

## 业绩符合预期 看好长期成长

投资要点:

### 1. 事件

公司发布 2012 年半年报告, 2012 年上半年公司实现营业收入 14.67 亿元, 同比增长 38.59%; 实现利润总额 1.27 亿元, 同比增长 12.94%; 归属于上市公司股东净利润 1.04 亿元, 同比增长 4.36%, 对应每股收益 0.49 元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、华尔泰并表带来营收快速增长

公司上半年每股收益为 0.49 元, 基本符合我们的预期。

华尔泰并表是带动公司营业收入在化工不景气环境下大幅增长的主要因素。当前华尔泰的主要产品是硝酸, 由于采取加速折旧的方式, 前期成本较高, 对当前盈利的贡献较小; 加上其他基础化工产品价格持续疲软, 综合来看, 华尔泰对公司利润影响甚微。

母公司产品涵盖基础化工和精细化工产品两大类, 从这两大类产品的盈利状况来看, 精细化工产品安赛蜜、麦芽酚盈利和去年同期基本持平; 基础化工方面, 化工品价格持续下跌, 但公司成本管理较好, 加上有硝酸的新增产能, 盈利好于去年同期。

#### (二)、基础化工弱势下盈利增长, 彰显出公司循环 经济优势及出色的管理能力

上半年公司盈利增长主要是基础化工业务所贡献。分产品来看, 硝酸的毛利率为 13.82%, 比去年同期下跌了 8.95 个百分点, 一方面是硝酸价格的大幅下跌所致, 另一方面是华尔泰硝酸并表的拖累; 但当前的硝酸价格下, 其他企业并处于盈亏平衡状态, 而公司依然能保持盈利, 凸显出公司出色的成本控制能力。三聚氰胺价格自去年来, 一直处于下跌弱势中, 公司毛利率却仍较去年同期上升了 1.87 个百分点, 达到 18.38%。液氨、甲醛、碳铵等其他基础化工产品毛利率较去年同期也都有提升。

金禾实业 (002597.SZ)

谨慎推荐 评级

#### 分析师

袁孝锋

✉: qixiaofeng@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511050001

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511010001

王强

✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511080002

胡昂

✉: huang@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130512070003

#### 市场数据 时间 2012-7-27

A 股收盘价(元)	15.24
A 股一年内最高价(元)	24.74
A 股一年内最低价(元)	13.12
上证指数	2129
市净率	1.96
总股本(万股)	21360
实际流通 A 股(万股)	5403
限售的流通 A 股(万股)	15957
流通 A 股市值(亿元)	18.23

精细化工方面，安赛蜜的价格有所下降，毛利率下滑了 0.94 个百分点；但是今年安赛蜜的市场销售情况较好，特别是在食品安全整治力度加大的态势下，安赛蜜的需求有明显的提高，这有利于公司募投产能的消化。麦芽酚的盈利比较稳定，甲基毛利率提升较多，乙基毛利率稍有下降，但是总体上麦芽酚的毛利率依旧稳定在 30% 以上。

### (三)、规模扩张推动业绩稳步上升

未来几年是公司产能快速扩张的年份，基础化工和精细化工产能均大幅提升。公司收购安徽华尔泰后，对华尔泰液氨、硝酸装置进行的检修，使得硝酸成本大幅下降，目前与公司成本相当，完全成本在 1600 元/吨，盈利能力大幅改善。安徽华尔泰现拟投资建设“年产 60 万吨硫磺制酸装置”、“年产 3 万吨三聚氰胺项目”、“年产 15 万吨硝酸项目”，建设期均为 1 年，达产后预计贡献 1.18 亿元。

未来两年，公司硝酸的权益产能有望达到 38 万吨，价格每上涨 100 元/吨，将提升 EPS0.15 元，弹性优势相当明显。目前硝酸的价格处于底部区域，向上的概率更大。

精细化工方面，安赛蜜募投的 5000 吨产能，已于 2012 年 7 月份达产 3000 吨，全年预计贡献 1500 吨量，目前单吨毛利约 7000 元。1 万吨双乙烯酮产能也于今年达产，单吨毛利 3000 元。

表 1: 公司主要产品产能情况

	产能 (万吨)	备注
<b>精细化工</b>		
安赛蜜	4000+5000 (吨)	5000 吨为募投项目
麦芽酚	4000 (吨)	
<b>基础化工</b>		
氨醇联产	20	实际 15-18 万吨/年
硝酸	20	实际总产能 22-25 万吨
三聚氰胺	5	外购尿素
甲醛	18	
新戊二醇	1	
硝酸铵钙	20	公司募投项目
<b>华尔泰</b>		
硝酸	18+15	15 万吨为拟建
液氨	12	
三聚氰胺	3	拟建
硫酸	60	拟建

资料来源：公司调研，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。因此，基础化工主要进行规模化扩张，精细化工进行深耕化发展，并计划五年内精细化工营收做到 10 个亿

以上。公司自建和募投项目产能的陆续投产保证了盈利的不断提升，硝酸、三聚氰胺的价格弹性优势明显。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.05 元、1.37 元，对应目前股价 PE 为 14.5x、11.1x，给予谨慎推荐评级。

**资产负债表**

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>335</b>	<b>529</b>	<b>1509</b>	<b>1698</b>	<b>2094</b>
现金	57	201	745	796	977
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	58	315	386	480
应收款项	43	42	72	88	109
其它应收款	2	8	3	3	3
存货	84	135	253	283	350
其他	93	85	121	142	175
<b>非流动资产</b>	<b>394</b>	<b>529</b>	<b>987</b>	<b>973</b>	<b>1040</b>
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	308	331	828	598	639
无形资产	41	38	77	133	140
其他	42	158	81	240	260
<b>资产总计</b>	<b>729</b>	<b>1059</b>	<b>2495</b>	<b>2671</b>	<b>3134</b>
<b>流动负债</b>	<b>286</b>	<b>257</b>	<b>515</b>	<b>452</b>	<b>531</b>
短期借款	32	33	160	40	50
应付账款	115	140	168	177	219
预收账款	43	34	55	67	83
其他	97	50	131	168	179
<b>长期负债</b>	<b>42</b>	<b>66</b>	<b>144</b>	<b>290</b>	<b>390</b>
长期借款	7	36	121	260	360
其他	35	30	22	30	30
<b>负债合计</b>	<b>328</b>	<b>323</b>	<b>659</b>	<b>742</b>	<b>921</b>
股本	80	100	134	134	134
资本公积金	87	256	900	900	900
留存收益	0	0	454	677	972
少数股东权益	11	11	232	257	290
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>354</b>	<b>673</b>	<b>1536</b>	<b>1710</b>	<b>2005</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>692</b>	<b>1007</b>	<b>2427</b>	<b>2709</b>	<b>3216</b>

**利润表**

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1317</b>	<b>1626</b>	<b>2285</b>	<b>2805</b>	<b>3484</b>
营业成本	1148	1384	1947	2359	2916
营业税金及附加	5	5	9	8	10
营业费用	34	42	62	81	91
管理费用	32	39	51	53	70
财务费用	4	6	5	11	14

资产减值损失	3	3	8	0	0
公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	90	147	203	291	383
营业外收入	6	8	7	2	0
营业外支出	1	2	1	1	0
利润总额	95	153	209	292	383
所得税	13	20	25	44	58
净利润	82	133	184	249	326
少数股东损益	(0)	3	(2)	25	33
归属于母公司净利润	<b>82</b>	<b>130</b>	<b>186</b>	<b>224</b>	<b>293</b>
EPS (元)	<b>0.82</b>	<b>1.30</b>	<b>1.39</b>	<b>1.05</b>	<b>1.37</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>145</b>	<b>200</b>	<b>(71)</b>	<b>232</b>	<b>267</b>
净利润		130	186	224	293
折旧摊销		0	0	74	73
财务费用		0	0	11	14
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(104)	(147)
其它		70	(257)	27	33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(140)</b>	<b>(232)</b>	<b>(419)</b>	<b>(215)</b>	<b>(180)</b>
资本支出		0	0	(220)	(180)
其他投资		(232)	(419)	5	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(15)</b>	<b>176</b>	<b>758</b>	<b>34</b>	<b>94</b>
借款变动		0	0	40	110
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(2)	(2)
其他		176	758	(3)	(14)
<b>现金净增加额</b>	<b>(11)</b>	<b>145</b>	<b>268</b>	<b>51</b>	<b>180</b>

## 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、王强、胡昂，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接受任何形式的补偿。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。

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)