

日期: 2017年07月21日

行业: 基础化工



甜味剂龙头扬帆起航，多管齐下助推业绩腾飞

——掘金细分子行业龙头系列报告（一）

分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

基本数据 (截止 2017 年 7 月 20 日)

报告日股价 (元)	21.23
12mth A 股价格区间 (元)	13.61/21.93
总股本 (百万股)	564.32
无限售 A 股/总股本	98.32%
流通市值 (亿元)	117
每股净资产 (元)	4.72

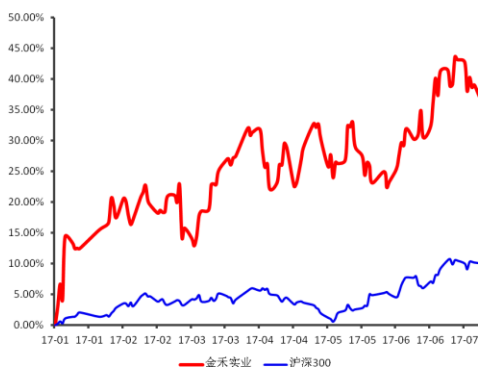
主要股东 (2016A)

安徽金瑞投资集团有限公司	51.79%
太平人寿保险有限公司	1.25%
上海复星谱润股权投资企业 (有限合伙)	1.22%

收入结构 (2016A)

金禾基础化工	37.20%
精细化工	24.55%
贸易、地产及其他	13.12%
华尔泰	12.87%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX-17-JHSY01

首次报告日期: 2017 年 7 月 20 日

相关报告:

■ 主要观点

金禾实业主营产品主要覆盖精细化工和基础化工, 精细化工产品以安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚、三氯蔗糖为主, 基础化工产品多样, 形成产业链一体化, 协同效应较好。并且由于安赛蜜、三氯蔗糖的长期替代效应, 存量市场及行业增量将持续向优质龙头倾斜, 专利问题解决, 压制国内龙头的最后筹码已经失去, 未来公司将直接受益, 带来内生高增速。

安赛蜜量价齐升, 三氯蔗糖新贵乘风破浪

公司产品安赛蜜和三氯蔗糖是高倍甜味剂中主流产品, 安赛蜜年产能达到 12000 吨, 国内竞争对手浩波的衰退使得公司成为安赛蜜国内寡头, 全球市占率将超过 70%; 三氯蔗糖年产能达到 2000 吨, 并且还有持续扩产计划, 国内竞争对手盐城捷康限产及重组, 国际龙头 Tate&Lyle 新加坡工厂关闭, 搬迁至美国的计划还未完成, 将大大削弱公司扩产带来的市场冲击, 市占率有望突破 25%。并且安赛蜜和三氯蔗糖方面, 公司成本控制为行业内最好, 环保设施完备, 客户优质, 核心竞争力突出。

甲、乙基麦芽酚有望形成寡头垄断, 盈利能力大幅提升

公司竞争对手天利海连续出现安全事故, 市场供给严重不足, 目前为止产品价格单吨提升已经超过 6 万, 大幅提升公司盈利能力。并且天利海的连续事故发生, 停产时间较长, 甲、乙基麦芽酚行业有望由两大龙头并存变为单寡头垄断格局, 对公司长期利好。

基础化工轻装上阵, 充分发挥产业链协同效应

公司基础化工产品覆盖三聚氰胺、硝酸、浓硫酸、双氧水等, 种类多, 且产业链一体化带来的协同效应不可忽视。但尽管在 2016 年, 多个产品实现了底部反转, 但整体盈利能力仍然弱于精细化工行业。此次公司剥离华尔泰子公司, 从产品布局上看, 不存在产品种类的缩减, 不影响产业链协同效应, 并且有助于提升企业整体盈利能力。同时, 公司在基础化工方面的未来布局也将围绕精细化工开展, 为其提供坚实的后盾。

■ 投资建议

我们预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 42.14、44.40 和 48.10 亿元, 同比增长 12.21%、5.38% 和 8.33%, 归属于母公司股东净利润为 7.60、8.94 和 10.92 亿元, 同比增长 37.77%、13.79% 和 22.24%, 每股 EPS 为 1.35、1.58 和 1.94 元。对应 PE 为 15.8、13.4 和 11.0 倍。

■ 数据预测与估值:

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3755	4214	4440	4810
年增长率	12.84%	12.21%	5.38%	8.33%
归属于母公司的净利润	551	760	894	1092
年增长率	157.15%	37.93%	13.79%	22.24%
每股收益 (元)	1.35	1.35	1.58	1.94
PE (X)	21.7	15.8	13.4	11.0

数据来源: wind 上海证券研究所

目 录

一、金禾实业：成长中的甜味剂巨头.....	5
1.1 公司简介	5
1.2 股权结构	5
1.3 公司基本财务数据	6
1.4 主营构成	7
二、精细化工：食品添加剂持续深化扩散.....	8
2.1 甜味剂行业	9
2.1.1 安赛蜜寡头垄断格局已现，盈利能力有望持续提升.....	11
2.1.2 三氯蔗糖新贵乘风破浪，有望复制安赛蜜成功之路.....	13
2.2 甲基、乙基麦芽酚：天利海事故推动行业寡头趋势.....	16
三、基础化工：产业链一体化，定位转向辅助.....	17
四、投资建议与盈利预测.....	21
1. 基本假设	21
2. 投资逻辑及盈利预测	21

图 表

图 1 金禾实业股权结构 (2016A)	5
图 2 金禾实业历年营业收入及增速示意图	6
图 3 金禾实业历年归母净利润及增速示意图	6
图 4 金禾实业销售毛利率及净利率示意图	7
图 5 金禾实业存货周转率及应收账款周转率示意图	7
图 6 公司历年主营拆分业务营业收入	8
图 7 公司历年主营业务占比变化	8
图 8 食品添加剂行业细分示意图	9
图 9 Tate&Lyle 公司三氯蔗糖业务近年情况	15
图 10 甲、乙基麦芽酚示意图	16
图 11 金禾实业基础化工产业链示意图	17
图 12 三聚氰胺价格走势	19
图 13 硝酸价格走势	19
图 14 液氨价格走势	20
图 15 浓硫酸价格走势	20
图 16 双氧水价格走势	20
图 17 甲醛价格走势	20
图 18 季戊四醇价格走势	20
表 1 甜味剂介绍	9
表 2 安赛蜜主要生产厂商及产能情况	12
表 3 三氯蔗糖主要生产厂商及产能情况	13
附表 1 公司财务预测与估值	23

一、金禾实业：成长中的甜味剂巨头

1.1 公司简介

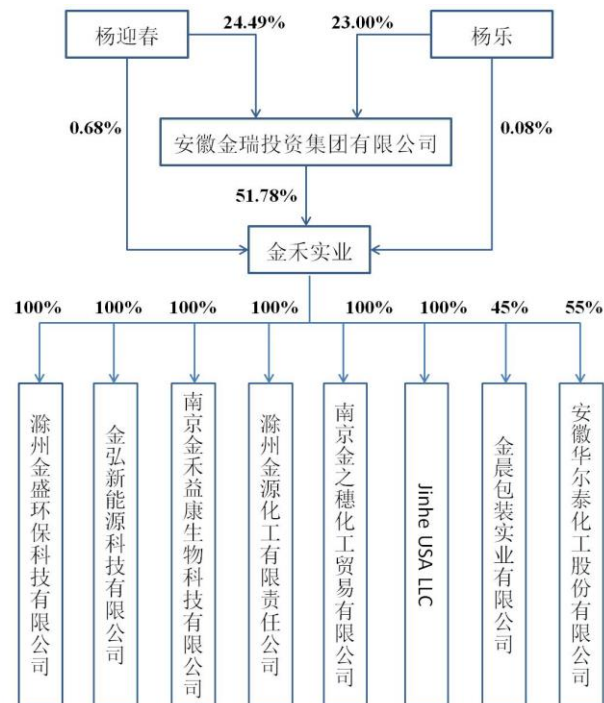
金禾实业是一家主要从事精细化工产品和基础化工产品生产、研发和销售的国家高新技术企业，拥有 70 余项国家专利和一系列的非专利技术，在自主创新、专利技术方面，均处于同行业领先地位。

公司精细化工产品主要为食品添加剂和医药中间体，食品添加剂主要包括乙酰磺胺酸钾（AK 糖）、麦芽酚（MT）、乙基麦芽酚（EMT）、三氯蔗糖（TGS）、甲基环戊烯醇酮（MCP）等，医药中间体产品主要包括吡啶盐酸盐、双乙甲酯、双乙乙酯等；基础化工产品主要包括双氧水、液氨、硝酸、硫酸、甲醛、三聚氰胺、季戊四醇、双乙烯酮、新戊二醇。

1.2 股权结构

公司实际控制人为杨迎春、杨乐，截止 2016 年年报披露，共计持有安徽金瑞投资集团有限公司 47.49% 股份，并直接持有金禾实业 0.76% 股份。

图 1 金禾实业股权结构（2016A）



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

公司旗下拥有滁州金盛环保科技有限公司、金弘新能源科技有限公司、南京金禾益康生物科技有限公司、滁州金源化工有限责任

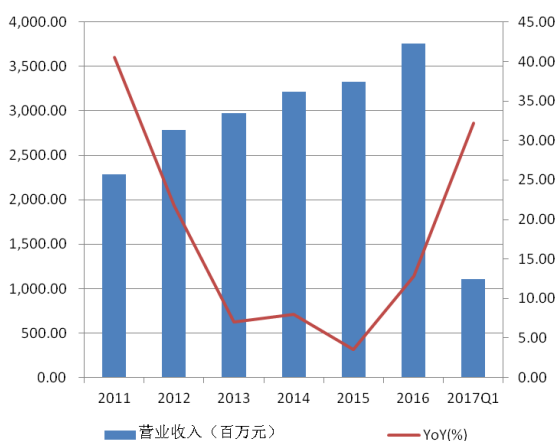
公司、南京金之穗化工贸易有限公司、Jinhe USA LLC 等全资子公司和联营子公司金晨包装实业有限公司（占 45%）。

1.3 公司基本财务数据

公司 2016 年全年实现营业收入 37.55 亿元，同比增长 12.84%，归属于母公司股东净利润 5.51 亿元，同比增长 157.15%；2017 年 Q1 季度实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 32.18%，归属于母公司股东净利润 2.01 亿元，同比增长 41.20%。

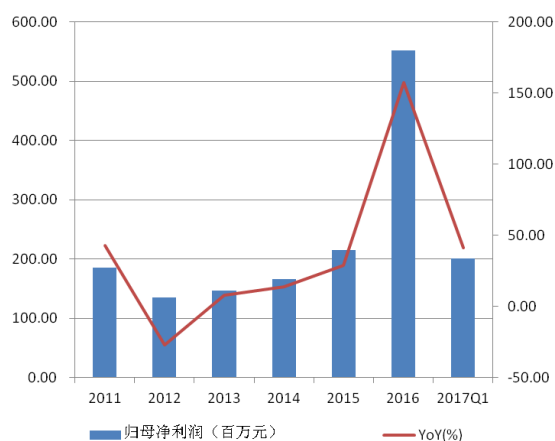
公司自上市以来，营业收入实现逐年增加，从 2011 年的 22.85 亿元增长至 2016 年的 37.55 亿元，年复合增长率达 10.44%，归属于母公司股东净利润从 2011 年的 1.86 亿元增长至 2016 年的 5.51 亿元，年复合增速达 24.26%。

图 2 金禾实业历年营业收入及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

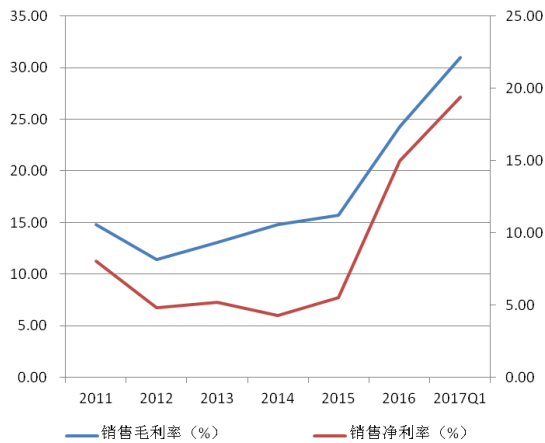
图 3 金禾实业历年归母净利润及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

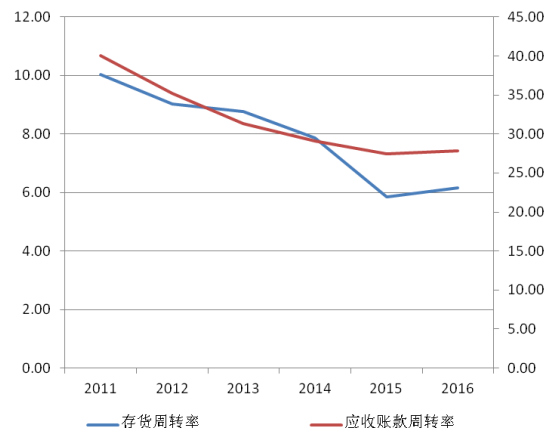
公司销售毛利率和净利率在 2016 年显著上升，从之前的 15% 和 5% 左右，上升至 2017 年 Q1 的 30.98% 和 19.37%，增速明显。这主要是由于公司重心向精细化工偏移，并且多个产品价格飞速上涨所致。并且公司 2016 年存货周转率和应收账款周转率均有所上升。

图 4 金禾实业销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 5 金禾实业存货周转率及应收账款周转率示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

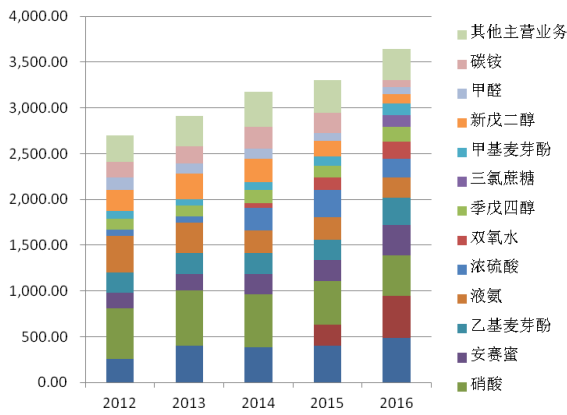
1.4 主营构成

公司主营业务基础化工和精细化工在 2016 年已经发生质变, 尽管从营业收入来看, 基础化工仍然占据主导, 但精细化工板块盈利已经成功超越基础化工。

据公司 2016 年年报统计, 主营收入中占比最大的是三聚氰胺, 占 12.89%, 贸易收入占 12.26%, 硝酸收入占 11.76%, 安赛蜜收入占 8.9%, 乙基麦芽酚占 7.83%, 液氨占 5.97%, 浓硫酸占 5.41%, 双氧水占 5.13%, 季戊四醇占 4.11%, 三氯蔗糖占 3.57%, 甲基麦芽酚占 3.26%。

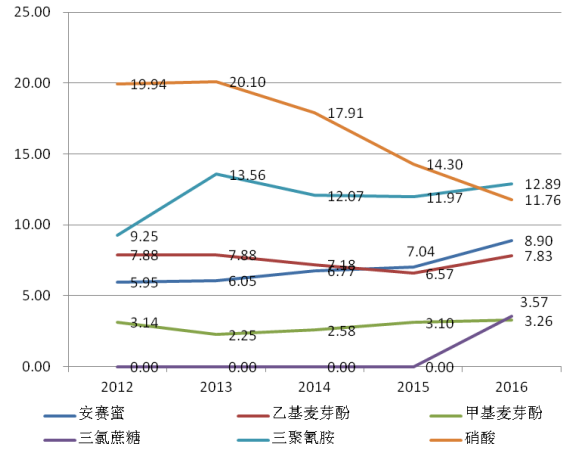
其中, 安赛蜜营业收入 3.34 亿元, 同比增速 42.60%; 乙基麦芽酚 2.94 亿元, 同比增速 34.59%, 甲基麦芽酚 1.22 亿元, 同比增速 18.59%, 三氯蔗糖为新增产品, 收入 1.34 亿元, 双氧水 1.92 亿元, 同比增速 48.66%。安赛蜜、麦芽酚、三氯蔗糖均为精细化工产品, 双氧水增加一方面是因为国内一些厂出现安全问题, 另一方面是公司具有原材料方面和技术方面的优势(合成氨装置的氢气直接导入双氧水装置)。

图 6 公司历年主营拆分业务营业收入



数据来源: 公司历年定期公告 上海证券研究所

图 7 公司历年主营业务占比变化



数据来源: 公司历年定期公告 上海证券研究所

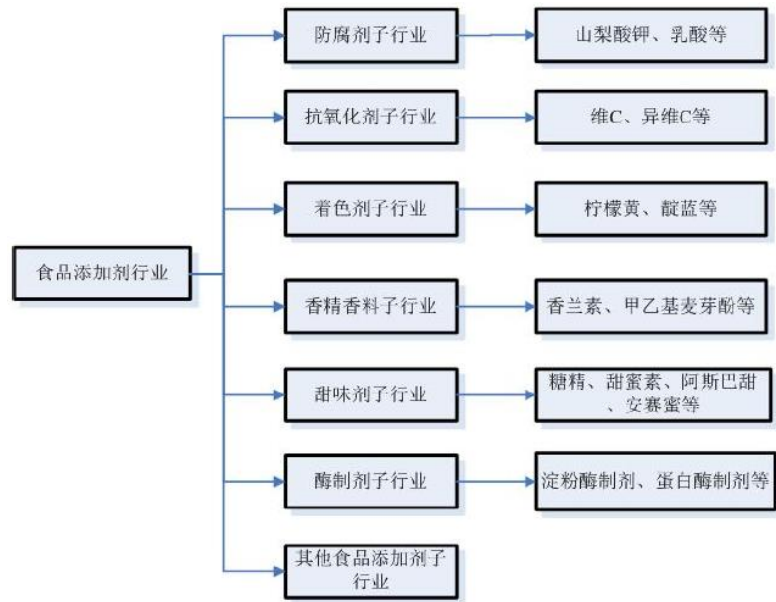
二、精细化工：食品添加剂持续深化扩散

食品添加剂是为改善食品品质、色香味及防腐等而加入食品中的化学合成品或天然物质，如甜味剂、食品用香料、着色剂、防腐剂等。目前，全球应用的食物添加剂种类多达 25000 多种（80% 为香料），直接使用的有 3000-4000 种，常用的有 600-1000 种。

广泛的应用于食品中也使得食品添加剂的安全备受重视，因此，各国对于食品添加剂的使用种类、范围、用量都有明确的规定，并且随着科技水平的持续提升，对传统品种的潜在危害分析也更加透彻，研发的新产品性能也将更加优越。因此，部分行业也存在产品禁用及新品替代的可能性。

我国的食物添加剂中，食用香精香料产量逐年上升，从 2012 年的 12.1 万吨上升至 2016 年的 14.2 万吨，高倍甜味剂产量维持在 12 万吨左右，2016 年为 12.2 万吨。两者皆属于附加值比较高的产品，因此，产品毛利率高。

图 8 食品添加剂行业细分示意图



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.1 甜味剂行业

■ 行业整体情况：

甜味剂通常分为功能性甜味剂和糖醇类甜味剂，而蔗糖、果糖、葡萄糖、麦芽糖、乳糖等长期食用的糖类物质则不属于甜味剂。

糖醇类甜味剂目前以木糖醇为主，无糖口香糖是木糖醇应用最广泛的领域，食品饮料中也有少量应用，甜价比限制了其应用推广。

功能性甜味剂占据了甜味剂的主要市场，主要包括糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜和甜菊糖。

表 1 甜味剂介绍

名称	甜度	价格	甜价比	国内主要生产商	特点
糖精	350	6 万/吨	58.3	天津北方食品、天津长捷、开封兴化精细化工等	第一代，安全性受质疑，在美国添加糖精作为甜味剂均标有糖精能引起动物肿瘤的警示语，我国 2006 年发布限产限销通知。
甜蜜素	50	1.3 万/吨	38.5	金城化学（江苏）等	第二代，含有致癌的环己胺和二戊己胺，被美国、日本、英国等 40 个国家禁用，我国仍然允许使用。
阿斯巴甜	200	9 万/吨	22.2	常州牛塘、绍兴亚美生物、江苏汉光等	第三代，安全性较高，被美国等 90 多个国家批准使用。苯酮尿症患者需控制摄入量。
安赛蜜	200	5 万/吨	40	金禾实业、北京维多、山东明辉、苏州浩波等	第四代，在人体内不被代谢，不产生热量，安全性高。100 多个国家批准使用。

三氯蔗糖	650	35 万/吨	18.6	盐城捷康、常州牛塘、山东康宝等	第五代，以蔗糖为原料制备，安全性较高，多个国家允许使用。对涩味、苦味、酒味等掩盖效果较好。
纽甜	6000	80 万/吨	75	陕西唐正科技等	新一代，我国和美国均已批准使用。应用仍然不广。
甜菊糖	200	18 万/吨	11.1	山东华仙甜菊、赣州菊隆等	从甜叶菊中精提，在我国使用较多，在中、日、韩、泰、巴西等国批准使用，欧美很多国家尚未批准。

数据来源：公司招股说明书 产业信息网 上海证券研究所

2016 年，我国甜味剂消费比例大致为食糖占主导（45.13%），淀粉糖占 17.76%，三氯蔗糖占 11.61%，安赛蜜占 10.32%，阿斯巴甜占 9.67%，甜蜜素占 2.08%，糖精占 1.61%。三氯蔗糖作为第五代甜味剂已经在销售额方面超越了其他高倍甜味剂。尽管由于复配、甜价比等因素影响，三氯蔗糖对阿斯巴甜等低代甜味剂的替代进程较为缓慢，但从长线来看，替代是大趋势，未来的存量替代和增量空间有望持续向安赛蜜和三氯蔗糖等商用价值高的高倍甜味剂倾斜。

■ 行业政策情况：

低代甜味剂如糖精、甜蜜素等生产、安全性等都逐渐受到质疑，陆续出现了部分国家的限产及使用禁令。

- **糖精：**1958 年 FDA 开始对食品添加剂进行管理，糖精被列入最早的 675 种“公认安全”的食品原料名单；1972 年，美国 FDA 取消糖精的“公认安全”资格；1977 年，加拿大发现大量糖精可导致雄性大鼠膀胱癌，FDA 申请禁用糖精但失败；1991 年，FDA 撤回禁用糖精的提议，但仍然有警示标注；2000 年，FDA 接触糖精警示标注。糖精的生产过程中还会产生大量污染物，对环境不友好，2006 年，我国发布了《关于进一步加强糖精限产限销工作的通知》，再度明确了禁止新增产能，严格控制产量，加强安全监管，淘汰落后产能的要求。
- **甜蜜素：**甜蜜素曾被公认为安全物质，但 1969 年，美国研究发现甜蜜素为致癌物，FDA 于 1970 年 8 月发出全面禁令，目前，日、美、欧洲共 40 多个国家仍然维持了甜蜜素禁令。我国尽管没有禁止，但对于使用量有严格的规定，甜蜜素在酱菜、调味酱汁、糕点、饼干、面包、雪糕、饮料等范围内使用，最大使用量为 0.65g/kg，在蜜饯中最大用量为 1.0g/kg，在陈皮、话梅、杨梅干中使用，最大量为 8.0g/kg。
- **阿斯巴甜：**阿斯巴甜是被研究的非常透彻的甜味剂之一，尽管 FDA 早在 1981 年就批准在部分食品中使用阿斯巴甜，并且多

家机构始终没能找到阿斯巴甜致癌的有力证据，但部分消费者始终认为阿斯巴甜具有引发癌症、焦虑、苯酮尿症等潜在风险。2009年，委内瑞拉全面停售加入阿斯巴甜的零度可乐，百事可乐也曾在2015年舍弃阿斯巴甜，之后由于成本问题于2016年再度重新使用。

- **我国标准：**根据食品安全国家标准、食品添加剂使用标准GB2760-2014种的要求，我们对阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖的使用标准进行了对比，尽管在相同项目上，阿斯巴甜的限制用量比安赛蜜和三氯蔗糖低，但从受限范围来看，阿斯巴甜有65项限值标准、安赛蜜20项，三氯蔗糖30项，整体而言，安赛蜜和三氯蔗糖的使用范围更广，并且按甜度和用量限制计算，三氯蔗糖相比阿斯巴甜来说也更有优势。

2.1.1 安赛蜜寡头垄断格局已现，盈利能力有望持续提升

安赛蜜又称AK糖，类似于糖精，易溶于水，具有在人体内不代谢、不吸收、热稳定性、酸稳定性较好的特点。1967年首次被合成，1983年获欧盟批准使用，1988年获美国批准使用，1992年获我国批准使用，目前100多个国家批准使用。因此，在市场上得到了一致认可，伊利、蒙牛、健力宝、银鹭、可口可乐、营养快线、喜之郎等都使用安赛蜜作为添加剂。

■ 市场格局：

目前，公司拥有年产12000吨产能，全球约有23000吨左右安赛蜜产能，其中有效产能约为20000吨左右。国内主要竞争对手苏州浩波拥有6000吨左右设计产能，但受破产重组及厂房搬迁等因素影响，难以达到正常生产，并可能随时关停，在16-17年发生过数次停产状况，并且下游客户对供应商的生产稳定性要求较高，因此，浩波的客户容易转向选择其他供应商，并导致国内供应收缩，而这将直接利好国内最大的供应商金禾实业。受此影响，产品价格也从2016年末的4万/吨，上升至2017年的4.5万/吨。除此之外，生产安赛蜜的原料双乙烯酮自2016年起价格上涨，双乙烯酮是合成安赛蜜最主要的中间体。合计占全球产能40%以上的生产商江苏天成与宁波王龙，分别因环保不达标和管道泄漏全面停产和减产，导致双乙烯酮供应紧张，价格直线上升，由8000元/吨上涨至超过15000元/吨。尽管经过抢修，宁波龙王基本恢复生产，但由于自用比例高，双乙烯酮市场依旧供给量远小于需求量。金禾实业具有一体化的安赛蜜产品全产业链。其配套中间体双乙烯酮1万吨/年产能和中间体三氧化硫足够产能，中间体基本满足自用。

美国Celanese (Nutrinova 母公司)拥有子公司的3000吨产能，但产品价格较高。并且Celanese在2016年向美国ITC申请对金禾

实业及苏州浩波就安赛蜜产品侵犯其美国专利进行调查,但于2017年3月22日主动撤销了此诉讼。

表2 安赛蜜主要生产厂商及产能情况

公司名称	2016年产能(吨)	说明
金禾实业	12000	新产能年中投产,2016年产量9430吨
苏州浩波	6000	月产量维持200,逐渐退出
北京维多	1500	原材料大多外购,生产成本高
德国 Nutrinova	3000	产品高端,价格高
其他	500	
合计	23000	

数据来源:公司公告,产品信息网,上海证券研究所

■ 公司安赛蜜发展之路:

公司自进入安赛蜜生产市场,通过技术创新,对生产工艺、设备持续进行升级改造,强调节能减排、安全环保,提升了生产效率、提高了产品质量、增加了产品收益。公司生产安赛蜜的产能由2011年的5000吨,提高到了2016年年底的12000吨。同时,公司的自2011年起的平均产能利用率高达90%,甚至于2014年达到了106.98%。

公司在安赛蜜方面的收入自2008年的9854万元增长到了2016年的3.34亿元,毛利率从2008年的20.22%提高到了2016年的36.18%。但于2011年,国内安赛蜜企业为了提高产品市场占有率,抢占话语权,产品价格一路下滑,最低时为27300元/吨。经历近几年激烈的市场竞争后,成本控制较差的企业因价格大幅回落,迫于成本压力产能减少,甚至停产退出行业。目前国内仅有金禾实业、苏州浩波以及溧阳维多三家企业有较大规模的生产,且金禾实业与苏州浩波已经占据了市场90%以上的份额,金禾实业甚至一跃成为全球最大的安赛蜜生产商,市场占有率高达60%以上,其他小企业年产量不超过1000吨。之后产品价格逐渐上涨。随着国内唯一具有规模较大产能的竞争对手苏州浩波的破产重组和环保问题相继出现,金禾实业已经成为了国内安赛蜜的唯一巨头,市场定价权与日俱增。同时,并且受浩波产能问题影响,公司的3000吨产能投产并不会对市场造成冲击。并且,公司也没有让安赛蜜像一些周期品那样出现价格暴涨,而是利用自身成本优势将价格控制在合理区间,既能够保持较高盈利,又不至于让市场出现蜂拥而上的进入者,维持行业稳定格局。

■ 业绩增量:

行业供给收缩、产品价格上涨、原材料成本控制好(成本端基

本呈现逐渐降低趋势，2011-2016年分别为3.31万/吨、2.34万/吨、2.86万/吨、2.44万/吨、2.37万/吨、2.26万/吨）叠加公司2016年新产能年中才投放，2017年公司安赛蜜产品业绩增量将在1500吨增量（为2016年10500吨的14%）和价格（2015年、2016年公司销售均价为3.1万/吨、3.5万/吨左右，目前市场价稳定在4.5万/吨左右）中体现。按照开工率85%计算，安赛蜜每涨价2000元/吨，将增厚公司每股EPS约0.036元（税前）。

2.1.2 三氯蔗糖新贵乘风破浪，有望复制安赛蜜成功之路

三氯蔗糖（TGS），又称蔗糖素，是由Tate&Lyle与伦敦大学共同研发而成的新型甜味剂，于1976年申请专利，是唯一以蔗糖为原料的功能性甜味剂，原始商标名称为Splenda。产品通常为白色粉末状物质，理化性质比较接近蔗糖，具有耐高温、耐酸碱特性，适用于食品加工中的高温灭菌、烘焙、挤压等工艺，并且适用于酸性至中性食品中，对苦、涩等具有较好的掩盖效果。

■ 市场格局：

三氯蔗糖市场同样也是小众市场，作为第五代甜味剂，目前整体需求量暂时仍然不大，不足1万吨左右，全球成规模的有效产能不足8000吨。英国Tate&Lyle作为三氯蔗糖创始人和最大生产商，原有产能6000吨左右，但新加坡工厂的关停，产能缩减至3500吨，待美国工厂扩建之后才能重新提升产能。盐城捷康为两面针控股子公司，年产能1500吨，通过环评的800吨，之前是国内领先的三氯蔗糖生产商，客户群优质，但因废水处理不达标问题，被限产每天2吨以内，并且存在厂房搬迁等隐患，两面针已经公告拟出售全部盐城捷康股权（35%），山东康宝、常州牛塘等也有三氯蔗糖产能释放。金禾实业作为新进入者，去年年产500吨生产线建成投产，今年年产1500吨生产线也建成投产，发展迅速，已经成为国内最大生产商，并且2017年市占率将达到20-25%。

三氯蔗糖作为第五代甜味剂，其性能优异，但从行业层面来看，由于甜味剂复配的广泛应用及缺乏强制法案禁止，三氯蔗糖对于阿斯巴甜等前几代甜味剂的替代进程并不会很快，往往会是一个较为缓慢的过程。

尽管如此，随着三氯蔗糖产品价格下降，产品甜价比逐渐提升，三氯蔗糖产品将更容易占据消费升级等带来的市场需求增量部分。从近年的趋势来看，三氯蔗糖在甜味剂中的市场份额也在逐步提升。根据Tate&Lyle年报数据统计，2009年三氯蔗糖在高倍甜味剂市场销售额中占比约为27%，目前市场销售额占比约为35%。

表3 三氯蔗糖主要生产厂商及产能情况

公司名称	产能	说明
------	----	----

英国泰莱	3500	2015年新加坡工厂关停，设备转移到美国工厂
盐城捷康	1500	2016年因废水处理问题停产，目前处于限产状态。两面针公告拟出售股权。
南通常海	1000	装置运行不连续，产能无法完全释放
金禾实业	2000	2017年新开1500吨产能
山东康宝	2000	
其他	1710	
合计	11710	

数据来源：公司公告，产品信息网，上海证券研究所

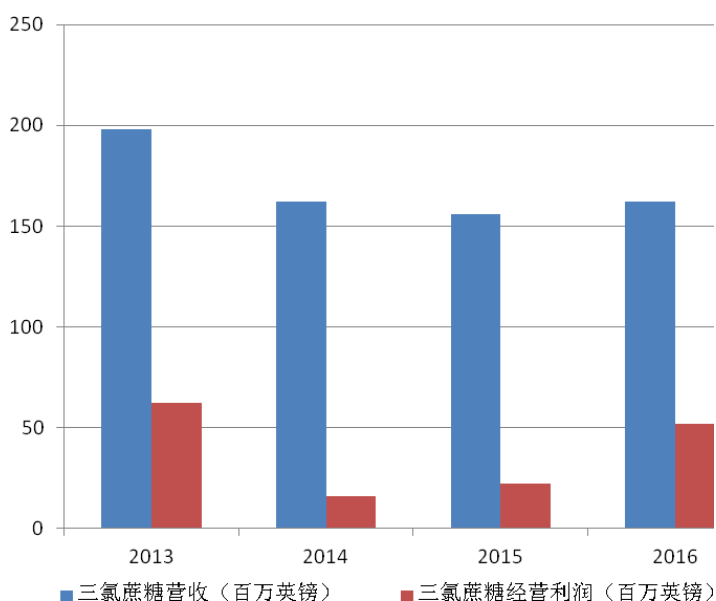
■ Tate&Lyle 公司情况：

Tate&Lyle（英国泰莱集团）于1921年成立于英国，是世界领先的可再生食物配料企业集团。因早期拥有三氯蔗糖的专利与三氯蔗糖技术较高的技术壁垒，英国泰莱集团一直占据着全球三氯蔗糖生产商的龙头地位。而后再美国三氯蔗糖“337调查”案中，诉讼最终以中国企业胜诉告终，美国国际贸易委员会（ITC）同时宣告泰莱公司一些涉案专利无效。由此，中国三氯蔗糖企业名正言顺地进入国际视野，逐渐抢占泰莱公司的地盘。

2008年，泰莱三氯蔗糖业务收入仅有1.69亿英镑，随着三氯蔗糖市场份额逐步提升，泰莱重新开启位于美国阿拉巴马州的三氯蔗糖工厂，提高了约1500吨的年产量（此前的三氯蔗糖产业都在位于新加坡的工厂完成）。尽管因为价格战导致三氯蔗糖的价格有所下降，但是三氯蔗糖产量与销量持续上升，使得泰莱三氯蔗糖业务营业收入提升至2013年的1.98亿英镑。

然而，新加坡工厂于2015年发生事故，2015年底泰莱公司发布关于要关停新加坡工厂的决定，准备将设备转移到美国工厂。新加坡的工厂于2016年正式关停，尽管美国工厂处于较高的规模和利用水平，但三氯蔗糖的产量下降了7%。次年，三氯蔗糖产量继续下降了5%。由于三氯蔗糖的供应缩紧，三氯蔗糖的市场价格下降速度放缓，且有上升趋势。2016年，泰莱的三氯蔗糖的营业收入从2015年的1.56亿英镑上升到了2016年的1.62亿英镑，同比上升了3.8%，但经营利润增加了3000万英镑，同比上升了136.36%。毛利率提高到了32%。

图 9 Tate&Lyle 公司三氯蔗糖业务近年情况



数据来源: Tate&Lyle 上海证券研究所

■ 盐城捷康公司情况:

盐城捷康公司于 2006 年 1 月 17 日成立, 两面针占 35% 股权, 美国科罗娜科技有限公司 (25%)、北京富佰事得生物科技有限公司 (25.05%)、北京博泰世纪高新技术有限公司 (7.475%) 及射阳永双助剂有限公司 (7.475%) 共同控股。盐城捷康拥有年产 1500 吨生产线 (环保获批仅为 800 吨), 在金禾实业扩产之前是国内第一、全球第二的三氯蔗糖生产企业。2014、2015、2016 年盐城捷康三氯蔗糖产量分别为 1109.56 吨、1487.37 吨、1009.44 吨。

盐城捷康公司客户资源优质, 是海天、蒙牛、伊利等国内大客户的主要供应商; 与达能、卡夫亨氏、亿滋、可口可乐、联合利华、百事等保持良好的合作关系, 同时与强生、康宝莱等大客户开展合作。

根据两面针公开信息披露, 2016 年 7 月 21 日, 捷康公司收到当地环保部门的《环境违法行为整改通知书》, 由于三氯蔗糖生产线配套的废水处理没有完全达标, 要求捷康公司停产整改。盐城捷康于 2016 年 9-10 月起限量恢复生产, 按照环保部门要求, 根据捷康公司三废处理能力, 进行有限量控制生产, 控制日产量 2 吨以内, 约为停产前正常产量的 40% 左右。

■ 业绩增量:

受益于公司安赛蜜产品的龙头效应, 公司拥有优质的甜味剂下游客户, 因此新增的三氯蔗糖产量的销售渠道较好, 并且由于国内竞争对手盐城捷康的环保问题及国际龙头 Tate&Lyle 工厂搬迁的问题, 公司有望迅速成为国内的最大龙头, 并在全球占据 25% 左右的市场份额。2017 年的增量主要在于年产 1500 吨生产线投产及上规

模之后平均成本的降低。尽管在价格上较年初有一定回落，但公司比较乐于见到这种情况，价格下降直接利好成本端控制较好的金禾实业。产量上的提升及成本优势仍然将对未来公司盈利提供较好的增量。按照 2000 吨产能计算，三氯蔗糖每提价 5000 元/吨，将增厚公司每股 EPS 约 0.018 元（税前）。

2.2 甲基、乙基麦芽酚：天利海事故推动行业寡头趋势

公司的麦芽酚产品是甲基麦芽酚和乙基麦芽酚。甲基麦芽酚属于天然等同香料，是白色晶状粉末，具有焦奶油硬糖的特殊味道，其稀释溶液可释放出草莓样芳香。乙基麦芽酚外观与甲基麦芽酚相似，其稀释溶液具有水果样焦甜香味，属于人造香料。

甲、乙基麦芽酚的应用范围很广，可应用于加工食品、烹饪食品及饮料。并且乙基麦芽酚还具有抗菌、防腐性能。

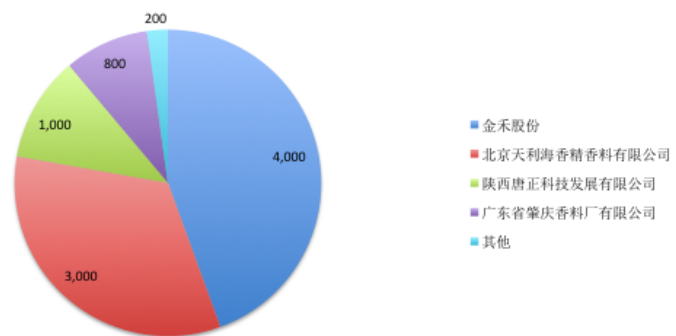
乙基麦芽酚比甲基麦芽酚增香作用更强，所以在香料领域应用更广；甲基麦芽酚的熔点比乙基麦芽酚的高，因此在烘焙制品上应用更广。此外，甲基麦芽酚在医药中间体制中应用较多（吡啶盐等）。

■ 市场格局：

公司拥有 4000 吨麦芽酚产能，占据了全球 45% 的甲、乙基麦芽酚产能。其中 1000 吨甲基，3000 吨乙基，但是两者存在转换的可能性。目前，甲基麦芽酚的国内市占率大约为 80% 左右，乙基麦芽酚的市占率大约为 60%。

图 10 甲、乙基麦芽酚示意图

全球甲、乙基麦芽酚产能统计 单位（吨 / 年）



数据来源：上海证券研究所

■ 产品价格：

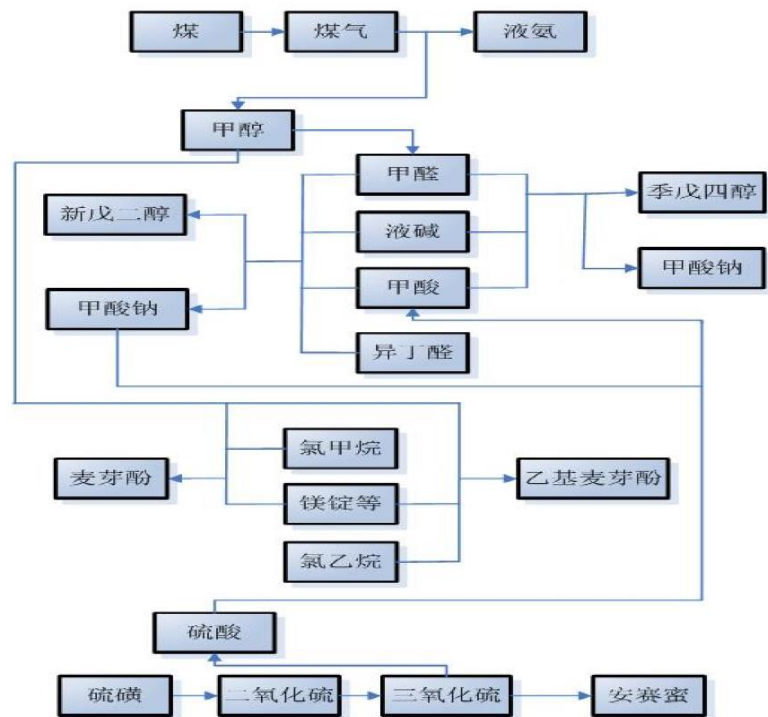
因为竞争对手天利海连续出现两次安全事故（2016 年 4 月，反应水解釜泄露并燃爆，造成 4 人死亡，3 人受伤；2017 年 3 月 24 日，切割吊耳作业出现事故，2 名工人坠落死亡），行业内库存基本见底，产品价格出现急剧上升。2016 年第一次事故的时候，因为生产厂商及下游客户库存能够支撑，所以价格没有明显上涨，2016 年公司甲基麦芽酚和乙基麦芽酚的销售均价（不含税）分别为 90907.72

元/吨和 82600.82 元/吨，和 2015 年相比没有明显上涨。而 2017 年事故之后，供给明显紧张，产品市场报价一路走高，部分厂商甚至报出了 30 万/吨的价格(含税)，公司甲基麦芽酚和乙基麦芽酚分别提价至含税 15.5 万/吨和 15 万/吨，并且仍然有持续提价的空间，对此产品的毛利将带来极大的提升。

三、基础化工：产业链一体化，定位转向辅助

公司基础化工产品主要包括液氨、硝酸、甲醛、三聚氰胺、碳酸氢铵、新戊二醇、双氧水、季戊四醇、甲醇等。基础化工品的特点是毛利率较低，运输费用高，且存在明显的运输半径。因此，整体市场也呈现区域性、独立性。

图 11 金禾实业基础化工产业链示意图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

■ 产业链一体化：

公司基础化工板块实现产业链一体化布局，综合利用蒸汽、电力等生产系统，各产品线间实现有机的连接，从而达到降低成本、实现循环经济。

例如，煤制液氨生产中能够通过氨醇联产得到甲醇，而甲醇又是生产甲醛和甲、乙基麦芽酚的原料；甲醛在生产新戊二醇和季戊四醇过程中的副产物甲酸钠可以和公司的硫酸反应生成甲酸，甲酸能够用于生产新戊二醇和季戊四醇；同时，公司双氧水生产中的氢气也来源于液氨生产中剩余的高纯氢气。

此外，公司各产品生产线内部和相邻生产线间在节能降耗和循环经济方面相互呼应。麦芽酚生产中产生的氯甲烷副产物能够被恒压收集，加工得到成品氯甲烷；甲醛生产中的尾气直接送入临近的三聚氰胺熔盐炉中燃烧，减少排污和节省处理装置；三聚氰胺生产中的废水经过废水沉降池和板框压滤机变为清水，返回母液池重复利用，实现零排放，同时，余热回收技术将熔盐炉出口烟气余热回收，实现蒸汽自给。

■ 行业近况：

基础化工因技术门槛较低，运输半径受限等原因导致产能过剩较为严重，2016年行业受益于淘汰落后产能政策逐步落实，供给端有所缓解。由于品种较多，所以不同产品市场表现仍然有所分化。

据统计，2016年我国硫酸产品表观消费量为9025.96万吨，同比下降0.51%；硝酸产品表观消费量为256.59万吨，同比下降8.33%；冰醋酸产品表观消费量为594.70万吨，同比增长1.32%；碳氮产品表观消费量为2334.98万吨，同比增长4.77%；精甲醇表观消费量5168万吨，同比增长14.94%；甲醛表观消费量1010.16万吨，同比增长7.15%。

原材料及产品价格方面，受煤炭行业限产、淘汰落后产能和钢铁产量回升影响，煤炭价格在2016H2开始大幅回升，截至2016年底，中国煤炭价格指数为160点，较年初增长了28.00%。截至2017年5月底，甲醛产品价格为1520元/吨，较年初增长5.56%；安徽地区浓硫酸产品价格为1600元/吨，较年初增长19.40%；硝酸产品价格为1420元/吨，较年初增长了0.14%；新戊二醇价格为15100元/吨，同比增长80.84%。

行业政策方面，2016年，化工行业政策以淘汰落后产能为主要政策基调。2016年2月，央行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，《意见》提出落实差别化工业信贷政策，对长期亏损、失去清偿能力、环保/安全不达标企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。2016年起，化肥工业增值税、运费、电价等多项优惠政策取消，化肥工业被银行列为信贷压缩退出行业。2016年5月，国务院颁布《土壤污染防治行动计划》，《计划》提出要加强对石油开采、石油加工、化工等重点污染行业的环保监管，及时发现土壤污染问题，并督促有关企业采取防治措施。2016年7月，工信部颁布《工业绿色发展规划（2016~2020年）》，《规划》指出要淘汰化工行业落后产能，化解过剩产能；推进循环生产方式，减少三废污染。

2016年以来，虽然环保部对基础化工行业不合规的企业实施关、停、限等措施，但是基础化工行业内仍然存在部分落后产能清

退不彻底的现象。部分产能关停后，一旦产品价格回升或环保核查放松，则重启生产的可能性较大。

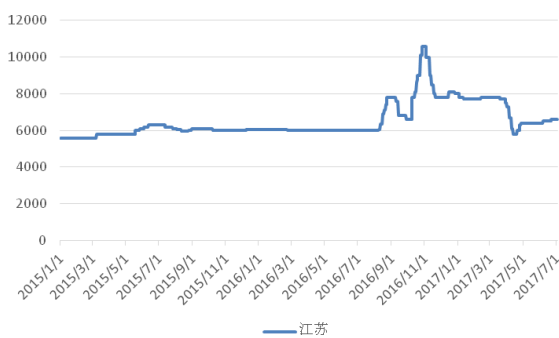
我们认为基础化工行业底部企稳是定局，产品结构性分化仍将延续。行业需求端难有明显改善，供给端将是引导行情的主要因素。目前大部分基础化工子行业仍然处于产能过剩状态，完成行业整合仍然需要更加严格的监管体系及更为深入的环保督查予以支持。并且未来几年将会是整改、搬迁入园的高峰期，可能出现部分产品的供给紧缩，造成产品价格上涨。但我们认为在整改、搬迁工作初步完成之后，部分涨价较为明显，盈利能力较好的产品将会迎来新一轮扩产，以达到供需平衡。因此，产品盈利能力将很有可能在未来再次出现回落。

■ 剥离华尔泰子公司：

华尔泰子公司 2016 年实现营业收入 9.35 亿元，净利润 2855.38 万元，主营产品为硝酸、硝酸钠、亚硝酸钠、液氨、二氧化碳、硫酸、三聚氰胺等，基本上华尔泰的产品，金禾实业母公司都生产，因此，公司剥离华尔泰之后，并不会造成产业链缺失。

相反，剥离了华尔泰之后，公司重心更为明确，确立了精细化工为主，基础化工为辅的规划。基础化工整体盈利能力偏弱，即使由于暂时的供给收缩而盈利大幅提升，也不具有较好的持续性。因此，我们认为公司此举能够让自身轻装上阵，剥离盈利能力较差的基础化工子公司，剩余的基础化工业务以行业稀缺及辅助自身为主。

图 12 三聚氰胺价格走势



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 13 硝酸价格走势



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 14 液氨价格走势



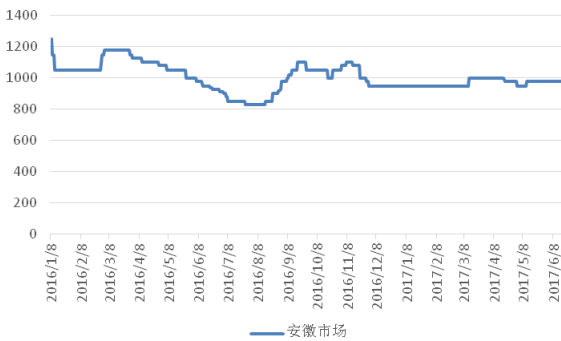
数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

图 15 浓硫酸价格走势



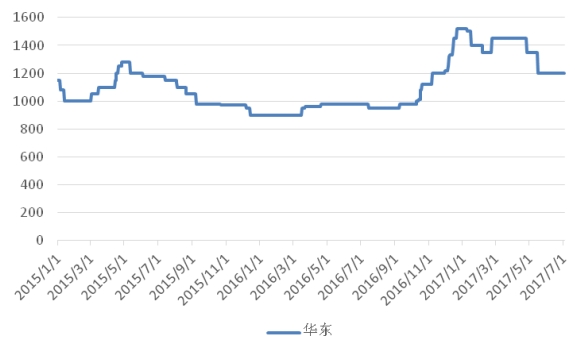
数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

图 16 双氧水价格走势



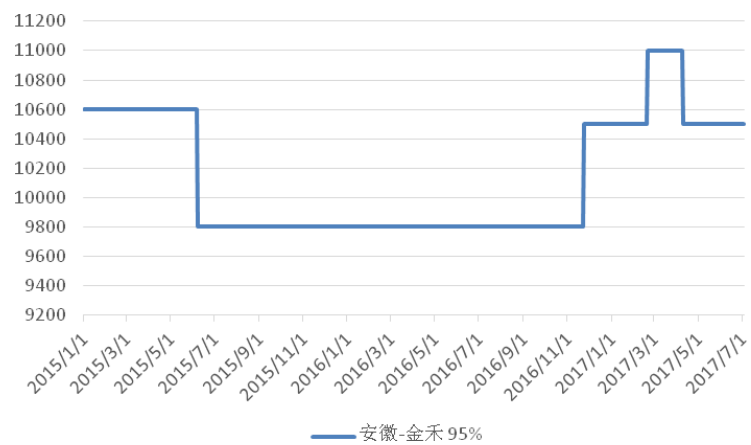
数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

图 17 甲醛价格走势



数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

图 18 季戊四醇价格走势



数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

四、投资建议与盈利预测

1. 基本假设

公司业务按照精细化工、基础化工、贸易、其他进行拆分。精细化工主要产品为安赛蜜、三氯蔗糖、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚等，基础化工主要产品为三聚氰胺、硝酸、液氨、浓硫酸、季戊四醇等。

(1) 假设安赛蜜产能利用率 2017-2019 分别为 85%、95% 和 95% 计算，三氯蔗糖产量 2017-2019 年分别达到 1600、2700 和 3600 吨，甲基麦芽酚和乙基麦芽酚产能利用率继续维持高位。

(2) 假设基础化工板块除去年的 20 万吨双氧水产能外，无其他成规模新增产能，并且考虑到华尔泰子公司今年剥离，并产生约 8000 万的投资收益。

我们预计公司 2017-2019 年基础化工板块营业收入为 19.47 亿元、16.20 亿元和 16.20 亿元；精细化工营业收入为 16.94 亿元、20.73 亿元和 23.44 亿元。

2. 投资逻辑及盈利预测

基于公司的发展现状及未来规划，我们认为公司已经成功完成从基础化工为主到精细化工为主的转变，业绩和估值上具有较好的提升空间。

- **甜味剂方面**，公司产品安赛蜜和三氯蔗糖是高倍甜味剂中主流产品，安赛蜜年产能达到 12000 吨，国内竞争对手浩波的衰退使得公司成为安赛蜜国内寡头，全球市占率将超过 70%；三氯蔗糖年产能达到 2000 吨，并且还有持续扩产计划，国内竞争对手盐城捷康限产及重组，国际龙头 Tate&Lyle 新加坡工厂关闭，搬迁至美国的计划还未完成，将大大削弱公司扩产带来的市场冲击。并且安赛蜜和三氯蔗糖方面，公司成本控制为行业内最好，环保设施完备，客户优质。
- **甲、乙基麦芽酚方面**，公司竞争对手天利海连续出现安全事故，市场供给严重不足，目前为止产品价格单吨提升已经超过 6 万，有望由两大并存变为单寡头垄断格局。
- **基础化工方面**，公司通过剥离华尔泰子公司，逐步减少在盈利能力较弱的基础化工方面的布局，规划进行产品差异化和辅助精细化工的闭环生产。
- **盈利预测**：我们预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 42.14、44.40 和 48.10 亿元，同比增长 12.21%、5.38% 和 8.33%，归属于母公司股东净利润为 7.60、8.94 和 10.92 亿元，同比增长 37.77%、13.79% 和 22.24%，每股 EPS 为 1.35、1.58 和 1.94

元，对应 PE 为 15.8、13.4 和 11.0 倍。

- **可比公司：**我们选取晨光生物、新和成、醋化股份、爱普股份进行对标，晨光生物是植提物龙头，新和成是维生素 E 和维生素 A 龙头，醋化股份是醋酸深加工龙头，爱普股份是香精香料龙头。

证券代码	证券简称	股价	销售收入 (亿元)			PE(倍)		
			2016A	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300138	晨光生物	12.12	21.41	27.59	35.04	40.0	29.0	20.9
002001	新和成	19.10	46.96	58.84	69.68	16.3	19.9	17.4
603968	醋化股份	22.96	13.30	17.38	19.87	26.7	23.7	18.8
603020	爱普股份	14.52	22.81	27.59	33.40	27.7	21.8	18.3

资料来源：wind 上海证券研究所

> 五、附表

附表 1 公司财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2218	2475	3367	4471	营业收入	3755	4214	4440	4810
货币资金	391	248	1474	2092	营业成本	2842	3013	3017	3142
应收账款	508	665	571	768	营业税金及附加	30	34	36	39
预付账款	101	97	101	105	营业费用	214	220	232	251
其他应收款	5	6	5	7	管理费用	109	122	129	140
存货	365	611	367	651	财务费用	12	-7	-27	-48
其他流动资产	566	566	566	566	资产减值损失	19	17	17	17
非流动资产	1873	1823	1591	1228	投资净收益	22	80	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收				
投资性房地产	0	0	0	0	益	-7	0	0	0
固定资产及在建					营业利润	543	895	1036	1270
工程	1452	1436	1239	892	营业外净收入	120	15	15	15
无形资产和开发					利润总额	663	910	1051	1285
支出	135	118	102	86	所得税	100	124	158	193
其他非流动资产	145	145	145	145	净利润	563	785	894	1092
资产总计	4091	4298	4958	5699	少数股东损益	12	26	0	0
流动负债	1420	1092	1153	1162	归属母公司净利				
短期借款	275	0	0	0	润	551	760	894	1092
应付账款	729	607	731	663	EBIT	690	911	1033	1246
其他流动负债	316	316	316	316	EBITDA	907	1261	1398	1592
非流动负债	23	23	23	23	EPS (元)	0.98	1.35	1.58	1.94
长期借款	23	23	23	23	主要财务比率				
其他非流动负债	0	0	0	0	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1443	1114	1176	1185	成长能力				
少数股东权益	185	210	210	210	营业收入	13%	12%	5%	8%
股本	564	564	564	564	营业利润	211%	54%	27%	23%
资本公积	474	474	474	474	净利润	206%	39%	14%	22%
留存收益	1425	1934	2533	3266	获利能力				
归属母公司股东					毛利率(%)	24%	29%	32%	35%
权益	2464	2973	3572	4305	净利率(%)	15.0%	15%	15%	19%
负债和股东权益	4091	4298	4958	5699	ROE(%)	22%	26%	25%	25%
现金流量表					ROIC(%)	25%	35%	33%	53%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	35%	26%	24%	21%
					现金比率(%)	47%	49%	152%	204%
经营活动现金流	915	610	1640	926					
税后经营利润	563	692	881	1080					
折旧摊销	217	350	365	346					
利息费用	9	1	(18)	(39)					

存货减少	23	(246)	244	(284)	流动比率	156%	227%	292%	385%
营运资金变动	110	(204)	(29)	212	速动比率	91%	119%	211%	280%
其他经营现金流	(38)	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	(898)	(227)	(137)	13	总资产周转率	92%	98%	90%	84%
投资收益	9	80	0	0	应收账款周转率	739%	633%	777%	626%
固定资产投资		316	150	0	存货周转率	778%	493%	823%	482%
其他投资现金流	3	13	13	13	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(69)	(527)	(276)	(321)	每股收益	0.98	1.35	1.58	1.94
短期借款		(275)	0	0	每股经营现金流	1.62	1.08	2.91	1.64
长期借款		0	0	0	每股净资产	4.37	5.27	6.33	7.63
支付普通股股利		250	294	360	估值比率				
偿付利息		1	(18)	(39)	P/E	21.7	15.8	13.4	11.0
其他筹资现金流	26	0	0	0	P/B	4.9	4.1	3.4	2.8
现金净增加额	(36)	(143)	1226	617	EV/EBITDA	13.0	9.3	7.5	6.2

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。