

金禾实业 (002597)

食品添加剂稳健增长，基础化工有喜有忧

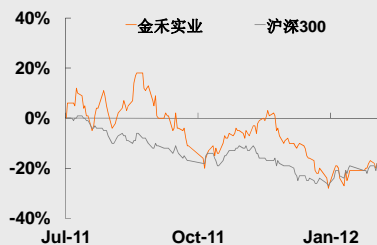
推荐 (首次)

现价: 27.09 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.jinheshiye.com
大股东/持股	安徽金瑞化工投资 /58.61%
实际控制人/持股	杨迎春/59.30%
总股本(百万股)	134
流通 A 股(百万股)	34
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	36.17
流通 A 股市值(亿元)	9.08
每股净资产(元)	11.75
资产负债率(%)	19.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号
S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 产业链优势凸显，食品添加剂和基础化工双足鼎立：

公司业务分为两大部分：食品添加剂和以合成氨为源头的基础化工产品，食品添加剂分别约占公司收入和毛利比重的 25%和 50%。

公司产业链优势突出，食品添加剂与基础化工实现物料和能源循环，协同效应较明显。在基础化工方面，公司围绕合成氨布局了液氨、三聚氰胺、硝酸铵钙、甲醛、季戊四醇、新戊二醇等处于同一产业链的较完整产品系列。

■ 食品添加剂市场地位稳固，稳健增长：

公司食品添加剂包括甜味剂安赛蜜和增香剂麦芽酚，产能皆为 4000 吨，分列行业第二和第一。

安赛蜜替代其他甜味剂如糖精、甜蜜素市场空间大，目前公司产销旺盛，面临产能瓶颈，预计随着 2012 年一期 3000 吨产能投放，安赛蜜销售保持较快增长。

2011 年公司抓住竞争对手调整机会，麦芽酚销售量和市场占有率进一步提高，考虑到该产品市场空间，预计麦芽酚以稳健增长为主。

■ 基础化工产品有喜有忧：

忧：去年四季度起，公司基础化工产品如三聚氰胺、硝酸等景气度下滑，价格走势偏弱，盈利水平有所下滑，预计未来好转仍需等待下游及宏观经济的信号。

喜：公司未来两年基础化工主要增量来自新增子公司华尔泰（55%股权）以及募投硝酸铵钙投产。华尔泰产能主要为 12 万吨合成氨和 18 万吨硝酸，在公司管理支持下，今年盈利能力恢复可能性较大；公司硝酸铵钙是硝态氮肥，市场需求良好，预计从 2013 年起投产，为公司成长带来增量。

■ 盈利预测及评级：

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.40 元、1.64 元和 2.20 元，对应 2 月 10 日收盘价的 PE 为 19 倍、16 倍和 12 倍，考虑到公司产业链优势突出，食品添加剂稳定增长，首次给予“推荐”的投资评级。

■ 风险因素：

行业持续低迷的风险、新增子公司盈利恢复未达预期、食品添加剂竞争加剧等。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1317	1626	2115	2625	3152
YoY(%)	12.1	23.5	30.1	24.1	20.1
净利润(百万元)	82	130	187	219	294
YoY(%)	52.0	59.0	43.5	17.3	34.1
毛利率(%)	12.8	14.8	15.8	15.7	16.7
净利率(%)	6.2	8.0	8.8	8.4	9.3
ROE(%)	20.9	18.0	11.8	12.1	13.9
EPS(摊薄/元)	0.61	0.98	1.40	1.64	2.20
P/E(倍)	44.2	27.8	19.4	16.5	12.3
P/B(倍)	9.2	5.0	2.3	2.0	1.7

正文目录

一、 公司概况:	5
二、 食品添加剂业务: 安赛蜜产销良好, 麦芽酚稳定增长	7
2.1 食品添加剂行业增长稳定, 公司食品添加剂与基础化工具协同效应	7
2.2 安赛蜜替代空间大, 扩产破解产能瓶颈	10
2.3 麦芽酚市场地位稳固, 稳步增长	13
三、 基础化工: 景气回升需等待, 积极拓展产业链及规模	15
3.1 公司基础化工竞争优势主要是产业链和区域	15
3.2 景气回升需等待, 子公司华尔泰及募投硝基氮肥是未来增长点	17
四、 收入及盈利预测	20
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1	近年来公司收入及毛利率变化趋势.....	5
图表 2	食品添加剂约占公司收入的 1/4.....	5
图表 3	食品添加剂约占公司毛利润一半（2011H1）.....	5
图表 4	公司主要产品及用途.....	6
图表 5	控股公司情况.....	6
图表 6	食品添加剂分类表.....	7
图表 7	食品添加剂安全等级.....	7
图表 8	全球食品添加剂市场构成.....	8
图表 9	我国食品饮料行业产值较快增长.....	8
图表 10	我国食品添加剂发展和下游基本同步.....	8
图表 11	食品添加剂与基础基础化工有机联系.....	9
图表 12	公司食品添加剂销售增长较好.....	9
图表 13	公司食品添加剂的毛利率较稳定.....	9
图表 14	全球蔗糖产量示意图.....	10
图表 15	全球糖尿病患者快速增加.....	10
图表 16	近十年白砂糖零售价格维持向上态势.....	10
图表 17	安赛蜜安全性及经济性良好.....	11
图表 18	2009 年我国主要功能甜味剂产量.....	11
图表 19	安赛蜜未来需求快速增加.....	11
图表 20	公司安赛蜜产能位居行业第二.....	12
图表 21	公司安赛蜜已面临产能瓶颈.....	12
图表 22	公司安赛蜜主要终端客户列表.....	12
图表 23	我国香精香料市场规模持续扩大.....	13
图表 24	香精香料在食品饮料行业使用频繁.....	13
图表 25	甲基和乙基麦芽酚比较.....	13
图表 26	我国糠醛出口量情况.....	14
图表 27	我国为全球最大的糠醛出口国.....	14
图表 28	公司麦芽酚产能行业第一.....	14
图表 29	公司麦芽酚产销量逐年增加.....	14
图表 30	公司产品系列不断丰富.....	15
图表 31	公司基础化工产品产业链关联紧密.....	15
图表 32	公司基础化工产品产能.....	15
图表 33	公司区位优势明显.....	16

图表 34	公司主要市场浙江、江苏是我国化工产值大省（2011 年 1-11 月累计）	16
图表 35	四季度石化行业工业总产值增速减缓	17
图表 36	三聚氰胺价格走势	17
图表 37	四季度浓硝酸价格下滑	17
图表 38	华东合成氨价格走势较平稳	17
图表 39	公司增资前后华尔泰的股权结构变化	18
图表 40	华尔泰近年经营情况	18
图表 41	氮肥的主要种类及特征	19
图表 42	世界一些国家硝态氮肥在全部氮肥中占比	19
图表 43	分产品收入成本预测	20
图表 44	主要可比公司估值表	22

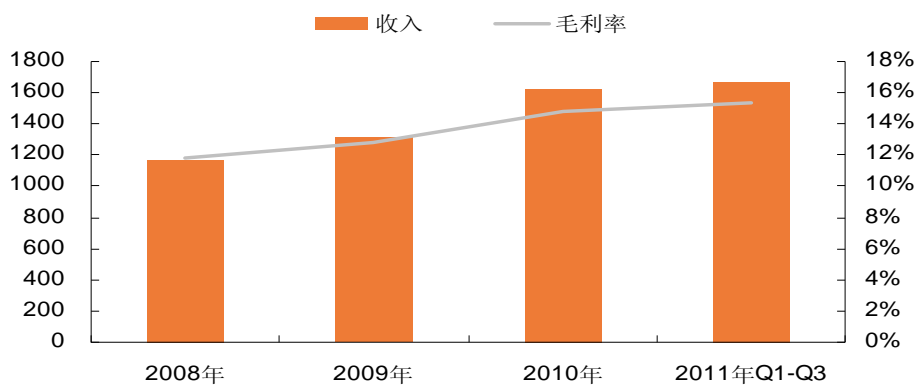
一、公司概况:

安徽金禾实业股份有限公司主要从事食品添加剂和基础化工产品的生产和销售。收入构成上,食品添加剂约占公司收入的 25%,但由于盈利水平较高,利润贡献度较大,约占毛利总额的一半。目前公司食品添加剂主要为高倍甜味剂安赛蜜以及香料甲、乙基麦芽酚,其中前者产能规模位居全球第二、后者位居全球第一。

公司基础化工以合成氨和甲醇为起点,产品种类丰富,主要产品有三聚氰胺、硝酸、甲醛、新戊二醇等,它们之间产业链紧密相连,互为上下游。

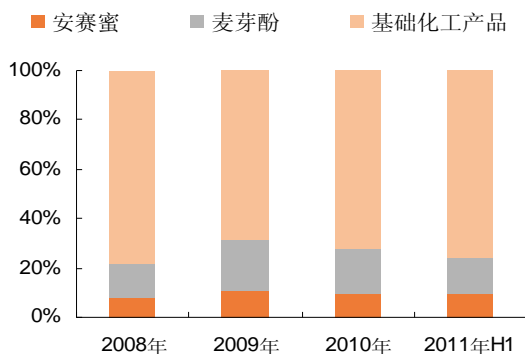
图表1 近年来公司收入及毛利率变化趋势

单位:百万元



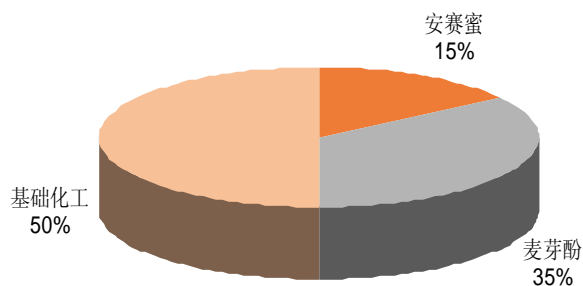
资料来源: Wind

图表2 食品添加剂约占公司收入的1/4



资料来源: Wind

图表3 食品添加剂约占公司毛利润一半 (2011H1)



资料来源: Wind

图表4 公司主要产品及用途

序号	产品名称	用途
1	三聚氰胺	广泛应用于木材加工、造纸、纺织、涂料等行业。近年来在高级轿车用漆、金属薄板用彩色涂料、皮革鞣制、地毯阻燃、装饰板材料的防水粘接剂等新兴应用领域中也得到广泛应用
2	液氨	主要用于制造各种氮肥以及硝酸、制冷剂等。化工中常用于制造尿素、硫酸铵、磷铵、纯碱、炸药、硝酸，也用于制取各种胺基、酰基等有机化工产品，在国防、冶金、农药、轻工、医药、染料、食品加工等行业也有广泛应用
3	甲醛	除直接用于消毒、杀菌、防腐外，还广泛应用于合成树脂、表面活性剂、塑料、橡胶、皮革、造纸、染料、药品、胶片、炸药、建材等制造领域
4	硝酸	制造硝酸盐和硝酸酯的必需原料。用来制取一系列硝酸盐类氮肥，如硝酸铵、硝酸钾、硝酸铵钙等；也用来制取硝酸酯类或含硝基的炸药，如三硝基甲苯、硝化甘油；还可用于精炼金属和防腐
5	新戊二醇	主要用于生产不饱和树脂、聚脂粉末涂料、无油醇酸树脂、聚氨脂泡沫塑料、增塑剂、表面活性剂、绝缘材料、印刷油墨、阻聚剂、航空润滑油添加剂等，另外，在医药行业也有所应用
6	碳酸氢铵	是一种应用非常普遍的铵态氮肥，在土壤中施用可以增加土壤中氮的含量，促进农作物的生长
7	安赛蜜	又名AK糖，化学名乙酰磺胺酸钾，用途广泛的高倍甜味剂
8	麦芽酚	食品添加剂的增香剂，还可用于化妆品、医药等领域

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 控股公司情况

子公司名称	持股比率	业务范围
皖东金利化工公司	公司60%，控股子公司 金丰化工40%	增塑剂系列产品生产、经营
滁州金丰化工公司	公司持有99.64%	合成氨、甲醇等
滁州金源化工公司	公司持有51%	甲酸钠、新戊二醇等
来安立鑫港口公司	公司持有99%	港口、仓储业务
安徽华尔泰化工	公司持有55%	硝酸、合成氨、碳酸氢铵等

资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、食品添加剂业务：安赛蜜产销良好，麦芽酚稳定增长

2.1 食品添加剂行业增长稳定，公司食品添加剂与基础化工具协同效应

- 食品添加剂是指为改善品质和色、香、味以及为防腐和加工工艺的需求而加入食品中的化学合成或者天然物质，在食品工业中发挥重要作用，可以说没有食品添加剂就没有现代食品工业。食品添加剂种类繁多，按照来源可分为天然食品添加剂和化学合成添加剂，按安全性可分为 A、B、C 类，按功能可分为着色剂、防腐剂、甜味剂、增香剂等 22 类。

图表6 食品添加剂分类表

种类	代表产品	种类	代表产品	种类	代表产品
酸度调节剂	柠檬酸、马来酸、乳酸等	胶姆糖基础剂	天然树脂、合成橡胶、树脂、树腊等	水分保持剂	磷酸三钠、六偏磷酸钠、焦林酸钠等
抗结剂	碳酸钙、氧化镁、硅铝酸钠等	护色剂	硝酸钠和亚硝酸钠	营养强化剂	氨基酸、维生素、矿物质等
消泡剂	低级醇、山梨糖醇、聚醚、有机硅等	食品香料香精	天然薄荷脑、肉桂油等	防腐剂	山梨酸、苯甲酸、丙酸及其盐等
抗氧化剂	BHA、BHT、茶多酚、超氧化歧化酶等	酶制剂	凝乳酶、胃蛋白酶、淀粉酶、果胶酶等	稳定和凝固剂	硫酸钙、氯化钙、丙二醇、乙二胺四乙酸二钠等
漂白剂	过氧化氢、亚硫酸钠、焦亚硫酸钾等	增味剂	味精、DL-丙氨酸、肌苷酸、黄苷酸	甜味剂	蔗糖、非营养甜味、糖精
膨松剂	碳酸氢钠、硫酸铝钾、酵母等	面粉处理剂	二氧化氯、过硫酸氨、碘酸钾、碳酸钙等	增稠剂	琼脂、卡拉胶、果胶、瓜尔豆胶、明胶等
着色剂	胡萝卜素、叶绿素铜钠盐等	被膜剂	紫胶、石蜡、白油等	加工助剂	
乳化剂	卵磷脂及衍生物、脂肪酸甘油酯类、有机酸单甘脂类、聚甘油脂肪酸酯类等				

资料来源：《食品添加剂的现状与前景》

图表7 食品添加剂安全等级

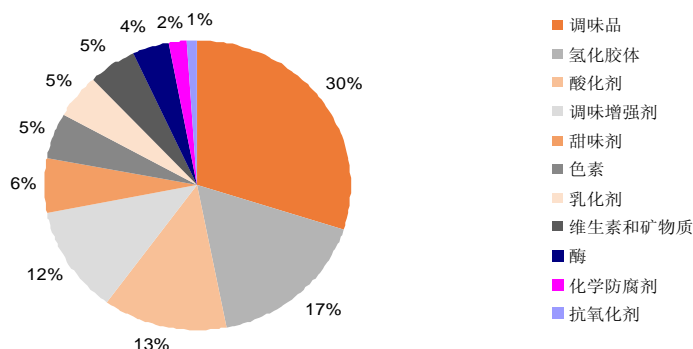
安全等级	含义
A类	(1) 毒理学资料清楚，已制定ADI值(每日允许摄入量)；(2) 毒性有限，不需制定ADI值；(3) 毒理学资料不够完善，暂时允许使用，暂定ADI值
B类	毒理学资料不足，未建立ADI值
C类	食品上不安全，或者应严格控制在某些食品的特殊用途上

资料来源：FAO/WHO

■ 需求刚性，稳定增长。

食品添加剂和下游食品饮料行业发展相关度高，近年来，全球食品添加剂产销增速约为 10%，2010 年全球市场规模为 400 亿美元。目前全球食品添加剂的种类已多达 2.5 万多种，常用的添加剂种类 5000 多种，可直接使用大约 3000~4000 种，其中常用有 600~1000 种。

图表8 全球食品添加剂市场构成

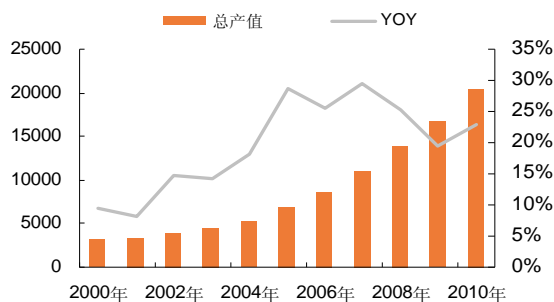


资料来源：平安证券研究所整理

在我国食品添加剂市场规模快速成长，2009 年产量 671 万吨，销售额 669 亿元，约占当年食品饮料行业产值的 4%，年复合增速超过 15%。近年来发生了苏丹红、三聚氰胺、“瘦肉精”诸多对行业影响负面事件，这主要是由于非法、超量、超范围使用食品添加剂，以及商家诚信和食品安全监督体制不完善造成，目前该问题已经引起了国家高度关注，食品添加剂监管将日益完善，行业较混乱秩序有望扭转。

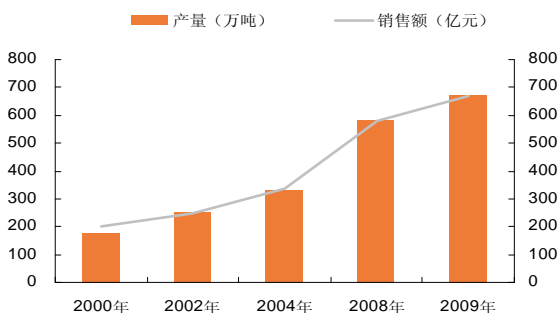
需求方面，食品添加剂下游为食品和饮料行业，随着人们消费水平提高，食品饮料行业仍保持 20%左右增长，并且对食品可口性、安全性提出更高要求，对上游食品添加剂需求刚性，预计未来全行业年复合增速在约为 15%。

图表9 我国食品饮料行业产值较快增长 单位：亿元



资料来源：CEIC

图表10 我国食品添加剂发展和下游基本同步



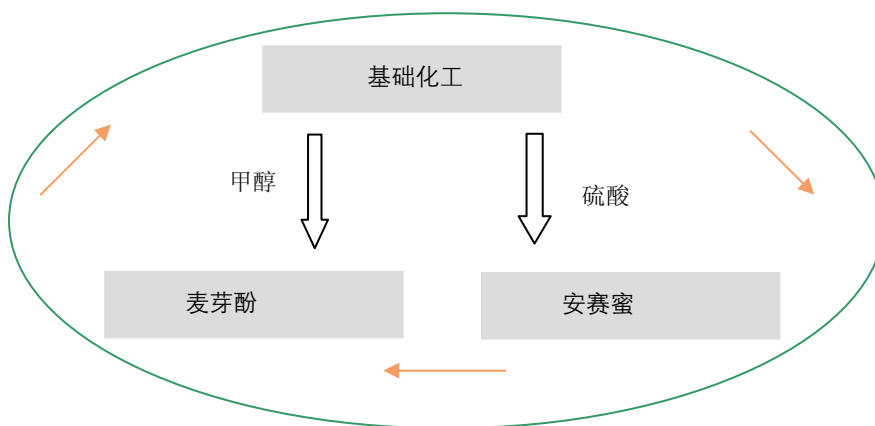
资料来源：公司招股书、平安证券研究所整理

■ 公司食品添加剂发展迅速，与基础化工协同效应突出

近年来，公司食品添加剂发展较为迅速，产销量持续增加，目前安赛蜜和麦芽酚产能均为 4000 吨，分列行业第二和第一，并且不同于基础化工产品，价格较为平稳，盈利水平较稳定，从历史数据看，除 09 年由于原材料大幅下降导致公司食品添加剂毛利率提高外，其余年份毛利率较稳定。

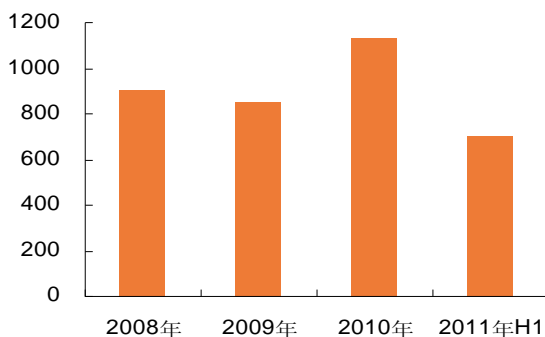
公司现有食品添加剂与基础化工产品具有产业链联系，进行物料及能源、公用设施的共享，协同性较强，形成不同于其他食品添加剂生产企业的独特优势。

图表11 食品添加剂与基础基础化工有机联系



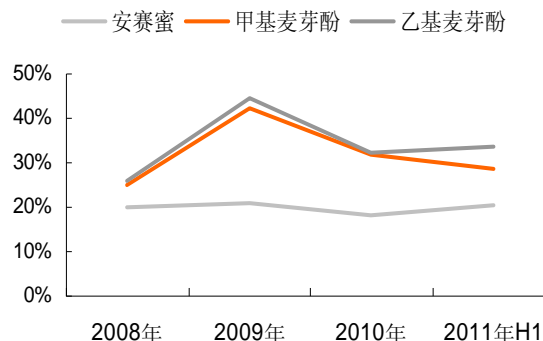
资料来源：平安证券研究所

图表12 公司食品添加剂销售增长较好 单位：百万元



资料来源：Wind

图表13 公司食品添加剂的毛利率较稳定



资料来源：Wind

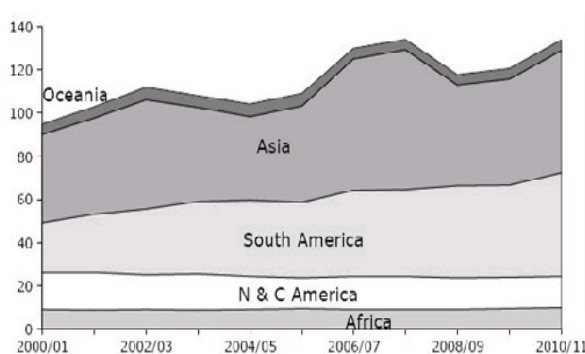
2.2 安赛蜜替代空间大，扩产破解产能瓶颈

■ 安赛蜜性价比高，未来替代空间较大

(1) 高倍甜味剂代表甜味剂的发展方向。甜味剂是指赋予食品以甜味的食物添加剂，种类较多。根据热量和营养含量可分为功能性甜味剂和糖醇类甜味剂，其中前者不含或者含少量热量，不参与人体代谢，能达到得到甜味的同时少摄入热量，而糖醇类甜味剂包括木糖醇、麦芽糖醇等，目前市场以木糖醇为主，主要应用于口香糖，在食品饮料中用量不大。根据甜度不同，甜味剂又可分为高倍甜味剂和普通甜味剂，高倍甜味剂甜度通常在蔗糖的 10 倍以上。

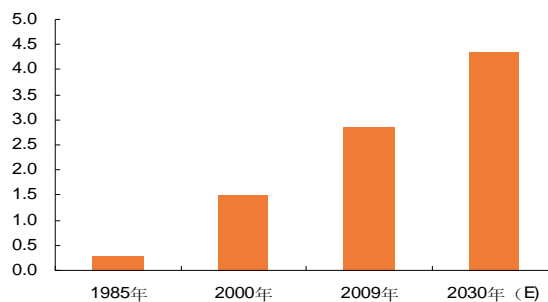
目前我国已经是全球最大的人工合成甜味剂生产国和消费国，2009 年产量高达 20 万吨，其中功能性高倍甜味剂为市场主导产品，根据《中国轻工业年鉴》数据，2008 年人工合成高倍甜味剂产量为 17.4 万吨。这主要是由两个方面原因引起，首先，传统甜味来源蔗糖为农产品，产量有限，极易受天气影响，价格波动大；其次，随着全球肥胖者、糖尿病患者增加，低热量、低营养甜味剂市场需求旺盛。

图表14 全球蔗糖产量示意图 单位: 百万吨(原糖值)



资料来源: 广西糖网

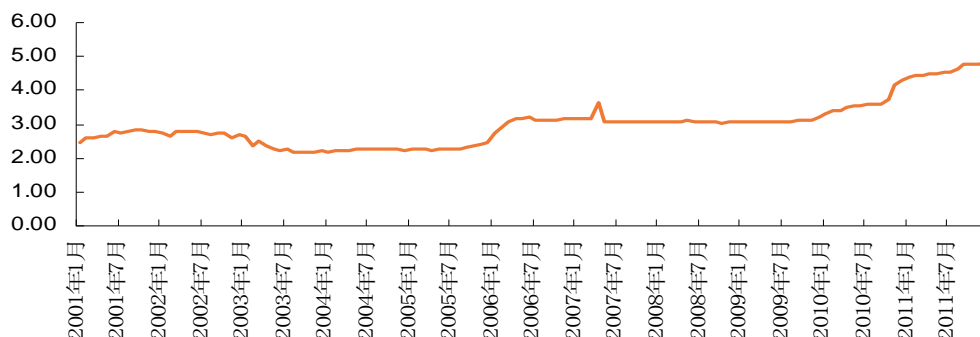
图表15 全球糖尿病患者快速增加 单位: 亿人



资料来源: IDF(国际糖尿病联合会), 平安证券研究所整理

图表16 近十年白砂糖零售价格维持向上态势

单位: 元/斤



资料来源: CEIC

(2) 安赛蜜安全性良好, 价甜比突出, 未来前景广阔。目前世界各国已批准的高倍甜味剂约 20 种, 常用的主要有糖精、甜蜜素、安赛蜜、阿斯巴甜等 7 种, 在我国这七种甜味剂 2009 年产量为 16 万吨。消费结构上, 由于糖精和甜蜜素价格较便宜, 仍为我国甜味剂的主体, 但二者安全性不足问题凸显, 其中糖精会导致肿瘤, 在西方很多国家已经禁用, 我国也限制发展, 甜蜜素含致癌的环己胺和二戊己胺, 在美、日、英等 40 多个国家禁用。

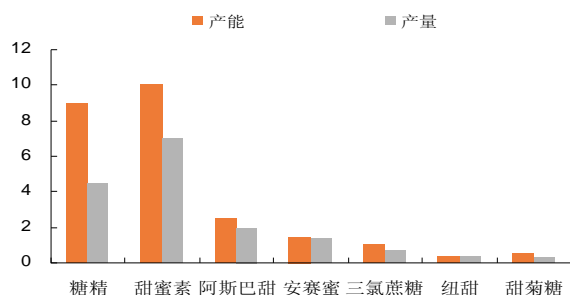
安赛蜜, 又名 AK 糖, 经 15 年试验和检查, 公认为安全无害的添加剂, 与替代品相比, 甜度适中, 添加容易, 价甜比具有吸引力。目前全球安赛蜜市场规模仅约为 1.8 万吨, 未来对糖精和甜蜜素替代空间较大, 如替代我国现有 50%糖精和甜蜜素, 将新增需求 4.25 万吨, 成长空间较大, 根据行业协会预测 2013 年安赛蜜需求突破 7 万吨, 一举成为使用量最大的高倍甜味剂。

图表17 安赛蜜安全性及经济性良好

名称	甜度倍数	价甜比	安全性	易用性
糖精	350	0.09	有引致肿瘤的风险	较易控制
甜蜜素	50	0.26	有引发多种疾病的风险	较易控制
阿斯巴甜	200	0.55	有质疑, 苯丙酮尿症患者不宜使用	较易控制
安赛蜜	200	0.25	经15年验证, 安全、无害	较易控制
三氯蔗糖	650	1.69	无显著不良反应	较难控制
纽甜	6000	0.50	无显著不良反应	甜度过高, 不易控制
甜菊糖	200	1.10	尚处于认证期	较易控制

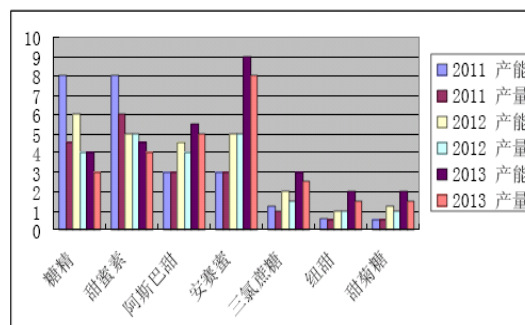
备注: 蔗糖甜度倍数为 1, 价甜比=单位价格/甜度倍数
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表18 2009年我国主要功能甜味剂产量 单位: 万吨



资料来源: 中国食品添加剂和配料协会

图表19 安赛蜜未来需求快速增加 单位: 万吨



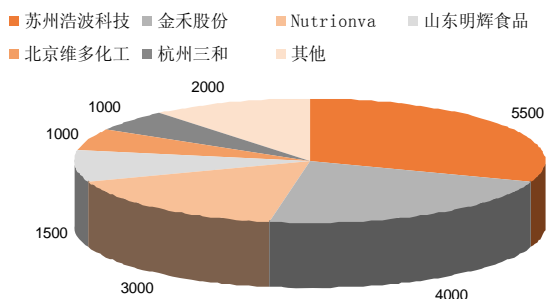
资料来源: 中国食品添加剂和配料协会

■ 产销量良好，募投项目缓解产能瓶颈

2006 年公司介入安赛蜜，成本控制得力，产品定价合理，迅速打开市场，成为行业内第二大的安赛蜜生产企业。目前公司产品行销国内外（各约占公司安赛蜜收入的一半），是伊利、蒙牛、吉百利等国内外知名消费品牌原料供应商。

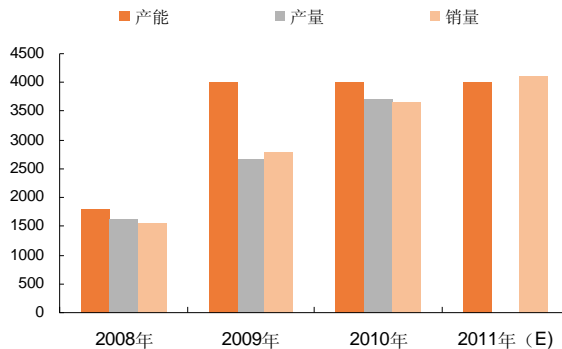
随着销售量增加，公司产能瓶颈显现。2010 年公司安赛蜜销售量为 3600 多吨，受下游需求拉动以及产品认可度提高，公司安赛蜜市场占有率提升，我们预计 2011 年公司安赛蜜处于满产状态。公司正加快募投 5000 吨项目建设，一期 3000 吨有望在今年下半年投产，为 2012 年安赛蜜业务的增长奠定基础。

图表20 公司安赛蜜产能位居行业第二



资料来源：公司公告

图表21 公司安赛蜜已面临产能瓶颈 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所整理

图表22 公司安赛蜜主要终端客户列表

客户名称	产品
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	安赛蜜
内蒙古蒙牛乳业股份有限公司	安赛蜜
广东健力宝饮料有限公司	安赛蜜
厦门银鹭食品有限公司	安赛蜜
今麦郎饮品有限公司	安赛蜜
吉百利股份有限公司 (Cadbury)	安赛蜜

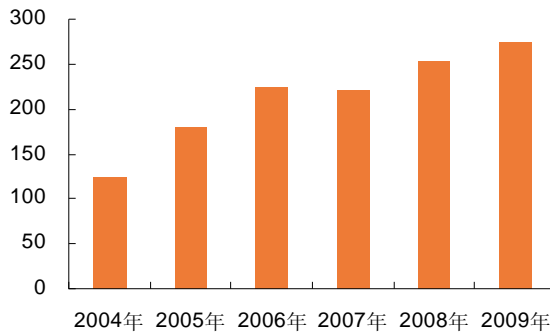
资料来源：公司公告

2.3 麦芽酚市场地位稳固，稳步增长

■ 我国麦芽酚资源优势突出

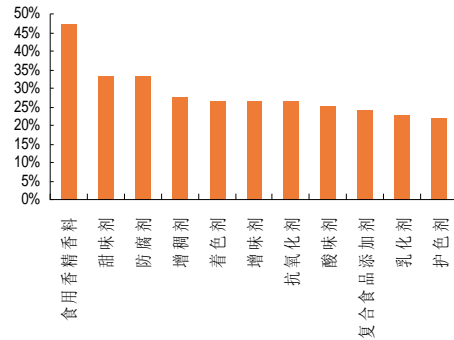
(1) 麦芽酚是广谱安全香料。香精香料是以改善、增强和模仿食品的香气和香味为目的的食品添加剂，也称为增香剂。从产业链看，香精是由香料复配而成，核心体现在香型复配开发，而香料竞争力体现在于成本和品质。香精香料是广泛使用的食品添加剂，根据调查，近半的食品和饮料企业使用香精香料，市场规模持续扩大，2009年食用香精香料产量达到10万吨，比2004年增长85.5%。目前香精市场主要由国际香精香料厂商如芬美意、德之馨、奇华顿等占据，在香料领域我国企业具备较强的市场影响力。

图表23 我国香精香料市场规模持续扩大 单位：亿元



资料来源：中国食品添加剂和配料协会

图表24 香精香料在食品饮料行业使用频繁



资料来源：慧明网行业研究院

麦芽酚属于香料范畴，可分为甲基麦芽酚和乙基麦芽酚，具有三方面特征：第一、安全性好，甲基麦芽酚在自然界存在，被人们长期食用。乙基麦芽酚经过20多年使用，未见不良反应；第二、增香作用广谱性。目前甲、乙基麦芽酚已经广泛应用于食品加工、烹饪、烘焙等领域；第三、替代品少。我国允许使用的天然香料328种，天然等同香料1002种，人造香料198种，由于各种香料风味不同，应用范围有差异，产品之间基本无相互替代性。

图表25 甲基和乙基麦芽酚比较

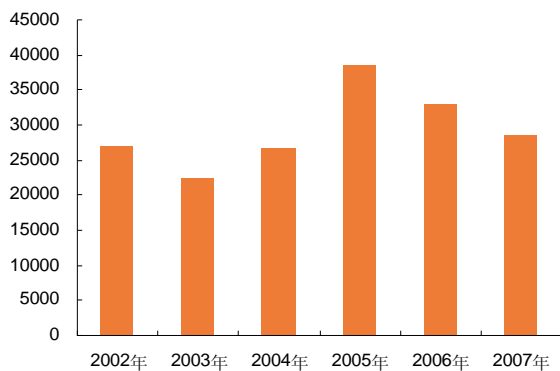
产品	类型	熔点	特征	应用范围
甲基麦芽酚	天然等同香料	90℃	具焦奶油硬糖特殊味道，稀释溶液可释放出草莓味芳香	烘焙制品有优势，医药中间体应用较多
乙基麦芽酚	人造香料	160℃	稀释溶液具水果样焦甜香味；还具有抗菌、防腐性能	增香效果佳，应用广泛

资料来源：公司公告、平安证券研究所

(2) 资源优势明显, 主要产能在中国。麦芽酚的主要原材料为糠醛, 而糠醛主要由玉米芯深加工而来, 我国在资源方面具有优势, 按照我国玉米产量估算, 每年能产出糠醛 200 万吨。

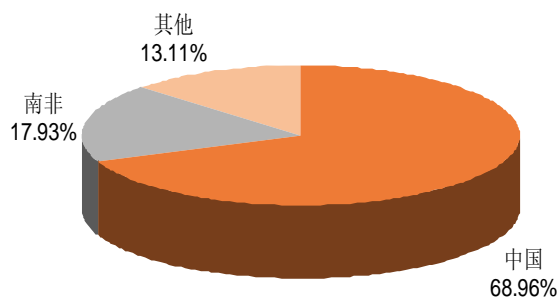
经过几十年的发展, 目前我国已成为了糠醛最大的生产国, 年产量约为 15 万吨, 占全球比重超过 50%, 并且大量出口。凭借糠醛原材料的优势, 我国麦芽酚发展突飞猛进, 目前全球近 1 万吨麦芽酚产能基本集中在中国。

图表26 我国糠醛出口量情况 单位: 吨



资料来源: 《安徽农业科学》

图表27 我国为全球最大的糠醛出口国



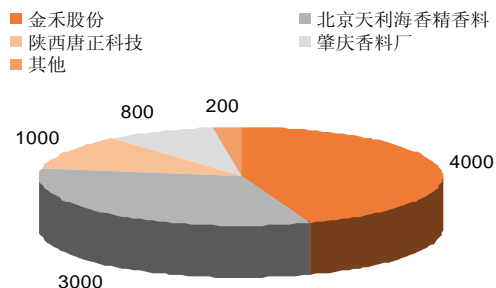
资料来源: 《安徽农业科学》

■ 受益竞争对手调整, 市场占有率提升

公司是我国乃至全球最大的麦芽酚生产企业, 现有产能 4000 吨, 2010 年产销量约 2900 吨。去年由于主要竞争对手进行产能布局调整, 生产受到较大影响, 公司借机加大市场开拓力度, 销售量较快增加, 市场占有率进一步提高。

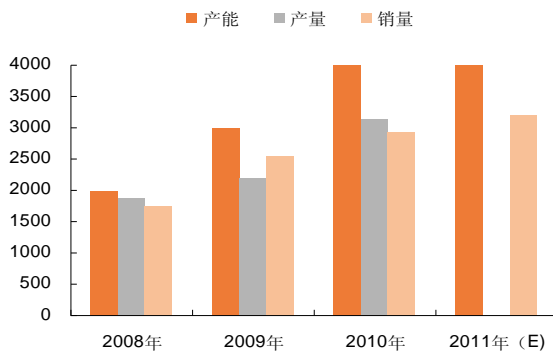
由于麦芽酚市场增长较平稳, 预计未来公司该产品销售以稳步增长为主。

图表28 公司麦芽酚产能行业第一



资料来源: 平安证券研究所整理

图表29 公司麦芽酚产销量逐年增加 单位: 吨



资料来源: 平安证券研究所整理

三、基础化工：景气回升需等待，积极拓展产业链及规模

3.1 公司基础化工竞争优势主要是产业链和区域

- 公司产业链不断延伸，产品系列丰富。

基础化工大宗化学品整体上生产技术较成熟，受上下游影响波动较大，规模、成本控制是体现企业竞争力的重要因素。

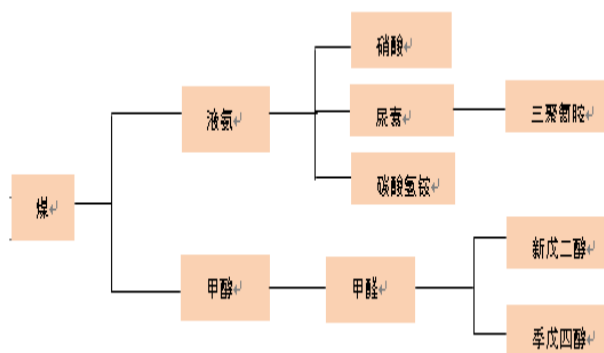
自成立以来，公司基础化工业务沿着合成氨路线，不断延伸产业链，增加了三聚氰胺、甲醛、季戊四醇、新戊二醇等新产品，使公司从单纯化肥生产企业转变为以合成氨为源头的综合性化工企业。公司基础化工产品产业链紧密相连，一方面增加了生产灵活性；另一方面，通过产业链布局，一定程度上减少了单一产品大幅波动的负面影响，对稳定盈利水平具有积极作用，同时也可对冲公司煤炭采购成本的不足。

图表30 公司产品系列不断丰富

产品	1994	1995	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010
碳酸氢铵	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
液氨	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
尿素	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
甲醇		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
乙基麦芽酚			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
甲醛				✓	✓	✓	✓	✓	✓
三聚氰胺					✓	✓	✓	✓	✓
甲基麦芽酚					✓	✓	✓	✓	✓
硝酸						✓	✓	✓	✓
安赛蜜						✓	✓	✓	✓
新戊二醇							✓	✓	✓
季戊四醇								✓	✓
硫酸									✓

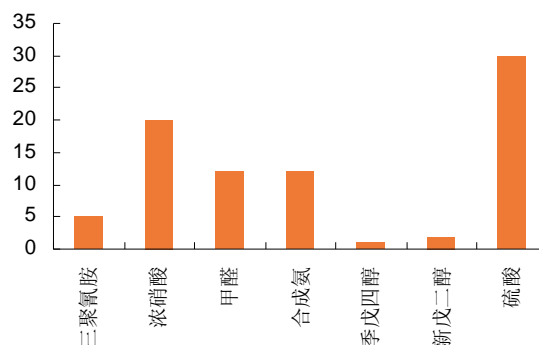
资料来源：公司招股书

图表31 公司基础化工产品产业链关联紧密



资料来源：平安证券研究所整理

图表32 公司基础化工产品产能 单位：万吨



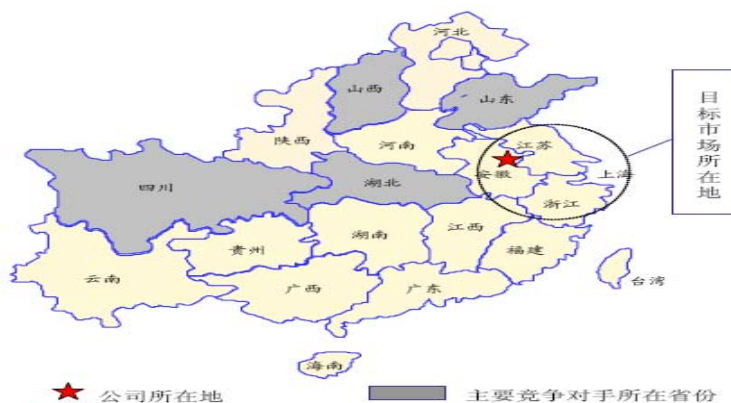
资料来源：平安证券研究所整理

■ 公司生产基地紧邻消费市场。

公司基础化工原料主要为煤，虽然从资源角度，所在区域并不具备十分明显的优势，但公司基础化工产品如液氨、硝酸、甲醛等为危险化学品，单价不高，但运输费用较高，具有销售半径限制，如甲醛运输半径为 200 公里，因此，这些产品上运输距离影响比原材料更大，接近市场企业更具优势。

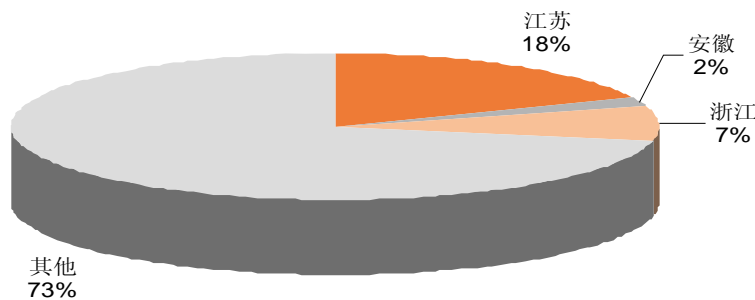
公司所在地滁州市来安县距离南京市仅有 50 公里，地理位置优越，市场辐射至江苏、浙江、安徽等长三角地区，其中江苏和浙江为我国化工强省，分别约占我国化学工业总产值的 18%和 7%。公司基础化工产品优势区域内规模处于领先，而主要竞争对手主要位于山东、山西、四川、湖北等地，到长三角运输距离比公司多 500~1500 公里。在我国基础化工普遍产能过剩的背景下，公司凭借区位优势以及成本优势，保持较好的经营态势。

图表33 公司区位优势明显



资料来源：公司公告

图表34 公司主要市场浙江、江苏是我国化工产值大省（2011年1-11月累计）



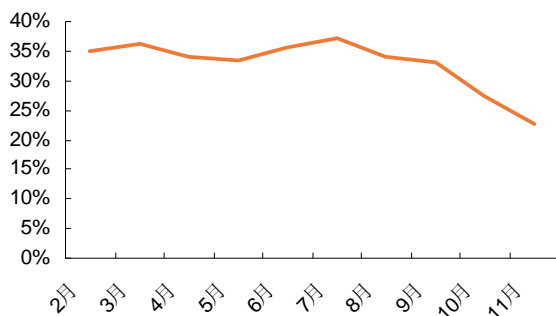
资料来源：石化协会

3.2 景气回升需等待，子公司华尔泰及募投硝基氮肥是未来增长点

- 去年四季度随着宏观经济增长的放缓，石化行业景气度呈下滑态势，化工产品价格普遍出现了下滑。公司产品下游较为广泛，受宏观经济影响，价格也有所下滑，对经营造成了一定的压力。

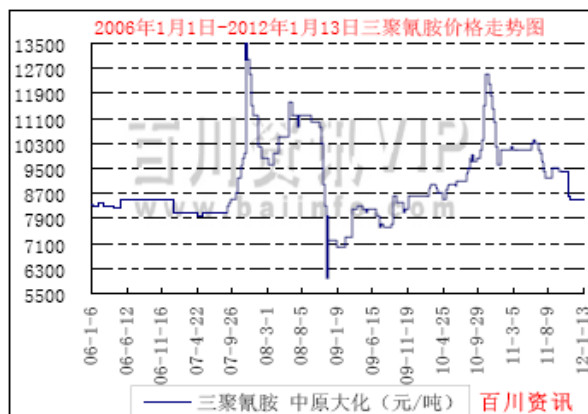
从目前情况看，下游需求依然不明朗，公司基础化工向好仍需宏观经济好转的大环境配合。

图表35 四季度石化行业工业总产值增速减缓



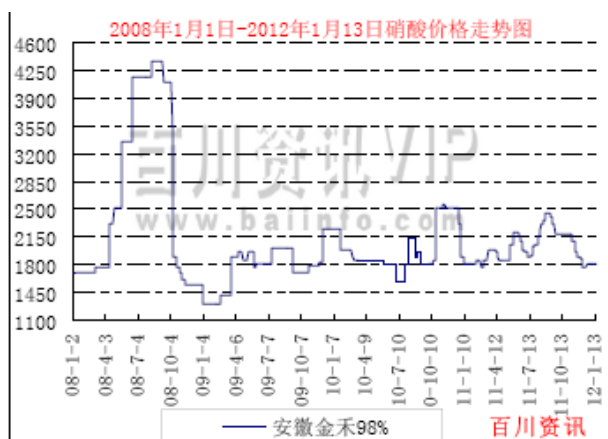
资料来源：石化协会

图表36 三聚氰胺价格走势 单位：元/吨



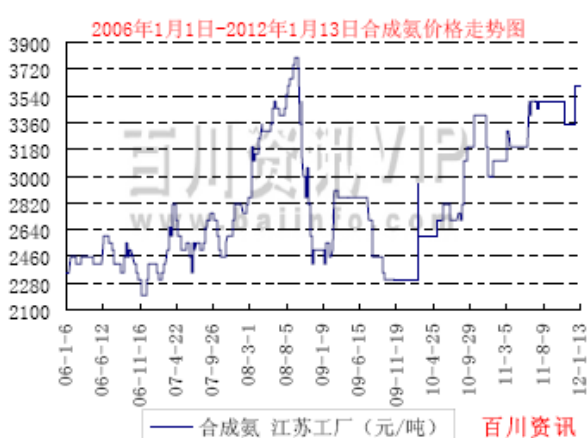
资料来源：平安证券研究所整理

图表37 四季度浓硝酸价格下滑 单位：元/吨



资料来源：石化协会

图表38 华东合成氨价格走势较平稳 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所整理

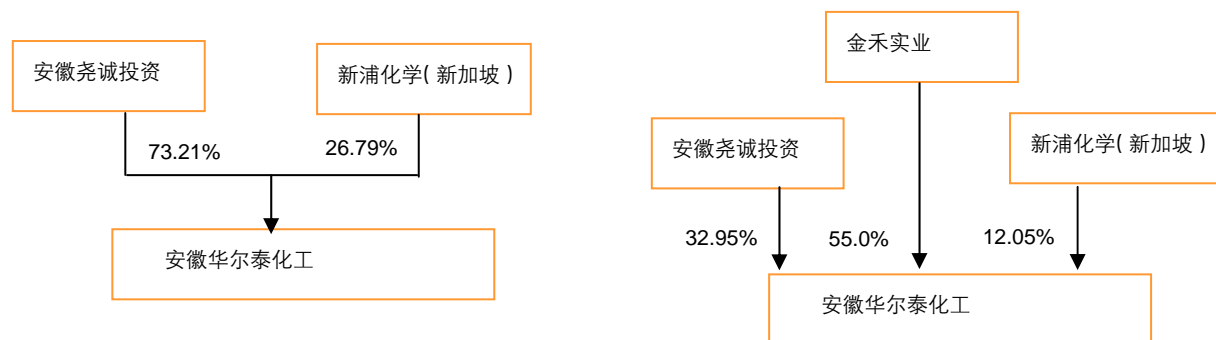
- 今明两年公司基础化工增量主要来自新增子公司华尔泰和募投硝基氮肥项目

- 去年底，公司出资 2.7 亿元对安徽华尔泰化工股份有限公司进行增资，获得 55% 股权，使其成为控股子公司。华尔泰化工位于安徽省池州市东至县，现有年产 18 万吨浓硝酸、12 万吨合成氨、10 万吨农用碳酸氢铵三条主生产线，并配套建有年产 1 万吨硝酸钠/亚硝酸钠、2 万吨甲醇和 80 万吨商品蒸汽生产装置，以及一座年吞吐量为 80 万吨的长江危货码头。

华尔泰硬件设备较先进，但因工艺技术问题，生产过程物耗和能耗较高，开工率偏低，未能有效消化煤炭价格上涨压力，导致 2011 年利润大幅下滑。

目前公司已经派出人员对华尔泰管理和生产进行指导，由于二者业务相似性，公司完全具备使其恢复盈利能力的能力。结合华尔泰过往经营业绩，我们认为经过改善后，华尔泰正常净利润约为 4000 万元，按 55% 股权计算，对公司净利润贡献为 2200 万元。

图表39 公司增资前后华尔泰的股权结构变化



资料来源：公司公告

图表40 华尔泰近年经营情况

时间	收入（万元）	利润（万元）
2008 年	38738.65	6230.49
2009 年	33686.72	3239.66
2010 年	46027.73	5310.82
2011 年 1~8 月	33091.69	60.35

资料来源：公司公告

(2) 硝基氮肥预计 2013 年开始贡献利润

公司另一募投项目为 20 万吨硝酸铵钙，该产品是一种硝基复合肥。硝基复合肥中氮元素以硝酸根的形式存在，能直接被植物吸收，肥效快，吸收率高，还具有抗土壤板结的特征，特别适合生产周期较短的作物。2002 年我国对硝酸铵民用危险爆炸物品进行管理后，未改性的硝酸铵被严禁作为农业肥料进行销售和使用，我国所需硝基复合肥主要依赖进口。随着硝酸铵改性技术进步，硝态复合肥获得了生机，2006 年《农用硝酸铵抗爆性能试验方法及判定》出台，为我国硝基复合肥产品的生产和应用提供了相应标准。

目前我国硝态氮肥占比为 3%，远远低于 14%世界平均水平，从市场需求来看，我国玉米、棉花、烟草、油菜种植面积已达 3400 万 hm^2 ，这些经济作物对硝基复合肥的需求量为 3000 万 t，而我国现有硝基复合肥产能仅 250 万吨，发展空间较大。

公司硝酸铵钙项目具有良好的市场前景，并以主导产品之一硝酸为原材料，吻合公司延伸产业链的发展方向。我们预计新项目将于 2013 年建成投产，成为业绩新增长点之一。

图表41 氮肥的主要种类及特征

主要品种	主要品种	氮存在形式	特征
铵态氮肥	液氨、氨水、碳酸氢铵、硫酸铵、氯化铵	NH_4^+ 、 NH_3	易被土壤胶体吸附，在土壤中移动性小，不易淋失。其肥效不如硝态氮快，但比硝态氮肥效长
硝态氮肥	硝酸钾、硝酸铵、硝酸钠、硝酸钙、硝酸磷肥、硝酸铵钙、硝基复合肥	NO_3^-	易溶于水，在土壤中移动较快，对作物吸收钙镁钾等养分无抑制作用，不宜作基肥和种肥，吸湿性大，易燃易爆
酰胺态氮肥	尿素、石灰氮	$-\text{CONH}_2$	易溶于水，水溶液呈中性反应，高温潮湿的环境下易潮解。宜做基肥和追肥，不宜作种肥
长效氮肥	尿素甲醛、异丁叉二脲、塑料包膜肥料、硫磺包膜尿素、草酰胺	NH_4^+ 、 $-\text{CONH}_2$	溶解度小，释放养分的速度慢，减少氮的淋失和挥发，固定及反硝化等损失。肥效稳且长，能满足作物整个生育期氮素的供应，可一次大量使用

资料来源：《杭州化工》

图表42 世界一些国家硝态氮肥在全部氮肥中占比

国家	硝态氮肥占氮肥总量比	国家	硝态氮肥占氮肥总量比
俄罗斯	27%	德国	14%
波兰	64%	埃及	15%
法国	76%	南非	100%
英国	39%	乌克兰	22%
美国	31%	中国	3%
荷兰	54%	世界平均	14%

资料来源：《磷肥与复肥》

四、收入及盈利预测

关键假设：

1. 安赛蜜一期如期投产，2012 年新增销售量 1000 多吨，麦芽酚稳定增长。食品添加剂产品价格和盈利水平与 2011 年基本持平。
2. 2012 年基础化工产品价格及毛利率同比 2011 年有所下滑。
3. 新增子公司华尔泰较快恢复正常经营。
4. 硝酸铵钙项目 2012 年底基本建成，2013 年全面投产。

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 1.40 元、1.64 元和 2.20 元，对应 2012 年 2 月 10 日收盘价 PE 分别为 19 倍、16 倍和 12 倍，估值与可比公司相当，鉴于公司产业链优势突出，食品添加剂稳定增长，首次给予“推荐”投资评级。

图表43 分产品收入成本预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E	
安赛蜜	价格(元/吨)	43551.22	45000.00	45000.00	45000.00
	销售量(万吨)	3659.35	4500.00	6000.00	8000.00
	收入(百万元)	159.37	202.50	270.00	360.00
	成本(百万元)	130.46	162.00	216.00	288.00
	毛利率	18.14%	20.00%	20.00%	20.00%
甲基麦芽酚	价格(元/吨)	106161.07	107500.00	100000.00	100000.00
	销售量(万吨)	768.19	1000.00	936.00	1066.00
	收入(百万元)	81.55	107.50	93.60	106.60
	成本(百万元)	55.43	76.33	66.46	75.69
	毛利率	32.03%	29.00%	29.00%	29.00%
乙基麦芽酚	价格(元/吨)	95545.53	99500.00	95000.00	95000.00
	销售量(万吨)	2156.24	2200.00	2664.00	3034.00
	收入(百万元)	206.02	218.90	253.08	288.23
	成本(百万元)	139.97	143.82	167.03	190.23
	毛利率	32.06%	34.30%	34.00%	34.00%
硝酸	价格(元/吨)	1657.60	1625.00	1550.00	1550.00
	销售量(万吨)	57392.00	140000.00	280000.00	200000.00
	收入(百万元)	95.13	227.50	434.00	310.00
	成本(百万元)	70.46	179.73	351.54	251.10
	毛利率	25.93%	21.00%	19.00%	19.00%
三聚氰胺	价格(元/吨)	8046.04	8200.00	7800.00	7800.00
	销售量(万吨)	19238.45	38000.00	45000.00	50000.00
	收入(百万元)	154.79	311.60	351.00	390.00
	成本(百万元)	126.30	252.40	287.82	319.80
	毛利率	18.41%	19.00%	18.00%	18.00%

项目		2010A	2011E	2012E	2013E
甲醛	价格(元/吨)	1171.83	1200.00	1100.00	1100.00
	销售量(万吨)	131783.80	120000.00	120000.00	120000.00
	收入(百万元)	154.43	144.00	132.00	132.00
	成本(百万元)	147.29	139.68	128.04	128.04
	毛利率	4.62%	3.00%	3.00%	3.00%
硫酸	价格(元/吨)	376.43	500.00	500.00	500.00
	销售量(万吨)	171222.54	280000.00	300000.00	300000.00
	收入(百万元)	64.45	140.00	150.00	150.00
	成本(百万元)	57.73	126.00	135.00	135.00
	毛利率	10.43%	10.00%	10.00%	10.00%
新戊二醇	价格(元/吨)	13400.18	13000.00	12000.00	12000.00
	销售量(万吨)	11964.58	18000.00	20000.00	22000.00
	收入(百万元)	160.33	234.00	240.00	264.00
	成本(百万元)	142.63	215.28	220.80	242.88
	毛利率	11.04%	8.00%	8.00%	8.00%
碳酸氢铵	价格(元/吨)	556.30	680.00	600.00	620.00
	销售量(万吨)	136236.80	200000.00	240000.00	250000.00
	收入(百万元)	75.79	136.00	144.00	155.00
	成本(百万元)	81.23	129.20	136.80	147.25
	毛利率	-7.18%	5.00%	5.00%	5.00%
液氨	价格(元/吨)	2355.39	2700.00	2550.00	2550.00
	销售量(万吨)	111834.82	90000.00	140000.00	150000.00
	收入(百万元)	263.41	243.00	357.00	382.50
	成本(百万元)	247.27	219.43	321.30	344.25
	毛利率	6.13%	9.70%	10.00%	10.00%
硝酸铵钙	价格(元/吨)			1800.00	1800.00
	销售量(万吨)				180000.00
	收入(百万元)				324.00
	成本(百万元)				243.00
	毛利率				25.00%
双乙烯酮	单价(元/吨)			8000.00	8000.00
	销量(吨)			3000.00	5000.00
	收入(百万元)			24.00	40.00
	成本(百万元)			19.20	32.00
	毛利率			20.00%	20.00%
其他	收入	210.45	150.00	200.00	250.00
	成本	185.57	136.50	182.00	227.50
合计	收入	1625.73	2115.00	2624.68	3152.33
	成本	1384.34	1780.35	2212.79	2624.74
	综合毛利率	14.85%	15.82%	15.69%	16.74%

备注：新增子公司华尔泰产能按55%权益简化处理

资料来源：平安证券研究所

图表44 主要可比公司估值表

可比公司名称	EPS (元/股)				PE (倍)				
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
食品 添加 剂	百润股份	0.54	0.62	0.79	1.02	35.75	30.94	24.25	18.86
	元力股份	0.39	0.67	1.09	1.55	52.48	30.83	18.96	13.30
	晨光生物	0.71	0.92	1.33	1.79	34.13	26.13	18.22	13.47
	平均					40.79	29.30	20.48	15.21
基础 化工	联合化工	0.38	0.51	0.60	0.63	40.79	29.30	20.48	14.23
	兴化股份	0.27	0.52	0.68	0.79	32.39	16.79	12.77	10.97
	华鲁恒升	0.27	0.43	0.67	0.91	33.32	20.82	13.26	9.75
	华昌化工	0.04	0.30	0.31	0.32	225.48	30.28	28.43	28.16
平均						24.30	18.73	15.78	

备注: PE对应股价均为2012年2月10日收盘价
资料来源: Wind

五、风险提示

- (1) 宏观经济影响, 基础化工产品进一步下滑的风险。
- (2) 新项目投产时间低于预期的风险。
- (3) 公司食品添加剂产品市场竞争程度提高的风险。
- (4) 新增子公司盈利恢复未达预期的风险。

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	529	1324	1500	1826
现金	201	764	803	995
应收账款	42	80	99	119
其他应收款	8	10	12	15
预付账款	85	107	133	157
存货	135	174	217	257
其他流动资产	58	190	236	284
非流动资产	529	642	719	738
长期投资	2	2	2	2
固定资产	331	545	639	654
无形资产	38	42	46	50
其他非流动资产	158	53	32	33
资产总计	1059	1967	2219	2564
流动负债	257	279	306	351
短期借款	33	43	43	43
应付账款	140	142	155	184
其他流动负债	84	93	108	124
非流动负债	66	84	84	84
长期借款	36	56	56	56
其他非流动负债	30	28	28	28
负债合计	323	363	390	435
少数股东 权益	11	15	21	28
股本	100	134	134	134
资本公积	256	900	900	900
留存收益	317	504	723	1017
归属母公司股东权益	725	1589	1808	2102
负债和股东权益	1059	1967	2219	2564

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	200	1	160	265
净利润	133	191	225	301
折旧摊销	0	25	38	45
财务费用	6	6	7	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-223	-111	-93
其他经营现金流	61	2	2	3
投资活动现金流	-232	-139	-114	-64
资本支出	240	135	110	60
长期投资	-3	0	0	0
其他投资现金流	5	-4	-4	-4
筹资活动现金流	176	701	-7	-9
短期借款	1	10	0	0
长期借款	29	20	0	0
普通股增加	20	34	0	0
资本公积增加	169	643	0	0
其他筹资现金流	-44	-6	-7	-9
现金净增加额	145	563	39	192

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1626	2115	2625	3152
营业成本	1384	1780	2213	2625
营业税金及附加	5	8	10	11
营业费用	42	55	69	83
管理费用	39	43	61	69
财务费用	6	6	7	9
资产减值损失	3	3	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
营业利润	147	220	262	352
营业外收入	8	6	2	2
营业外支出	2	1	0	0
利润总额	153	225	264	354
所得税	20	33	40	53
净利润	133	191	225	301
少数股东损益	3	4	5	7
归属母公司净利润	130	187	219	294
EBITDA	152	251	307	406
EPS (元)	0.98	1.40	1.64	2.20

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	23.5%	30.1%	24.1%	20.1%
营业利润	63.7%	50.3%	19.0%	34.4%
归属母公司股东权益	59.0%	43.5%	17.3%	34.1%
获利能力				
毛利率(%)	14.8%	15.8%	15.7%	16.7%
净利率(%)	8.0%	8.8%	8.4%	9.3%
ROE(%)	18.0%	11.8%	12.1%	13.9%
ROIC(%)	21.1%	20.0%	20.0%	24.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.5%	18.5%	17.6%	17.0%
净负债比率(%)	21.6%	27.5%	25.5%	22.9%
流动比率	2.06	4.7	4.9	5.2
速动比率	1.52	4.1	4.2	4.5
营运能力				
总资产周转率	1.82	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	35.82	32.8	27.7	27.3
应付账款周转率	10.89	12.6	14.9	15.5
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.40	1.64	2.20
每股经营现金流	1.50	0.01	1.20	1.99
每股净资产	5.43	11.90	13.54	15.74
估值比率				
P/E	27.8	19.4	16.5	12.3
P/B	5.0	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	23	14	11	8.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257