

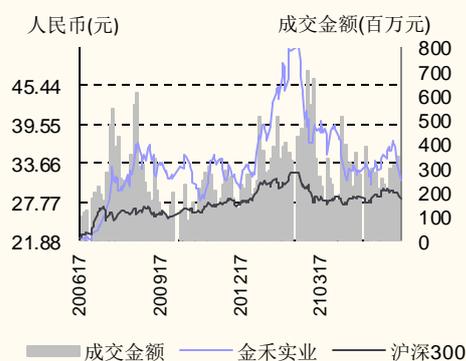
金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.99 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)	173.82
年内股价最高最低(元)	51.24/21.88
沪深 300 指数	5080
深证成指	14296



相关报告

- 1.《公司坚持自主创新,“337 调查”胜诉概率大-【国金化工】金禾...》, 2021.4.15
- 4.《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

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

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

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

中报业绩符合预期,继续看好公司成长

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	4,384	5,227	5,974
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	19.58%	19.22%	14.29%
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%	29.07%	21.60%	16.08%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	1.653	2.010	2.334
每股经营性现金流净额	1.61	1.75	3.61	2.60	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	16.80%	17.69%	17.76%
P/E	15.62	25.32	18.74	15.41	13.28
P/B	2.82	3.68	3.15	2.73	2.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 6 月 16 日发布 2021 年半年度业绩预告, 2021H1 公司预计归母净利润 4.30 亿元-4.80 亿元, 同比上升 20.53%-34.55%。

点评

- 二季度业绩符合市场预期。公司预计二季度归母净利润 2.20-2.70 亿元, 同比上升+7.32%+31.74%, 环比上升+4.57%+28.35%。二季度盈利同比环比均上涨, 主要由于疫情回暖, 精细化工及基础化工业务经营稳步恢复。
- 基础化工品价格上涨增加公司二季度盈利。基础化工产品方面, 根据百川资讯, 液氨、三聚氰胺、碳铵、硝酸、浓硫酸、甲醛二季度均价分别为 3693/10822/691/2189/570/1286 元/吨, 环比一季度价格分别变化 +16.84%/+51.59%/-1.13%/+13.78%/+36.37%/+10.85%, 基础化工产品价格总体环比一季度大幅上涨。
- 精细化工品量价齐升叠加三氯蔗糖产能稳步释放, 精细化工品二季度盈利环比增加。根据百川资讯, 公司三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚二季度出厂平均价格分别为 20.11/6.53/9.50/8.34 万元/吨, 相比一季度均价分别环比+0.55%/+10.65%/+0%/+0.77%, 精细化工品价格总体提价顺畅。销量方面, 疫情回暖后精细化工品需求增加, 根据海关数据国内三氯蔗糖 1-4 月出口量分别为 749/476/762/836 吨, 4 月份相比前 3 月份出口量明显增加。原材料价格方面, 根据百川资讯, 二季度液氨、DMF、硫磺、醋酸均价分别为 1475/11183/1549/7462 元/吨, 环比一季度分别变化 +6.86%/+10.52%/+16.3%/+42.53%, 虽然二季度原材料价格有所上行, 但公司凭借一体化产业链优势、规模优势持续降低成本, 并且公司作为行业龙头提价顺畅向, 公司精细化工业务盈利环比增加。此外, 公司年产 5000 吨三氯蔗糖于 2020 年底投产, 二季度开工率环比一季度继续提升, 三氯蔗糖销量环比增加, 进一步增加公司盈利。

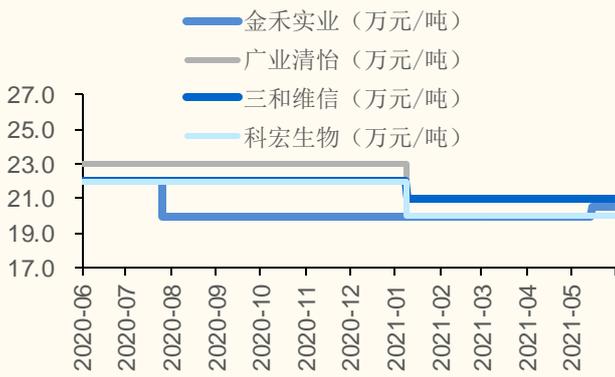
投资建议

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 9.27/11.28/13.09 亿元, 维持公司“买入”评级。

风险提示

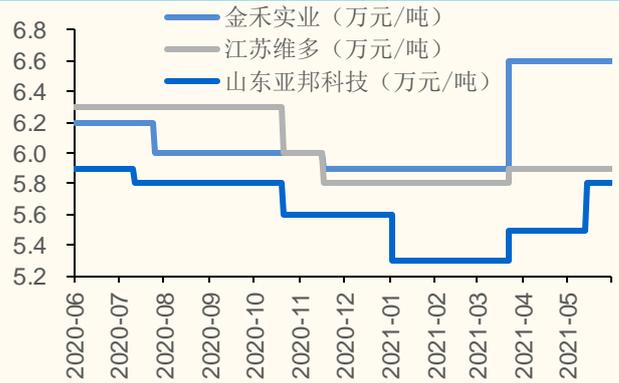
产品价格下跌、新建产能投放进度不及预期、产品销量不及预期等。

图表 1：三氯蔗糖价格上涨



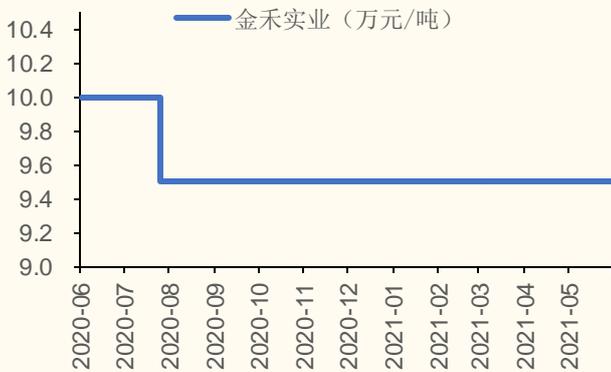
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 2：金禾实业安赛蜜价格处于高位



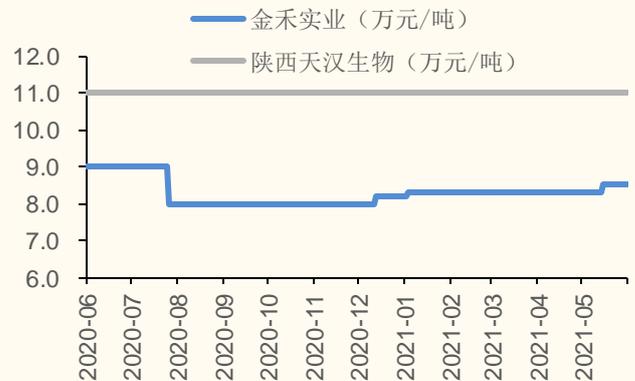
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 3：甲基麦芽酚价格相对稳定



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 4：金禾实业乙基麦芽酚价格二季度上调



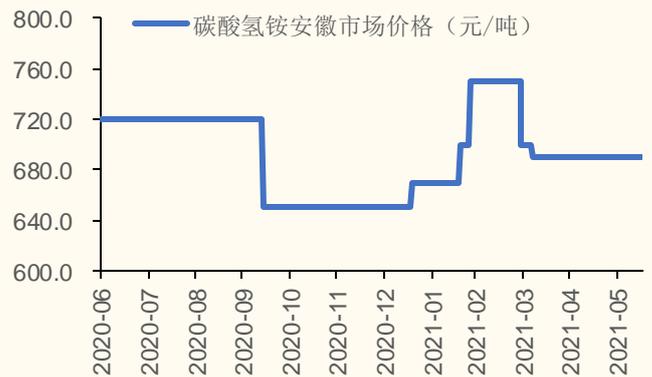
来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 5：双氧水市场价格二季度环比上升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 6：碳酸氢铵市场价格二季度价格环比略微下滑



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 7：三聚氰胺市场价格二季度环比上升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 8：硝酸安徽市场价格二季度环比上升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 9：硫磺市场价格二季度环比上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：醋酸市场价格二季度环比上升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 11：DMF 市场价格二季度环比上升



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 12：液氨市场价格二季度环比上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：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 14：公司前十大股东变动情况 (截至 2021 年 3 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	0.00	0	44.66%	境内非国有法人
2	全国社保基金一零一组合	减少	1863.99	-40.57	0	3.32%	其他
3	中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	减少	880.00	-20.00	0	1.57%	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	减少	652.92	-170.31	0	1.16%	境外法人
5	前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品华泰组合	增加	508.55	49.99	0	0.91%	其他
6	基本养老保险基金八零八组合	增加	504.95	50.90	0	0.90%	其他

7	香港中央结算有限公司	减少	503.58	-276.27	0	0.90%	境外法人
8	中国建设银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫进取优选股票型证券投资基金	增加	461.38	461.38	0	0.82%	其他
9	中国银行股份有限公司-易方达供给改革灵活配置混合型证券投资基金	增加	412.32	412.32	0	0.74%	其他
10	杨迎春	不变	381.61	0.00	0	0.68%	境内自然人
合计			31218.02			55.66%	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15: PE-BAND



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 16: 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	
主营业务收入	4,133	3,972	3,666	4,384	5,227	5,974	货币资金	1,976	1,776	1,139	2,302	2,473	3,282	
增长率		-3.9%	-7.7%	19.6%	19.2%	14.3%	应收账款	831	747	788	877	941	1,075	
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-2,981	-3,554	-4,062	存货	311	373	340	368	438	501	
%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	970	987	1,002	
毛利	1,366	1,243	992	1,403	1,673	1,912	流动资产	3,840	4,000	4,102	4,516	4,839	5,860	
%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%	58.5%	58.7%	62.0%	
营业税金及附加	-38	-32	-25	-22	-26	-30	长期投资	96	127	234	434	634	834	
%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	
销售费用	-130	-131	-54	-44	-52	-60	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	33.3%	30.9%	26.4%	
%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	
管理费用	-80	-86	-122	-110	-131	-149	非流动资产	1,854	2,149	2,896	3,201	3,410	3,587	
%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%	41.5%	41.3%	38.0%	
研发费用	-86	-137	-120	-145	-172	-197	资产总计	5,695	6,149	6,998	7,717	8,249	9,447	
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	短期借款	181	101	292	457	0	0	
息税前利润 (EBIT)	1,033	858	671	1,083	1,291	1,475	应付款项	783	722	951	955	1,054	1,205	
%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	300	335	386	
财务费用	-35	19	3	-11	13	38	流动负债	1,287	1,125	1,502	1,712	1,389	1,591	
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.2%	-0.2%	-0.6%	长期贷款	1	1	0	0	0	0	
资产减值损失	-17	-17	11	0	0	0	其他长期负债	487	542	549	483	483	483	
公允价值变动收益	9	6	93	0	0	0	负债	1,775	1,667	2,051	2,195	1,872	2,074	
投资收益	58	29	51	0	0	0	普通股股东权益	3,920	4,482	4,946	5,521	6,376	7,372	
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	559	559	561	569	569	569	
营业利润	1,063	940	840	1,072	1,304	1,513	未分配利润	2,395	3,007	3,425	4,130	4,985	5,981	
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	24.5%	24.9%	25.3%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1	
营业外收支	-6	-3	-9	0	0	0	负债股东权益合计	5,695	6,149	6,998	7,717	8,249	9,447	
税前利润	1,058	937	830	1,072	1,304	1,513	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	24.5%	24.9%	25.3%	每股指标							
所得税	-146	-129	-112	-145	-176	-204	每股收益	1.631	1.447	1.281	1.653	2.010	2.334	
所得税率	13.8%	13.7%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	每股净资产	7.015	8.021	8.818	9.843	11.366	13.142	
净利润	912	808	719	927	1,128	1,309	每股经营现金净流	1.724	1.614	1.746	3.609	2.598	2.958	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.360	0.540	0.450	0.390	0.480	0.550	
归属于母公司的净利润	912	809	719	927	1,128	1,309	回报率							
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	21.2%	21.6%	21.9%	净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	16.80%	17.69%	17.76%	
							总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	12.02%	13.67%	13.86%	
							投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	14.49%	16.28%	16.25%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	19.58%	19.22%	14.29%	
							EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	61.39%	19.22%	14.29%	
							净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	29.07%	21.60%	16.08%	
							总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	10.27%	6.89%	14.52%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	28.2	28.2	28.2	
							存货周转天数	41.1	45.7	48.7	45.0	45.0	45.0	
							应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	50.0	45.0	45.0	
							固定资产周转天数	116.1	163.1	175.1	147.6	115.1	91.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-40.60%	-45.02%	-49.90%	
							EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	101.1	-101.9	-39.0	
							资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	28.45%	22.70%	21.96%	

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	2	5	31	53	72
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.04	1.00

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-29	买入	17.75	25.00~25.00
2	2020-02-29	买入	22.65	N/A
3	2020-03-06	买入	24.39	N/A
4	2020-04-27	买入	20.45	N/A
5	2020-08-28	买入	34.24	N/A
6	2020-11-01	买入	28.45	N/A
7	2021-04-09	买入	37.70	25.00~55.00
8	2021-04-15	买入	32.38	25.00~55.00

来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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