



2020-03-06

公司点评报告

买入/维持

金禾实业(002597)

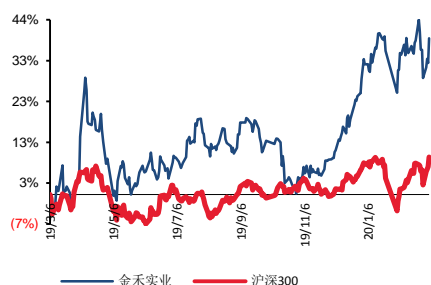
目标价: 28.8

昨收盘: 24.39

材料 材料 II

2019 业绩符合预期, 不断加深食品添加剂护城河, 维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	559/557
总市值/流通(百万元)	13,628/13,586
12 个月最高/最低(元)	25.20/17.00

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 公司发布 2019 年年报, 报告期实现营业收入 39.72 亿元, 同比-3.89%; 归母净利润 8.09 亿元, 同比-11.28%。其中 2019 年第四季度实现营业收入 9.77 亿元, 同比+24.05%, 环比-3.83%; 归母净利润 1.98 亿元, 同比+25.56%, 环比-5.6%。2019 年分红方案为每 10 股派 5.4 元。公司根据目前面临的市场和行业状况, 基于谨慎性原则, 预计 2020 营业收入为 38 亿元, 同比下降 4.33%; 净利润 8 亿元, 同比下降 1.03%。

主要观点:

1. 大宗化学品价格下滑拖累, 公司业绩略有下滑

公司主要业务为食品添加剂、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体等生产和销售。其中基础化工板块主要服务于食品添加剂板块, 为其提供生产原料, 可谓一体化生产。食品添加剂主要有甲乙基麦芽酚、安赛蜜和三氯蔗糖。大宗化学品产品主要有双氧水、硝酸、液氨、三聚氰胺、碳铵、浓硫酸、双乙烯酮等。

2019 年公司食品添加剂产品实现营收 18.51 亿元, 同比+5.56%; 营收占比 46.60%, 同比提升 4.18 个百分点; 毛利率 43.04%, 同比提升 0.28 个百分点; 毛利润 7.97 亿元, 毛利占比 64.11%, 同比提升 9.22 个百分点。主要由于公司新增三氯蔗糖产能, 销量提升, 毛利率总体稳定。分产品看, 三氯蔗糖、甲乙基安赛蜜价格略微下滑, 安赛蜜价格上涨。

2019 年公司大宗化学品产品实现营收 15.50 亿元, 同比下降 9.63%; 营收占比 39.01%, 同比下降 2.48 个百分点; 毛利率 24.08%, 同比下降 8.17 个百分点; 毛利润 3.73 亿元, 毛利占比 30.03%, 同比下降 10.46 个百分点。该板块盈利下降, 主要由于大部分基础化工品价格同比下滑。

2019 年公司盈利下滑, 主要受大宗化学品价格下滑拖累, 预计公司未来, 更偏消费属性的食品添加剂板块营收占比进一步提升, 能有效平抑基础化工品价格的波动。

2. 不断加深护城河, 多个项目储备促成长

公司在食品添加剂细分领域多个产品具有全球规模及成本优势, 处于国内最高水平。公司拥有三氯蔗糖(第五代高倍甜味剂) 3000 吨

/年，全球市占率 25%，拟扩建增加 5000 吨/年，远超目前行业第一 3500 吨/年的英国泰莱。甲乙基麦芽酚（香料）6000 吨/年，全球市占率第一，拟扩建增加 5000 吨/年。安赛蜜（第四代高倍甜味剂）1.2 万吨/年，全球市占率约 60%。公司推进“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设，积极拓展线上、线下销售渠道，进一步打开市场空间。

同时，公司打造定远循环经济园，布局新业务发展，1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砷项目已投产（降低三氯蔗糖成本），拟建 4500 吨麝香与呋喃等项目。

公司进一步加大研发投入，2019 年研发费用 1.37 亿元，同比 +59.20%。2019 年新申请 53 件专利，截止 2019 年末，公司累计获得发明专利 77 项，实用新型专利 56 件。研发人员同比增加 29.17%，研发投入占营收比例同比从 2.98%提升至 3.44%。

3. 盈利预测及评级

考虑本次新冠疫情影响，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.55 亿元、10.07 亿元、11.60 亿元，对应 EPS 1.53 元、1.80 元、2.08 元，PE 15.2、13.0、11.2 倍。考虑公司为食品添加剂三氯蔗糖和安赛蜜（甜味剂）、甲乙基麦芽酚（香料）全球龙头，在建多个项目加深护城河，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,972	4,231	4,717	5,438
(+/-%)	-3.9%	6.5%	11.5%	15.3%
净利润(百万元)	809	855	1,007	1,160
(+/-%)	-11.3%	5.8%	17.7%	15.2%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.53	1.80	2.08
市盈率(PE)	16.1	15.2	13.0	11.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：2020 年 3 月 6 日



资产负债表					单位：百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
货币资金	1,776	2,444	3,231	4,132					
应收票据	0	0	0	0					
应收账款	220	235	261	301					
预付账款	65	69	75	86					
存货	373	391	427	491					
其他流动资产	1,047	1,047	1,047	1,047					
流动资产合计	3,481	4,186	5,041	6,058					
其他长期投资	0	0	0	0					
长期股权投资	4	4	4	4					
固定资产	1,774	1,942	2,129	2,335					
在建工程	53	58	64	71					
无形资产	102	102	102	102					
其他非流动资产	92	92	92	92					
非流动资产合计	2,025	2,198	2,390	2,603					
资产合计	5,506	6,384	7,432	8,661					
短期借款	100	103	106	109					
应付票据	373	373	373	373					
应付账款	344	360	394	453					
预收款项	39	41	46	53					
其他应付款	5	5	5	5					
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	264	264	264	264					
流动负债合计	1,125	1,147	1,188	1,258					
长期借款	1	1	1	1					
应付债券	499	499	499	499					
其他非流动负债	43	43	43	43					
非流动负债合计	543	543	543	543					
负债合计	1,667	1,689	1,730	1,800					
归属母公司所有者权益	4,482	5,338	6,344	7,504					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,482	5,338	6,344	7,504					
负债和股东权益	6,149	7,027	8,075	9,304					
现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	1,762	1,127	1,295	1,466					
现金收益	964	1,149	1,331	1,520					
存货影响	-62	-18	-36	-65					
经营性应收影响	625	-20	-35	-53					
经营性应付影响	-58	19	38	67					
其他影响	292	-3	-3	-3					
投资活动现金流	-1,081	-456	-505	-559					
资本支出	-532	-491	-540	-594					
股权投资	29	29	29	29					
其他长期资产变化	-578	5	5	5					
融资活动现金流	-253	-2	-4	-6					
借款增加	-49	3	3	3					
财务费用	19	-5	-7	-9					
股东融资	-246	0	0	0					
其他长期负债变化	24	0	0	0					

利润表					单位：百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	3,972	4,231	4,717	5,438					
营业成本	2,729	2,861	3,125	3,598					
营业税金及附加	32	34	38	44					
销售费用	131	135	151	174					
管理费用	86	89	99	114					
研发费用	137	144	160	185					
财务费用	-19	5	7	9					
资产减值损失	-13	2	2	2					
公允价值变动收益	6	5	5	5					
投资收益	29	29	29	29					
营业利润	940	994	1,170	1,347					
营业外收入	6	6	6	6					
营业外支出	8	8	8	8					
利润总额	937	992	1,167	1,345					
所得税	129	136	160	185					
净利润	808	855	1,007	1,160					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	809	855	1,007	1,160					
NOPLAT	740	834	987	1,142					
EPS（摊薄）	1.45	1.53	1.80	2.08					
主要财务比率									
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
成长能力									
营业收入增长率	-3.9%	6.5%	11.5%	15.3%					
EBIT增长率	-16.9%	12.8%	18.3%	15.7%					
归母公司净利润增长率	-11.3%	5.8%	17.7%	15.2%					
获利能力									
毛利率	31.3%	32.4%	33.8%	33.8%					
净利率	20.4%	20.2%	21.3%	21.3%					
ROE	18.0%	16.0%	15.9%	15.5%					
ROIC	16.7%	15.8%	15.7%	15.4%					
偿债能力									
资产负债率	27.1%	24.0%	21.4%	19.3%					
债务权益比	14.4%	12.1%	10.2%	8.7%					
流动比率	309.5%	365.0%	424.4%	481.7%					
速动比率	276.4%	330.9%	388.5%	442.6%					
营运能力									
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6					
应收账款周转天数	20	20	20	20					
应付账款周转天数	45	45	45	45					
存货周转天数	49	49	49	49					
每股指标（元）									
每股收益	1.45	1.53	1.80	2.08					
每股经营现金流	3.15	2.02	2.32	2.62					
每股净资产	8.02	9.55	11.35	13.43					
估值比率									

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。