

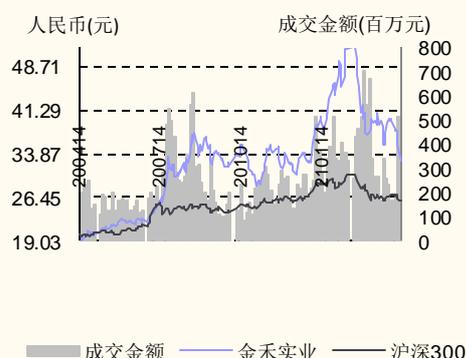
## 金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.71 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.61
已上市流通 A 股(亿股)	5.59
总市值(亿元)	183.47
年内股价最高最低(元)	51.94/19.03
沪深 300 指数	4940
深证成指	13528



## 相关报告

1. 《金禾实业公司深度更新报告-产业链优势明显, 长期看好公司成长》, 2021.4.9
2. 《业绩基本符合预期, 在建项目落地助力成长-【国金基化】金禾实业...》, 2020.11.1
3. 《业绩符合预期, 精细化工占比持续提升-【国金基化】金禾实业中报...》, 2020.8.28
4. 《业绩符合预期, 降本增效看好长期成长-【国金基化】金禾实业 1 季...》, 2020.4.27

陈屹 联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyiyong@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

## 公司坚持自主创新, “337 调查” 胜诉概率大

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,972	3,666	4,200	5,072	5,864
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	14.56%	20.76%	15.61%
归母净利润(百万元)	809	719	927	1,128	1,309
归母净利润增长率	-11.28%	-11.16%	29.05%	21.62%	16.09%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	1.653	2.011	2.334
每股经营性现金流净额	1.61	1.75	3.80	2.61	3.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	9.85%	11.12%	9.77%
P/E	15.62	25.32	22.80	18.75	16.15
P/B	2.82	3.68	3.94	3.50	3.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司 4 月 13 日发布公告, Celanese 向美国国际贸易委员会提出申请, 对公司及子公司美国金禾等对美出口、在美进口及销售的特定高甜度甜味剂、制备方法及其下游产品侵犯了其专利权进行调查, 调查涉及产品为安赛蜜。截至公告日, 公司已获取国家知识产权局授权的多项关于该产品生产的专利, 公司有能力也坚信能够应对本次 337 调查, 坚决维护公司权益。

## 点评

- 公司安赛蜜具备绝对竞争优势, 对国外企业销售造成压力。金禾实业安赛蜜产品随着公司技术持续提升以及规模增加, 目前全球市占率 65% 以上, 具备绝对竞争优势, 对美国化工龙头 Celanese 旗下公司等国外安赛蜜企业销售造成压力。Celanese 4 月 8 日向美国国际贸易委员会提出调查申请起诉金禾实业专利侵权, 请求对金禾实业的安赛蜜产品发布普遍排除令及禁止令。
- 公司为高新技术企业坚持自主创新, 有信心应诉 337 调查。公司坚持自主创新, 多年连续被评为高新技术企业, 目前已获取多项国家知识产权局授权的多项关于甜味剂安赛蜜产品生产的专利, 其中 11 项发明专利、2 项实用新型专利。2020 年, 公司自主研发的“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。公司有信心应诉 337 调查。
- 参考历史国外企业 337 撤诉案例, 预计公司胜诉概率大。2016 年 Celanese 提起诉讼对包括金禾实业在内的 3 家中国人工甜味剂企业发起 337 调查, 2017 年 Celanese 主动申请撤诉; 2009 年盐城捷康赢得当时全球最大三氯蔗糖生产企业英国泰莱 337 诉讼。考虑到国内早已建立安赛蜜产品行业标准并且有较大比例产品出口, 以及历史上国外企业 337 撤诉或败诉情况, 预计公司此次胜诉概率大。此外, 公司出口美国安赛蜜业务占公司总营收 1.98%, 对公司盈利影响非常小; 公司也可以通过改变生产工艺来继续生产安赛蜜产品。本次 337 调查及应诉期间, 公司生产、经营不会造成实质性影响。

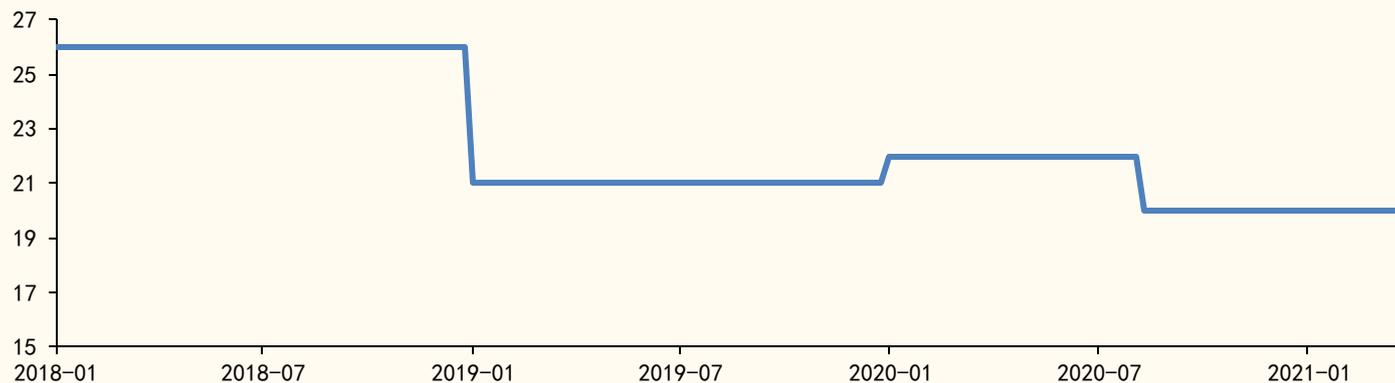
## 投资建议

公司凭借绝对的成本优势以及产业链优势, 未来将继续切入多个细分领域并成为行业龙头, 长期看公司盈利中枢持续增长。维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.27/11.28/13.09 亿元, 维持公司“买入”评级。

## 风险提示

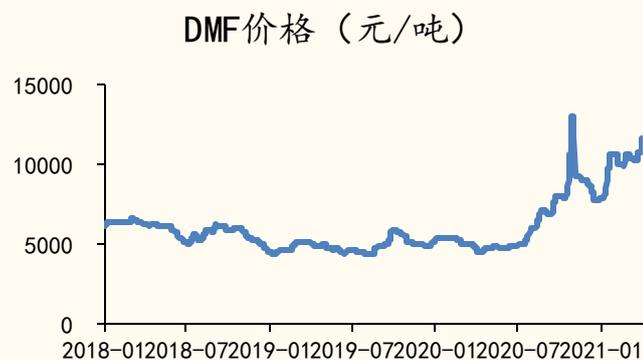
- 产品价格下跌风险; 产能建设及投放进度不及预期等。

图表 1: 三氯蔗糖市场价格 (万元/吨)



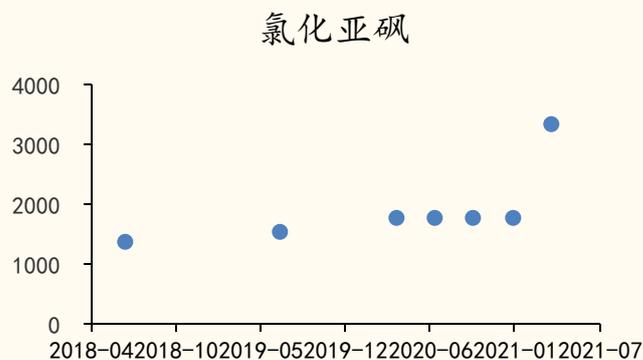
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 2: DMF 价格走势



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 3: 氯化亚砷价格走势 (元/吨)



来源: 凯盛新材公司公告, 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 4: 安赛蜜价格走势



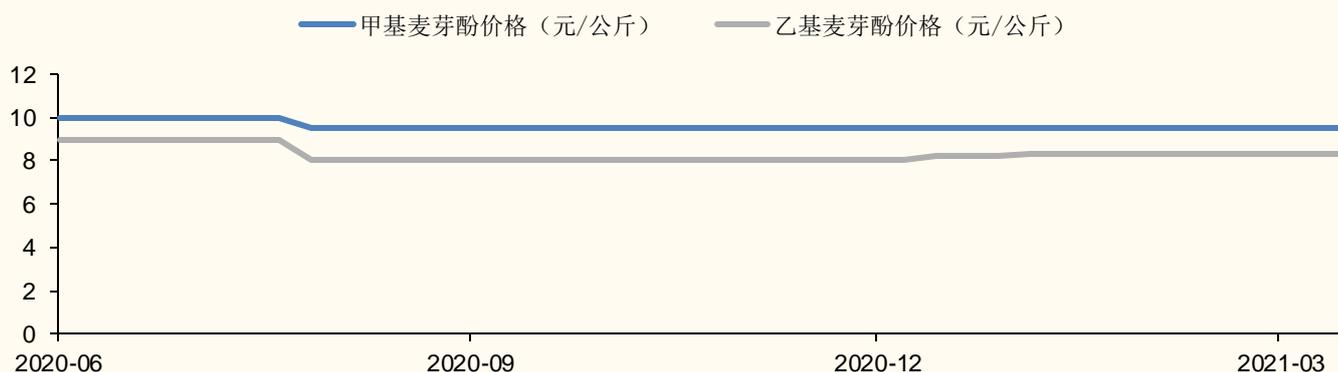
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 5: 硫磺价格近期持续上涨增加成本



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6：麦芽酚市场价格



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 7：金属镁价格走势



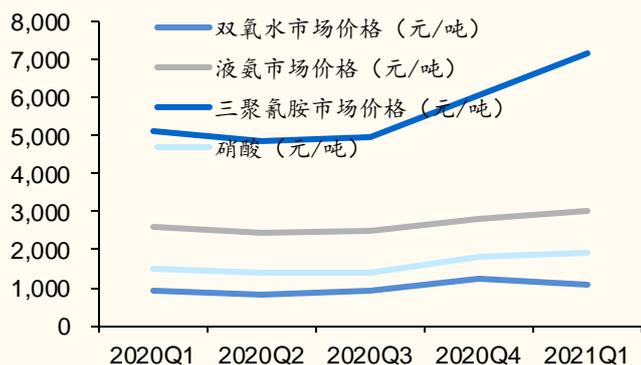
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 8：液氯价格走势



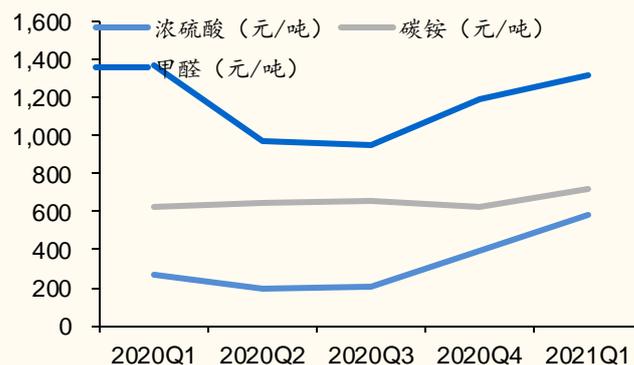
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 9：双氧水、液氯、三聚氰胺、硝酸市场价格



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 10：浓硫酸、碳铵、甲醛市场价格



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 11: 公司现有主要产品及产能情况

产品	产能 (吨/年)
安赛蜜	12000
三氯蔗糖	8000
甲基麦芽酚	1000
乙基麦芽酚	4000
呋喃铵盐	1000
佳乐麝香	3000 (折纯)
三聚氰胺	60000
硝酸	120000
液氨	120000
浓硫酸	300000
双氧水	350000
碳铵	350000
甲醛	200000
新戊二醇	23000
季戊四醇	20000
双乙烯酮	10000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 公司重大事项披露情况

事件类型	内容
股东大会	2020年6月19日, 公司召开2020年第一次临时股东大会, 会议通过了《关于使用节余募集资金永久补充流动资金的议案》、《关于续聘会计师事务所的议案》、《关于修订<公司章程>的议案》。
权益变动	2020年11月16日, 公司发布《关于控股股东部分股份解除质押的公告》, 公司控股股东金瑞投资解除起质押公司股份共计7,500,000股, 占总股本1.34%。截至本公告披露日, 公司控股股东及其一致行动人所质押的股份不存在平仓风险, 不会导致公司实际控制权发生变更, 不会对公司生产经营、公司治理等产生影响。2021年1月4日, 公司发布《2020年第四季度可转换公司债券转股情况的公告》, 公司总股本增加74090, 变动后总股本为560,903,311。
股权激励	公司于2019年8月28日召开了第五届董事会第五次会议和2019年第二次临时股东大会, 会议审议通过了《关于第一期核心员工持股计划(草案)及其摘要的议案》、《关于<第一期核心员工持股计划管理办法>的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理第一期核心员工持股计划相关事宜的议案》及相关议案。2020年12月22日, 公司发布《关于第一期核心员工持股计划第一批股票出售完毕的公告》第一期核心员工持股计划(以下简称“员工持股计划”)第一批股票已于2020年12月22日出售完毕。出售股份数量为3,620,000股, 占公司总股本比例: 0.65%。出售的方式为大宗交易, 大宗交易的受让方与上市公司5%以上股东、实际控制人不存在关联关系及一致行动关系。
投资活动	2020年5月30日, 公司发布《关于终止与专业投资机构合作投资的公告》, 并于同年6月1日发布《关于终止与专业投资机构合作投资的补充公告》。公司决定终止与上海悦苏资产管理有限公司(以下简称“上海悦苏”)合作成立投资基金的事项。本次终止事项相关各方均不需承担违约责任,

不会对公司的生产经营活动产生实质性影响。

利润分配 公司于 2021 年 4 月 7 日召开了第五届董事会第十五次会议，审议通过了《2020 年度利润分配预案》，拟定的 2020 年度利润分配预案为：以截至 2020 年 12 月 31 日公司总股本 560,903,311 股，扣除回购专户上已回购股份 1,776,982 股后的股份数为基数，向全体股东每 10 股派发现金人民币 4.5 元（含税），预计派发现金 251,606,848.05 元，剩余未分配利润结转以后年度，本年度不送红股，不以资本公积转增股本。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司发展战略和经营计划变化

	2020 年发展战略与经营计划	2021 年发展战略与经营计划
发展战略	<p><b>工作总基调：</b>加强管理、夯实基础、提升素质、规范程序、堵塞漏洞、挖潜革新、提质增效、优化环境、确保安全，促进企业健康稳定发展。</p> <p><b>发展愿景：</b>成为基于化学和生物技术，为食品饮料、日用消费、医药健康、农业环保及高端制造领域的客户持续提供最优解决方案的，具有产研一体化和综合经营能力的企业。</p> <p><b>战略思想：</b>聚焦同心的多元化增长、全面提升综合管理能力、培养收集核心资源、做好风险控制。</p> <p>公司将稳步推进公司产品结构优化和调整，增强产业链一体化的规模化和集约化的优势、提升拳头产品综合优势和行业地位，全面提升内部综合管理水平，积极拓展 C 端产品市场，促进公司经济效益提升和健康平稳发展，努力完成“争取到 2022 年底，拳头产品或产品集群增加到五个，成功开拓一到两个新业务板块，市场资源、技术储备、运营管理和人才队伍更上一个台阶，具备在下一个五年冲刺百亿产值和第一方阵的实力储备”的阶段性战略目标。</p>	<p><b>工作总基调：</b>加强管理、夯实基础、提升素质、规范程序、堵塞漏洞、挖潜革新、提质增效、优化环境、确保安全，促进企业健康稳定发展。</p> <p><b>发展愿景：</b>成为基于化学和生物技术，为食品饮料、日用消费、医药健康、农业环保及高端制造领域的客户持续提供最优解决方案的，具有产研一体化和综合经营能力的企业。</p> <p><b>战略思想：</b>聚焦核心兼顾多元化增长、全面提升综合管理能力、培养收集核心资源、全面做好风险控制。</p> <p><b>阶段性战略目标：</b>争取到 2022 年底，拳头产品或产品集群增加到五个，成功开拓一到两个新业务板块，市场资源、技术储备、运营管理和人才队伍更上一个台阶，具备在下一个五年冲刺百亿产值和第一方阵的实力储备。</p>
经营计划	<p><b>1、稳步推进重点项目的建设</b></p> <p>针对公司董事会决策投建的年产 5000 吨三氯蔗糖项目、年产 5000 吨甲基麦芽酚项目以及金禾循环经济产业园一期项目中拟建设年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪唑、3000 吨 2-甲基四氢咪唑、1000 吨咪唑铵盐等项目，按照公司计划方案推进，争取早日按质按量完成项目建设。</p> <p><b>2、狠抓安全环保管理</b></p> <p>2020 年度，公司将持续抓好安全环保管理工作，提升全员安环意识、聘请外部机构与专家、吸取先进经验、提高安全环保管理工作的效率和质量。</p> <p><b>3、加大研发投入，布局新产品业务</b></p> <p>围绕现有生产设备和装置，加大研发力量和资</p>	<p><b>1、继续推进重点项目建设，加快优化调整产品结构</b></p> <p>报告期内，公司顺利完成了年产 5000 吨三氯蔗糖项目以及由子公司金轩科技作为实施主体的年产 4500 吨佳乐麝香溶液、1000 吨咪唑铵盐等项目建设及投产工作，2021 年公司将进一步进行项目设备调试及工艺指标的优化工作，使装置尽快达产达标。</p> <p>报告期内以全资子公司金沃科技为实施主体的年产 5000 吨甲基麦芽酚项目已取得项目环评审批等手续，争取早日按质按量完成项目建设。</p> <p><b>2、加强安全环保管理工作，实现可持续发展</b></p> <p>2021 年公司继续全面落实安全环保生产责任制，坚守安全环保红线不动摇，将安全环保工</p>

	<p>金投入，优化产品生产工艺，以及打通公司现有产品上下游生产工艺路线，落实产业链延伸工作。同时加快新产品技术和工艺储备，优化和论证工业化方案，开展实验室研究和开发，以及落实新产品的中试工作，争取在年底实现可以产业化的项目储备。</p> <p><b>4、进一步开拓市场，拓展应用领域</b></p> <p>进一步分析市场形势，根据公司食品添加剂的产能投放进度，依托公司生产成本的综合优势，调控好产品价格，维护好市场格局和公司的市场地位。同时充分利用自身的品牌优势，积极开拓国际市场，加强与国际终端客户的合作和交流，积极开发和申报公司现有产品的行业标准和应用领域，增加客户的黏性以及市场需求，为公司新产能的释放打好坚实的基础。</p>	<p>作贯穿于项目建设、生产经营的整个过程中。抓好安全环保管理工作，建立长效安全环保监管机制，加大安全环保投入，健全相关制度，继续推进安全环保标准化建设，强化生产作业现场安全监督管理，狠抓隐患排查与治理，提高安全环保管理工作的质量。</p> <p><b>3、加快科研成果的应用转化，布局新产品业务</b></p> <p>2021年度，公司将持续加大研发力量和资金投入，提高自主创新及消化吸收新技术的能力，加大对产品生产工艺技术的优化升级，落实产业链延伸工作，为公司在定远生产新基地第二期项目的产业布局做好产品、技术储备。同时将进一步加大与一流高校的合作力度，充分利用院所的科研技术力量，开展深度产学研合作，围绕公司需求的核心技术，在关键催化技术、新型反应装备、绿色合成技术、酶表达及催化、新型环保处理技术等方面，进行多方论证和技术攻关。</p> <p><b>4、加强营销管理，把握市场主动权</b></p> <p>公司将加大市场开拓力度，制定科学有效的销售策略，根据公司食品添加剂的产能投放进度，把握市场主动权，维护好市场格局和公司的市场地位。加强新产品的研发和市场推广，加强老客户深度合作，多渠道开辟新客户，迅速占领市场，提高市场份额。</p> <p><b>5、优化人才培养机制、完善长效激励机制</b></p> <p>随着公司新项目的投产，经营规模的扩大以及技术工艺进步的加速，对技术研发及生产等综合型人才需求加剧。围绕公司的战略目标制定完善的培训计划，制定全方位的人才培养体系，培育后备力量，助力公司战略目标的顺利达成和员工综合能力的持续提高，并不断健全完善有效的激励机制，多渠道引进优秀人才，加强人才队伍建设，稳定骨干团队，保持企业经营队伍的稳定性，促进企业长期稳定发展。</p>
<p>风险提示</p>	<p>1、环保治理风险</p> <p>2、安全生产风险</p> <p>3、宏观经济波动风险</p> <p>4、国际形势变化风险</p> <p>5、产品价格下跌风险</p> <p>6、下游市场食品安全风险</p>	<p>1、环保治理风险</p> <p>2、安全生产风险</p> <p>3、宏观经济波动风险</p> <p>4、国际形势变化风险</p> <p>5、产品价格下跌风险</p> <p>6、下游市场食品安全风险</p>

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 公司前十大股东变动情况 (截至 2020 年 12 月 31 日)

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内增减变动情况 (万股)	持有有限售条件的股份数量	持股比例 (%)	股本性质
1	安徽金瑞投资集团有限公司	不变	25048.72	0	0	44.66%	境内非国有法人
2	全国社保基金一零一组合	增加	1904.56	880.8566	0	3.40%	其他
3	中国工商银行—广发稳健增长证券投资基金	增加	900.00	900	0	1.60%	其他
4	荷兰汇盈资产管理公司—荷兰汇盈新兴市场股票基金	增加	823.23	45.45	0	1.47%	境外法人
5	香港中央结算有限公司	减少	779.85	-254.0392	0	1.39%	境外法人
6	前海人寿保险股份有限公司—分红保险产品华泰组合	增加	458.56	458.56	0	0.82%	其他
7	基本养老保险基金八零八组合	减少	454.05	-77.6211	0	0.81%	其他
8	杨迎春	不变	381.61	0	0	0.68%	境内自然人
9	中国光大银行股份有限公司—国投瑞银创新动力混合型证券投资基金	增加	364.57	358.6014	0	0.65%	其他
10	泰康人寿保险有限责任公司—投连—行业	增加	356.04	275.2802	0	0.63%	其他
合计			31471.18			56.11%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司历史 PE Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 公司历史 PB Band



来源: Wind, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,133</b>	<b>3,972</b>	<b>3,666</b>	<b>4,200</b>	<b>5,072</b>	<b>5,864</b>	货币资金	1,976	1,776	1,139	2,201	2,698	3,514
增长率		-3.9%	-7.7%	14.6%	20.8%	15.6%	应收账款	831	747	788	723	771	892
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,767</b>	<b>-2,729</b>	<b>-2,674</b>	<b>-2,856</b>	<b>-3,449</b>	<b>-3,987</b>	存货	311	373	340	352	425	492
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	68.0%	68.0%	68.0%	其他流动资产	723	1,105	1,835	966	984	1,000
<b>毛利</b>	<b>1,366</b>	<b>1,243</b>	<b>992</b>	<b>1,344</b>	<b>1,623</b>	<b>1,876</b>	流动资产	3,840	4,000	4,102	4,242	4,878	5,897
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	32.0%	32.0%	32.0%	%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	58.6%	61.8%	66.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-38</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>	长期投资	96	127	234	234	234	234
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,542	1,828	2,460	2,573	2,550	2,496
<b>销售费用</b>	<b>-130</b>	<b>-131</b>	<b>-54</b>	<b>-42</b>	<b>-51</b>	<b>-59</b>	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	35.5%	32.3%	28.1%
%销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	129	155	170	194	227	258
<b>管理费用</b>	<b>-80</b>	<b>-86</b>	<b>-122</b>	<b>-105</b>	<b>-127</b>	<b>-147</b>	非流动资产	1,854	2,149	2,896	3,001	3,010	2,987
%销售收入	1.9%	2.2%	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	32.6%	34.9%	41.4%	41.4%	38.2%	33.6%
<b>研发费用</b>	<b>-86</b>	<b>-137</b>	<b>-120</b>	<b>-139</b>	<b>-167</b>	<b>-193</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,998</b>	<b>7,243</b>	<b>7,887</b>	<b>8,884</b>
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	短期借款	181	101	292	177	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,033</b>	<b>858</b>	<b>671</b>	<b>1,037</b>	<b>1,253</b>	<b>1,448</b>	应付款项	783	722	951	915	1,023	1,183
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	24.7%	24.7%	24.7%	其他流动负债	323	302	260	294	330	382
<b>财务费用</b>	<b>-35</b>	<b>19</b>	<b>3</b>	<b>35</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	流动负债	1,287	1,125	1,502	1,385	1,353	1,565
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	长期贷款	1	1	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	487	542	549	483	483	483
<b>公允价值变动收益</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>93</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,775</b>	<b>1,667</b>	<b>2,051</b>	<b>1,868</b>	<b>1,836</b>	<b>2,048</b>
<b>投资收益</b>	<b>58</b>	<b>29</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,920</b>	<b>4,482</b>	<b>4,946</b>	<b>5,374</b>	<b>6,050</b>	<b>6,836</b>
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	559	559	561	561	561	561
<b>营业利润</b>	<b>1,063</b>	<b>940</b>	<b>840</b>	<b>1,072</b>	<b>1,303</b>	<b>1,513</b>	未分配利润	2,395	3,007	3,425	3,981	4,658	5,443
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	25.5%	25.7%	25.8%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,998</b>	<b>7,243</b>	<b>7,887</b>	<b>8,884</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,058</b>	<b>937</b>	<b>830</b>	<b>1,072</b>	<b>1,303</b>	<b>1,513</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	25.5%	25.7%	25.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-146</b>	<b>-129</b>	<b>-112</b>	<b>-145</b>	<b>-176</b>	<b>-203</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.8%	13.7%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	每股收益	1.631	1.447	1.281	1.653	2.011	2.334
<b>净利润</b>	<b>912</b>	<b>808</b>	<b>719</b>	<b>927</b>	<b>1,128</b>	<b>1,309</b>	每股净资产	7.015	8.021	8.818	9.580	10.786	12.187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.724	1.614	1.746	3.804	2.611	2.996
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>912</b>	<b>809</b>	<b>719</b>	<b>927</b>	<b>1,128</b>	<b>1,309</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.360	0.435	0.406
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	22.1%	22.2%	22.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	9.85%	11.12%	9.77%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	6.10%	7.19%	6.26%
净利润	912	808	719	927	1,128	1,309	投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	8.43%	11.17%	10.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	225	248	266	293	331	363	主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	14.56%	20.76%	15.61%
非经营收益	-29	-46	-129	-6	0	0	EBIT 增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	54.62%	20.76%	15.61%
营运资金变动	-144	-109	125	920	5	9	净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	29.05%	21.62%	16.09%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>963</b>	<b>902</b>	<b>980</b>	<b>2,134</b>	<b>1,464</b>	<b>1,680</b>	总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	18.27%	2.44%	7.22%
资本开支	-507	-415	-860	-409	-340	-340	<b>资产管理能力</b>						
投资	24	-901	-98	0	0	0	应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	18.0	18.0	18.0
其他	81	79	86	0	0	0	存货周转天数	41.1	45.7	48.7	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-402</b>	<b>-1,237</b>	<b>-872</b>	<b>-409</b>	<b>-340</b>	<b>-340</b>	应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	50.0	45.0	45.0
股权募资	0	1	1	-108	0	0	固定资产周转天数	116.1	163.1	175.1	154.0	118.6	93.0
债权募资	-209	-81	190	-163	-177	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-409	-246	-332	-392	-451	-524	净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-47.38%	-51.08%	-56.98%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-618</b>	<b>-327</b>	<b>-141</b>	<b>-662</b>	<b>-628</b>	<b>-524</b>	EBIT 利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	11.1	5.9	5.3
<b>现金净流量</b>	<b>-57</b>	<b>-661</b>	<b>-33</b>	<b>1,062</b>	<b>497</b>	<b>817</b>	资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	38.13%	35.29%	35.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	14	20	21	33	79
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.07	1.05	1.05	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-29	买入	19.40	25.00~25.00
2	2019-10-29	买入	17.75	25.00~25.00
3	2020-02-29	买入	22.65	N/A
4	2020-03-06	买入	24.39	N/A
5	2020-04-27	买入	20.45	N/A
6	2020-08-28	买入	34.24	N/A
7	2020-11-01	买入	28.45	N/A
8	2021-04-09	买入	37.70	25.00~55.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402