

## 发挥循环经济优势 做大做强食品添加剂领域

投资要点:

### 1. 事件

近期我们调研了金禾实业(002597),与公司高管就公司当前生产经营及未来战略规划进行了沟通交流。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、产业协同发展,循环经济发挥优势

公司基础化工产品丰富,主要以块煤为原料,使用联醇法以实现氨醇联产,然后分别以合成氨和甲醇为起点,不断向下延伸产业链。一条产业链是以合成氨为原料来生产硝酸、三聚氰胺和碳酸氢铵;另一条链是以甲醇为原料来制得甲醛、新戊二醇和季戊四醇,同时又是生产甲、乙基麦芽酚的原料之一。

基础化工和精细化工逐渐实现协同发展,公司采取硫磺制酸的技术生产硫酸,中间产物三氧化硫正是安赛蜜重要的原材料,副产的蒸汽又是动力能源,产业链协同发展有利于产品成本的降低。

近两年化工市场整体疲软,大多产品价格已跌至行业盈亏线,而公司产品毛利率较同类企业要高出一截,且盈利能力未出现大幅下滑,公司循环经济发展思路功不可没。产业链延伸的好处就是能够根据各种产品的供需情况来合理优化配置资源,提高公司的盈利或抗风险的能力。

#### (二)、基础化工和精细化工两翼齐飞

基础化工方面,本部拥有氨醇生产能力20万吨/年,浓硝酸20万吨/年,甲醛18万吨/年,三聚氰胺3.7万吨/年,新戊二醇1万吨/年。收购安徽华尔泰后,除了对现有装置扩能外,还对液氨、硝酸装置进行检修,使得成本大幅下降,目前与本部成本相当,盈利能力大幅改善。华尔泰现有年产18万吨合成氨、18万吨硝酸、3万吨三聚氰胺及5万吨二氧化碳等生产线。

三聚氰胺采取一步法,尿素单耗降至2.85吨,联产碳铵约1.4吨,测算毛利率在20%以上。硝酸完全成本约1400元/吨,单吨利润300元。

金禾实业(002597.SZ)

谨慎推荐 评级

#### 分析师

袁孝锋

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

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 2013-6-7

A股收盘价(元)	8.93
A股一年内最高价(元)	12.94
A股一年内最低价(元)	7.72
上证指数	2211
市净率	1.47
总股本(亿股)	2.78
实际流通A股(亿股)	0.70
限售的流通A股(亿股)	2.07
流通A股市值(亿元)	6.27

精细化工方面，公司现已发展成为食品添加剂细分龙头企业，随着募投项目的投产，公司现有 1 万吨安赛蜜及 4000 吨麦芽酚的生产能力，安赛蜜和麦芽酚的生产规模居全球第一。

### （三）、做强做大食品添加剂细分领域

公司一直致力于深耕食品添加剂领域，通过扩张规模、开发新品种以求做大，通过延伸上下游产业链、技术研发及改造以求做强。安赛蜜品质日益提升，成本却不断降低，一方面是打通了上游原料双乙烯酮；二是引进技术和人才进行工艺流程改造，安赛蜜收率提高了近 20 个百分点。麦芽酚业务比较平稳，正进行下游领域开发，做医药中间体吡啶元。

公司和苏州浩波两家企业占据了全球安赛蜜大部分产能，市场份额接近三分之二。现阶段，安赛蜜市场处于价格混战的局面，行业盈利也处于历史底部，由于整体上看行业格局理想，经历洗牌后，市场大幅好转的可能性较大。

十二五期间，公司的目标是将精细化工的营收做到 10 个亿，安赛蜜和麦芽酚上，公司的市占率已比较高，继续大规模扩张的可能性不大。因此，公司有望开发生产其他甜味剂或食品添加剂。

### （四）、华尔泰项目将陆续投产

公司收购安徽华尔泰后，对设备进行了技改升级，同时投资建设“年产 60 万吨硫磺制酸装置”、“年产 3 万吨三聚氰胺项目”和“年产 15 万吨硝酸项目”。其中 3 万吨三聚氰胺项目于今年 3 月份投产，当前满负荷，硝酸和硫酸项目将于在 6 月下旬或 7 月初投产，硫酸项目副产蒸汽约 90 万吨，成本 140-150 元/吨，当地销售价格 255 元/吨。随着华尔泰项目的陆续投产，公司盈利将得以大幅提升。

## 3. 投资建议

公司致力于循环经济建设，在化工行业景气度低迷的情势下，仍能保持稳定的盈利。未来几年，公司将不遗余力的在食品添加剂细分领域做大做强，在稳固安赛蜜、麦芽酚龙头地位的同时，开拓其他优势产品。随着自建和募投项目产能的陆续投产，盈利有望不断提升，我们预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.58 元、0.71 元，对应目前股价 PE 为 15.4x、12.5x，给予谨慎推荐评级。

**资产负债表**

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>529</b>	<b>1509</b>	<b>1368</b>	<b>1451</b>	<b>1691</b>
现金	201	745	466	497	628
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	58	315	330	366	410
应收款项	42	72	86	94	105
其它应收款	8	3	3	3	3
存货	135	253	295	327	363
其他	85	121	188	163	181
<b>非流动资产</b>	<b>529</b>	<b>987</b>	<b>1203</b>	<b>1007</b>	<b>1074</b>
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	331	828	915	598	639
无形资产	38	77	144	133	140
其他	158	81	142	273	293
<b>资产总计</b>	<b>1059</b>	<b>2495</b>	<b>2571</b>	<b>2457</b>	<b>2765</b>
<b>流动负债</b>	<b>257</b>	<b>515</b>	<b>530</b>	<b>443</b>	<b>490</b>
短期借款	33	160	86	40	50
应付账款	140	168	210	204	227
预收账款	34	55	43	48	53
其他	50	131	190	151	160
<b>长期负债</b>	<b>66</b>	<b>144</b>	<b>117</b>	<b>280</b>	<b>385</b>
长期借款	36	121	98	260	360
其他	30	22	18	20	25
<b>负债合计</b>	<b>323</b>	<b>659</b>	<b>647</b>	<b>723</b>	<b>875</b>
股本	100	134	214	134	134
资本公积金	256	900	819	819	819
留存收益	0	0	535	692	887
少数股东权益	11	232	231	231	231
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>673</b>	<b>1536</b>	<b>1631</b>	<b>1645</b>	<b>1840</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>1007</b>	<b>2427</b>	<b>2510</b>	<b>2599</b>	<b>2946</b>

**利润表**

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>1626</b>	<b>2285</b>	<b>2783</b>	<b>3086</b>	<b>3456</b>
营业成本	1384	1947	2466	2722	3024
营业税金及附加	5	9	10	9	10
营业费用	42	62	91	96	107
管理费用	39	51	60	68	76
财务费用	6	5	3	10	13

资产减值损失	3	8	6	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	147	203	146	181	225
营业外收入	8	7	11	10	10
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	153	209	155	189	233
所得税	20	25	21	28	35
净利润	133	184	134	161	198
少数股东损益	3	(2)	(2)	0	0
归属于母公司净利润	<b>130</b>	<b>186</b>	<b>136</b>	<b>161</b>	<b>198</b>
EPS (元)	<b>1.30</b>	<b>1.39</b>	<b>0.63</b>	<b>0.58</b>	<b>0.71</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	200	(71)	268	96	212
净利润		186	136	161	198
折旧摊销		0	0	74	73
财务费用		0	0	10	13
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(144)	(73)
其它		(257)	132	(5)	0
<b>投资活动现金流</b>	(232)	(419)	(463)	(219)	(180)
资本支出		0	0	(220)	(180)
其他投资		(419)	(463)	1	0
<b>筹资活动现金流</b>	176	758	(82)	154	99
借款变动		0	0	166	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	(3)	(3)
其他		758	(82)	(9)	(8)
现金净增加额	145	268	(277)	31	131

## 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、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。

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)