

增持

——维持

金禾实业 (002597)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年03月20日

行业: 基础化工



# 多项产品价格下降, 业绩筑底有望恢复增长

分析师: 洪麟翔  
 Tel: 021-53686178  
 E-mail: honglinxiang@shzq.com  
 SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据 (截止 2019 年 3 月 19 日)

报告日股价 (元)	17.83
12mth A 股价格区间 (元)	13.48/25.62
总股本 (亿股)	5.59
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值 (亿元)	98.79
每股净资产 (元)	6.74

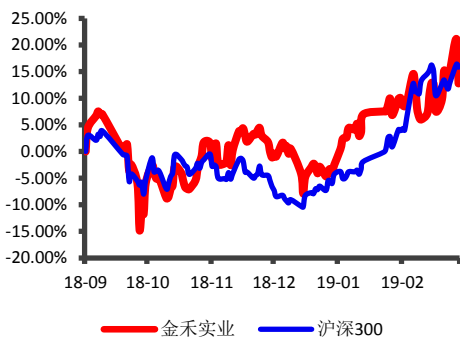
## 主要股东 (2018A)

安徽金瑞投资集团有限公司	44.83%
香港中央结算有限公司 (陆股通)	2.67%

## 收入结构 (2018A)

食品添加剂	42.42%
大宗化工原料	41.49%
功能性化工中间体原料	9.31%
贸易	4.92%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX19-JHSY01

首次报告日期: 2017年7月21日

相关报告:

2017/07/21 金禾实业深度报告: 甜味剂龙头扬帆起航, 多管齐下助推业绩腾飞

## ■ 事件

金禾实业发布2018年年报, 2018年全年实现营业收入41.33亿元, 同比减少7.75%; 归属于母公司股东净利润9.12亿元, 同比减少10.83%; 扣非后归属于母公司股东净利润8.47亿元, 同比减少9.54%。其中, Q4季度实现营业收入7.88亿元, 同比减少33.18%; 归属于母公司股东净利润1.58亿元, 同比减少51.16%, 低于市场预期。同时, 公司发布19年一季报预告, 预计1-3月实现归属于母公司股东净利润1.6-2.0亿元, 同比下降45.13%-31.41%。

## ■ 公司点评

### 剥离华尔泰影响业绩, 食品添加剂毛利率下滑

公司营业收入及净利润均出现下滑, 其主要原因是剥离华尔泰及部分产品出现降价所致。公司大宗化学品2018年实现营收17.15亿元, 同比下降12.11%, 毛利率32.25%, 同比提升3.17个百分点。剔除华尔泰影响后, 公司营收增长2.53%, 归母净利润下滑8.42%。公司食品添加剂业务2018年实现营业收入17.53亿元, 同比增长7.80%; 毛利率为42.76%, 同比下降8.66个百分点。主要是三氯蔗糖及乙基麦芽酚等产品降价所致。

### 安赛蜜价格稳步提升, 三氯蔗糖产能迅速扩张

公司高倍甜味剂产品主要有安赛蜜和三氯蔗糖, 目前公司拥有年产12000吨安赛蜜和3000吨三氯蔗糖产能。公司是全球最大安赛蜜生产商, 产品价格连续多年维持稳步上升, 18年单吨含税价涨至为5.5万元左右, 并且19年仍在提升。三氯蔗糖是公司近年来的重要发展方向, 从初始500吨产线, 到1500吨产能扩建, 再到技改扩至3000吨, 产能的扩大及释放都较为顺利, 尽管产品价格出现了大幅下降, 但公司的成本优势显著, 有望复制安赛蜜的成功之路。此外, 受行业扩产及潜在扩产计划影响, 乙基麦芽酚产品价格出现了大幅回落, 中短期内预计将呈现供大于求的市场格局。

### 产业链协同提供成本优势, 定远一期进展顺利

公司在传统的合成氨行业基础上, 持续拓展产业链, 实现了横向和纵向延伸, 形成基础化工和精细化工的产业链协同; 公司自产的高压蒸汽用于自供和发电, 发电后的中压蒸汽进入生产环节, 生产之后的低压蒸汽再进入高压管网用于发电; 同时, 三氧化硫、双乙烯酮等核心原材料实现自供; 多项举措保障了公司低成本、高效率运行, 在行业内拥有明显的竞争优势。

此外, 公司新项目扩产进展有条不紊, 以金轩科技作为实施主体

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

的循环经济产业园一期项目中年产 4 万吨氯化亚砷、年产 1 万吨糠醛、30MW 生物质锅炉热电联产和污水处理项目的土建主体工程均已按时封顶，关键设备订货已完成，预计将于 19 年年中建成投产。

### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司在 2019、2020 和 2021 年将实现营业收入 47.47、52.73 和 57.19 亿元，同比增长 14.85%、11.09% 和 8.47%，归属于母公司股东净利润为 9.76、11.46 和 13.12 亿元，同比增长 7.06%、17.48% 和 14.45%，每股 EPS 为 1.75、2.05 和 2.35 元。对应 PE 为 10.2、8.7 和 7.6 倍。未来六个月内，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

麦芽酚行业计划新增产能投放超预期；三氯蔗糖销售不及预期；新项目投产不及预期；出现安全及环保事故；系统性风险。

### ■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4132.80	4746.59	5273.06	5719.47
年增长率	-7.75%	14.85%	11.09%	8.47%
归属于母公司的净利润	911.58	975.92	1146.47	1312.16
年增长率	-10.83%	7.06%	17.48%	14.45%
每股收益（元）	1.63	1.75	2.05	2.35
PE (X)	10.9	10.2	8.7	7.6

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1728	2478	3373	4542
应收和预付款项	904	1279	1143	1480
存货	311	428	380	482
其他流动资产	645	645	645	645
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1542	1389	1236	1084
无形资产和开发支出	91	86	80	74
其他非流动资产	210	191	172	172
<b>资产总计</b>	<b>5434</b>	<b>6499</b>	<b>7033</b>	<b>8482</b>
短期借款	180	0	0	0
应付和预收款项	818	1338	1021	1496
长期借款	469	469	469	469
其他负债	47	47	47	47
<b>负债合计</b>	<b>1514</b>	<b>1854</b>	<b>1537</b>	<b>2012</b>
股本	559	559	559	559
资本公积	411	411	411	411
留存收益	2950	3675	4526	5500
归属母公司股东权益	3920	4644	5496	6470
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>3920</b>	<b>4644</b>	<b>5496</b>	<b>6470</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5434</b>	<b>6499</b>	<b>7033</b>	<b>8482</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	978	1097	1083	1377
投资活动产生现金流量	-402	69	69	69
融资活动产生现金流量	-605	-416	-257	-276
<b>现金流量净额</b>	<b>-42</b>	<b>750</b>	<b>895</b>	<b>1169</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4133</b>	<b>4747</b>	<b>5273</b>	<b>5719</b>
营业成本	2767	3282	3590	3829
营业税金及附加	38	41	45	49
营业费用	130	147	162	176
管理费用	80	192	213	230
财务费用	35	2	-20	-41
资产减值损失	17	15	15	15
投资收益	58	60	60	60
公允价值变动损益	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1063</b>	<b>1128</b>	<b>1328</b>	<b>1523</b>
营业外收支净额	-6	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>10458</b>	<b>1138</b>	<b>1338</b>	<b>1533</b>
所得税	146	162	192	221
净利润	912	976	1146	1312
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>912</b>	<b>976</b>	<b>1146</b>	<b>1312</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	33%	31%	32%	33%
EBIT/销售收入	26%	24%	25%	26%
销售净利率	22%	21%	22%	23%
ROE	23%	21%	21%	20%
资产负债率	28%	29%	22%	24%
流动比率	3.43	3.49	5.19	4.63
速动比率	2.75	2.89	4.45	4.06
总资产周转率	0.76	0.73	0.75	0.67
应收账款周转率	5.04	4.12	5.07	4.27
存货周转率	8.91	7.67	9.45	7.95

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。