

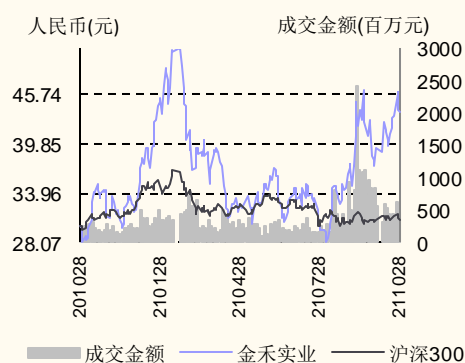
## 金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 43.71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)	245.17
年内股价最高最低(元)	51.24/28.07
沪深 300 指数	4864
深证成指	14245



## 相关报告

- 《需求向好支撑三氯蔗糖涨价持续超预期-【国金化工】金禾实业事件...》，2021.10.26
- 《三氯蔗糖王者归来，公司回购显示发展信心-【国金化工】金禾实业...》，2021.8.12

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

## 业绩符合预期，看好三氯蔗糖高景气度增加盈利

## 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	6,038	6,742	6,898
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	64.70%	11.66%	2.31%
归母净利润(百万元)	809	719	1,153	1,851	2,103
归母净利润增长率	-11.28%	-11.16%	60.41%	60.61%	13.63%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	2.055	3.300	3.750
每股经营性现金流净额	1.61	1.75	2.03	3.93	4.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	20.27%	25.80%	23.75%
P/E	15.62	25.32	21.27	13.24	11.66
P/B	2.82	3.68	4.31	3.42	2.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩描述

- 公司 10 月 28 日发布三季报，前三季度公司实现营收 40.19 亿元，同比增长 48.20%，归母净利润 7.13 亿元，同比增长 33.82%。单季度实现营收 15.45 亿元，同比增长 74.93%，环比增长 15.56%，归母净利润 2.74 亿元，同比增长 55.43%，环比增长 19.64%。

## 业绩点评

- 业绩符合预期，精细化工品价格上涨，三氯蔗糖销量增加贡献公司盈利。根据百川盈孚，公司三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚三季度出厂平均价格分别为 23.88/7.04/9.95/9.20 万元/吨，相比二季度均价分别环比 +18.75%/+7.81%/+4.74%/+10.31%，精细化工品价格总体提价顺畅。公司产品三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚出厂价格分别从 8 月 9 日的 20.50/6.60/9.50/8.50 万元/吨提涨至目前 45.2/9.5/15/18 万元/吨，三氯蔗糖行业景气度上行，预计明年三氯蔗糖价格仍然维持高位。根据海关数据国内三氯蔗糖 7-9 月出口量分别为 937.48/1080.5/876.78 吨，整体三季度出口同比增长 48.48%，环比增长 9.07%。原材料价格方面，三季度液氯、DMF、硫磺、醋酸均价分别 1418/14900/1517/6456 元/吨，环比二季度分别变化 -3.86%/+33.24%/-2.07%/-13.48%，三季度原材料价格总体仍然维持高位，公司持续进行提价，随着订单逐步落实，预计四季度价差进一步扩大，增厚公司业绩。
- 基础化工品价格上涨增加公司三季度盈利。基础化工产品方面，根据百川盈孚，液氯、三聚氰胺、碳铵、硝酸、浓硫酸、甲醛三季度均价分别为 4609/14116/804/2902/809/1394 元/吨，环比二季度价格分别变化 +24.80%/+30.44%/+16.35%/+32.57%/+41.93%/+8.40%，基础化工产品景气度继续上行，总体价格继续环比二季度大幅上涨。

## 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。上调 2021-2023 年净利润 11.5 (+11.22%) /18.5 (+22.27%) /21 (+16.21%) 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

图表 1: 公司各主要产品价格数据

	2021年均价	最新价	2021 Q4	2021Q3	2021 Q2	2021 Q1	2020 Q4	2020 Q3
三氯蔗糖(安徽)(万元/吨)	24.8	40.0	35.1	24.1	20.2	20.0	20.0	20.9
安赛蜜(安徽)(万元/吨)	6.9	9.5	8.8	6.8	6.2	5.8	6.0	6.1
甲基麦芽酚(安徽)(万元/吨)	11.0	15.0	15.0	10.0	9.5	9.5	9.5	9.7
乙基麦芽酚(安徽)(万元/吨)	10.6	18.0	16.6	9.3	8.4	8.3	8.0	8.4
三聚氰胺(四川)(万元/吨)	1.2	2.0	1.8	1.4	1.1	0.7	0.6	0.5
硝酸(安徽)(元/吨)	2580.8	3500.0	3272.7	2920.7	2206.0	1923.9	1569.6	1395.7
原料: 硫磺(结算价)(元/吨)	1951.1	2080.3	1982.1	2920.7	1556.8	1344.9	842.5	677.8
原料: 醋酸(出厂价, 上海-华谊)(元/吨)	6766.7	8300.0	7709.1	6423.9	7604.4	5329.4	3401.1	2502.9
原料: DMF(华东国产)(万元/吨)	1.3	1.9	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9	0.6
液氯(元/吨)	4214.3	5275.0	5077.3	4608.3	3932.2	3239.4	3099.7	2541.6
27.5%双氧水(元/吨)	1046.1	1806.0	1159.0	819.4	1094.5	1111.3	1239.9	926.4
98%浓硫酸(华东, 高端)(元/吨)	861.9	950.0	1188.6	1042.8	704.4	511.6	358.0	152.5
甲醛(元/吨)	1405.0	1850.0	1886.4	1308.0	1265.7	1159.9	1082.3	867.7
原料: 液氯(元/吨)	1764.5	3600.0	2859.1	1383.7	1434.6	1380.6	1479.9	717.4

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 2: 三氯蔗糖价格三季度大幅上涨



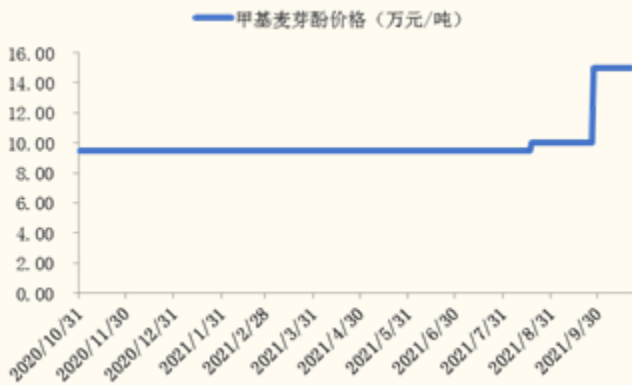
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 3: 安赛蜜价格三季度大幅上涨



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 4: 甲基麦芽酚价格三季度上涨



图表 5: 乙基麦芽酚价格三季度上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 6：双氧水市场价格三季度上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 8：三聚氰胺市场价格三季度上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 10：硫磺市场价格三季度上涨



来源：Wind，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 7：碳酸氢铵市场价格三季度上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 9：硝酸市场价格三季度上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 11：醋酸市场价格三季度环比小幅下跌



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表 12: DMF 市场价格三季度上涨



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 13: 液氨市场价格三季度上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 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 15: 三季度公司前十大股东变动情况 (截至 2021 年 10 月 28 日)

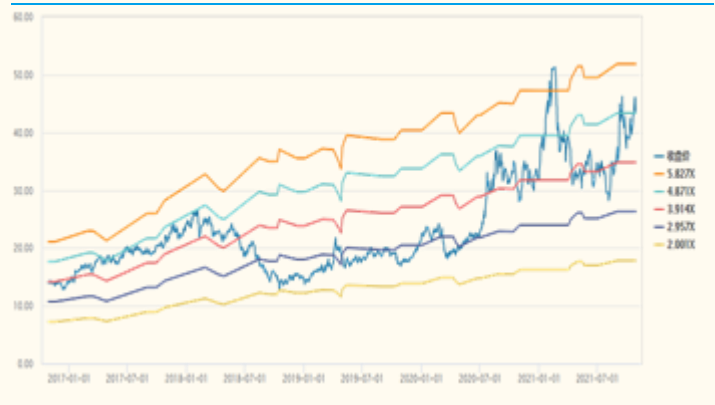
排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内 增减变动 情况 (万 股)	持有有限 条件的 股份数量	持股比 例 (%)	股东性质
1	安徽金瑞投资集团有限公司	不变	25048.72	0.00	0	44.66%	境内非国有法人
2	全国社保基金一零一组合	减少	1421	-463	0	2.53%	其他
3	工商银行-广发多因子灵活配置混合型证券投资基金	新进	989.4	989.4	0	1.76%	其他
4	农业银行-大成新锐产业混合型证券投资基金	增加	707.3	58.1	0	1.26%	其他
5	全国社保基金四零三组合	减少	566.8	-38.9	0	1.01%	其他
6	全国社保基金一一三组合	新进	536.3	536.3	0	0.96%	其他
7	香港中央结算公司	增加	510.6	+102.7	0	0.91%	境外法人
8	工商银行-广发稳健增长证券投资基金	减少	450	-350	0	0.80%	其他
9	基本养老保险基金八零二组合	新进	399.7	399.7	0	0.71%	其他
10	杨迎春	新进	381.61	381.61	0	0.68%	境内自然人
合计			31009.43			55.29%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: PE-BAND



图表 17: PB-BAND





**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>6,038</b>	<b>6,742</b>	<b>6,898</b>	货币资金	1,976	1,776	1,139	2,273	2,240	3,853
增长率	-3.9%	-7.7%	64.7%	11.7%	2.3%		应收款项	831	747	788	1,455	1,640	1,663
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-4,132	-4,007	-3,906	存货	311	373	340	487	483	482
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	68.4%	59.4%	56.6%	其他流动资产	723	1,105	1,835	1,483	1,473	1,463
毛利	1,366	1,243	992	1,906	2,735	2,991	流动资产	3,840	4,000	4,102	5,698	5,836	7,461
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	31.6%	40.6%	43.4%	%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	65.8%	64.6%	69.4%
营业税金及附加	-38	-32	-25	-39	-46	-48	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	2,528	2,700	2,715
销售费用	-130	-131	-54	-151	-175	-193	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	29.2%	29.9%	25.3%
%销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	2.5%	2.6%	2.8%	无形资产	129	155	170	169	183	207
管理费用	-80	-86	-122	-169	-169	-172	非流动资产	1,854	2,149	2,896	2,963	3,195	3,284
%销售收入	1.9%	2.2%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%	%总资产	32.6%	34.9%	41.4%	34.2%	35.4%	30.6%
研发费用	-86	-137	-120	-211	-229	-228	<b>资产总计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,998</b>	<b>8,661</b>	<b>9,031</b>	<b>10,744</b>
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	短期借款	181	101	292	1,210	32	0
息税前利润 (EBIT)	1,033	858	671	1,335	2,116	2,350	应付款项	783	722	951	958	1,031	1,076
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	22.1%	31.4%	34.1%	其他流动负债	323	302	260	321	309	327
财务费用	-35	19	3	-36	-16	40	流动负债	1,287	1,125	1,502	2,489	1,372	1,403
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.6%	0.2%	-0.6%	长期贷款	1	1	0	0	0	0
资产减值损失	-17	17	11	10	8	5	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	<b>负债</b>	<b>1,775</b>	<b>1,667</b>	<b>2,051</b>	<b>2,972</b>	<b>1,855</b>	<b>1,886</b>
投资收益	58	29	51	65	70	75	普通股股东权益	3,920	4,482	4,946	5,687	7,174	8,857
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	4.9%	3.3%	3.1%	其中：股本	559	559	561	561	561	561
营业利润	1,063	940	840	1,336	2,140	2,432	未分配利润	2,395	3,007	3,425	4,297	5,783	7,466
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	22.1%	31.7%	35.3%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	-6	-3	-9	-4	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,998</b>	<b>8,661</b>	<b>9,031</b>	<b>10,744</b>
税前利润	<b>1,058</b>	<b>937</b>	<b>830</b>	<b>1,332</b>	<b>2,140</b>	<b>2,432</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	22.1%	31.7%	35.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-146	-129	-112	-180	-289	-328	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	2.055	3.300	3.750
净利润	912	808	719	1,153	1,851	2,103	每股净资产	7.015	8.021	8.818	10.140	12.790	15.790
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	2.030	3.935	4.693
归属于母公司的净利润	<b>912</b>	<b>809</b>	<b>719</b>	<b>1,153</b>	<b>1,851</b>	<b>2,103</b>	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%	19.1%	27.5%	30.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	20.27%	25.80%	23.75%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	13.31%	20.50%	19.58%
净利润	912	808	719	1,153	1,851	2,103	投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	15.65%	23.81%	21.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	225	222	266	338	434	491	主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	64.70%	11.66%	2.31%
非经营收益	-29	-46	-129	42	31	-14	EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	99.01%	58.51%	11.03%
营运资金变动	-144	-109	125	-394	-110	52	净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	60.41%	60.61%	13.63%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>963</b>	<b>876</b>	<b>980</b>	<b>1,138</b>	<b>2,207</b>	<b>2,632</b>	总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	23.76%	4.27%	18.98%
资本开支	-507	-415	-860	-388	-620	-530	<b>资产管理能力</b>						
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	65	70	75	存货周转天数	41.1	45.7	48.7	43.0	44.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-402</b>	<b>-1,237</b>	<b>-872</b>	<b>-395</b>	<b>-635</b>	<b>-544</b>	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	140.7	124.4	114.5
债权募资	-209	-81	190	871	-1,178	-32	<b>偿债能力</b>						
其他	-409	-246	-332	-373	-427	-443	净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-25.66%	-36.31%	-47.98%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-618</b>	<b>-327</b>	<b>-141</b>	<b>390</b>	<b>-1,605</b>	<b>-476</b>	EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	37.3	133.6	-58.4
<b>现金净流量</b>	<b>-57</b>	<b>-687</b>	<b>-33</b>	<b>1,134</b>	<b>-33</b>	<b>1,613</b>	资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	34.32%	20.55%	17.56%

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	5	23	26	77
增持	1	2	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.29	1.18	1.16	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	2021-04-09	买入	37.70	25.00 ~ 55.00
2	2021-04-15	买入	32.38	25.00 ~ 55.00
3	2021-06-17	买入	30.99	25.00 ~ 50.00
4	2021-08-12	买入	31.48	25.00 ~ 50.00
5	2021-08-31	买入	36.19	N/A
6	2021-09-07	买入	37.11	N/A
7	2021-10-12	买入	42.41	25.00 ~ 55.00
8	2021-10-26	买入	45.80	30.00 ~ 60.00

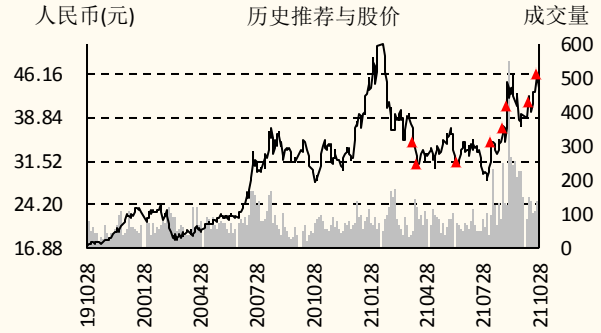
来源：国金证券研究所

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