

风格稳健，业绩符合预期

投资要点：

- **金禾实业发布 2013 年年报：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的净利润 1.46 亿元，同比增长 7.8%，扣非后归属股东的净利润 1.4 亿元，同比增长 15.02%，经营活动产生的现金流量净额 2.12 亿元，同比减少 20.81%，每股收益 0.53 元，同比增长 8.16%。另外，公司的分配预案是每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），今年的分红与往年相比有了一定的提升。**
- **华尔泰产能建成投产，金丰产能报废，因此公司业绩整体平稳。**2013 年公司在华尔泰开工建设年产 15 万吨硝酸、年产 60 万吨硫酸、年产 3 万吨三聚氰胺项目，在第三季度建成投产。同时，公司子公司滁州金丰化工有限责任公司发生搬迁，其 10 万吨氨醇装置停产报废，减少了部分产能。全年来看，公司产能有增有减，业绩整体表现平稳。控股子公司金丰化工有限责任公司也更名为滁州金丰投资有限责任公司，经营范围变更为对制造业、房地产业、建筑业、商贸业、物流业、餐饮业的投资、房地产开发与经营、物业管理等。
- **10 万吨双氧水项目今年投产，对业绩贡献有限。**公司在基础化工领域的最后一个项目——10 万吨双氧水项目将会在今年 5、6 月份投产，由于公司的会计政策较为激进，采用的是双倍余额递减法（DDDB）加速提折旧，对于刚刚开启的产能，在第一年计提的折旧最多，因此我们认为双氧水项目今年对业绩的贡献有限。
- **新戊二醇（NPG）是公司 2013 年的亮点。**2013 年公司的 NPG 毛利率达到 13.32%，同比提升了将近 10 个百分点。NPG 的盈利能力提升，一方面是供给端受到了环保因素的制约，有部分企业产能去年出现关停，另一方面是去年 NPG 的景气度上行，需求端受到了聚酯树脂等强有力的支撑。
- **安赛蜜在周期底部持续徘徊，未来关注反转的时机。**2013 年公司的安赛蜜毛利率仅有 4.34%，同比下滑了 13 个百分点，单吨净利为负是显然的。公司作为世界最大的安赛蜜企业，近几年在市场开拓方面进展顺利，收入持续提升，由于与行业内另一家公司在打价格战，毛利率下滑严重。不过由于公司有循环经济和规模经济作为支撑，现金流情况远远好于同行，我们认为未来安赛蜜行业的周期底部反转是可以期待的，不过反转的时机还难以预料，需要等待。
- **给予“增持”的投资评级。**公司属于经营稳健的企业，公司发展的特色是循环经济。预计 2014 年之后公司的主要精力不会放在固定资产投资，而是会转向节能降耗减排和提高自动化水平等升级项目上。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.57 元、0.69 元、0.74 元，目前的动态市盈率达到 18 倍、15 倍和 14 倍。我们认为公司属于防御性的品种，首次给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**公司基础化工和精细化工产品盈利能力下滑的风险，公司发生环保事故和安全事故的风险，经济下滑的风险。

金禾实业 (002597.SZ)

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

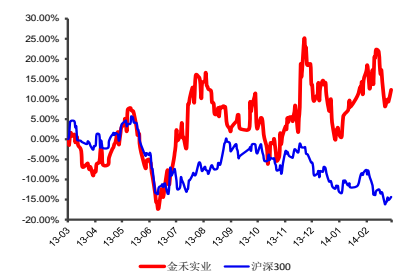
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	

市场数据

市价(元)	9.98
上市的流通 A 股(亿股)	1.12
总股本(亿股)	2.78
52 周股价最高最低(元)	13.06-7.09
上证指数/深证成指	1997.69/ 7217.02
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2977.23	3201.72	3379.73	3593.33
增长率(%)	6.99	7.54	5.56	6.32
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	146.07	157.09	192.82	205.86
增长率(%)	7.80	7.54	22.75	6.77
毛利率%	13.09	12.66	13.36	13.44
净资产收益率(%)	7.66	6.94	7.85	7.73
EPS(元)	0.53	0.57	0.69	0.74
P/E(倍)	19.47	18.10	14.75	13.81
P/B(倍)	1.59	2.15	1.97	1.81

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1454.40	1595.60	1787.92	1956.92	营业收入	2977.23	3201.72	3379.73	3593.33
现金	514.21	588.02	709.37	810.20	营业成本	2587.43	2796.46	2928.20	3110.39
应收账款	393.96	421.05	462.98	492.24	营业税金及附	10.14	12.81	13.52	14.37
其他应收款	210.77	225.96	237.04	252.03	销售费用	119.82	128.07	135.19	143.73
预付账款	4.15	4.39	4.63	4.92	管理费用	73.55	76.84	81.11	86.24
存货	295.32	317.76	333.34	354.41	财务费用	5.97	6.40	-3.38	-1.80
其他	35.99	38.42	40.56	43.12	资产减值损失	5.35	9.61	10.14	10.78
非流动资产	1601.70	1719.12	1761.95	1851.07	公允价值变动	0.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.89	1.89	1.89	1.89	投资净收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	1522.79	1685.21	1726.26	1813.25	营业利润	175.44	171.53	214.95	229.61
其他	77.02	32.02	33.80	35.93	利润总额	186.82	197.15	241.99	258.36
资产总计	3056.11	3314.71	3549.87	3807.99	所得税	31.53	33.51	41.14	43.92
流动负债	683.68	596.84	622.24	655.24	净利润	155.30	163.63	200.85	214.44
短期借款	180.04	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	9.22	6.55	8.03	8.58
应付账款	349.91	365.26	383.35	407.57	归属母公司净利	146.07	157.09	192.82	205.86
其他	153.73	131.58	138.89	147.67	EBITDA	377.96	397.01	435.99	463.54
非流动负债	344.88	360.09	368.99	379.67	EPS (元)	0.526	0.566	0.694	0.741
长期借款	195.39	200.00	200.00	200.00					
其他	149.49	160.09	168.99	179.67	主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1028.55	956.92	991.22	1034.91	成长能力				
少数股东权益	236.31	242.86	250.89	259.47	营业收入	6.99%	7.54%	5.56%	6.32%
归属母公司股东权益	1791.24	2114.93	2307.75	2513.61	营业利润	19.50%	-1.97%	25.31%	6.82%
负债和股东权益	3056.11	3314.71	3549.87	3807.99	归属母公司净	7.80%	7.54%	22.75%	6.77%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	13.09%	12.66%	13.36%	13.44%
单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E	净利率	5.22%	5.11%	5.94%	5.97%
经营活动现金流	405.47	323.28	375.42	412.14	ROE	7.66%	6.94%	7.85%	7.73%
净利润	155.30	163.63	200.85	214.44	ROIC	7.18%	6.42%	7.34%	7.50%
资产减值损失	5.35	9.61	10.14	10.78	偿债能力				
折旧摊销	197.02	219.08	224.41	235.72	资产负债率	33.66%	28.87%	27.92%	27.18%
公允价值变动收益	0.48	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.53%	-5.43%	-9.39%	-11.92%
财务费用	5.97	6.40	-3.38	-1.80	流动比率	212.73%	267.34%	287.34%	298.66%
投资损失	0.01	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.70	2.14	2.34	2.45
营运资本变化	49.36	-83.79	-55.71	-45.94	营运能力				
递延税款变化	-8.00	8.35	-0.89	-1.07	总资产周转率	0.97	0.97	0.95	0.94
投资活动现金流	-587.23	-344.84	-266.36	-323.78	应收帐款周转	7.56	7.60	7.30	7.30
资本支出	-587.71	-344.84	-266.36	-323.78	应付帐款周转	7.47	7.60	7.60	7.60
其他投资	0.48	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	230.92	95.37	12.28	12.48	每股收益	0.526	0.566	0.694	0.741
短期借款	288.42	-64.83	8.90	10.68	每股经营现金	0.76	0.73	0.84	0.93
新发股份	-4.52	166.61	0.00	-0.00	每股净资产	6.45	4.76	5.19	5.66
分红	-42.72	0.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	-4.30	-0.00	0.00	-0.00	P/E	19.47	18.10	14.75	13.81
财务费用	-5.97	-6.40	3.38	1.80	P/B	1.59	2.15	1.97	1.81
现金净增加额	49.16	73.81	121.35	100.84	EV/EBITDA	9.09	12.47	11.13	10.31

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)