



2020年3月31日

广东甘化 (000576): 出清低效资产, 加速军工转型

农业

审慎推荐 (首次)

当前股价: 6.77 元

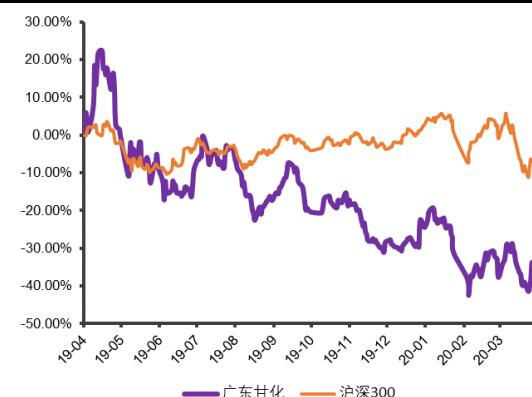
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	495	586	707	835
(+/-)	20.9%	18.5%	20.7%	18.0%
营业利润	126	144	164	179
(+/-)	39.0%	13.7%	14.0%	9.2%
归属母公司	98	108	124	135
净利润				
(+/-)	0.1%	10.2%	14.6%	9.1%
EPS (元)	0.22	0.24	0.28	0.31
市盈率	29.8	27.1	23.6	21.7

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	44286 / 42798
流通市值 (亿元)	28.3
每股净资产 (元)	2.54
资产负债率 (%)	30.1

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 64967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

- 公司业绩企稳。**公司 2019 年全年实现营业收入 4.95 亿元, 同比增长 20.86%; 归属于上市公司股东净利润 0.98 亿元, 同比增长 0.11%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 0.50 亿元, 同比增长 170.89%, 对应 EPS 0.22 元。其中 Q4 单季营收 1.54 亿元, 归属于上市公司股东净利润 0.13 亿元, 扣非后归属上市公司股东净利润 0.12 亿元。公司营收稳定上升, 扣非净利润增长较快。
- 增持沈阳含能, 加强业务资源整合。**公司在 2019 年三月增持沈阳含能 25% 股权, 合计持有其 70% 股权, 获得绝对控股地位。军工产品营业收入占比不断提升, 从 2018 年的 11.3% 提升到 2019 年的 24.3%, 未来有望进一步提升。军工产品毛利率较糖贸易更高, 使得公司整体毛利率稳步提升。
- 转让低效率资产, 集中资源发展。**公司分别在 2019 年 9 月和 12 月转让生物中心 45% 股权及北街电厂 100% 股权, 回笼资金。其中北街电厂因国家环保政策于 2018 年年停产, 生物中心的生化类产品盈利能力连年下降。出清低效率资产, 有助于公司集中资源布局军工领域转型, 提升综合运营效率。
- 收购升华电源, 综合毛利率提升。**2019 年公司毛利率 32.13%, 较 2018 年同期增长 23.8 个百分点, 其中电源系列产品毛利率 80% 左右, 带动了整体水平。同时, 公司制糖产品毛利率小幅提升至 1.7%, 比去年同期增长 1.1 个百分点。
- 盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 1.08 亿元、1.24 亿元、1.35 亿元, 对应 EPS 分别为 0.24 元、0.28 元、0.31 元, 当前股价对应 PE 分别为 27.1/23.6/21.7, 公司估值依然处于历史较低位置, 考虑到电源系列业务处于发展初期, 糖制品贸易增速放缓, 首次给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示:** 电源系列产品受疫情影响订单减少的风险; 糖

制品贸易减少使得营收降低的风险；资本市场系统性风险等。

图表 1：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产：									
货币资金	183	-29	-27	-24	营业收入	495	586	707	835
应收账款	118	130	157	185	营业成本	336	412	502	600
存货	76	92	112	133	营业税金及附加	3	3	3	3
其他流动资产	165	182	200	220	销售费用	10	12	14	17
流动资产合计	542	374	441	515	管理费用	45	53	64	75
非流动资产：									
可供出售金融资产	0	0	0	0	财务费用	11	3	0	0
固定资产+在建工程	60	50	48	46	费用合计	66	68	78	92
无形资产+商誉	736	772	811	852	资产减值损失	1	1	1	1
其他非流动资产	240	264	291	320	公允价值变动	2	2	2	2
非流动资产合计	1,044	1,087	1,150	1,217	投资收益	53	56	59	62
资产总计	1,586	1,461	1,591	1,732	营业利润	126	144	164	179
流动负债：									
短期借款	0	0	0	0	加：营业外收入	0	0	0	1
应付账款、票据	20	23	28	33	减：营业外支出	5	5	6	6
其他流动负债	229	83	92	101	利润总额	122	139	158	173
流动负债合计	249	106	120	134	所得税费用	14	20	23	25
非流动负债：									
长期借款	68	0	0	0	净利润	108	119	136	148
其他非流动负债	123	135	149	163	少数股东损益	10	11	12	13
非流动负债合计	191	135	149	163	归母净利润	98	108	124	135
所有者权益									
股本	443	443	443	443	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
资本公积金	757	757	757	757	成长性				
未分配利润	-123	-45	45	141	营业收入增长率	20.9%	18.5%	20.7%	18.0%
少数股东权益	22	22	22	22	营业利润增长率	39.0%	13.7%	14.0%	9.2%
所有者权益合计	1,146	1,236	1,339	1,450	归母净利润增长率	0.1%	10.2%	14.6%	9.1%
负债和所有者权益	1,586	1,477	1,607	1,748	总资产增长率	-4.8%	-7.9%	8.9%	8.8%
现金流量表(百万元)									
净利润	108	119	136	148	盈利能力				
折旧与摊销	18	6	6	6	毛利率	32.1%	29.7%	29.0%	28.1%
财务费用	4	3	0	0	营业利润率	25.5%	24.5%	23.2%	21.4%
存货的减少	-27	-16	-20	-22	三项费用/营收	13.3%	11.5%	11.0%	11.0%
营运资本变化	-56	-9	-22	-23	EBIT/销售收入	16.4%	24.3%	22.4%	20.7%
其他非现金部分	-52	-57	-61	-66	净利润率	21.9%	20.3%	19.2%	17.8%
经营活动现金净流量	-3	45	39	45	ROE	9.4%	9.6%	10.2%	10.2%
投资活动现金净流量	-19	-4	-4	-4	营运能力				
筹资活动现金净流量	-41	-254	-33	-37	总资产周转率	31.2%	40.1%	44.4%	48.2%
现金流量净额	-65	-213	2	3	资产负债率	27.7%	16.5%	16.9%	17.2%
现金流质量									
每股数据(元/股)									
经营活动现金流/净利润									
-0.03									
投资活动现金流/净利润									
-0.38									
筹资活动现金流/净利润									
0.22									
每股收益									
2.59									
每股净资产									
2.79									
每股净资产									
3.02									
现金流量净额									
3.27									

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士， 2020 年 1 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>