

**金禾实业(002597)/化学制品**
**甜蜜事业大放异彩，又到配置时点**
**评级：买入(维持)**

市场价格：23.80

目标价格：34.84

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

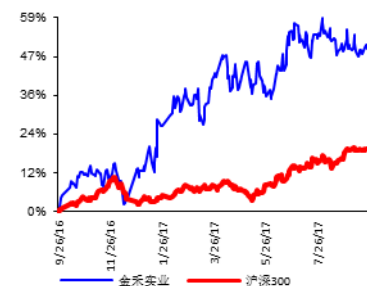
分析师：孙衡迟

执业证书编号：S0740517090001

Email：sunhc@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	560
市价(元)	23.8
市值(百万元)	13,429
流通市值(百万元)	13,316

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 金禾实业(002597.SZ)三季报点评：三氯蔗糖动销超预期，重申“买入”
- 2 金禾实业(002597.SZ)：行业整合夯实甜味剂主业，外延拓展提供弹性空间

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,327.8	3,755.1	4,490.21	4,992.72	5,477.36
增长率 yoy%	3.5%	12.8%	19.58%	11.19%	9.71%
净利润	214.4	551.5	957.86	1,092.30	1,213.15
增长率 yoy%	28.9%	157.2%	73.69%	14.04%	11.06%
每股收益(元)	0.38	0.8	1.70	1.94	2.15
每股现金流量	0.91	1.65	0.79	2.40	2.52
净资产收益率	10.6%	22.4%	30.24%	27.46%	24.86%
P/E	29.1	16.0	14.02	12.30	11.07
PEG	1.0	0.1	0.20	0.90	1.03
P/B	3.1	3.6	4.35	3.46	2.82

备注：

**投资要点**

- **核心观点：长期来看，公司在安赛蜜、甲乙基麦芽酚以及三氯蔗糖具备较强的定价权；短期公司三氯蔗糖持续放量，销量有望持续超预期。公司已逐步由基础化工过渡为精细化工，估值有待提升。四季度开始敲定安赛蜜、三氯蔗糖、麦芽酚等产品年单（年单占总销售的比例近40%）价格，我们预计年单价格较去年同期明显提升，继续看好公司在明年的表现。考虑估值切换，上调12个月目标价至34.84元，对应2018年18XPE，维持“买入”评级。**
- **甜味剂崭露头角，未来大有可为。**2016年国内高甜度人工甜味剂总产量10万吨左右，下游食品加工板块高景气度成为甜味剂的强力保障，我们认为在糖价上行凸显甜味剂高性价比优势以及消费者健康意识觉醒的背景下，甜味剂有望占领更多市场。
- **行业格局变革，产能扩张叠加技术优势助力公司甜味剂龙头地位持续巩固。**
  - (1) 公司安赛蜜运营稳健，17年产能扩张至12000吨，价格亦小幅增长，量价齐升贡献利润。
  - (2) 三氯蔗糖需求火爆，竞争对手各遇困难，行业供需矛盾尖锐下，公司抢占更高市场份额，实现对竞争对手的挤压式增长，预计17全年出货量可达2100吨，明年销量有望突破3000吨。
  - (3) 天利海频出事故，麦芽酚供不应求推升价格，从17年3月起公司产品两次提价至18万/吨左右，自年初以来提价幅度达80%，显著增厚公司业绩。
- **短期催化：四季度敲定年单价格，继续看好18年业绩。**按照公司经营节奏，11-12月份洽谈明年的订单（年单，占比近40%），锁定价格，我们预计麦芽酚年单价格有望达15万以上，同比增50%以上；安赛蜜年单价格也将明显提升。年单的敲定对明年业绩提供有力的支撑。
- **估值探讨：被低估的成长龙头，估值有望提升。**随着公司产业结构由基础化工过渡为食品添加剂企业，公司消费品属性逐渐明朗，周期属性相对弱化，叠加甜味剂进入量价齐升通道，业绩成长性强，估值有望提升。
- **投资建议：上调12个月目标价至34.84元，维持“买入”评级。**基于公司精细化工的高景气的持续，我们上调公司盈利预测，调高2017-19年公司收入至44.9、49.9、54.8亿元（原数据为41.9、43.7、48.8亿元），净利润至9.6、10.9、12.1亿元（原数据为8.6、8.9、10.4亿元），同比增长73.7%、14%、11.1%。考虑估值切换，上调12个月目标价至34.84元，对应2018年18XPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：环保风险、三氯蔗糖推广不达预期。**

## 内容目录

基础化工成功拓展至精细化工，甜味剂龙头进入高增长期.....	- 4 -
双主业经营，精细化工驱动高增长.....	- 4 -
公司股权集中，控制人与公司利益绑定紧密.....	- 5 -
甜味剂行业：新荷崭露头角，未来大有可为.....	- 6 -
甜味剂：成本优势突出的代糖产品广受欢迎.....	- 6 -
五大高甜度人工甜味剂：更新换代持续，新型甜味剂已成为主流.....	- 7 -
行业前瞻：多因素驱动需求向上，新型甜味剂有望量价齐升.....	- 8 -
精细化工：迎来格局变革，公司龙头地位有望持续巩固.....	- 11 -
规模优势叠加技术优势，公司安赛蜜行业龙头地位有望持续巩固.....	- 11 -
三氯蔗糖弯道超车，甜味剂龙头再添新动力.....	- 13 -
甲、乙基麦芽酚：天利海频出安全事故，公司有望加强对行业控制权.....	- 14 -
基础化工：规模和产业链优势释放，板块瘦身提升运营效率.....	- 14 -
规模优势释放，盈利能力持续提升.....	- 14 -
行业供给侧改革推进，龙头公司持续受益.....	- 15 -
深耕精细化工，业绩增长有望加速.....	- 16 -
受益于甜味剂高毛利率，精细化工发展提升公司盈利能力.....	- 16 -
产能扩充下毛利率仍有提升空间.....	- 17 -
估值探讨：被低估的成长龙头，估值有望提升.....	- 18 -
盈利预测和投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 18 -

## 图表目录

图表 1：公司 17H1 主营收入结构.....	- 4 -
图表 2：公司 17H1 毛利结构.....	- 4 -
图表 3：公司 2011-17H1 营收（左）及增速（右）.....	- 5 -
图表 4：公司 2011-17H1 净利（左）及增速（右）.....	- 5 -
图表 5：公司 2011-17H1 毛利率（%）.....	- 5 -
图表 6：公司 2011-17H1 毛利率（%）.....	- 5 -
图表 7：金禾实业股权结构.....	- 6 -
图表 8：高甜度人工甜味剂性价比优势突出.....	- 7 -
图表 9：国内高甜度人工甜味剂产量约 10 万吨.....	- 7 -
图表 10：国内高甜度人工甜味剂市场约 60 亿元.....	- 7 -
图表 11：目前主流高甜度人工甜味剂发展历程及产销情况.....	- 8 -
图表 12：全球白糖供给近年来呈收缩态势.....	- 9 -
图表 13：2014 年以来白糖价格持续走高.....	- 9 -

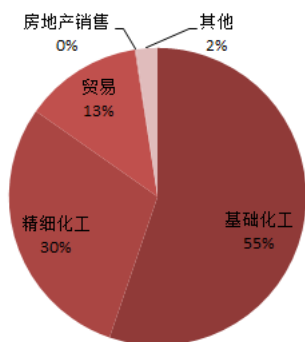
图表 14: 2017 以来食品饮料主要子版块景气度较高.....	- 9 -
图表 15: 全球甜味配料市场蔗糖占比 78%.....	- 10 -
图表 16: 常规甜度可乐产量下降明显.....	- 10 -
图表 17: 下游低糖食品饮料产量显著提升.....	- 10 -
图表 18: 我国糖尿病患者人数显著增加.....	- 10 -
图表 19: 安赛蜜具备较高甜价比, 成本优势凸显.....	- 11 -
图表 20: 三氯蔗糖占全球甜味剂市场份额上升.....	- 11 -
图表 21: 安赛蜜生产工艺.....	- 11 -
图表 22: 全球安赛蜜产能较集中.....	- 12 -
图表 23: 安赛蜜价格回升, 竞争对手高成本下盈利艰难.....	- 12 -
图表 24: 全球三氯蔗糖产能分布.....	- 13 -
图表 25: 基础化工收入构成.....	- 15 -
图表 26: 主要化工产品年产能.....	- 15 -
图表 27: 基础化工 15-16 年成本构成.....	- 15 -
图表 28: 基础化工 2012-17H1 毛利率走势.....	- 15 -
图表 29: 2016 年初以来三聚氰胺价格走势.....	- 16 -
图表 30: 2016 年初以来硝酸价格走势.....	- 16 -
图表 31: 精细化工业务收入及增速.....	- 17 -
图表 32: 精细化工毛利率高于基础化工.....	- 17 -
图表 33: 精细化工成本构成.....	- 17 -
图表 34: 精细化工毛利率走势.....	- 17 -
图表 35: 可比公司估值.....	- 18 -
图表 36: 金禾实业盈利预测.....	- 19 -
图表 37: 金禾实业盈利预测.....	- 20 -
图表 38: 金禾实业三表.....	- 21 -

## 基础化工成功拓展至精细化工，甜味剂龙头进入高增长期

### 双主业经营，精细化工驱动高增长

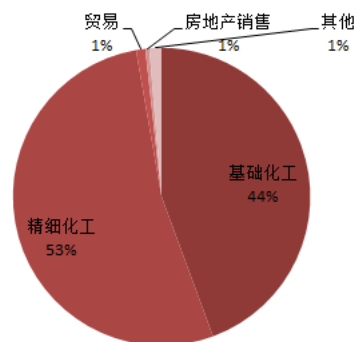
- **公司由基础化工业务转型精细化工，精细化工业务驱动发展。**公司已经形成了完整的化工产品产业链，基础化工收入基本保持稳定，精细化工业务驱动发展。公司基础化工产品品类较多，主要为液氨、双氧水、碳酸氢铵等，部分基础化工产品华东区域甚至在全国范围内，产能及市场占有率均达到领先地位。2011年之后公司拓展精细化工业务，生产的精细化工产品主要为食品添加剂，截至2016年公司甜味剂产品安赛蜜、三氯蔗糖和香料产品甲、乙基麦芽酚的产能、市场占有率均已处于全球领先地位。
- **基础化工贡献大部分收入，精细化工贡献大部分毛利。**17H1 基础化工和精细化工收入占比分别是 55%和 30%，基础化工贡献大部分收入，毛利占比分别是 44%和 53%，精细化工贡献大部分毛利润。精细化工的盈利能力大幅高于基础化工，据 17H1 数据，精细化工板块毛利率为 55.2%，大幅高于基础化工的 24.7%。

图表 1：公司 17H1 主营收入结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

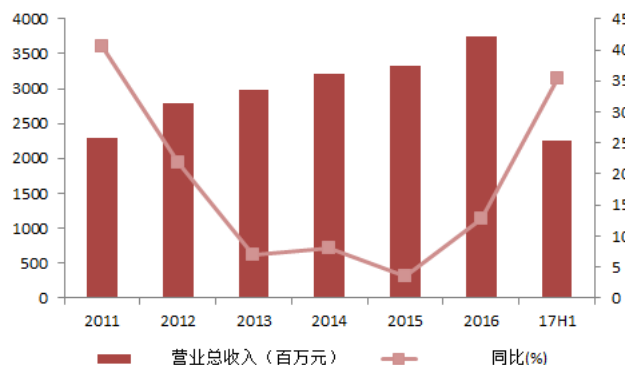
图表 2：公司 17H1 毛利结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

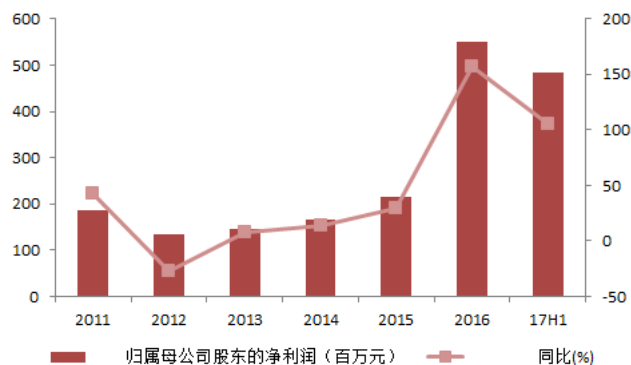
- **公司整体收入增长稳健，利润增长大幅大于收入，主因是精细化工高景气，推高整体毛利水平。**2011-2016 年收入 CAGR 为 10.2%，净利润 CAGR 为 20.4%。收入端增长稳健，分业务看，基础化工收入基本保持稳定，增长主要来自于精细化工业务的贡献。利润端增长大幅大于收入，主因是精细化工高景气，且盈利水平显著高于基础化工，公司毛利率从 2011 年的 14.8%提升至 2016 年的 24.3%，净利率从 8.1%提升至 14.7%。分业务看，受益于规模效应和产业链协同作用释放，基础化工和精细化工毛利率均大幅提升，从 2012 年至 2016 年，基础化工毛利率从 7.9%提升至 21.6%，精细化工从 23%提升至 43.3%。

图表 3: 公司 2011-17H1 营收 (左) 及增速 (右)



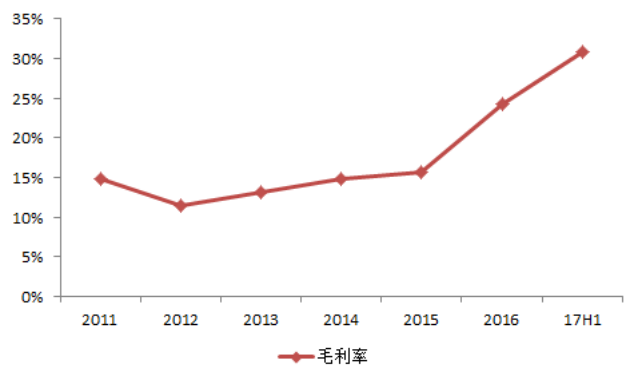
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 2011-17H1 净利 (左) 及增速 (右)



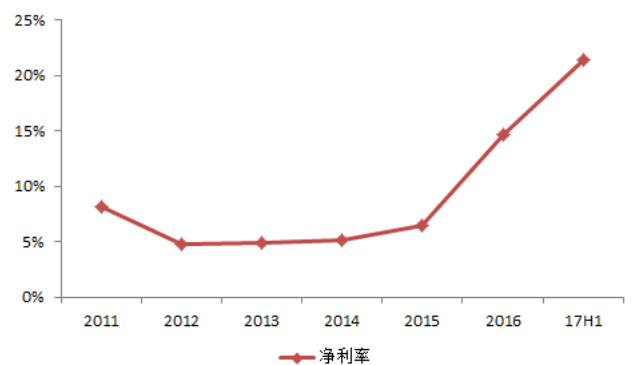
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 2011-17H1 毛利率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 2011-17H1 净利率 (%)

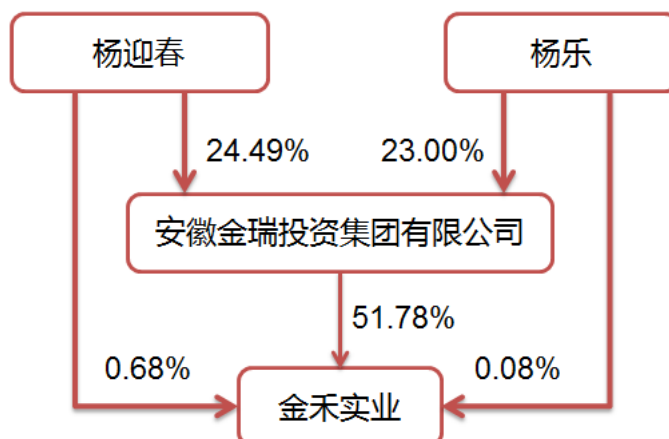


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 公司股权集中, 控制人与公司利益绑定紧密

- 公司股权集中, 实际控制人杨迎春和杨乐先生持股 25.35%。安徽金瑞投资集团有限公司持有金禾实业 51.78% 的股权, 为公司的第一大股东。杨迎春和杨乐先生共同持有安徽金瑞投资集团 47.49% 股权, 间接持有金禾实业 24.59%, 并通过直接持有金禾实业 0.76% 股权, 总计持有金禾实业 25.35% 股权。享有公司所有权, 与公司利益绑定, 有利于公司长期发展。

图表 7：金禾实业股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 甜味剂行业：新荷崭露头角，未来大有可为

甜味剂：成本优势突出的代糖产品广受欢迎

- **甜味剂是指能赋予软饮料甜味的食品添加剂。**甜味剂产品既能提供类似于蔗糖的口感，而且安全性及稳定性高、水溶性好，价格也相对合理。也就是说甜味剂产品相对于蔗糖的最大优势是口感类似且安全性有所保证的基础上，价格优势明显；而且部分功能性甜味剂产品不会提供热量，适合肥胖人群食用。一般情况下，甜味剂按其甜度分为低甜度甜味剂和高甜度甜味剂；按其来源可分为天然甜味剂和合成甜味剂。按照不同特性，我们将甜味剂分为低甜度的天然甜味剂（麦芽糖醇，木糖醇等）；高甜度的天然甜味剂（甜菊糖，索马甜等）和高甜度的人工甜味剂（糖精，安赛蜜，三氯蔗糖等）。
- **上述三种甜味剂分类中，人工合成高甜度甜味剂甜价比优势最为突出，应用最为广泛：**目前绝对甜度最高的为索马甜等高甜度天然甜味剂，但是由于高甜度天然甜味剂均提取自天然植物，原料来源有一定限制而且提取技术实现相对较晚，目前绝对市场价格偏高；而低甜度的天然甜味剂虽然绝对价格较低，但是甜度较低。人工合成的高甜度甜味剂在保证较高甜度的基础上，市场价格相对合理，甜价比优势最为突出，为目前应用最为广泛的甜味剂产品。



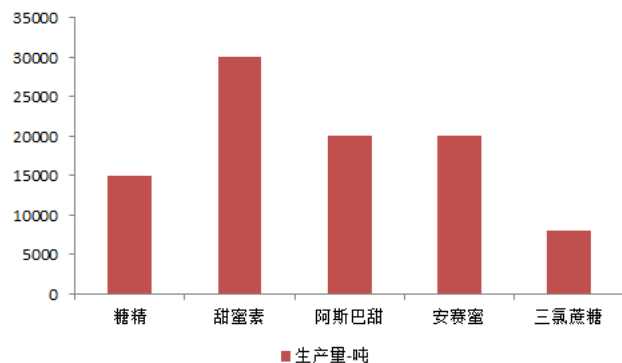
**图表 8：高甜度人工甜味剂性价比优势突出**

	代糖产品	甜度	市场价格（元/千克）	甜/价比
高甜度天然甜味剂	索马甜	2000	1600	1.25
	新橙皮苷二氢查耳酮	1600	1100	1.45
	甜菊糖	200	160	1.25
	甘草甜素	50	220	0.23
高甜度人工甜味剂	糖精	300	70	4.29
	甜蜜素	30	15	2.00
	阿斯巴甜	200	80	2.50
	安赛蜜	200	50	4.00
	三氯蔗糖	600	380	1.58
	蔗糖	1	6	0.17
低甜度天然甜味剂	木糖醇	1	25	0.04
	麦芽糖醇	0.9	20	0.05
	山梨糖醇	0.5	8	0.06

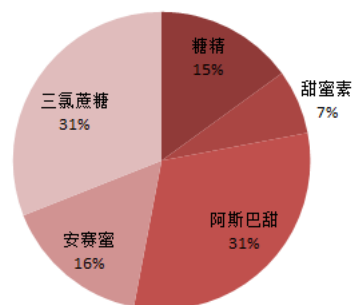
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

**五大高甜度人工甜味剂：更新换代持续，新型甜味剂已成为主流**

- 安全性要求不断提升，高甜度人工甜味剂持续更新换代。**由于糖精、甜味素等传统甜味剂存在一定的健康风险，安全性较好的新一代甜味剂受到消费者的重视，无热量、不参与新陈代谢的功能性代糖食品市场需求越来越强烈。从第一代糖精开始，高甜度人工甜味剂历经甜蜜素，阿斯巴甜，安赛蜜，三氯蔗糖，纽甜等六次更新换代。根据目前国内高甜度人工甜味剂总产量 10 万吨左右，其中糖精 1.6 万吨、甜蜜素 3 万吨、阿斯巴甜 2 万吨、安赛蜜 2 万吨、三氯蔗糖 0.5 万吨；根据最新市场价格我们推测市场容量约 60 亿，新型甜味剂占比逐步提升，三氯蔗糖、阿斯巴甜占比均为 31%，已成为市场主流。

**图表 9：国内高甜度人工甜味剂产量约 10 万吨**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 10：国内高甜度人工甜味剂市场约 60 亿元**


来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：目前主流高甜度人工甜味剂发展历程及产销情况

	发展历程及安全评价	产销情况
第一代 糖精	糖精是最早合成的高甜度人工甜味剂，但因为安全性受到质疑，国家对正逐步稳定、减少糖精产销量。20世纪末国家出台《关于严格控制糖精生产能力限制糖精产量和内销量的通知》，提出到2000年全国糖精年生产总量应控制在2.4万吨以内，其中国内销售量必须严格控制在8000吨以内，2006年更是发布了《关于进一步加强糖精限产限销工作的同志》，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。	2013-15年连续三年的计划均为生产量19000吨、出口量15800吨、内销量3200吨。目前国内仅剩四家企业进行糖精生产，产量稳定在1.7万吨-1.9万吨之间，糖精内销量稳定在3000吨左右，而出口量在1.2万吨-1.5万吨之间，出口导向显著。
第二代 甜蜜素	我国是甜蜜素生产大国，预计现在甜蜜素的年产量在30000吨左右。由于安全性受到质疑，目前甜蜜素已经在美日欧等部分发达国家遭到禁用，目前国家也已把甜蜜素列入禁止投资项目，不得新建厂点和扩大生产能力，仅限于旧生产装置改造，国内主要的生产厂商只剩下不到十家企业。	近年来国内甜蜜素的出口量稳定在25000吨左右，占据国内甜蜜素实际产量的80%左右，2016年的出口量为26340吨。
第三代 阿斯巴甜	阿斯巴甜自1981年在美国开始使用以来，一直占据甜味剂市场的主导地位。近几年产品所暴露出的缺陷(热稳定性差、不耐酸碱、代谢物对人体有害)导致市场销量有所减少。2007-2013年FDA接受的不良反应投诉中，超过75%的副作用是由阿斯巴甜引起的。消费者引导之下，上游厂商开始调整使用，如2015年百事可乐在“健怡”可乐中改用三氯蔗糖。内针对阿斯巴甜的使用范围和使用量并未做出明确的限制，最新的食品添加剂使用标准提出“可在各类食品中按生产需要适量使用”。	国内生产集中度较高，年均出口量在1.5万-1.7万吨；国内生产阿斯巴甜的厂商主要包括华兴生物、江苏汉光等5家，产量在2万吨左右。而目前国内阿斯巴甜的年均出口在1.5-1.7万吨，美国和巴西为最主要的出口对象。
第四代 安赛蜜	安赛蜜1967年由德国赫斯特公司首先发现，1983年在英国得到批准。安赛蜜的生产工艺不复杂、价格便宜、性能优于阿斯巴甜，被认为是最有前途的甜味剂之一。当前全球已有90多个国家正式批准使用，我国卫生部于1992年5月正式批准安赛蜜用于食品、饮料领域。经过长达15年的实验和检查，世界卫生组织、美国食品药品监督管理局、欧共体等权威机构得出结论：“安赛蜜对人体和动物安全、无害”。	国内产能占全球的9成以上，生产集中度较高；目前国内的规划产能在2万吨以上，其中金禾实业目前产能达1.2万吨左右，占全国产能的60%以上。除了德国Nutrinova公司以外，90%左右的产能都集中在中国。
第五代 三氯蔗糖	三氯蔗糖1976年首次被合成，我国于1997年开始允许其作为食品添加剂使用。甜度为蔗糖的600倍左右，甜味纯正，甜味持续时间、后味等甜味特性十分类似蔗糖，没有任何后苦味，是目前世界上公认的强力甜味剂。根据国内食品添加剂使用标准，最大使用量根据使用范围的不同在0.15-1.5g/kg不等。安全性较好，目前世界范围内尚无显著不良反应报告。	目前三氯蔗糖全球产能相对集中，由于三氯蔗糖是英国泰莱公司研制出来的，所以目前全球产能占比最高的仍是英国泰莱。泰莱现在的规划产能在5000吨左右，金禾1500吨新产能投产之后总产能达2000吨，成为国内最大的三氯蔗糖生产商。
第六代 纽甜	又名妮儿甜，甜度约为蔗糖的6000倍。其是新一代的高倍甜味剂，美国2002年批准其使用，我国2003年批准其使用。大量的研究结果表明，纽甜适用于包括儿童、孕妇、哺乳期妇女和糖尿病患者在内的所有人群。纽甜可随排泄物彻底地排除体外，不会在人体内积聚。	目前应用范围仍然不广

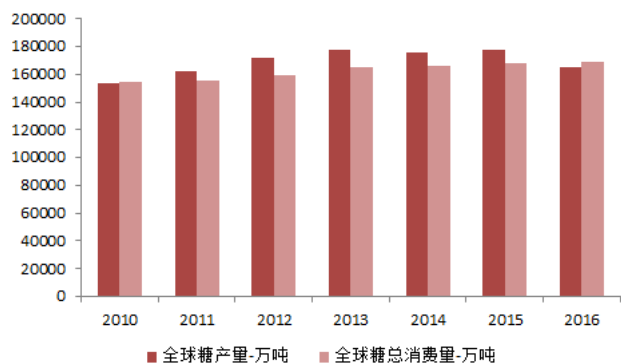
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

### 行业前瞻：多因素驱动需求向上，新型甜味剂有望量价齐升

- 需求向上驱动因素之一：糖价上升凸显甜味剂性价比，未来有望占领更多市场。**2014年以来白糖价格持续走高，2017年初白糖现货价格达6800元以上水平。价格上升主因全球白糖产量近期有所下降，而我国白糖约有40%供给来自进口，受全球高糖价冲击较为明显。预计未来全球白糖供给收缩态势有望延续，高糖价短期难缓和。在高糖价的压力下，价格低廉、甜度极高的甜味剂性价比突出，替代效应凸显，有望刺激甜味剂的需求。

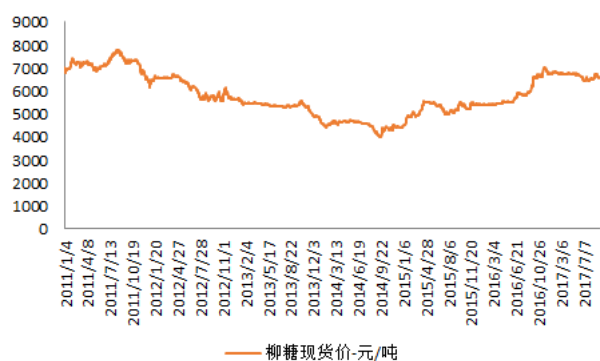


图表 12: 全球白糖供给近年来呈收缩态势



来源: wind, 中泰证券研究所

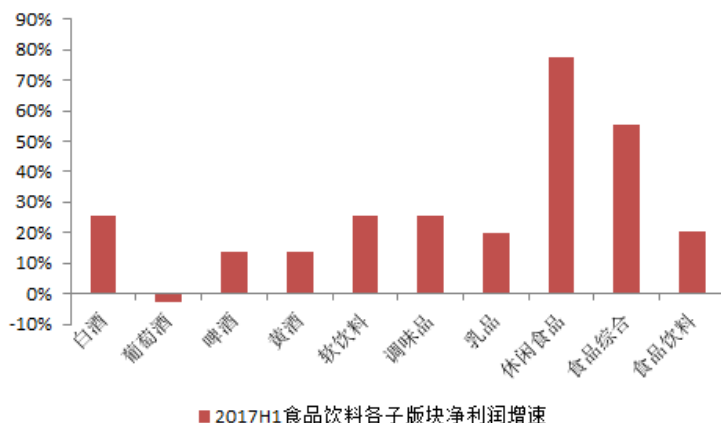
图表 13: 2014 年以来白糖价格持续走高



来源: wind, 中泰证券研究所

- 需求向上驱动因素之二: 下游食品加工板块景气度较高, 拉动需求走强。甜味剂的下游应用主要为食品饮料制造业, 2017 年以来食品饮料主要子行业如乳制品、调味品、休闲食品等行业增速回暖, 景气度较高。下游高景气度下有望带动高倍甜味剂需求走强, 未来市场容量有望继续提升。

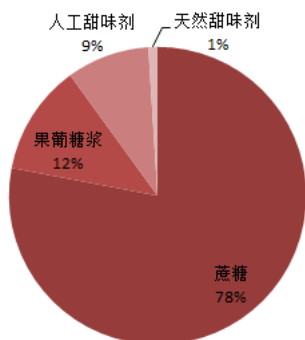
图表 14: 2017 以来食品饮料主要子版块景气度较高



来源: wind, 中泰证券研究所

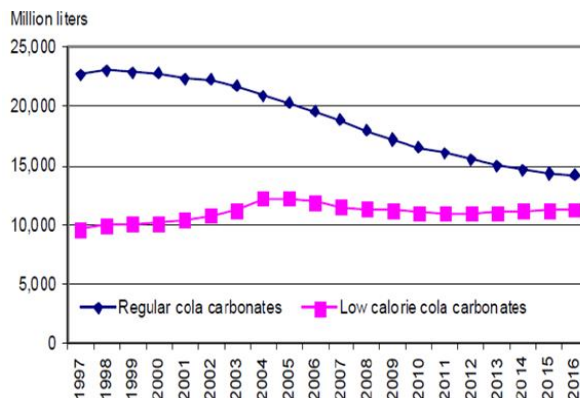
- 需求向上驱动因素之三: 消费者健康意识逐渐觉醒, 低热量化饮食日趋流行。长期以来蔗糖一直都占据甜味配料市场主导地位, 其虽具备口感好、安全性较高的优点, 但其容易导致肥胖、龋齿等疾病。过去由于初代高倍甜味剂安全性受质疑, 其对蔗糖的替代效应有限。但当前新型高倍人工甜味剂安全性已经过充分论证, 叠加当前我国肥胖症、糖尿病患者人数越来越多, 消费者健康意识逐渐增强, 未来新型高倍人工甜味剂有望加速替代蔗糖占领更多市场份额, 其市场容量有望保持加速增长。

图表 15: 全球甜味配料市场蔗糖占比 78%



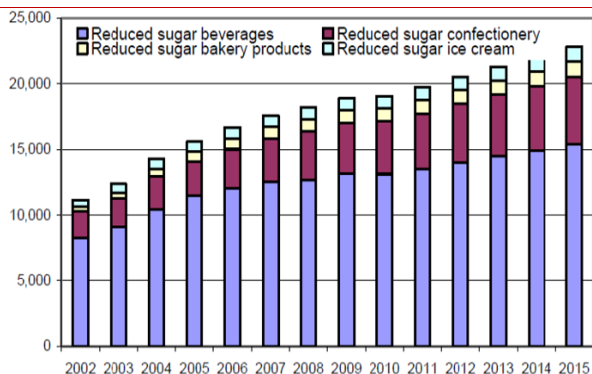
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 常规甜度可乐产量下降明显



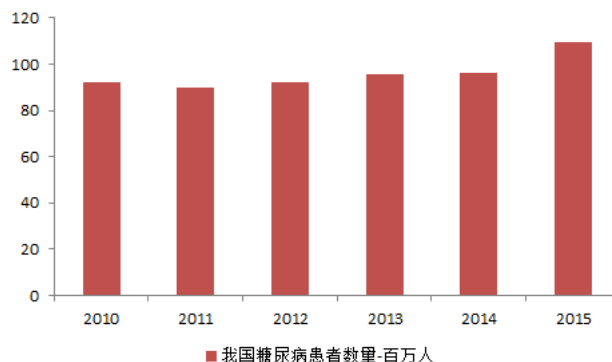
来源: euromonitor, 中泰证券研究所

图表 17: 下游低糖食品饮料产量显著提升



来源: euromonitor, 中泰证券研究所

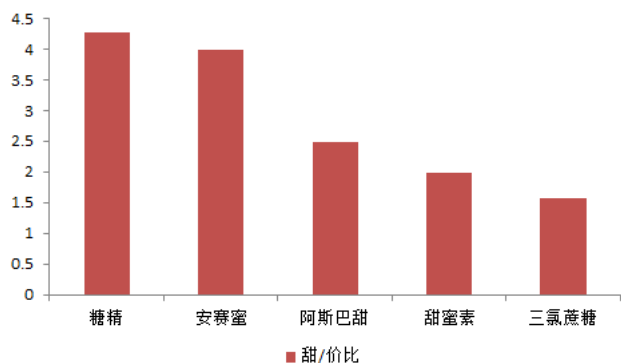
图表 18: 我国糖尿病患者人数显著增加



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

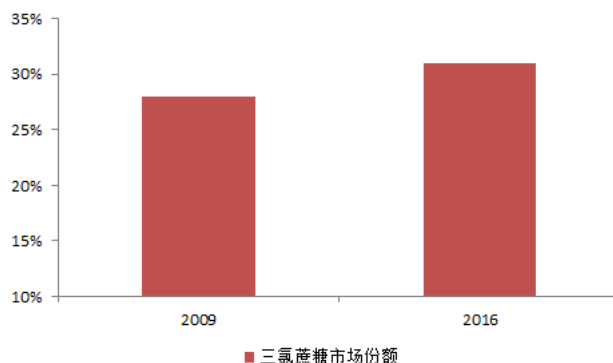
- 需求向上驱动因素之四: 甜味剂内部更新换代趋势明显, 安赛蜜、三氯蔗糖有望替代低代甜味剂消费。**低代高甜度人工甜味剂普遍受到安全质疑, 如糖精、甜蜜素等产品目前产能扩充受到政府制约, 且全球范围来看, 其应用范围亦受到各国政府严格限制。相比较低代产品, 新型高倍人工甜味剂如安赛蜜、三氯蔗糖等安全性较高, 且口感更好, 应用范围逐渐扩大。安赛蜜在人体内不代谢、不积蓄, 100%以原形物质从尿中排出体外, 严格遵守标准规定使用安赛蜜, 不会对消费者身体健康造成危害, 安全性极高, 叠加其口感易调和、甜价比较高, 近年来发展势头迅猛。而三氯蔗糖以蔗糖为原料, 无能量、甜度高, 且高度安全, 被称为“近乎完美”的甜味剂, 其应用范围亦逐步扩大。可以预测到, 未来安赛蜜、三氯蔗糖等新型高倍人工甜味剂更受市场青睐, 市场份额有望进一步提升。

图表 19: 安赛蜜具备较高甜价比, 成本优势凸显



来源: 中泰证券研究所

图表 20: 三氯蔗糖占全球甜味剂市场份额上升



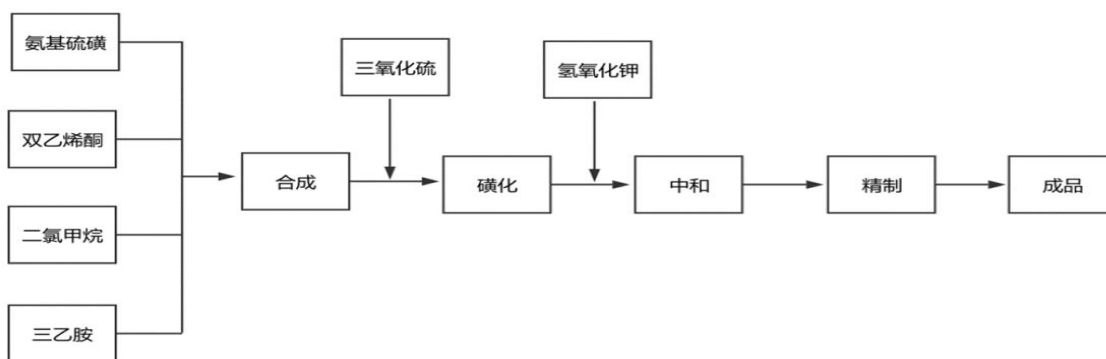
来源: 中泰证券研究所

## 精细化工: 迎来格局变革, 公司龙头地位有望持续巩固

规模优势叠加技术优势, 公司安赛蜜行业龙头地位有望持续巩固

- 安赛蜜又名 AK 糖, 化学名为乙酰磺胺酸钾, 主要应用于食品、饮料、药品中, 起到增甜的作用, 甜度约为蔗糖的 200 倍, 尤其在饮料领域应用极为广泛。日常生活中常见的添加安赛蜜的饮料、食品包括可口可乐健怡、百事可乐轻怡、娃哈哈 AD 钙奶、营养快线、酸酸乳、健力宝、洽洽瓜子、喜之郎、绿箭、益达、乐事等。

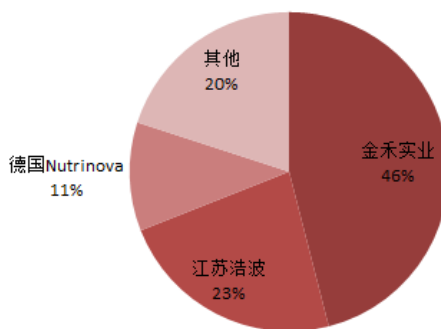
图表 21: 安赛蜜生产工艺



来源: 中泰证券研究所

- 目前全球安赛蜜生产格局相对集中, 公司市场份额占比 50% 以上。我国目前是安赛蜜全球第一大生产国, 产能约 2 万吨, 占全球产量 80% 以上。公司自 2006 年切入安赛蜜领域来扩产迅速, 2016 年产量已达 9000 吨左右, 占全球市场份额 60% 以上。公司国内主要竞争对手为江苏浩波, 产能约 6000 吨。国外企业中, 由于专利原因仅有德国 Nutrinova 可生产安赛蜜, 年产量 3500 吨左右。

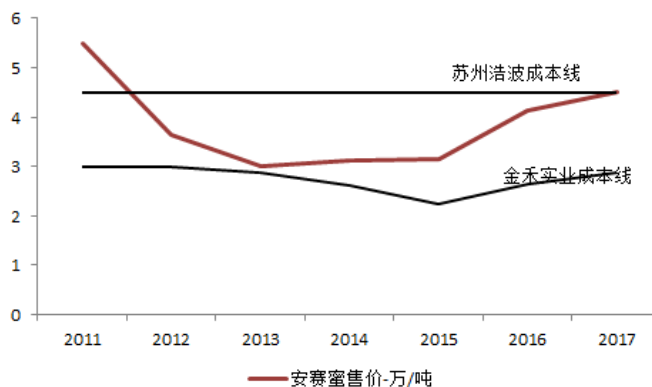
**图表 22：全球安赛蜜产能较集中**



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- 供给收缩预期下，行业格局改善，公司安赛蜜业务保持稳健成长。**2011年以来，行业内中小企业为争夺市场份额发起价格战，安赛蜜价格由75000元/吨高点下行至不足27000元/吨，公司安赛蜜业务2013年毛利率一度下降至不足5%。恶性价格战下行业内中小企业盈利能力恶化，过剩产能逐步退出市场，2014年安赛蜜价格触底后逐步回升。而公司主要竞争对手江苏浩波因规模较小、技术落后（产品收率较公司低20%左右），成本显著高于公司，盈利艰难。2015年江苏浩波申请破产重组程序，且江苏省要求化工企业搬迁入园集中管理，目前其前途未卜。其下游客户出于稳定供应链考虑，有望转向公司采购，公司市占率有望进一步提升。受益于此，2016年公司安赛蜜销量同比增长约25%，价格上行下毛利率亦提升7.9pct至36.2%。目前看行业格局改善趋势不改，公司安赛蜜业务保持稳健成长。

**图表 23：安赛蜜价格回升，竞争对手高成本下盈利艰难**



来源：中泰证券研究所

- 环保压力下原材料双乙烯酮供给收缩，公司自给自足受影响较小。**双乙烯酮是合成安赛蜜的重要原材料之一，目前产能高度集中，除金禾实业外，主要生产厂商包括江苏天成（产能3.9万吨）和宁波王龙（产能5万吨）。当前环保高压下，江苏天成停产整顿，而宁波王龙亦因为管道泄漏停产检查。双乙烯酮供给收缩下价格上涨，下游安赛蜜提价预期有望进一步打开。公司现有10000吨双乙烯酮产能，足以满足自身需求，受

上游波动较小，预计全年出货量超过 9000 吨左右，同期江苏浩波出货量仅不足 200 吨。产业链一体化公司上游供给安全，有望趁机进一步抢占市场，而价格高涨下公司安赛蜜盈利有望提升，量利双升下安赛蜜板块有望为公司贡献更多业绩。

### 三氯蔗糖弯道超车，甜味剂龙头再添新动力

- **新产能落地，公司成为三氯蔗糖国内最大生产商。**三氯蔗糖全球产能集中度较高，2016 年之前全球主要生产者有英国泰莱（5000 吨）、盐城捷康（1500 吨）、常州牛塘（1000 吨）。公司 2016 年切入三氯蔗糖领域，2017 年新产能 1500 吨顺利投产，总产能达 2000 吨，全球范围内仅次于英国泰莱，为全球第二大、全国最大三氯蔗糖生产厂商。

图表 24：全球三氯蔗糖产能分布

厂商	产能	备注
英国泰莱	6000	新加坡工厂关闭后，目前实际有效产能3500吨
金禾实业	2000	远期规划5000吨以上
盐城捷康	1500	2016年以来环保整顿，目前实际有效产能600吨左右
常州牛塘	1000	预计开工率50%左右
其他	3000	预计全行业另有6000吨在建产能
合计	13500	

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **竞争对手各遇困难，产能落地助力公司弯道超车。**2016 年 4 月英国泰莱关闭新加坡工厂，涉及产能 2500 吨。公司计划将产能转移至美国，但目前新工厂尚处准备阶段。2016 年 8 月盐城捷康因三废处理不达标遭遇停产整顿，至 10 月部分产能才得以重启。2016 年 3 月，常州牛塘因连续超标排污被处以 30 万元以上罚款。相比较竞争对手，公司以基础化工起家，深耕高倍人工甜味剂多年，技术实力雄厚。公司公告其专利技术能够提高超过 10% 的转化率，并降低三废产生，技术领先国内其他对手。目前环保压力高企，竞争对手受限明显，三大竞争对手相继出问题后，三氯蔗糖价格一度飙升 100% 至 50 万元以上，行业供需矛盾尖锐。公司借助技术优势有望抢占市场份额，行业供需矛盾尖锐下有望抢占更高市场份额，公司前三季度出货量超过 1350 吨，全年出货量有望超过 2000 吨，实现对竞争对手的挤压式增长。
- **三氯蔗糖顺应甜味剂更新换代，市场空间尚有翻倍空间。**目前三氯蔗糖价格在 28-30 万元/吨，价格为阿斯巴甜的 4 倍左右，但是显著的安全性及口感使其成为欧美市场发展速度最快的合成甜味剂，发展潜力较大。我们预计当价格下降到 25 万/吨左右，三氯蔗糖对上一代甜味剂的替代效应将全面释放，市场空间尚有翻倍空间。公司现有产能 2000 吨，18 年有望继续扩产 1500 吨新产能填补需求缺口，长期扩产规划产能为 5000 吨，届时可占全球三氯蔗糖产能的 30%。受益于规模效应和基础化工产业链一体化公司生产成本低于行业平均的约 30%，利润安全边际高，价格回归可压缩中小工厂利润空间加速其退出市场，市场集中度提升将加速三氯蔗糖放量，利润有望加速增长。



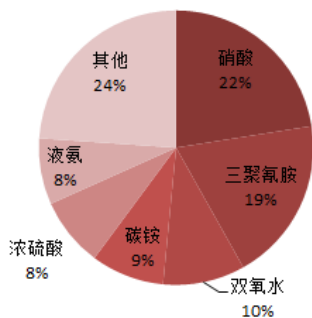
**甲、乙基麦芽酚：天利海频出安全事故，公司有望加强对行业控制权**

- **麦芽酚行业供不应求推升价格，公司运营稳健将显著受益。**甲乙基麦芽酚下游为烘焙行业，其景气度较高，带动甲、乙基麦芽酚业务稳定增长。目前全球甲乙基麦芽酚产能高度集中，公司产能1万吨左右，与北京天利海规模接近，二者合计占全球产能80%左右。天利海安全事故频发，受益于此公司对行业控制权加强。2016年4月天利海发生安全事故，导致4人死亡、3人烧伤；2017年3月天利海又发生安全事故，导致2人死亡，公司安全生产证被暂扣3-6个月，现处停产状态。中央大会召开之际，地处首都地区的天利海处境微妙，复产时间难确定。天利海停产导致行业40%产能骤停，供给收缩下公司受益明显。2017年3月27日公司公告将甲、乙基麦芽酚产品提价至15.5/15.0万/吨，根据信息，下半年麦芽酚均价已上涨至18万/吨左右，自天利海第一次事故以来提价幅度达80%以上。目前麦芽酚行业库存或与见底，公司满产供应市场上约70%的产能，市场上仍然供不应求。环保压力不减下，预计供不应求的现象至少将延续至年底，量价齐升下有望显著增厚公司业绩。
- **年单洽谈在即，预计整体价格明显增长，为明年业绩提供强力保障。**按照公司经营的节奏，11-12月份洽谈明年的订单（年单，占比近40%），麦芽酚市场严重供不应求，预计麦芽酚年单价格有望达15万以上，同比增50%以上；安赛蜜供应商江苏浩波申请破产重组程序目前其前途未卜，客户考虑产品供应稳定性继而转向公司，安赛蜜价格亦小幅增长，量价齐升贡献利润；三氯蔗糖新产能正在进行环评验收，预期年单将于12月落地，公司扩产填补需求缺口，18年有望放量增长。

**基础化工：规模和产业链优势释放，板块瘦身提升运营效率****规模优势释放，盈利能力持续提升**

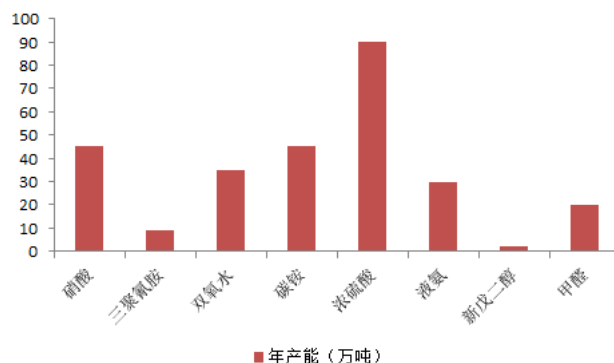
- **公司产能规模领先且产业链完善，成本优势显著。**中国基础化工行业发展较早，目前技术和工艺已经达到较高水平，产品间差异水平低，因此产品利润空间较小。产能规模较大的企业，生产中节能降耗能力更强，成本优势突出。公司在基础化工行业的历史可追溯至1994年，多年经营下在多个产品产能全球排名领先，硝酸产能55万吨/年，约占目标区域市场份额的50%，碳酸氢铵生产能力达到45万吨，为华东最大的供应商。且形成了完整的化工产品产业链，比如在传统合成氨产品基础上，延伸产业链，在生产液氨过程中实现联产甲醇，同时在液氨基础上拓展硝酸和氨水产品，并利用合成氨过程中的氢气为原料生产双氧水。

图表 25: 基础化工收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

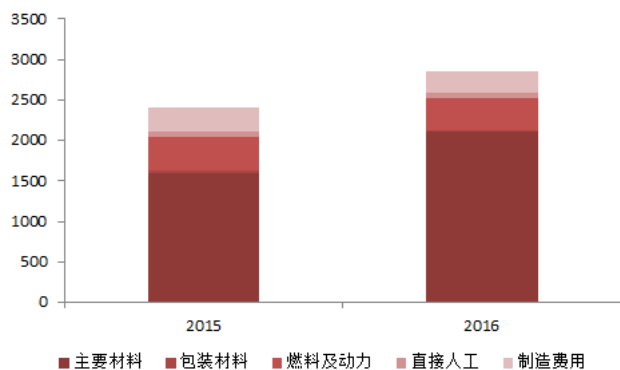
图表 26: 主要化工产品年产能



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

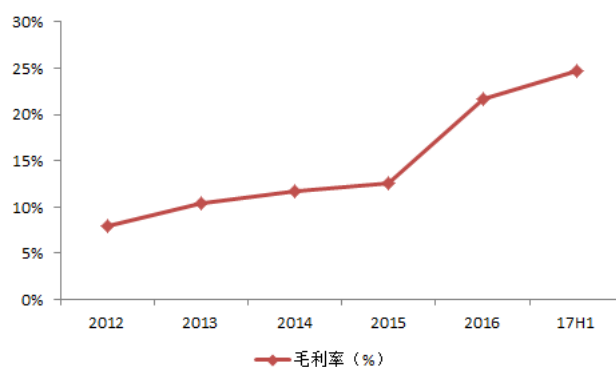
- 产能规模和产业链联动优势释放, 未来生产效率稳步提升。**公司规模优势释放, 成本优势凸显, 叠加公司坚持技术升级和改造, 先后完成了合成氨烃化装置建设项目, 合成氨变压吸附提氢项目, 季戊四醇和甲酸钠三级蒸发改造项目, 三聚氰胺二车间熔盐炉改造项目等数十项技术升级、改造项目, 提升了生产效率和投入产出比, 毛利率持续提升。2016 年公司成本中燃料及动力占比 13.6%, 同比下降 3.6pct, 直接人工占比 2.3%, 同比下降 0.8pct, 制造费用占比 9.7%, 同比下降 2.5pct, 主因是技术进步, 效率提高, 能耗减少, 单位制造费用产出增加。

图表 27: 基础化工 15-16 年成本构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 基础化工 2012-17H1 毛利率走势



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

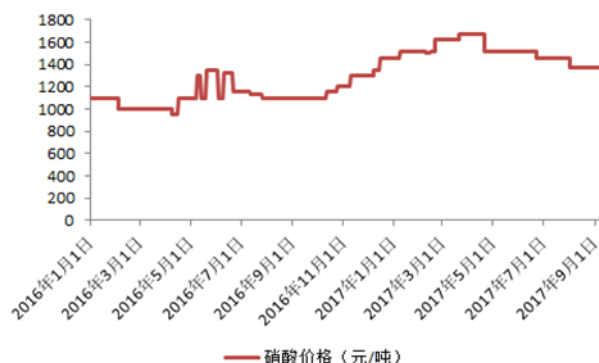
- 聚焦资源优化产业结构, 板块瘦身提升运营效率。**公司于 4 月份转让子公司华尔泰 55% 股权, 华尔泰的主营业务是硝酸生产和销售, 年产能约 15 万吨, 16 年实现收入 9.4 亿元, 净利润 2855 万元。转让有利于优化公司产业结构, 增强公司持续盈利能力和发展潜力。另外, 尽管短期下半年收入受子公司不并表影响, 但是长期业绩受化工产品价格周期影响减弱, 公司业绩确定性增强有利于公司估值提升。

行业供给侧改革推进, 龙头公司持续受益

- 环保政策落地推进行业供给侧改革，供给收缩推升化工产品价格，有利于增厚利润。**随着我国推进供给侧改革，淘汰行业落后产能并在规模方面提高准入门槛，中小化工企业相继推出，市场集中度提升。我们看到2016年初以来，三聚氰胺、硝酸等多项化工产品价格上行趋势明显，17上半年三聚氰胺价格上涨至约7300元/吨，上涨幅度超过20%，硝酸价格上涨至约1500元/吨，价格上行为公司基础化工板块收入增长做出贡献。17年上半年环保督察力度逐渐加强，继续推进行业供给侧改革，随着供给侧改革深化，供给端持续收缩，公司作为龙头企业有望持续受益于价格上行和市场集中度提升。

**图表 29：2016 年初以来三聚氰胺价格走势**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 30：2016 年初以来硝酸价格走势**


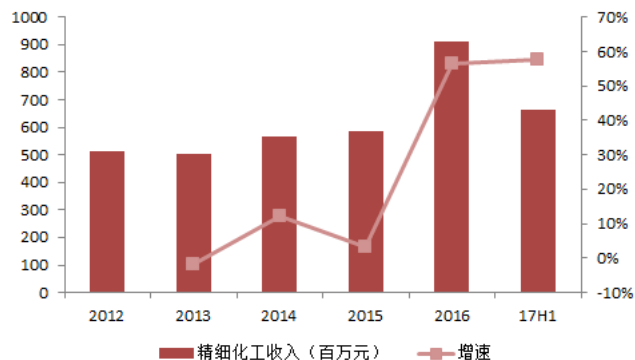
来源：wind，中泰证券研究所

- 公司坚持技术升级和改造，预计未来利润提升加速。**公司新建的日处理量3000吨的废水处理厂以及年处理量9000吨的固废处理厂成功投入使用，受益于此，公司每日处理废水能力已达到8400吨，大大增加了公司环境保护能力，提高了本部生产基地的环境容量，降低了公司环保处理成本。另外，据16年报显示公司在建工程价值超过一亿规模，较15年同期翻倍，其中有合成氨改造工程、双氧水装置优化、厂房基础设施建设项目等，有利于提高产品质量，提升生产效率，增加产品收益，受益于此，生产效率有望持续优化。

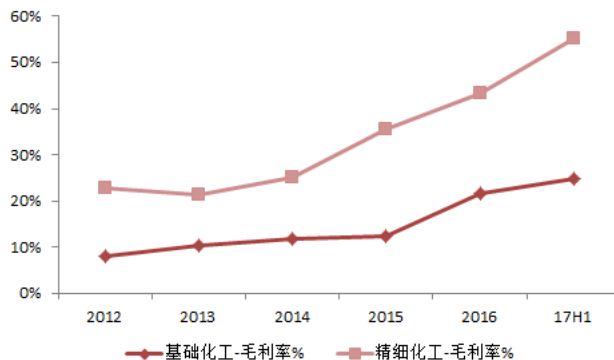
## 深耕精细化工，业绩增长有望加速

### 受益于甜味剂高毛利率，精细化工发展提升公司盈利能力

- 精细化工高速增长，带领公司毛利率整体提升。**精细化工行业技术含量较高，整体毛利率高于基础化工行业，其中拥有专利优势、附加值高的产品毛利率更加有竞争力。精细化工高速增长拉动收入增长，受益于其高毛利率带领公司提升整体盈利能力，2016年受益于市场集中度提升和新产能落地，安赛蜜和麦芽酚收入分别增长43%和30%，三氯蔗糖500吨新产能落地，贡献1.3亿收入，精细化工板块增长接近60%，公司毛利率提升9pct。

**图表 31：精细化工业务收入及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

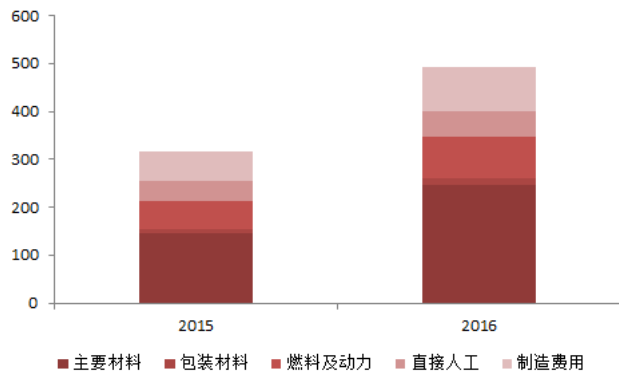
**图表 32：精细化工毛利率高于基础化工**


来源：公司公告，中泰证券研究所

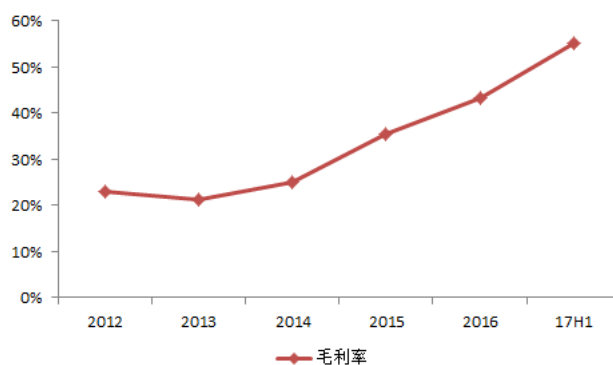
- 甜味剂发展潜力大，公司借助成本优势可抢占更高市场份额。**糖价上行增加合成甜味剂需求，叠加低热量高性能甜味剂对传统甜味剂糖精和阿斯巴甜的替代效应，公司核心产品三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚发展潜力大。安赛蜜竞争对手浩波经营举步维艰，公司龙头地位突显，三氯蔗糖全球巨头泰莱搬迁产能、盐城捷康环保不达标停产，公司有望借机弯道超车。公司目前平均产能利用率在 70-80%左右，尚有提升空间，公司短期借助成本的优势抢占市场份额，预计公司的产品有望快速走向市场有望抢占更高市场份额。

#### 产能扩充下毛利率仍有提升空间

- 公司扩充产能，成本结构优化程度持续提升，价格优势凸显。**公司麦芽酚的生产能力已达到 4,000 吨/年，占全球市场份额的 50%以上，安赛蜜生产能力已达到 12000 吨/年，占全球市场份额的 60%以上，17 年 4 月三氯蔗糖年产 1500 吨新产能投产，其总产能达到 2000 吨/年，产能扩充下，规模效应逐步显现。2016 年公司成本构成中燃料及动力占比 17.7%，同比下降 1.6pct，直接人工占比 10.8%，同比下降 1.9pct，制造费用占比 18.8%，同比下降 0.6pct，规模效应释放助力单位投入产出比提升。

**图表 33：精细化工成本构成**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 34：精细化工毛利率走势**


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 估值探讨：被低估的成长龙头，估值有望提升

- **甜味剂消费品属性明显，周期属性弱化，估值有望提升。**下半年我们预计精细化工收入可以保持 20% 以上的增长，届时精细化工的收入占比有望过半，而毛利占比我们预计可以达到 70%。随着精细化工收入和利润占比提升，公司的产业结构也正式的由基础化工过渡为食品添加剂企业。食品添加剂下游客户主要是食品饮料公司，需求较为稳定，公司消费品属性逐渐明朗，周期属性相对弱化。公司作为食品添加剂龙头，相较于食品添加剂公司约 30 倍 PE，公司股价存在被低估。再者，公司核心产品三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚受益于新产能落地和供给侧收缩，正在进入量价齐升通道，公司业绩成长性强，未来有望估值提升。

## 盈利预测和投资建议

- **盈利预测和投资建议：上调 12 个月目标价至 34.84 元，维持“买入”评级。**基于公司精细化工的高景气的持续，我们上调公司盈利预测，调高 2017-19 年公司收入至 44.9、49.9、54.8 亿元（原数据为 41.9、43.7、48.8 亿元），净利润至 9.6、10.9、12.1 亿元（原数据为 8.6、8.9、10.4 亿元），同比增长 73.7%、14%、11.1%。考虑估值切换，上调 12 个月目标价至 34.84 元，对应 2018 年 18XPE，维持“买入”评级。

图表 35：可比公司估值

行业	公司	收盘价	总市值	收入	净利润	EPS			PE		
		2017/10/30	亿元	百万元	百万元	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
食品添加剂	爱普股份	14.06	45.0	2281.4	190.8	0.65	0.78	0.93	21.6	18.1	15.1
	晨光生物	13.35	49.0	2140.8	92.5	0.41	0.58	0.77	32.2	23.0	17.3
	安琪酵母	29.24	241.0	4860.5	535.1	1.01	1.26	1.54	29.1	23.2	19.0
基础化工	嘉化能源	9.53	142.4	4503.3	740.5	0.61	0.71	0.83	15.6	13.4	11.5
	华鲁恒升	13.25	214.7	7701.1	875.5	0.69	0.89	1.09	19.3	14.9	12.2
	三友化工	11.10	229.1	15756.8	762.9	0.92	1.08	1.23	12.0	10.3	9.1

来源：wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- 三氯蔗糖推广不达预期
- 环保风险



图表 36: 金禾实业盈利预测

安赛蜜	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量(吨)	4545.47	5988.91	7005.05	7460.00	8100.00	9180.00	11350.00	12000.00
销量yoy		31.76%	16.97%	6.49%	8.58%	13.33%	23.64%	5.73%
产能(吨)	6500.00	9000.00	9000.00	9000.00	10000.00	12000.00	13000.00	14000.00
产量(吨)	5816.73	6010.23	7488.75	7079.00	9000.00	10200.00	12610.00	14560.00
产能利用率(%)	89.49%	66.78%	83.21%	78.66%	90.00%	85.00%	97.00%	104.00%
产销率(%)	78.14%	99.65%	93.54%	105.38%	90.00%	90.00%	100.00%	105.00%
平均售价(万元/吨)	3.64	3.01	3.11	3.14	4.13	4.54	4.54	4.63
价格yoy		-17.48%	3.36%	1.11%	31.34%	10.00%	0.00%	2.00%
销售收入(百万元)	165.56	180.00	217.61	234.32	334.15	416.57	515.04	555.43
收入yoy		8.72%	20.89%	7.68%	42.60%	24.67%	23.64%	7.84%
单位成本(万元/吨)	3.00	2.88	2.60	2.25	2.63	2.04	2.04	2.08
单位成本yoy		-4.11%	-9.41%	-13.51%	16.87%	-22.43%	0.00%	2.00%
销售成本(百万元)	136.29	172.19	182.45	168.04	213.24	187.46	231.77	249.94
毛利率(%)	17.68%	4.34%	16.16%	28.29%	36.18%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利率(+/-)		-13.34%	11.82%	12.13%	7.89%	18.82%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	29.27	7.81	35.16	66.29	120.90	229.12	283.27	305.49
单位毛利(万元/吨)	0.64	0.13	0.50	0.89	1.49	2.50	2.50	2.55
甲基麦芽酚	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量(吨)	965.07	871.47	985.99	1207.00	1300.00	1300.00	1485.00	1320.00
销量yoy		-9.70%	13.14%	22.42%	7.71%	0.00%	14.23%	-11.11%
产能(吨)	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
产量(吨)	897.93	1027.10	811.62	1477.00	1300.00	1300.00	1350.00	1100.00
产能利用率(%)	89.79%	102.71%	81.16%	147.70%	130.00%	130.00%	135.00%	110.00%
产销率(%)	107.48%	84.85%	121.48%	81.72%	100.00%	100.00%	110.00%	120.00%
平均售价(万元/吨)	9.06	7.68	8.43	8.54	9.40	15.50	18.60	18.60
价格yoy		-15.29%	9.76%	1.36%	10.10%	64.80%	20.00%	0.00%
销售收入(百万元)	87.46	66.90	83.08	103.09	122.25	201.47	276.17	245.48
收入yoy		-23.51%	24.19%	24.09%	18.59%	64.80%	37.08%	-11.11%
单位成本(万元/吨)	6.28	5.05	6.07	4.74	4.83	6.51	7.44	7.44
单位成本yoy		-19.63%	20.29%	-21.88%	1.84%	34.70%	14.29%	0.00%
销售成本(百万元)	60.63	44.00	59.88	57.27	62.82	84.62	110.47	98.19
毛利率(%)	30.68%	34.23%	27.92%	44.44%	48.61%	58.00%	60.00%	60.00%
毛利率(+/-)		3.55%	-6.31%	16.52%	4.17%	9.39%	2.00%	0.00%
毛利(百万元)	26.83	22.90	23.20	45.81	59.43	116.85	165.70	147.29
单位毛利(万元/吨)	2.78	2.63	2.35	3.80	4.57	8.99	11.16	11.16
乙基麦芽酚	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量(吨)	2717.58	2987.88	2883.21	2829.00	3150.00	3360.00	3800.00	4000.00
销量yoy		9.95%	-3.50%	-1.88%	11.35%	6.67%	13.10%	5.26%
产能(吨)	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3200.00	4000.00	4000.00
产量(吨)	2970.46	2881.25	3196.56	2769.00	3000.00	3360.00	3800.00	4000.00
产能利用率(%)	99.02%	99.81%	106.55%	92.30%	100.00%	105.00%	95.00%	100.00%
产销率(%)	91.49%	103.70%	90.20%	102.17%	105.00%	100.00%	100.00%	100.00%
平均售价(万元/吨)	8.07	7.85	8.00	7.72	9.33	15.00	18.75	19.69
价格yoy		-2.70%	1.95%	-3.52%	20.87%	60.70%	25.00%	5.00%
销售收入(百万元)	219.29	234.59	230.79	218.47	294.03	504.01	712.51	787.51
收入yoy		6.98%	-1.62%	-5.34%	34.59%	71.41%	41.37%	10.53%
单位成本(万元/吨)	5.72	5.31	5.36	4.62	4.73	6.30	7.50	7.88
单位成本yoy		-7.25%	0.97%	-13.87%	2.44%	33.20%	19.05%	5.00%
销售成本(百万元)	155.56	158.63	154.56	130.62	148.99	211.68	285.00	315.00
毛利率(%)	29.06%	32.38%	33.03%	40.21%	49.33%	58.00%	60.00%	60.00%
毛利率(+/-)		3.32%	0.65%	7.18%	9.12%	8.67%	2.00%	0.00%
毛利(百万元)	63.73	75.96	76.23	87.85	145.04	292.32	427.51	472.51
单位毛利(万元/吨)	2.34	2.54	2.64	3.11	4.60	8.70	11.25	11.81

来源: 中泰证券研究所

**图表 37：金禾实业盈利预测**

三氯蔗糖	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量(吨)					250.00	2142.00	3000.00	3800.00
销量yoy						756.80%	40.06%	26.67%
产能(吨)					500.00	2000.00	3000.00	4000.00
产量(吨)					250.00	2100.00	3000.00	3800.00
产能利用率(%)					50.00%	105.00%	100.00%	95.00%
产销率(%)					100.00%	102.00%	100.00%	100.00%
平均售价(万元/吨)					45.00	29.25	27.79	27.79
价格yoy						-35.00%	-5.00%	0.00%
销售收入(百万元)					112.50	626.54	833.63	1055.93
收入yoy						456.92%	33.05%	26.67%
单位成本(万元/吨)					20.25	14.63	13.62	13.34
单位成本yoy						-27.78%	-6.90%	-2.04%
销售成本(百万元)					50.63	313.27	408.48	506.84
毛利率(%)					55.00%	50.00%	51.00%	52.00%
毛利率(+/-)						-5.00%	1.00%	1.00%
毛利(百万元)					61.88	313.27	425.15	549.08
单位毛利(万元/吨)					24.75	14.63	14.17	14.45
其他	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	39.90	22.34	33.86	28.35	50.90	55.99	61.59	67.75
营业收入yoy		-44.01%	51.57%	-16.27%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
总毛利(百万元)	-2.16	1.09	6.90	7.39	9.45	11.34	14.18	18.43
毛利收入yoy		-150.46%	533.03%	7.10%	20.00%	20.00%	25.00%	30.00%
综合毛利率(%)	-5.41%	4.88%	20.38%	26.07%	18.57%	20.26%	23.02%	27.21%
精细化工合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	512.21	503.83	565.34	584.23	913.83	1804.57	2398.93	2712.10
营业收入yoy		-1.64%	12.21%	3.34%	56.42%	97.47%	32.94%	13.05%
总毛利(百万元)	117.67	107.76	141.49	207.34	396.69	962.90	1315.81	1492.80
毛利收入yoy		-8.42%	31.30%	46.54%	91.33%	142.73%	36.65%	13.45%
综合毛利率(%)	22.97%	21.39%	25.03%	35.49%	43.41%	53.36%	54.85%	55.04%
基础化工合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2206.07	2410.18	2558.31	2430.31	2198.67	1978.80	1780.92	1789.83
营业收入yoy		9.25%	6.15%	-5.00%	-9.53%	-10.00%	-10.00%	0.50%
毛利(百万元)	175.27	251.72	299.84	304.25	475.57	395.76	320.57	322.17
毛利收入yoy		43.62%	19.12%	1.47%	56.31%	-16.78%	-19.00%	0.50%
综合毛利率(%)	7.94%	10.44%	11.72%	12.52%	21.63%	20.00%	18.00%	18.00%
其他业务	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40.06	40.02	55.70	313.21	642.58	706.84	812.86	975.44
营业收入yoy		-0.10%	39.18%	462.32%	105.16%	10.00%	15.00%	20.00%
总毛利(百万元)	7.34	11.50	11.41	11.14	40.97	45.07	50.93	59.07
毛利收入yoy		56.68%	-0.78%	-2.36%	267.74%	10.00%	13.00%	16.00%
综合毛利率(%)	18.32%	28.74%	20.48%	3.56%	6.38%	6.38%	6.26%	6.06%
合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2758.34	2954.03	3179.35	3327.75	3755.08	4490.21	4992.72	5477.36
营业收入yoy		7.09%	7.63%	4.67%	12.84%	19.58%	11.19%	9.71%
总毛利(百万元)	300.28	370.98	452.74	522.73	913.24	1403.73	1687.30	1874.04
毛利收入yoy		23.55%	22.04%	15.46%	74.71%	53.71%	20.20%	11.07%
综合毛利率(%)	10.89%	12.56%	14.24%	15.71%	24.32%	31.26%	33.80%	34.21%

来源：中泰证券研究所

**图表 38：金禾实业三表**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>3,215</b>	<b>3,328</b>	<b>3,755</b>	<b>4,490</b>	<b>4,993</b>	<b>5,477</b>	货币资金	533	560	575	1,022	1,966	3,046
增长率	7.98%	3.5%	12.8%	19.6%	11.2%	9.7%	应收款项	399	543	513	569	609	686
营业成本	-2,738	-2,805	-2,842	-3,086	-3,305	-3,603	存货	402	556	365	410	453	503
% 销售收入	85.2%	84.3%	75.7%	68.7%	66.2%	65.8%	其他流动资产	423	399	952	1,120	1,148	1,175
毛利	477	523	913	1,404	1,687	1,874	流动资产	1,757	2,058	2,405	3,121	4,176	5,411
% 销售收入	14.8%	15.7%	24.3%	31.3%	33.8%	34.2%	% 总资产	52.1%	56.6%	56.0%	63.1%	71.4%	77.7%
营业税金及附加	-13	-13	-30	-36	-40	-44	长期投资	2	96	105	105	105	105
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定投资	1,323	1,252	1,452	1,437	1,272	1,157
营业费用	-164	-161	-214	-193	-215	-246	% 总资产	39.3%	34.4%	33.8%	29.0%	21.8%	16.6%
% 销售收入	5.1%	4.9%	5.7%	4.3%	4.3%	4.5%	无形资产	146	138	171	126	133	134
管理费用	-105	-123	-109	-126	-140	-153	非流动资产	1,614	1,580	1,887	1,827	1,670	1,556
% 销售收入	3.3%	3.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	% 总资产	47.9%	43.4%	44.0%	36.9%	28.6%	22.3%
息税前利润 (EBIT)	195	225	560	1,049	1,293	1,430	<b>资产总计</b>	<b>3,371</b>	<b>3,637</b>	<b>4,292</b>	<b>4,948</b>	<b>5,846</b>	<b>6,967</b>
% 销售收入	6.1%	6.8%	14.9%	23.4%	25.9%	26.1%	短期借款	240	189	522	622	572	692
财务费用	-33	-26	-12	-10	-7	1	应付款项	387	699	826	468	539	565
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	其他流动负债	145	150	246	432	473	515
资产减值损失	-12	-20	-19	0	0	0	流动负债	771	1,037	1,594	1,522	1,584	1,772
公允价值变动收益	-1	16	-7	0	0	0	长期贷款	126	71	23	23	23	23
投资收益	9	17	22	100	15	15	其他长期负债	338	334	28	28	28	28
% 税前利润	5.2%	7.6%	3.3%	8.7%	1.1%	1.0%	<b>负债</b>	<b>1,236</b>	<b>1,442</b>	<b>1,644</b>	<b>1,572</b>	<b>1,634</b>	<b>1,823</b>
营业利润	160	213	543	1,139	1,301	1,447	<b>普通股股东权益</b>	1,928	2,019	2,464	3,168	3,978	4,881
营业利润率	5.0%	6.4%	14.5%	25.4%	26.1%	26.4%	少数股东权益	207	176	185	208	234	263
营业外收支	18	16	120	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,371</b>	<b>3,637</b>	<b>4,292</b>	<b>4,948</b>	<b>5,846</b>	<b>6,967</b>
税前利润	178	229	663	1,154	1,316	1,462	<b>比率分析</b>						
利润率	5.5%	6.9%	17.6%	25.7%	26.4%	26.7%	<b>每股指标</b>						
所得税	-40	-45	-100	-173	-197	-219	每股收益 (元)	0.586	0.377	0.977	1.697	1.936	2.150
所得税率	22.4%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产 (元)	6.786	3.553	4.366	5.613	7.049	8.649
净利润	138	184	563	981	1,119	1,242	每股经营现金净流 (元)	1.307	0.911	1.649	0.786	2.404	2.517
少数股东损益	-28	-31	12	23	26	29	每股股利 (元)	0.300	0.170	0.400	0.450	0.500	0.550
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>166</b>	<b>214.45</b>	<b>551.46</b>	<b>957.86</b>	<b>1,092.30</b>	<b>1,213.15</b>	<b>回报率</b>						
净利率	5.2%	6.4%	14.7%	21.3%	21.9%	22.1%	净资产收益率	8.63%	10.62%	22.38%	30.24%	27.46%	24.86%
							总资产收益率	4.94%	5.90%	12.85%	19.36%	18.68%	17.41%
							投入资本收益率	7.00%	9.91%	21.31%	34.13%	44.76%	50.09%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	7.98%	3.52%	12.84%	19.58%	11.19%	9.71%
							EBIT增长率	4.82%	15.29%	148.67%	87.39%	23.25%	10.64%
							净利润增长率	13.92%	28.87%	157.15%	73.69%	14.04%	11.06%
							总资产增长率	10.31%	7.90%	18.00%	15.27%	18.16%	19.17%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	12.5	13.3	13.1	13.1	13.2	13.5
							存货周转天数	46.5	62.3	59.1	48.5	50.0	51.0
							应付账款周转天数	37.6	33.8	39.5	38.0	38.6	39.0
							固定资产周转天数	149.9	136.6	123.2	107.9	90.8	73.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	1.49%	-12.59%	-11.67%	-19.55%	-39.25%	-50.80%
							EBIT利息保障倍数	6.0	8.6	46.1	105.4	195.6	-1,143.7
							资产负债率	36.66%	39.64%	38.30%	31.78%	27.96%	26.16%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。