

子公司整体搬迁有益于轻装上阵

金禾实业 (002597.SZ)

谨慎推荐 评级

石化化工团队

袁孝锋 ☎: (8621) 2025 2676 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001
王强 ☎: (8621) 2025 2621 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002
胡昂 ☎: (8621) 2025 2671 ✉: huang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130512070003

1. 事件

金禾实业 (002597) 发布控股子公司金丰化工整体搬迁的提示性公告

2. 我们的分析与判断

(一)、搬迁有利于处理落后产能，增加净资产

滁州市政府将根据有关部门对金丰化工的评估报告结果，综合补偿金丰化工征迁费 1.17 亿元。补偿方式为：选择相应地块以市场等价值 1.17 亿元挂牌出让给金丰化工；若有人摘牌超出 1.17 亿元，则用土地出让金支付金丰化工征迁费。

金丰化工拥有 10 万吨/年氨醇联产生产能力，由于属于老装置，其生产稳定性、成本等指标均落后于新增的氨醇装置；2012 年年度，其贡献净利润为-646.4 万元。自 2013 年 7 月中旬起，公司对金丰化工实施停产。

如顺利搬迁，一方面有利于淘汰落后产能、减少亏损，为新增项目腾出市场空间；另一方面，有利于增加公司的净资产。

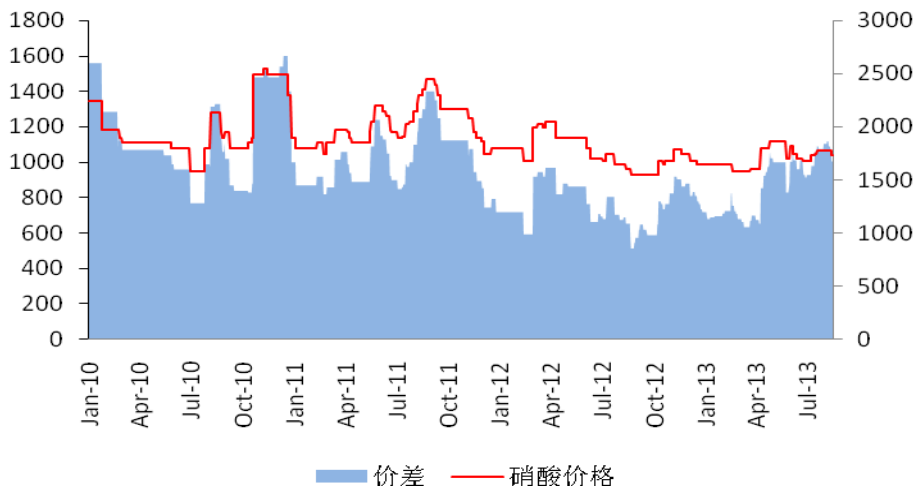
(二) 硝酸盈利扩大，弹性十足

硝酸原材料煤炭、液氨的价格同比下滑明显，而硝酸价格却稳中有升，盈利能力不断趋好。2013 年 1-7 月份累计硝酸产量 147.7 万吨，同比下滑 3.59%；其中 7 月份产量 20.2 万吨，同比下滑 10.47%。硝酸小厂商开工率受限是价格平稳带升的主要因素。

公司硝酸成本控制较好，新工艺液氨单耗不到 0.3，以目前 1750 元/吨的出厂价测算，毛利率高达 30%。

随着华尔泰 15 万吨硝酸装置的即将投产，公司硝酸产能将高达 55 万吨，权益产能 40 万吨。硝酸盈利每提高 100 元/吨，将增厚 EPS0.1 元，弹性巨大。

图 1: 硝酸价差图



资料来源: 中国银河证券研究部

(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”。3 万吨三聚氰胺项目满负荷生产,硝酸和硫酸项目也已全部竣工投产,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 17.9x、14.6x,给予谨慎推荐评级。

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	529	1509	1368	1451	1691
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
非流动资产	529	987	1203	1007	1074
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
资产总计	1059	2495	2571	2457	2765
流动负债	257	515	530	443	490
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
长期负债	66	144	117	280	385
长期借款	36	121	98	260	360
其他	30	22	18	20	25
负债合计	323	659	647	723	875
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
归属于母公司所有者权益	673	1536	1631	1645	1840
负债及权益合计	1007	2427	2510	2599	2946

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	1626	2285	2783	3086	3456
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	130	186	136	161	198
EPS (元)	1.30	1.39	0.63	0.58	0.71

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(232)	(419)	(463)	(219)	(180)
资本支出		0	0	(220)	(180)
其他投资		(419)	(463)	1	0
筹资活动现金流	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

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。

袁孝锋、王强、胡昂，石油化工行业证券分析师。3 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。

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn