中国平安 PING AN 平安证券公司

基础化工

2012 年 4 月 25 日

金禾实业 (002597)

业绩符合预期，基础化工景气有所回落

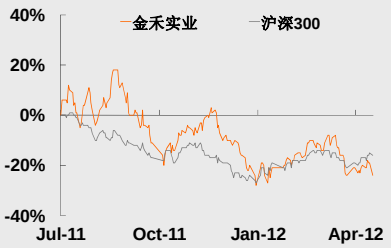
推荐（维持）

现价：25.36 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.jinheshiye.com
大股东/持股	安徽金瑞化工投资/58.61%
实际控制人/持股	杨迎春/28.52%
总股本(百万股)	134
流通 A 股(百万股)	34
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	33.86
流通 A 股市值(亿元)	8.50
每股净资产(元)	12.0
资产负债率(%)	26.4

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号 S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号 S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **业绩符合预期:**

2011 年公司实现收入 22.85 亿元，同比增长 40.55%，归属于上市公司股东净利润 1.86 亿元，同比增长 42.82%，每股收益 1.39 元，基本符合我们此前预期，利润分预案为每 10 股转增 6 股，派现金红利 3 元。

同时公司发布了 2012 年一季报，归属于上市公司股东净利润同比下滑 6.77%。

■ **食品添加剂稳定增长，募投项目今年下半年投产：**

公司食品添加剂包括安赛蜜和麦芽酚，需求稳定，周期性弱。2011 年随着产能利用率提高，公司食品添加剂稳定增长，收入同比增长 17.13%。同时毛利率也较为稳定，为 26.69%，同比减少 0.51 百分点。

公司上市募投项目 5000 吨安赛蜜将于今年下半年投产，产能增加幅度超过 100%，为未来 2-3 年食品添加剂业务增长奠定基础。

■ **基础化工 2011 年受益行业景气，今年回落：**

2011 年特别上半年基础化工景气度较高，公司该业务毛利率提高 1.58 个百分点至 11.14%。同时硝酸和三聚氰胺均有新产能投放，且 2010 年新增 30 万吨硫酸产能利用率提高，公司基础化工产品价量齐升，收入同比增长 55.33%。

自去年四季度以来，公司基础化工产品如硝酸、三聚氰胺等价格下滑，对经营带来一定压力，季报有所体现，2012 年一季度报考虑合并子公司华尔泰，收入增长较快，但净利润有所下滑，未来基础化工业务回升仍需等待。

■ **维持“推荐”评级：**

预计 2012 年公司食品添加剂继续增长，基础化工景气有所回落，略下调公司 2012-2014 年 EPS 预测为 1.57 元、2.03 元和 2.47 元，其对应 4 月 24 日收盘价的 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10 倍，维持“推荐”投资评级。

■ **风险因素：**下游需求持续低迷、食品添加剂市场竞争加剧。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1626	2285	2594	3098	3634
YoY(%)	23.5	40.5	13.5	19.5	17.3
净利润(百万元)	130	184	212	274	334
YoY(%)	59.0	42.8	12.6	29.3	21.9
毛利率(%)	14.8	14.8	15.1	16.0	16.3
净利率(%)	8.0	8.1	8.1	8.7	9.1
ROE(%)	18.0	11.6	11.5	13.0	13.7
EPS(摊薄/元)	0.98	1.39	1.57	2.03	2.47
P/E(倍)	26.0	18.2	16.2	12.5	10.3
P/B(倍)	4.7	2.1	1.9	1.6	1.4

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1509	1668	1934	2228
现金	745	835	944	1069
应收账款	72	98	116	137
其他应收款	3	12	14	17
预付账款	118	132	156	182
存货	253	280	331	387
其他流动资产	318	311	372	436
非流动资产	987	949	1016	1142
长期投资	2	2	2	2
固定资产	0	120	217	254
无形资产	0	4	8	12
其他非流动资产	985	823	790	874
资产总计	2495	2617	2950	3370
流动负债	515	399	459	544
短期借款	160	120	135	170
应付账款	168	154	182	213
其他流动负债	187	125	142	161
非流动负债	144	169	169	169
长期借款	121	141	141	141
其他非流动负债	22	28	28	28
负债合计	659	568	628	713
少数股东 权益	232	235	238	242
股本	134	134	134	134
资本公积	900	900	900	900
留存收益	503	712	983	1313
归属母公司股东权	1604	1813	2084	2414
负债和股东权益	2495	2617	2950	3370

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-71	285	218	164
净利润	184	184	212	274
折旧摊销	96	4	13	18
财务费用	5	7	9	11
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-378	-120	-115	-121
其他经营现金流	22	209	99	-17
投资活动现金流	-419	-138	-114	-64
资本支出	152	135	110	60
长期投资	-0	0	0	0
其他投资现金流	-268	-3	-4	-4
筹资活动现金流	758	-57	6	24
短期借款	127	-40	15	35
长期借款	85	20	0	0
普通股增加	34	0	0	0
资本公积增加	643	0	0	0
其他筹资现金流	-131	-37	-9	-11
现金净增加额	269	89	109	125

利润表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2285	2594	3098	3634
营业成本	1947	2202	2602	3041
营业税金及附加	9	9	11	13
营业费用	62	67	81	95
管理费用	51	57	71	79
财务费用	5	7	9	11
资产减值损失	8	3	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	203	248	320	391
营业外收入	7	2	2	2
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	209	249	322	393
所得税	25	37	48	59
净利润	184	212	274	334
少数股东损益	-2	2	3	4
归属母公司净利润	186	209	271	330
EBITDA	304	259	342	420
EPS（元）	1.39	1.57	2.03	2.47

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	40.5%	13.5%	19.5%	17.3%
营业利润	38.4%	22.2%	29.2%	22.0%
归属母公司股东权益	42.8%	12.6%	29.3%	21.9%
获利能力				
毛利率（%）	14.8%	15.1%	16.0%	16.3%
净利率（%）	8.1%	8.1%	8.7%	9.1%
ROE(%)	11.6%	11.5%	13.0%	13.7%
ROIC(%)	40.7%	30.8%	30.5%	31.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	26.4%	21.7%	21.3%	21.2%
净负债比率（%）	42.8%	46.1%	44.1%	43.7%
流动比率	2.9	4.2	4.2	4.1
速动比率	2.4	3.5	3.5	3.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	37.7	28.7	27.2	27.0
应付账款周转率	12.7	13.7	15.5	15.4
每股指标（元）				
每股收益	1.39	1.57	2.03	2.47
每股经营现金流	-0.53	2.13	1.63	1.23
每股净资产	12.01	13.58	15.61	18.08
估值比率				
P/E	18.2	16.2	12.5	10.3
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10	12	9	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257