

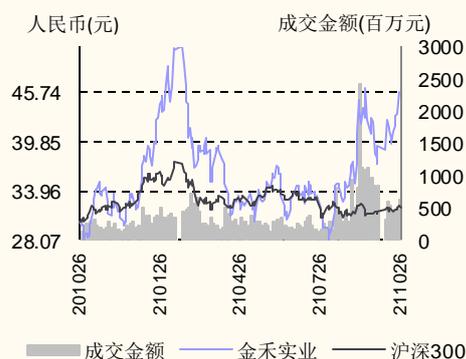
金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 45.80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)	256.90
年内股价最高最低(元)	51.24/28.07
沪深 300 指数	4980
深证成指	14597



相关报告

- 1.《需求增长叠加成本推动,甜味剂涨价超预期-【国金化工】金禾实业...》, 2021.10.12
- 2.《减糖成为饮料发展重点,三氯蔗糖王风显现-【国金化工】金禾实业...》, 2021.9.7
- 5.《中报业绩符合预期,继续看好公司成长-金禾实业业绩点评》, 2021.6.17

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

需求向好支撑三氯蔗糖涨价持续超预期

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	5,638	6,092	6,498
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	53.79%	8.05%	6.66%
归母净利润(百万元)	809	719	1,034	1,513	1,807
归母净利润增长率	-11.28%	-11.16%	43.87%	46.33%	19.45%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	1.843	2.697	3.221
每股经营性现金流净额	1.57	1.75	1.80	3.44	4.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	18.58%	22.55%	22.34%
P/E	15.62	25.32	19.64	13.42	11.23
P/B	2.82	3.68	3.65	3.03	2.51

来源: 公司公告、国金证券研究所

事件描述

根据百川资讯, 10月26日, 金禾实业三氯蔗糖报价从40万元/吨再次上调到45.2万元/吨, 单日涨幅13%。10月25日, 康宝生化三氯蔗糖报价从40万元/吨再次上调到46万元/吨, 单日涨幅15%。

点评分析

- **健康减糖趋势下三氯蔗糖需求向好, 支撑三氯蔗糖涨价。**9月三氯蔗糖出口量836.78吨, 同比增长31.01%, 环比下降18.85%, 出口均价为2.77万美元/吨, 同比增长27.28%, 环比增长8.7%。出口量环比下降是由于8月出口量过大的基数效应, 从平滑月度波动的角度看, 第三季度出口量为2894.76吨, 同比增长48.48%, 环比增长9.06%, 今年1-9月出口量为7536.44吨, 去年同期为5939.10吨, 同比增长26.9%, 出口依旧强劲。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。
- **供给面仍旧偏紧, 叠加原材料涨价支撑, 三氯蔗糖价格继续走高。**成本端, 根据百川资讯, DMF 市场均价1.93万元/吨, 环比上周上涨14.58%, 氨水报价993元/吨, 环比上周上涨6.14%, 液碱价格1780元/吨, 环比上涨9.80%。供应端, 三氯蔗糖部分企业受能耗双控政策影响较大, 供应较为紧张, 市场总体开工仍处于低位, 供应紧张下推动三氯蔗糖价格上涨。库存上, 当前企业库存处于低位, 行业库存下降。需求向好、成本推动、供应紧张下, 公司三氯蔗糖涨价进一步超预期。公司产品积极涨价以应对原材料涨价, 综合看价差进一步扩大, 公司盈利有望进一步增加, 继续看好公司。

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。上调2021-2023年净利润10.34(+5.94%)/15.13(+26.93%)/18.07(+31.99%)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	5,638	6,092	6,498	货币资金	1,976	1,776	1,139	2,121	2,070	3,200	
增长率	-3.9%	-7.7%	53.8%	8.0%	6.7%		应收款项	831	747	788	1,331	1,482	1,567	
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-3,892	-3,762	-3,846	存货	311	373	340	469	464	474	
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	69.0%	61.7%	59.2%	其他流动资产	723	1,105	1,835	1,551	1,498	1,477	
毛利	1,366	1,243	992	1,746	2,330	2,651	流动资产	3,840	4,000	4,102	5,472	5,514	6,718	
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	31.0%	38.3%	40.8%	%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	64.2%	63.5%	67.3%	
营业税金及附加	-38	-32	-25	-37	-43	-45	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	-158	-183	-201	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	30.8%	30.9%	27.0%	
%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	-141	-152	-162	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%	35.8%	36.5%	32.7%	
研发费用	-86	-137	-120	-197	-207	-214	资产总计	5,695	6,149	6,998	8,522	8,689	9,983	
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	短期借款	181	101	292	1,274	244	0	
息税前利润 (EBIT)	1,033	858	671	1,213	1,746	2,028	应付款项	783	722	951	902	968	1,098	
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	21.5%	28.7%	31.2%	其他流动负债	323	302	260	297	285	312	
财务费用	-35	19	3	-39	-28	25	流动负债	1,287	1,125	1,502	2,473	1,497	1,410	
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.7%	0.5%	-0.4%	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	2,957	1,981	1,894	
投资收益	58	29	51	60	70	75	普通股股东权益	3,920	4,482	4,946	5,565	6,708	8,088	
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	5.0%	4.0%	3.6%	其中：股本	559	559	561	569	569	569	
营业利润	1,063	940	840	1,195	1,749	2,089	未分配利润	2,395	3,007	3,425	4,174	5,317	6,697	
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	21.2%	28.7%	32.1%	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	8,522	8,689	9,983	
税前利润	1,058	937	830	1,195	1,749	2,089	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	21.2%	28.7%	32.1%	每股指标							
所得税	-146	-129	-112	-161	-236	-282	每股收益	1.631	1.447	1.281	1.843	2.697	3.221	
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	9.921	11.959	14.419	
净利润	912	808	719	1,034	1,513	1,807	每股经营现金净流	1.724	1.567	1.746	1.802	3.438	4.172	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.360	0.540	0.450	0.500	0.650	0.750	
归属于母公司的净利润	912	809	719	1,034	1,513	1,807	回报率							
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	18.3%	24.8%	27.8%	净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	18.58%	22.55%	22.34%	
							总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	12.13%	17.41%	18.10%	
							投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	14.33%	20.31%	20.46%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	53.79%	8.05%	6.66%	
							EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	80.80%	43.90%	16.16%	
							净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	43.87%	46.33%	19.45%	
							总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	21.78%	1.96%	14.88%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	30.0	29.0	28.2	
							存货周转天数	41.1	45.7	48.7	44.0	45.0	45.0	
							应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	40.0	42.0	45.0	
							固定资产周转天数	116.1	163.1	175.1	156.6	136.8	120.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-22.34%	-33.15%	-44.47%	
							EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	30.8	61.8	-81.8	
							资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	34.69%	22.79%	18.97%	

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	1	4	22	27	78
增持	0	3	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.15	1.13	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	2020-11-01	买入	28.45	N/A
2	2021-04-09	买入	37.70	25.00 ~ 55.00
3	2021-04-15	买入	32.38	25.00 ~ 55.00
4	2021-06-17	买入	30.99	25.00 ~ 50.00
5	2021-08-12	买入	31.48	25.00 ~ 50.00
6	2021-08-31	买入	36.19	N/A
7	2021-09-07	买入	37.11	N/A
8	2021-10-12	买入	42.41	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