

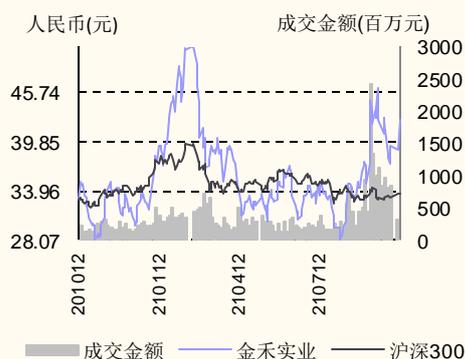
金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 42.41 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)	237.88
年内股价最高最低(元)	51.24/28.07
沪深 300 指数	4936
深证成指	14368



相关报告

- 1.《减糖成为饮料发展重点,三氯蔗糖王凤显现-【国金化工】金禾实业...》, 2021.9.7
- 2.《二季度业绩环比增长,转让爱乐甜部分股权-【国金化工】金禾实业...》, 2021.8.31
- 5.《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

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
yangyiyong@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

需求大幅增长叠加成本推动,甜味剂涨价超预期

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	4,536	5,518	6,198
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	23.72%	21.65%	12.32%
归母净利润(百万元)	809	719	976	1,193	1,372
归母净利润增长率	-11.28%	-11.16%	35.77%	22.26%	15.00%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	1.739	2.126	2.445
每股经营性现金流净额	1.57	1.75	1.90	2.77	3.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	17.72%	18.84%	18.86%
P/E	15.62	25.32	20.81	17.02	14.80
P/B	2.82	3.68	3.69	3.21	2.79

来源:公司公告、国金证券研究所

事件点评

- **需求向好、成本推动、供应紧张下,公司精细化工产品全线涨价超预期。**根据百川资讯,10月11日,三氯蔗糖报价从32万元/吨再次上调到36万元/吨,单日涨幅12.50%;安赛蜜报价从8万元/吨再次上调到9.5万元/吨,单日涨幅18.75%;乙基麦芽酚报价从15万元/吨再次上调到18万元/吨,单日涨幅20.00%。甜味剂及麦芽酚市场价格再度拉涨,部分企业封盘不报。
- **需求端,健康减糖趋势下三氯蔗糖需求向好,8月出口销量同比大幅上涨支撑三氯蔗糖涨价。**目前三氯蔗糖出口订单较多导致国内供不应求,同时涨价刺激下游客户囤货需求。根据海关数据,8月三氯蔗糖总出口量1080.5吨,环比7月份937.48吨上涨15.26%,相比2020年7月630.60吨上涨71.34%;8月三氯蔗糖出口均价2.55万美元/吨,环比7月2.39万美元/吨上涨6.70%。人工甜味剂不参与人体代谢、不产生热量,并且甜味剂甜价比远高于蔗糖,对下游应用具备非常强成本优势。目前欧美国国家低糖和无糖食品已经较为普遍,而以中国为代表的多数发展中国家由于控糖需求还未大规模出现,目前人工甜味剂仅占增甜市场约9%。“控糖”主导的甜味剂需求长期提升趋势下,预计公司甜味剂产品销量进一步增长。
- **成本及供应端,全国加强双控以及冬季来临煤炭和电力供应紧张下,三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚原材料价格连续上涨,并且由于原材料短缺导致行业供应紧张,进一步支撑涨价。**成本端,根据百川资讯,目前三氯蔗糖主要原料蔗糖报价5788元/吨相比国庆节前上涨0.43%,DMF报价1.56万元/吨,相比国庆节前上涨6.79%,氨水报价888元/吨,相比国庆节前上涨7%,氯化亚砷报价3000-3800元/吨,相比国庆节前上涨10%以上,液碱价格1621元/吨,相比国庆节前上涨8.60%;安赛蜜主要原材料双乙烯酮目前价格1.8万元/吨,氢氧化钾4700元/吨处于历史高位;麦芽酚主要原材料糠醛报价1.83万元/吨,镁锭报价5.45万元/吨,处于历史高位。供应端,甜味剂企业受原材料紧缺以及双控影响,部分企业降低开工率,麦芽酚企业个别企业停产预计10月底重新开工,供应紧张下推动甜味剂及麦芽酚价格上涨。

投资建议

- 看好公司未来凭借成本优势继续延伸产业链,业绩成长确定性强。考虑到公司产品涨价超预期,上调公司2021年净利润至9.76亿元(+5.29%),维持2022-2023年净利润11.92/13.69亿元,我们认为减糖趋势下公司作为甜味剂龙头具备估值溢价,维持公司目标PE 25倍,维持“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

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	4,536	5,518	6,198	货币资金	1,976	1,776	1,139	1,606	1,947	2,627
增长率		-3.9%	-7.7%	23.7%	21.6%	12.3%	应收款项	831	747	788	1,071	1,342	1,494
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-2,976	-3,620	-4,060	存货	311	373	340	359	446	501
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	65.6%	65.6%	65.5%	其他流动资产	723	1,105	1,835	1,528	1,494	1,483
毛利	1,366	1,243	992	1,560	1,898	2,138	流动资产	3,840	4,000	4,102	4,563	5,230	6,104
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	34.4%	34.4%	34.5%	%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	59.9%	62.2%	65.2%
营业税金及附加	-38	-32	-25	-29	-39	-43	长期投资	96	127	234	266	312	362
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,542	1,828	2,460	2,621	2,685	2,700
销售费用	-130	-131	-54	-127	-166	-192	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	34.4%	31.9%	28.8%
%销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	2.8%	3.0%	3.1%	无形资产	129	155	170	164	179	203
管理费用	-80	-86	-122	-113	-138	-155	非流动资产	1,854	2,149	2,896	3,051	3,175	3,264
%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%	40.1%	37.8%	34.8%
研发费用	-86	-137	-120	-159	-188	-205	资产总计	5,695	6,149	6,998	7,614	8,405	9,369
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	短期借款	181	101	292	685	414	184
息税前利润 (EBIT)	1,033	858	671	1,132	1,368	1,543	应付款项	783	722	951	690	932	1,159
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	25.0%	24.8%	24.9%	其他流动负债	323	302	260	248	246	267
财务费用	-35	19	3	-25	-21	6	流动负债	1,287	1,125	1,502	1,623	1,592	1,610
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.6%	0.4%	-0.1%	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	-39	-39	-39	负债	1,775	1,667	2,051	2,106	2,075	2,093
投资收益	58	29	51	60	70	75	普通股股东权益	3,920	4,482	4,946	5,507	6,329	7,274
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	5.3%	5.1%	4.7%	其中：股本	559	559	561	569	569	569
营业利润	1,063	940	840	1,128	1,379	1,586	未分配利润	2,395	3,007	3,425	4,116	4,939	5,884
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	24.9%	25.0%	25.6%	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	7,614	8,405	9,369
税前利润	1,058	937	830	1,128	1,379	1,586	比率分析						
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	24.9%	25.0%	25.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-146	-129	-112	-152	-186	-214	每股指标						
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	1.739	2.126	2.445
净利润	912	808	719	976	1,193	1,372	每股净资产	7.015	8.021	8.818	9.817	11.284	12.969
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.724	1.567	1.746	1.898	2.767	3.378
归属于母公司的净利润	912	809	719	976	1,193	1,372	每股股利	0.360	0.540	0.450	0.500	0.650	0.750
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	21.5%	21.6%	22.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	17.72%	18.84%	18.86%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	12.81%	14.19%	14.64%
净利润	912	808	719	976	1,193	1,372	投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	14.66%	16.38%	16.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	225	222	266	345	441	491	主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	23.72%	21.65%	12.32%
非经营收益	-29	-46	-129	26	26	5	EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	68.68%	20.92%	12.78%
营运资金变动	-144	-109	125	-267	-86	54	净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	35.77%	22.26%	15.00%
经营活动现金净流	963	876	980	1,080	1,574	1,922	总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	8.80%	10.40%	11.46%
资本开支	-507	-415	-860	-479	-520	-530	资产管理能力						
投资	24	-901	-98	-72	-85	-89	应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	30.0	29.0	28.2
其他	81	79	86	60	70	75	存货周转天数	41.1	45.7	48.7	44.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-402	-1,237	-872	-492	-535	-544	应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	40.0	42.0	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	194.7	151.0	126.5
债权募资	-209	-81	190	346	-271	-231	偿债能力						
其他	-409	-246	-332	-359	-428	-468	净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-23.93%	-30.49%	-39.04%
筹资活动现金净流	-618	-327	-141	-121	-698	-699	EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	44.6	64.9	-259.1
现金净流量	-57	-687	-33	467	341	680	资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	27.66%	24.68%	22.34%

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	0	3	22	26	78
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.12	1.10	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	2020-08-28	买入	34.24	N/A
2	2020-11-01	买入	28.45	N/A
3	2021-04-09	买入	37.70	25.00 ~ 55.00
4	2021-04-15	买入	32.38	25.00 ~ 55.00
5	2021-06-17	买入	30.99	25.00 ~ 50.00
6	2021-08-12	买入	31.48	25.00 ~ 50.00
7	2021-08-31	买入	36.19	N/A
8	2021-09-07	买入	37.11	N/A

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