

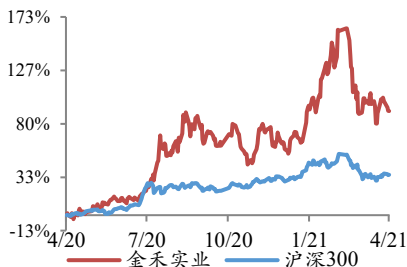
20 年提升定价力，21 年驱逐小产能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-09

收盘价（元）	37.70
近 12 个月最高/最低（元）	51.94/19.03
总股本（百万股）	561
流通股本（百万股）	559
流通股比例（%）	99.75
总市值（亿元）	211
流通市值（亿元）	211

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. 深圳健康条例催化减糖新消费 2021-01-05
2. 消费属性提升 2020-12-01
3. 三季度业绩略有下滑，弱周期属性将增强 2020-10-31
4. 全球食品添加剂领军者 2020-8-17

主要观点：

● 事件描述：

4月9日，金禾实业发布2020年年报。据公告，2020年公司实现营业收入36.66亿元，同比下降7.69%；归母净利润7.19亿元，同比下降11.16%；扣非后归母净利润5.70亿元，同比下降23.33%；加权平均ROE为15.50%，同比减少3.92个百分点；经营活动现金流净额为9.94亿元，同比增加9.74%。

发布2021年一季度业绩预报，公司预计2021年Q1实现归母净利润1.7-2.2亿元，同比增长11.88%-44.79%，实现基本每股收益0.30元/股-0.39元/股。

● 在主动降价的情况下，公司20年Q4业绩持续改善，21年Q1预增

2020年，公司实现毛利润9.92亿元，同比减少了2.50亿元。公司财务费用-0.03亿元，同比增加85.15%，主要源于汇率持续下降，确认的汇兑净损失金额大幅增长；管理费用1.22亿元，同比增加42.32%，一方面是由于员工持股计划本期摊销的股份支付费用增加，另一方面是由于子公司金轩科技和金轩新能源2019年下半年投产，因此本年发生的职工薪酬、折旧费用等较上年增加；销售费用0.54亿元，同比下降58.85%，主要是会计准则调整，运输费用等转入“合同履约成本”，不再计入销售费用；研发费用1.20亿元，同比下降11.88%。公司经营活动净现金流9.94亿元，同比增加9.74%；投资活动净现金流为-8.72亿元，同比增加29.46%；筹资活动净现金流为-1.25亿元，同比增加62.86%，主要因为本年新增短期借款较上期增加。公司净现比为1.38，同比增加0.26，仍维持较好现金流水平；存货周转天数为45.82天，同比减少3.34天，经营效率有所提升。公司应付票据及账款由去年同期的7.16亿元增加到9.42亿元，应收票据及账款由去年同期的2.20亿元增加到2.95亿元，应付的增加大于应收的增加表明了公司对产业链的把控力增强。公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为8.60亿元，同比增加107.16%，在建工程7.01亿元，比上期期末增加6.48亿元，主要由于公司本期新投资建设年产5000吨三氯蔗糖项目、循环经济产业园一期项目所致。

单季度来看，Q4公司实现营业收入9.54亿元，同比下降2.40%，环比增加8.03%；实现归母净利润1.85亿元，同比下降6.28%，环比增加5.15%。单季度财务数据有所改善，得益于下半年疫情缓解，需求增加带动市场持续向好。

2021年Q1，公司预计实现归母净利润1.7-2.2亿元，同比增长11.88%-44.79%，主要由于上年同期新冠疫情等影响，导致公司生产和销售受到影响，随着新冠疫情逐步得到有效控制，预计2021年第一季度经营恢复常态，同比业绩增长。

● **食品添加剂营收占比提升，产品结构不断优化**

2020年，分业务板块来看，食品添加剂业务实现营收19.01亿元，同比上升2.73%；营收占比51.86%，同比上升5.26个百分点；实现毛利润6.89亿元，毛利率36.25%。公司食品添加剂板块的较高营收规模与较高盈利水平主要来自于一定规模的销量以及其强大的成本优势。大宗化工产品业务实现营收13.19亿元，同比下降14.87%；营收占比35.98%，同比下降3.03个百分点；实现毛利润2.52亿元，毛利率19.10%。功能性化工产品及中间体实现营收2.10亿元，同比下降22.0%；营收占比5.73%，同比下降1.05个百分点。分地区来看，内销实现营收25.67亿元，同比下降13.78%，营收占比70.02%；外销实现营收10.99亿元，同比上升10.54%，营收占比29.98%。

2017年公司剥离了其子公司华尔泰化工，削减了基础化工业务，公司弱周期的产品(三氯蔗糖、麦芽粉等)营收占比在逐渐增强，强周期的化工品占比进一步减弱。目前公司主要保留了与精细化工品产业链配套的基础化工品，降低了宏观经济波动对公司业绩的影响。未来几年公司主要的扩能计划都集中在食品添加剂和定远项目上，并无扩大大宗化工原料产能的计划，有利于实现公司产业链横向、纵向一体化建设，形成上下游协同效应，优化产品结构，实现公司向食品添加剂等领域转型升级，促进公司长远稳定发展。

图表1 各系列产品经营数据

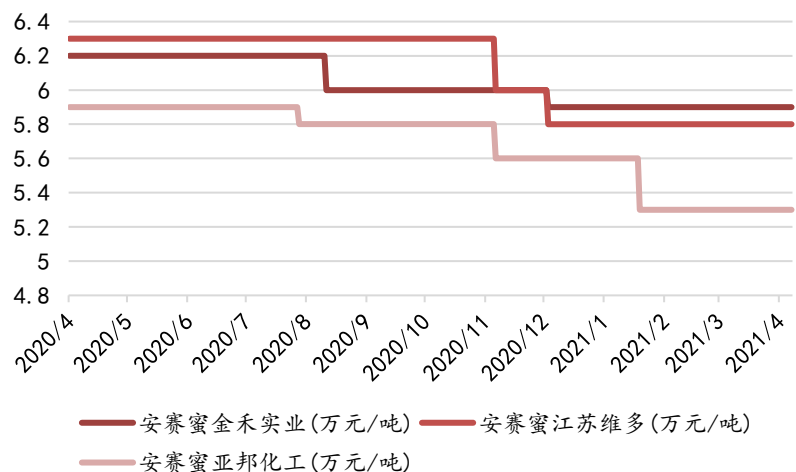
	食品添加剂				大宗化工产品				功能性化工产品及中间体			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	2.55	1.66	0.89	34.90	7.85	7.15	0.70	8.92	1.22	1.22	0.00	0.00
15H2	3.01	1.90	1.11	36.88	10.70	8.94	1.76	16.45	1.80	1.79	0.01	0.56
16H1	4.07	2.46	1.61	39.56	8.06	6.50	1.56	19.35	0.67	0.70	-0.03	-4.48
16H2	4.77	2.47	2.30	48.22	8.97	6.48	2.49	27.76	1.90	1.80	0.10	5.26
17H1	6.52	3.17	3.35	51.41	9.49	6.73	2.76	29.06	0.76	0.66	0.10	13.70
17H2	9.74	4.73	5.01	51.41	10.02	7.11	2.91	29.06	3.62	3.12	0.50	13.70
18H1	9.28	5.31	3.97	42.73	8.87	6.01	2.86	32.24	2.10	2.02	0.08	3.64
18H2	8.25	4.73	3.52	42.73	8.28	5.61	2.67	32.24	1.75	1.69	0.06	3.64
19H1	9.67	5.18	4.49	46.43	7.50	5.87	1.63	21.73	1.43	1.25	0.18	12.59
19H2	8.84	5.36	3.48	39.37	8.00	5.89	2.11	26.38	1.26	1.14	0.12	9.52
20H1	10.42	6.29	4.12	39.59	5.74	4.43	1.31	22.89	0.96	-	-	-
20H2	8.59	5.83	2.76	32.13	7.45	6.24	1.21	16.24	1.14	-	-	-
15FY	5.56	3.56	2.00	35.97	18.55	16.09	2.46	13.26	3.02	3.01	0.01	0.33
16FY	8.84	4.93	3.91	44.23	17.03	12.98	4.05	23.78	2.57	2.50	0.07	2.72
17FY	16.26	7.90	8.36	51.41	19.51	13.84	5.67	29.06	4.38	3.78	0.60	13.70
18FY	17.53	10.04	7.49	42.73	17.15	11.62	5.53	32.24	3.85	3.71	0.14	3.64
19FY	18.51	10.54	7.97	43.06	15.50	11.76	3.74	24.13	2.69	2.39	0.30	11.15
20FY	19.01	12.12	6.89	36.25	13.19	10.67	2.52	19.10	2.10	-	-	-

资料来源: wind, 华安证券研究所

● **主要产品价格下滑，公司因成本优势而降价，掌握市场定价权**

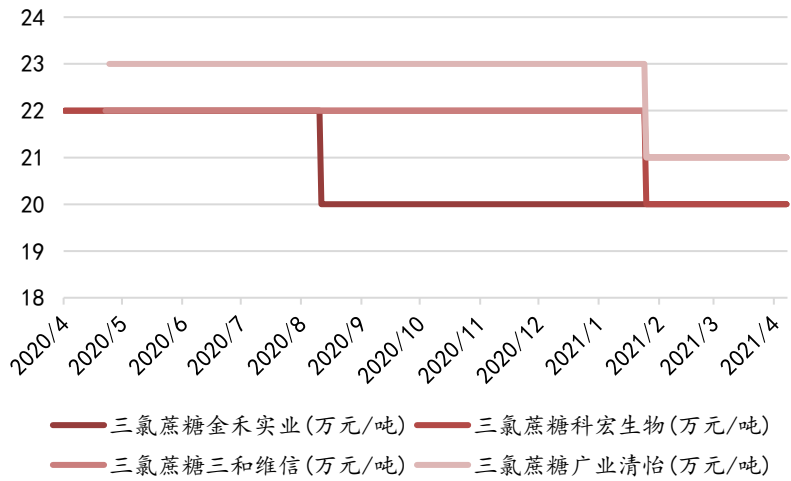
安赛蜜方面，公司 20Q3 安赛蜜价格范围在 6-6.2 万元/吨;20Q4 为 5.9-6 万元/吨，环比略有下降，主要受到对手报价以及需求减弱的影响;2021 年 4 月 7 日，公司安赛蜜最新价格保持在 5.9 万元/吨。三氯蔗糖方面，公司 2020Q3 三氯蔗糖价格范围在 20-22 万元/吨;20Q4 至今一直保持在为 20 万元/吨。而公司主要竞争对手三季度至今价格一直维持在 22 万元/吨左右，高于公司报价。公司价格较低主要因为公司的三氯蔗糖生产成本远低于竞争对手，利用成本优势可以通过低价进一步打开市场，增加销量，提高市占率，为后续新产能放量打下基础。公司 5000 吨三氯蔗糖项目投产进一步降低公司生产成本，带来新的业绩增量。我们预计，市占率提升后，公司将提高产品议价能力，以更高价格出售，通过量价齐升的方式贡献业绩。麦芽酚方面，20Q3 甲基麦芽酚安徽地区报价 9.5-10 万元/吨;20Q4 为 9.5 万元/吨，环比有所下降。20Q3 乙基麦芽酚安徽地区报价为 8-9 万元/吨;20Q4 为 8-8.2 万元/吨，环比有所下降。公司价格较低主要因为麦芽酚生产成本远低于竞争对手，在需求减弱的环境下，低价促销可以占领市场，提高产品渗透率，也为后续反弹创造空间。

图表 2 安赛蜜价格变动情况



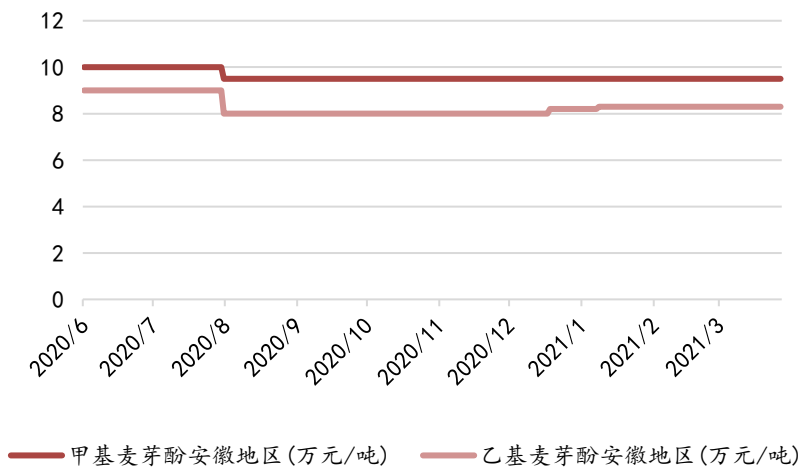
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 3 三氯蔗糖价格变动情况



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 4 麦芽酚价格变动情况



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

● 项目进展顺利, 产品市占率进一步提升

年产 5000 吨三氯蔗糖项目进入试生产准备状态, 进一步提高产品市占率和议价能力。2020 年 12 月 24 日, 公司年产 5000 吨三氯蔗糖项目土建工程、设备安装已基本完成, 项目全面进入试生产状态, 该项目主体及相关配套设施总投资将达到 10 亿元以上, 是公司单个项目建设历史上最大的投资项目。公司现有安赛蜜产能 12000 吨/年、三氯蔗糖产能 4000 吨/年, 新建的 5000 吨三氯蔗糖项目全面投产后, 公司三氯蔗糖产能将是现有的 2.25 倍, 成为全球最大的安赛蜜和三氯蔗糖生产企业, 定价权进一步提升。受益于下游消费需求的快速扩张, 甜味剂市场将有足够大的市场空间, 公司三氯蔗糖的扩产不用担忧市场饱和, 新增产能将迅速消化。一方面是无糖、低糖习惯和政策的进一步传播推广, 代糖

市场高景气将持续；另一方面是扩产后的三氯蔗糖由于规模优势，单吨成本将进一步下降，公司可利用强大的定价能力，使目前已在成本线附近的竞对逐步退出或减产。据我们预测，三氯蔗糖产品贡献净利润将从扩产前的 1.32 亿元提升至 4.68 亿元，是扩产前的 3.55 倍。

年产 4500 吨佳乐麝香溶液项目和年产 1000 吨吡喃铵盐项目建成投产，为公司长期成长注入新动力。2021 年 1 月 13 日，由金禾实业子公司—安徽金轩科技有限公司实施的定远循环经济产业园一期年产 4500 吨佳乐麝香溶液和年产 1000 吨吡喃铵盐项目已建设完成并投料开车，经过连续设备调试及工艺指标的优化调整，已生产出合格产品。该项目将与金禾实业产业链上下游实现协同规模效应，进一步实现公司在日化香料、医药中间体行业的战略布局，为公司长期成长注入新动力。

此外，子公司年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目已取得环评批复，目前正在积极推进项目建设相关工作。2020 年 12 月 10 日，公司年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目取得环评批复，滁州市生态环境局同意公司按照《环境影响报告书》所列建设项目的内容进行建设，项目投资总额 5.2 亿元，建设期 12 个月，投产后可实现年均销售收入 5.7 亿元。公司目前已掌握的麦芽酚技术处于国内先进水平，通过本项目的实施，能够进一步提升市场占有率，稳定市场竞争格局。

● 金禾化学材料研究所落成，搭建三位一体的研发平台

公司注重科研创新，深化产学研融合。2020 年，公司位于合肥的金禾化学材料研究所落成，目前已配备专职技术研发人员 30 多名，从事新产品和工艺的研发工作，研究生以上学历占比 70% 以上。金禾化学研究所一方面是对公司现有产品生产技术优化和工艺改进，降低产品生产成本，巩固公司产品的核心竞争力；另一方面，围绕公司产业发展方向，在食品添加剂、香精香料、高性能材料、可降解材料及高端中间体领域，进行新产品技术研发和项目储备。研发基地分工上，金禾研究所（合肥）将作为公司前端研发基地；金禾本部研发中心（滁州）将作为承接金禾研究所研发成果转化的产业落地实践应用基地，负责工艺落地、新产品中试和产业化；金禾益康（南京）作为公司食品添加剂及配料的应用研发基地。由此，公司形成了前端研发、项目落地、产品应用三位一体的研发平台，为公司客户提供一体化的应用解决方案。

专利方面，2020 年全年公司共申请专利 151 件：其中发明专利 145 件、实用新型专利 6 件、PCT 专利 8 件。全年共获得授权专利 17 件：其中发明专利 9 件、实用新型专利 8 件。截止 2020 年末，公司共获授权专利 147 件，其中发明专利 86 件，实用新型专利 61 件，连续第六年荣获安徽省发明专利百强称号。其中，公司“乙酰磺胺酸钾生产中催化剂三乙胺的回收方法”荣获第七届安徽省专利银奖；“安赛蜜生产工艺优化关键技术开发及应用”项目成果获得安徽省科技进步一等奖。近日，公司还被表彰为“安徽省优秀民营企业”。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.63、14.01、16.14 亿元，同比增速为 48.0%、31.8%、15.2%。对应 PE 分别为 19.89、15.09、13.10 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情影响海外食品添加剂需求，国际关系变化影响公司产品出口，产品产能提升进度不达预期，食品添加剂技术扩散的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3666	5211	6013	6454
收入同比 (%)	-7.7%	42.1%	15.4%	7.3%
归属母公司净利润	719	1063	1401	1614
净利润同比 (%)	-11.2%	48.0%	31.8%	15.2%
毛利率 (%)	27.1%	32.7%	35.2%	36.3%
ROE (%)	14.5%	17.7%	18.9%	17.9%
每股收益 (元)	1.28	1.90	2.50	2.88
P/E	25.32	19.89	15.09	13.10
P/B	3.68	3.52	2.85	2.34
EV/EBITDA	18.96	16.89	16.36	14.82

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 天津大学化工学士, 2 年化工战略规划经验, 4 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人: 曾祥钊, 中国科学院化工硕士, 清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。