

## 静待安赛蜜供需形势好转

金禾实业 (002597.SZ)

**谨慎推荐** 评级

### 投资要点:

### 分析师

## 1. 事件

金禾实业发布 2013 年年度报告, 公司实现营业收入 29.77 亿元, 同比增长 6.99%; 归属于上市公司股东净利润 1.46 亿元, 同比增长 7.80%, 对应每股收益 0.53 元。

2013 年度利润分配预案为: 以截止 2013 年 12 月 31 日公司总股本 27768 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 2.5 元 (含税), 共分现金红利 6942 万元。

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

## 2. 我们的分析与判断

### (一)、营收、利润实现稳步增长

2013 年化工市场整体疲软, 在产品价格大幅下降的情况下, 公司实现营业收入 29.77 亿元, 同比增长 6.99%; 净利润 1.46 亿元, 同比增长 7.80%。一方面是华尔泰硝酸、硫酸及三聚氰胺项目顺利投产; 更主要的是公司通过产业链延伸, 基础化工、精细化工的协同循环发展实现综合成本优势。公司产品毛利率高于同类企业, 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。

从收入和利润构成看, 硝酸、麦芽酚及三聚氰胺贡献大。硝酸毛利率 14.54%, 较上年增加 3.39 个百分点, 一方面在于原料成本的较低, 另一方面在于新工艺单耗低, 成本控制好。麦芽酚供应格局稳定, 这几年来毛利率波动不大, 2013 年实现毛利率 32.38%, 未来仍较平稳。安赛蜜价格大幅下滑, 实现价格 3.3 万元/吨左右, 毛利率仅为 4.34%, 较去年减少 13.34 个百分点。

### 市场数据 时间 2014-3-17

A 股收盘价(元)	10.24
A 股一年内最高价(元)	11.59
A 股一年内最低价(元)	7.09
上证指数	2024
市净率	1.59
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)	11.57

### (二)、做强做大食品添加剂细分领域

公司前期策略是实现基础化工和精细化工两翼齐飞, 但当前基础化工品竞争格局日益激烈, 随着公司产品规模的逐步扩大, 未来固定资产不再投向扩大产能和规模上。

公司将更加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。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。

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。

### （三）、安赛蜜供应形势有望好转

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。目前，安赛蜜价格有缓慢提升的趋势。

## 3. 投资建议

公司致力于循环经济体系建设，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 14-15 年 EPS 分别为 0.57 元、0.69 元，对应目前股价 PE 为 18.0x、14.8x，给予谨慎推荐评级。

**资产负债表**

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1509	1368	1454	1460	1702
现金	745	466	514	497	628
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	315	330	290	321	360
应收款项	72	86	104	115	128
其它应收款	3	3	3	3	4
存货	253	295	295	349	388
其他	121	188	248	175	194
<b>非流动资产</b>	987	1203	1602	1007	1074
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	828	915	1332	598	639
无形资产	77	144	139	133	140
其他	81	142	129	273	293
<b>资产总计</b>	2495	2571	3056	2467	2776
<b>流动负债</b>	515	530	685	525	563
短期借款	160	86	119	100	100
应付账款	168	210	308	218	243
预收账款	55	43	30	34	38
其他	131	190	227	172	183
<b>长期负债</b>	144	117	345	280	385
长期借款	121	98	195	260	360
其他	22	18	149	20	25
<b>负债合计</b>	659	647	1030	805	948
股本	134	214	278	134	134
资本公积金	900	819	755	755	755
留存收益	0	0	623	778	966
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者权益</b>	1536	1631	1735	1667	1855
<b>负债及权益合计</b>	2195	2278	2764	2471	2803

**利润表**

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	2285	2783	2977	3302	3698
营业成本	1947	2466	2587	2912	3236
营业税金及附加	9	10	10	10	11
营业费用	62	91	120	125	141
管理费用	51	60	74	73	81
财务费用	5	3	6	10	12

资产减值损失	8	6	5	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	203	146	175	172	217
营业外收入	7	11	25	15	10
营业外支出	1	2	14	2	2
利润总额	209	155	187	185	225
所得税	25	21	32	28	34
净利润	184	134	155	157	191
少数股东损益	(2)	(2)	9	0	0
归属于母公司净利润	186	136	146	157	191
EPS (元)	1.86	1.02	0.53	0.57	0.69

### 现金流量表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	(71)	268	212	30	204
净利润		136	146	157	191
折旧摊销		0	0	74	73
财务费用		0	0	10	12
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(214)	(72)
其它		132	66	4	0
<b>投资活动现金流</b>	(419)	(463)	(243)	(200)	(180)
资本支出		0	0	(220)	(180)
其他投资		(463)	(243)	20	0
<b>筹资活动现金流</b>	758	(82)	80	(48)	90
借款变动		0	0	95	100
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		(82)	80	(139)	(7)
现金净增加额	268	(277)	49	(217)	115

## 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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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)

海外机构：高兴 010-83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)