

前三季度业绩大增 看好公司长期发展

投资要点:

1. 事件

公司发布 2011 年 3 季度度报告, 2011 年 1-9 月公司实现营业收入 16.72 亿元, 同比增长 43.26%, 归属于上市公司股东净利润 1.51 亿元, 同比增长 79.09%, 对应每股收益 1.13 元。

2011 年 7-9 月公司实现营业收入 6.13 亿元, 同比增长 61.97%, 归属于上市公司股东净利润 0.51 亿元, 同比增长 74.02%, 对应每股收益 0.38 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、主导产品量价齐升带动公司盈利增长

公司主要产品分为食品添加剂和基础化工产品两大类, 两块盈利较去年均有增长。一方面安赛蜜价格较去年同期有 20-30% 增长, 毛利率同比提高约 6 个点, 同时安赛蜜产销量也有所增加。另一方面公司新增 3 万吨三聚氰胺和 15 万吨硝酸产能于今年 4 月份顺利投产, 新增产能正好赶上产品价格的上涨, 带动了业绩的大幅提升。

(二)、3 季度业绩略低于预期, 4 季度盈利将有提高

3 季度净利润为 0.51 亿元, 同比大幅增长 74.02%, 但环比二季度有所下降。一方面, 以硝酸为主的基础化工产品价格在 7 月份有一定下滑, 使得 7 月份业绩较上月环比下滑了近 30%。另一方面, 为提高员工福利待遇, 公司支付的现金较去年增加了 3195 万元, 增幅为 37.22%。两方面因素使得 3 季度业绩略低于预期。

一般来说, 每年 9 月份后安赛蜜原材料价格会大幅下降 15% 左右, 有利于 4 季度安赛蜜毛利率的提高; 按照全年 4300-4500 吨销量, 公司安赛蜜的销量也会有所的增长。价差的扩大和销量的增加将会带动 4 季度业绩的增长。

金禾实业 (002597.SZ)

推荐 评级

分析师

裘孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

李国洪

☎: (8610) 6656 8876

✉: liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010001

特此鸣谢

胡昂

☎: (8621) 20252671

✉: huang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2011.10.19

A 股收盘价(元)	28.54
A 股一年内最高价(元)	40.10
A 股一年内最低价(元)	25.24
上证指数	2378
市净率	4.5
总股本(万股)	13350
实际流通 A 股(万股)	3350
限售的流通 A 股(万股)	10000
流通 A 股市值(亿元)	9.56

(三)、双轮驱动带动公司业绩稳定增长

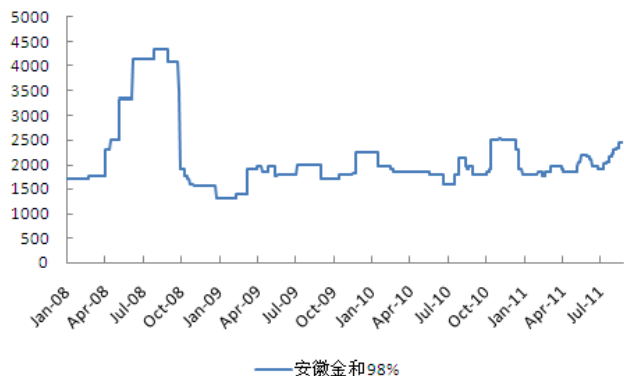
近年来，公司逐渐加大安赛蜜产能建设，目前公司是国际第二大安赛蜜生产商，产能4000吨/年，今年产量可达4500-4800吨，预计销量在4300-4500吨的水平。随着募投5000吨安赛蜜投产，公司将成为全球龙头企业，技术优势和规模优势将更加显著。

短期来看，北京一家安赛蜜企业由于环保等因素将会搬迁，1-2年内的产量势必会受到影响。安赛蜜不同于大宗商品的容量，竞争格局类似寡头垄断，竞争对手有限，但均会对市场有一定影响。如果搬迁的话，一方面是减少了安赛蜜的市场供给，另一方面市场对双乙稀酮的需求会减少，有利于双乙稀酮价格的下降。

中长期来看，安赛蜜将受益两方面的替代，一个是对蔗糖的替代，主要是在糖价逐渐走高的态势下，不少人开始转向价格低廉、甜度极高的甜味剂，加上糖尿病发病人数逐年提高，无热量、不参与新陈代谢的功能性代糖食品市场需求必然越来越强烈。另一个是安赛蜜凭借着自身的性价比优势在甜味剂内部的替代。如仅对国内糖精和安赛蜜进行一半的替代，就将新增需求4.25万吨。有关研究预计2013年安赛蜜需求将突破7万吨，而目前全球的市场规模仅1.8万吨，未来成长潜力巨大。

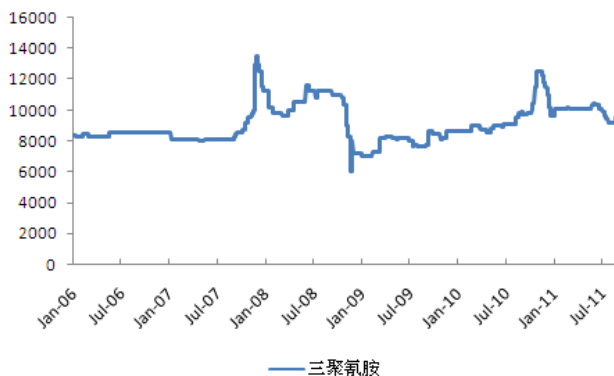
公司氨醇联产类产品齐全，注重基础化工和精细化工协同发展，积极致力于做大做强基础化工产业链。这几年公司盈利能力强，资金较充裕，采取兼并收购的形式拓深拓宽产业链的可能性较大。

图 1: 硝酸价格走势



资料来源：百川资讯，中国银河证券研究部

图 2: 三聚氰胺价格走势



资料来源：百川资讯，中国银河证券研究部

3. 投资建议

公司未来发展的策略是做精做细精细化工产品，做大做强基础化工产业链。公司计划五年内精细化工营收做到10个亿以上，主要思路还是发展食品添加剂；基础化工方面，公司将采取收购兼并的方式来做大做强，拓展的领域将依旧不会脱离公司现有业务。

下半年安赛蜜有望受益于成本降低，盈利会增强，明年自建双乙稀酮项目有助于毛利率提

升 5-10 个点。由于替代糖精、甜蜜素可能性较大，安赛蜜需求空间广阔，公司募投项目将受益。公司新增 15 万吨硝酸、3 万吨三聚氰胺项目于 4 月份投产，正好享受到产品涨价带来的利好。

不考虑硝酸铵钙对公司业绩贡献的情况下，我们预计公司 11-13 年全面摊薄后 EPS 分别为 1.73 元、2.19 元和 2.55 元，对应目前股价 PE 分别为 16.5 倍、13.0 倍和 11.2 倍。公司自建项目、募投项目产能逐渐释放，安赛蜜受益产品替代，公司盈利将稳步增长，给予推荐评级。关注公司未来整合动向。

表 1: 分产品假设和盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)					
安赛蜜	2797	3659	4500	4900	7000
甲基麦芽酚 (吨)	817	768	1050	1200	1300
乙基麦芽酚 (吨)	1720	2156	2100	2300	2400
三聚氰胺	20048	19238	40000	50000	50000
硝酸	54693	57392	160000	200000	200000
甲醛	131093	131783	120000	120000	120000
硫酸		171222	220000	240000	260000
碳酸氢铵	160605	136237	200000	200000	200000
液氨	95595	111834	100000	100000	100000
双乙稀酮 (吨)					6000
平均售价 (元/吨)					
安赛蜜	51072	43551	52,000	52,500	53,000
甲基麦芽酚	111000	106200	101,200	101,200	101,200
乙基麦芽酚	104300	95500	98,152	98,152	98,152
三聚氰胺	6754	8046	8,376	8,550	8,600
硝酸	1505	1657	1,700	1,795	1,840
甲醛	918	1171	1,306	1,324	1,342
硫酸		376	530	540	540
碳酸氢铵	533	556	720	730	730
液氨	2093	2355	2,900	2,910	2,910
双乙稀酮					10000
销售收入 (百万元)					
安赛蜜	143	159	234	257	371
甲基麦芽酚	91	82	106	121	132
乙基麦芽酚	179	206	206	226	236
三聚氰胺	135	155	335	428	430
硝酸	82	95	272	359	368
甲醛	120	154	157	159	161
硫酸		64	117	130	140
碳酸氢铵	86	76	144	146	146

液氨	200	263	290	291	291
双乙稀酮					60
其他			150	200	250
合计			2,172	2,491	2,759
毛利率 (%)					
安赛蜜	21.0%	18.1%	24.3%	25.0%	25.8%
甲基麦芽酚	42.1%	32.0%	28.9%	28.9%	28.9%
乙基麦芽酚	44.6%	32.1%	33.8%	33.8%	33.8%
三聚氰胺	5.5%	18.4%	18.8%	20.5%	20.9%
硝酸	19.9%	25.9%	23.5%	26.5%	28.3%
甲醛	-5.4%	4.6%	2.8%	3.3%	3.9%
硫酸		10.4%	28.3%	27.8%	27.8%
碳酸氢铵	-8.4%	-7.2%	4.0%	4.0%	4.0%
液氨	-3.2%	6.1%	9.0%	10.0%	10.0%
双乙稀酮					20.0%
其他	6.7%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%
合计			18.4%	19.6%	20.2%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2: 财务报表预测

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	57	201	221	243	营业收入	1625.7	2171.5	2490.6	2758.8
应收款项	102	108	156	179	增长率	23.5%	33.6%	14.7%	10.8%
存货净额	84	135	160	168	营业成本	1384.3	1771.4	2002.9	2200.7
其他流动资产	93	85	120	148	营业成本/营业收入	85.2%	81.6%	80.4%	79.8%
流动资产合计	335	529	657	738	营业税金及附加	4.8	9.4	10.7	11.9
固定资产	342	477	715	957	销售费用	42.1	54.3	59.8	60.7
无形资产及其他	41	38	37	36	销售费用/营业收入	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%
投资性房地产	9	13	13	13	管理费用	38.9	53.2	49.8	49.7
长期股权投资	2	2	2	2	管理费用/营业收入	2.4%	2.5%	2.0%	1.8%
资产总计	729	1059	1423	1745	财务费用	5.7	3.9	3.0	1.3
短期借款	67	34	51	1	投资收益	(0.2)	0.0	0.0	0.0
应付款项	115	140	178	216	资产减值	3.2	5.0	5.0	5.0
其他流动负债	105	83	146	162	其他收入	(6.4)	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	286	257	375	379	营业利润	146.6	284.4	369.4	439.5
长期借款及应付债券	7	36	36	36	增长率	63.7%	94.0%	29.9%	19.0%
其他长期负债	35	30	30	30	营业外净收支	6.2	5.0	5.0	5.0
长期负债合计	42	66	66	66	利润总额	152.8	289.4	374.4	444.5
负债合计	328	323	441	445	增长率	60.8%	89.4%	29.4%	18.7%
少数股东权益	11	11	26	52	所得税费用	19.9	43.4	56.2	66.7
股东权益	391	725	956	1248	少数股东损益	2.7	15.0	26.0	38.0
负债和股东权益总计	729	1059	1423	1745	归属于母公司净利润	130.2	231.0	292.3	339.8
					增长率	59.0%	77.4%	26.5%	16.3%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.30	1.73	2.19	2.55	经营活动现金流	142	283	394	486
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(204)	(280)	(321)	(363)
每股净资产	7.25	7.16	9.35	11.89	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	8%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(204)	(280)	(321)	(363)
ROE	18%	24%	23%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	15%	18%	20%	20%	负债净变化	29	0	0	0
EBIT Margin	10%	13%	15%	16%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	18%	20%	其它融资现金流	147	17	(50)	(1)
收入增长	23%	34%	15%	11%	融资活动现金流	206	17	(50)	(1)
净利润增长	59%	77%	27%	16%	现金净变动	144	20	22	122
资产负债率	32%	33%	28%	27%	货币资金的期初余额	57	201	221	243
息率		0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	201	221	243	365
P/E		18.7	14.8	12.7	企业自由现金流	(33)	7	76	125
P/B		4.5	3.5	2.7	权益自由现金流	143	21	23	123
EV/EBITDA	0.5	14.3	10.5	8.7					

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部预测

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、李国洪，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn