



# 基础化工稳步发展，精细化工表现优异

——金禾实业（002597）中报点评

2016年08月24日

强烈推荐/维持

金禾实业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
梁博	分析师	执业证书编号：S1480512060006	
	liangbo@dxzq.net.cn	021-65465597	
廖鹏飞	联系人		
	liaopf@dxzq.net.cn	010-66554121	
杨行远	联系人	执业证书编号：S1480115060007	
	yangxy@dxzq.net.cn	010-66554024	
刘宇卓	联系人	执业证书编号：S0080114090019	
	liu_yz@dxzq.net.cn	010-66554015	

## 事件：

金禾实业发布半年度报告，公司 2016 上半年上半年实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 5%；实现归属母公司股东净利润 2.36 亿元，同比增长 100%。其中，全资子公司金丰投资第一季度完成了拆迁清算，确认收益实现净利润 8000 余万元；扣除非经常性损益后，归属于上市公司股东的净利润 1.5 亿元，同比增长 51%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	809.03	762.73	824.15	784.75	956.12	837.25	829.82
增长率（%）	-0.05%	0.34%	1.08%	-5.47%	18.18%	9.77%	0.69%
毛利率（%）	15.64%	13.37%	18.50%	16.58%	14.45%	19.66%	23.94%
期间费用率（%）	10.81%	9.84%	8.06%	9.70%	9.71%	10.25%	8.91%
营业利润率（%）	4.21%	4.68%	10.90%	5.76%	4.44%	6.88%	14.44%
净利润（百万元）	24.76	31.30	78.17	44.44	29.91	137.03	98.25
增长率（%）	05.16%	18.34%	61.19%	16.22%	20.79%	337.77%	25.68%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.14	0.14	0.08	0.09	0.25	0.17
资产负债率（%）	36.66%	37.08%	38.22%	37.95%	39.64%	40.17%	38.87%
净资产收益率（%）	1.16%	1.44%	3.61%	2.01%	1.36%	5.92%	4.24%
总资产收益率（%）	0.73%	0.91%	2.23%	1.25%	0.82%	3.54%	2.59%

### 观点:

- 公司经营状况显著加强, 精细化工表现优异。2016年上半年, 公司实现营业收入16.67亿元, 较上年同期增长5.05%, 实现归属母公司所有者的净利润为2.36亿元, 较上年同期增长100.40%。其中公司主营产品安赛蜜实现销售收入1.6亿元, 同期增长35.92%, 销量同比增长32.02%; 甲、乙基麦芽酚0.7亿元、1.5亿元, 同比增长26.39%、35.53%。精细化工产品的销量和价格均上涨, 主要原因是市场供给格局发生变化、公司的市场份额进一步扩大、下游市场需求进一步扩大等多种原因。受益于精细化工产品的毛利率提升, 预计 2016Q1-Q3 净利润同比增长 90%-120%。
- 精细化工和基础化工相辅相成。公司的基础化工和精细化工业务, 具有发展的协同优势, 降低公司生产成本, 增强抗风险的能力。上半年公司基础化工产品总体产品价格有所上升, 毛利率达到16.50%, 较上年同期增长5.30%; 基础化工的业绩弹性较大, 在景气周期内产品价格的提升能够进一步提升公司的毛利率。近期公司的基础化工产品三聚氰胺由于部分厂家的停产导致的价格上涨, 同时原料端价格的持续低迷有望给公司带来超预期的利润。
- 技改+扩产+新项目, 布局合理。公司依靠技术创新, 利用创新成果, 对生产工艺、设备持续进行技术升级改造, 先后完成了年产500吨三氯蔗糖项目、12000吨安赛蜜扩建项目及年产20万吨双氧水项目等多项技改项目、新建项目的建设, 提高了生产效率, 扩大产能, 降低了生产消耗, 确保公司经营安全、持续、稳定、高效。公司的500吨三氯蔗糖已经开始正式投产, 在建1500吨, 投产期6-8个月, 预计17年初投产, 新增产能在明年年初投产后将给公司带来新的利润增长点。

### 结论:

- 金禾实业利用自身优势, 对基础化工进行技术改造, 一体化优势明显, 大力发展精细化工, 目前主要的产品安赛蜜等前景广阔, 我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为35.49亿元、40.30亿元和40.43亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为3.38亿元、3.44亿元和3.68亿元, 每股收益分别为0.61元、0.63元和0.67元, 对应PE 分别为24X、23X、22X。我们看好公司发展, 给予公司“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1757	2058	1613	1725	1533	<b>营业收入</b>	3215	3328	3549	4031	4044
货币资金	533	560	500	676	677	<b>营业成本</b>	2738	2805	2824	3273	3283
应收账款	117	125	136	155	155	营业税金及附加	13	13	12	14	14
其他应收款	3	5	6	6	6	营业费用	164	161	160	161	142
预付款项	235	85	-65	-240	-415	管理费用	105	123	124	141	142
存货	402	556	487	606	587	财务费用	33	26	17	29	24
其他流动资产	187	137	160	79	78	资产减值损失	11.56	19.52	10.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1614	1580	2045	2271	2472	公允价值变动收益	-0.62	16.46	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	2	47	47	47	投资净收益	9.29	17.34	4.00	4.00	4.00
固定资产	1307	1183	1651	1978	2236	<b>营业利润</b>	160	213	407	414	440
无形资产	117	115	103	92	80	营业外收入	28.81	17.46	18.00	20.00	23.00
其他非流动资产	127	81	6	6	6	营业外支出	10.65	1.84	2.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	3371	3637	3658	3996	4006	<b>利润总额</b>	178	229	423	431	460
<b>流动负债合计</b>	771	1037	1243	1415	1240	所得税	40	45	85	86	92
短期借款	171	133	591	646	427	<b>净利润</b>	138	184	338	345	368
应付账款	255	264	262	304	305	少数股东损益	-28	-31	0	0	0
预收款项	80	104	139	180	220	归属母公司净利润	166	214	338	345	368
一年内到期的非	69	56	10	0	0	EBITDA	420	460	608	680	726
<b>非流动负债合计</b>	465	405	68	63	63	<b>BPS (元)</b>	0.59	0.38	0.61	0.63	0.67
长期借款	126	71	71	71	71	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	198	199	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1236	1442	1312	1478	1303	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	207	176	176	176	176	营业收入增长	8.0%	3.5%	6.7%	13.6%	0.3%
实收资本(或股	284	568	551	551	551	营业利润增长	-9.0%	33.5%	90.8%	1.8%	6.5%
资本公积	788	521	521	521	521	归属于母公司净利	13.9%	28.9%	57.6%	1.9%	6.9%
未分配利润	701	805	805	805	805	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1928	2019	2170	2342	2526	毛利率(%)	15%	16%	20%	19%	19%
<b>负债和所有者权益</b>	3371	3637	3658	3996	4006	净利率(%)	4%	6%	10%	9%	9%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	0%	5%	6%	9%	9%
						ROE(%)	9%	11%	16%	15%	15%
<b>经营活动现金流</b>	372	518	596	800	890	<b>偿债能力</b>					
净利润	138	184	338	345	368	资产负债率(%)	37%	40%	36%	37%	33%
折旧摊销	228	220	185	237	261	流动比率	2.28	1.98	1.30	1.22	1.24
财务费用	33	26	17	29	24	速动比率	1.76	1.45	0.91	0.79	0.76
应收账款减少	0	0	-2	42	1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	35	40	40	总资产周转率	1.00	0.95	0.97	1.05	1.01
<b>投资活动现金流</b>	-506	-282	-522	-462	-462	应收账款周转率	29	27	27	28	26
公允价值变动收	-1	16	0	0	0	应付账款周转率	11.41	12.81	13.47	14.23	13.27
长期股权投资减	2	2	47	47	47	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	9	17	4	4	4	每股收益(最新摊	0.59	0.38	0.61	0.63	0.67
<b>筹资活动现金流</b>	112	-267	-42	-162	-427	每股净现金流(最新	-0.08	-0.05	0.06	0.32	0.00
应付债券增加	171	133	591	646	427	每股净资产(最新摊	6.79	3.55	3.94	4.25	4.58
长期借款增加	126	71	71	71	71	<b>估值比率</b>					
普通股增加	6	284	-17	0	0	P/E	24.42	37.92	23.50	23.05	21.56
资本公积增加	32	-266	0	0	0	P/B	2.12	4.06	3.66	3.39	3.14
<b>现金净增加额</b>	-23	-31	32	177	1	EV/EBITDA	9.82	17.58	13.35	11.74	10.69

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

## 联系人简介

### 廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

### 杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。