

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

金禾实业 (002597)

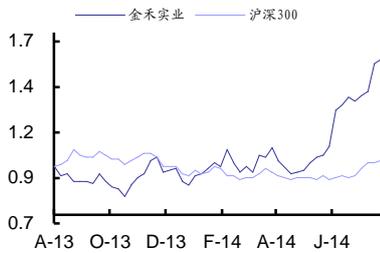
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 19 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	284/275
总市值/流通 (百万元)	4,501/4,362
上证综指/深圳成指	2,239/8,046
12 个月最高/最低元)	16.79/8.21

相关研究报告:

《金禾实业-002597-单寡头时代,安赛蜜景气反转》——2014-07-02
 《金禾实业-002597-重大事件快评:安赛蜜格局在重塑,价格有望持续上涨》——2014-06-26

证券分析师: 李云鑫

电话: 021-60933142
 E-MAIL: liyunx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514020001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

经营持续向好,安赛蜜值得期待

● 维持推荐评级,合理估值 17.25 元

基础化工产品景气程度不一,整体已现向好趋势,盈利能力开始回升。精细化工中的安赛蜜仍是业绩最大变量,格局有望得到重塑。安赛蜜的价格上涨 5000 元/吨,增厚 EPS 0.1 元,弹性较大。预计 14-16 年 EPS 分别为 0.69/0.88/1.09 元,同比增长 31%/28%/24%。公司基本面改善速度和强度有可能超出预期,维持“推荐”评级,合理估值 17.25 元。

● 业绩符合预期,经营持续向好

公司 14H1 实现收入 15.75 亿元,同比增长 8.24%;归母净利润 0.89 亿元,同比增长 0.64%,EPS 为 0.32 元,基本符合我们的预期。公司产品的盈利能力已有明显回升,综合毛利率同比提升 1pct 达到 14.48%,拖累利润增速跑输收入增速的是费用提升,销售费用和管理费用分别增加 56%和 35%。华尔泰投产,折旧压力较大,给公司今年业绩带来一定制约。Q1 和 Q2 净利润环比增速分别为 36%和 50%,下半年需求有望回暖,公司经营呈持续改善态势。

● 基础化工产品涨跌互现,静待需求向好

基础化工产品涨跌互现,硝酸和三聚氰胺由于产品价格下滑,毛利率同比下滑 6pct 和 13pct;碳铵、季戊四醇和甲醛则明显回暖,毛利率分别提升 8pct、12pct 和 15pct,带动基础化工产品整体收入增长 11%时,毛利率提升 0.63pct。公司基础化工产品种类较多,和宏观经济紧密相关,通过内涵挖潜,节能降耗,维持稳定运营,静待下游需求回暖。

● 行业整合值得期待,安赛蜜景气回升已经确立

安赛蜜毛利率同比增加 1.2pct,盈利回升确立。13 年安赛蜜平均价格在 2.7 万元/吨,在原料双乙烯酮爆炸事件刺激下,当前安赛蜜价格已至 4 万元/吨,公司作为行业主导者,涨价节奏控制得当。如顺利行业整合,根据价甜比,安赛蜜的合理价格在 5.5-6 万元/吨,仍有 2 万元/吨的涨幅空间。不排除在一超独霸的格局下,价格创下历史新高的可能。我们测算,安赛蜜每涨 5000 元/吨,将增厚 EPS 0.1 元。持续上涨的价格构成最好的股价催化剂。

● 风险提示

新增产能出现;宏观经济持续下滑

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,783	2,977	3,399	3,809	4,221
(+/-%)	21.8%	7.0%	14.1%	12.1%	10.8%
净利润(百万元)	136	146	191	244	304
(+/-%)	-27.1%	7.8%	30.8%	28.0%	24.3%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.53	0.69	0.88	1.09
EBIT Margin	5.7%	6.5%	7.2%	8.1%	9.0%
净资产收益率(ROE)	8.0%	8.2%	10.1%	12.2%	14.1%
市盈率(PE)	27.7	25.7	19.6	15.3	12.4
EV/EBITDA	13.4	12.3	12.6	10.9	9.5
市净率(PB)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	514	681	847	1048
应收款项	396	466	522	578
存货净额	295	344	383	421
其他流动资产	248	285	320	355
流动资产合计	1454	1776	2072	2402
固定资产	1383	1287	1196	1101
无形资产及其他	139	135	130	126
投资性房地产	77	77	77	77
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	3056	3276	3476	3708
短期借款及交易性金融负债	180	180	180	180
应付款项	320	382	425	468
其他流动负债	185	241	268	295
流动负债合计	685	803	873	943
长期借款及应付债券	195	195	195	195
其他长期负债	149	149	149	149
长期负债合计	345	345	345	345
负债合计	1030	1148	1218	1288
少数股东权益	236	242	250	260
股东权益	1790	1886	2008	2160
负债和股东权益总计	3056	3276	3476	3708

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.53	0.69	0.88	1.09
每股红利	0.25	0.34	0.44	0.55
每股净资产	6.45	6.79	7.23	7.78
ROIC	7%	9%	11%	14%
ROE	8%	10%	12%	14%
毛利率	13%	14%	15%	16%
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%
EBITDA Margin	13%	11%	12%	13%
收入增长	7%	14%	12%	11%
净利润增长率	8%	31%	28%	24%
资产负债率	41%	42%	42%	42%
息率	2%	3%	3%	4%
P/E	25.7	19.6	15.3	12.4
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.6	12.6	10.9	9.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2977	3399	3809	4221
营业成本	2587	2915	3233	3546
营业税金及附加	10	12	13	15
销售费用	120	139	156	173
管理费用	74	87	97	107
财务费用	6	4	(1)	(5)
投资收益	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	175	245	313	389
营业外净收支	11	0	0	0
利润总额	187	245	313	389
所得税费用	32	42	53	66
少数股东损益	9	12	15	19
归属于母公司净利润	146	191	244	304

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	146	191	244	304
资产减值准备	(1)	0	0	0
折旧摊销	193	142	147	151
公允价值变动损失	5	0	0	0
财务费用	6	4	(1)	(5)
营运资本变动	119	(26)	(59)	(60)
其它	6	6	8	10
经营活动现金流	468	313	340	404
资本开支	(519)	(51)	(51)	(51)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(519)	(51)	(51)	(51)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	97	0	0	0
支付股利、利息	(70)	(95)	(122)	(152)
其它融资现金流	46	0	0	0
融资活动现金流	99	(96)	(122)	(152)
现金净变动	48	166	167	201
货币资金的期初余额	466	514	681	847
货币资金的期末余额	514	681	847	1048
企业自由现金流	(52)	268	294	355
权益自由现金流	91	265	294	360

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863