

受益安赛蜜景气，深耕甜味剂领域

金禾实业 (002597.SZ)

推荐 评级

石化化工团队

袁孝锋 ☎: (8621) 2025 2676 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001
王 强 ☎: (8621) 2025 2621 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002
胡 昂 ☎: (8621) 2025 2671 ✉: huang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130512070003

1. 事件

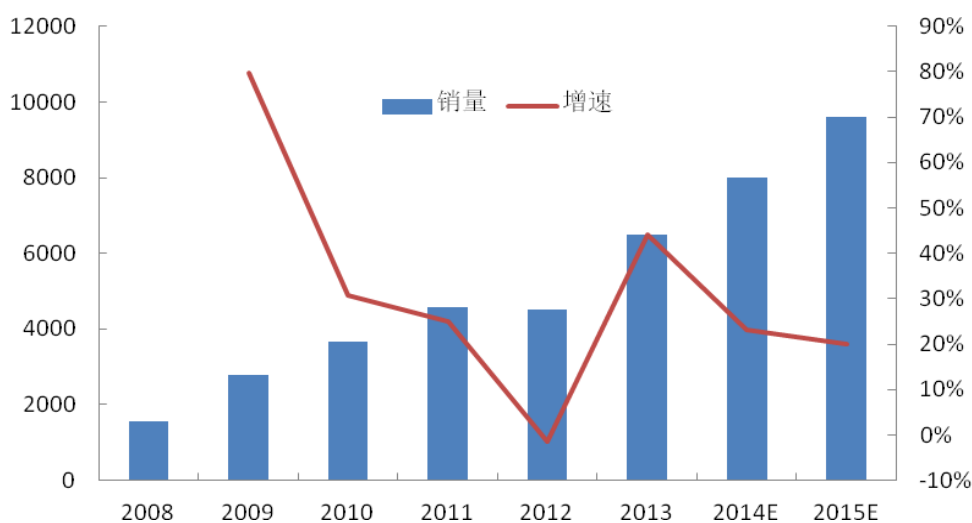
近期我们对金禾实业进行了联合调研，与公司董事长等高管在经营情况、行业发展形势进行了沟通交流。

2. 我们的分析与判断

(一)、打造安赛蜜世界巨头

自06年引入安赛蜜产品以来，公司不断进行技术升级改造和市场渠道开拓，产品品质及销量均大幅提升。安赛蜜收率从20%多增长至68%，且顺利打入饮料巨头供应体系。公司渠道建设日益发挥成效，销量从2008年的1555吨大幅增至13年6600吨，未来两年仍将保持20%及以上的增速，公司的目标是两年内全球市占率由13年的35%提升至60%，产销量达到1.2-1.3万吨/年。

图1：公司安赛蜜产销高速增长（吨/年）

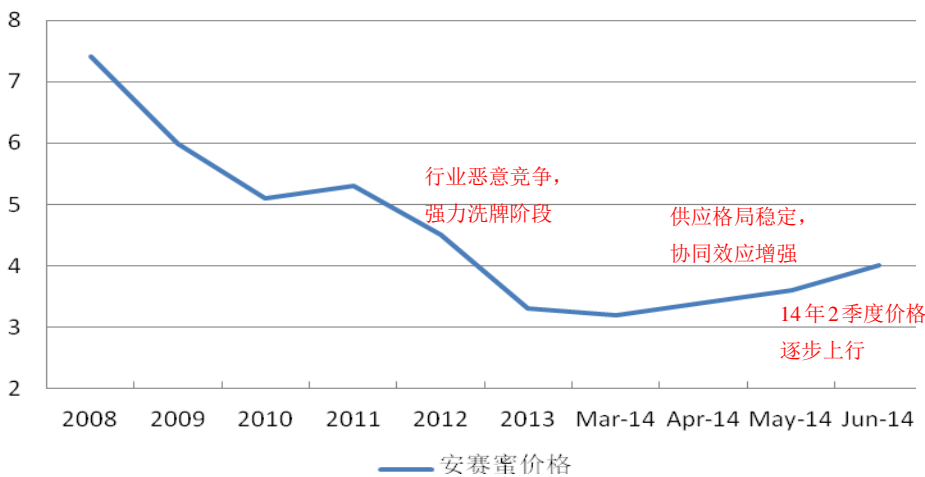


资料来源：中国银河证券研究部

公司产能已居全球第一，原材料自给，成本优势显著。经历两年的恶性竞争、强力洗牌后，

市场集中度大幅提升，小产能逐步退出下，公司对市场及价格的掌控力增强。近期，安赛蜜价格由1季度3.2-3.3万元/吨上涨至目前3.8-4万元/吨，从目前市场供需及结构来看，价格有望持续上涨，如果按照性价比指标，正常价格在6-7万元/吨。（见前期报告：安赛蜜景气反转，金禾实业最受益，2014-06-23）

图2：安赛蜜价格反转



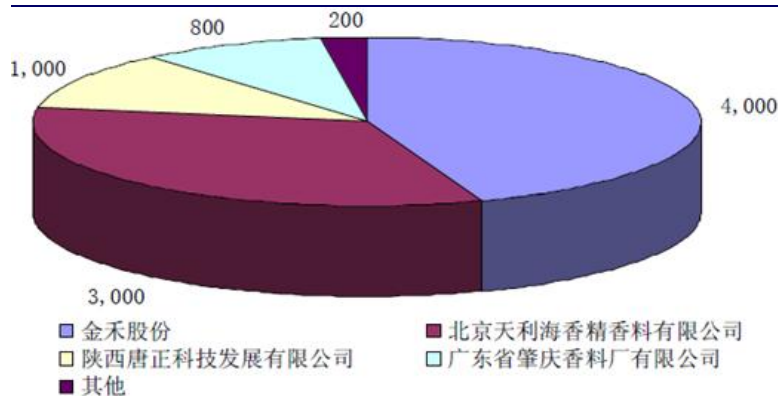
资料来源：金禾实业，中国银河证券研究部

安赛蜜行业对于新进入者来说，壁垒比较明显。首先是收率，直接决定成本，金禾11年收率约为40%多，经过几年的大力投入，聘请外籍专家，收率才得以上升到68%。其次就是市场渠道的建设和开拓，下游食品饮料企业对产品品牌的认知度高。最后就是投资，甜味剂小企业众多，5000吨安赛蜜产能配套原材料的话，投资额约5亿元，对企业的资金需求要求高。

（二）麦芽酚格局稳定，积极开拓下游

麦芽酚行业供应结构好，产能主要在国内，全球需求约7500吨，产能约8000吨。公司去年销量4000吨，毛利率30%多。行业在两家龙头企业的协同效应下，很难有外进入者。后续公司将加大麦芽酚集中下游领域的开拓，比如开发下游产品吡啶元，大约100吨量。

图3：麦芽酚供应集中度高



资料来源：金禾招股说明书，中国银河证券研究部

(三)、做强做大甜味剂领域

公司致力于深耕食品添加剂领域，通过扩张规模、开发新品种以求做大，通过延伸上下游产业链、技术研发及改造以求做强。十二五期间，公司的目标是将精细化工的营收做到 10 个亿，安赛蜜和麦芽酚上，公司的市占率已比较高，因此正积极开发生产其他甜味剂或食品添加剂产品。

全球高倍甜味剂需求约 30 万吨，产值百亿元以上，市场空间大。特别是三氯蔗糖，它是唯一一种以蔗糖为原料的甜味剂，安全性高，甜度约为蔗糖的 600 倍，近年来凭借着优异的综合性能，市场拓展很快，我们估算全球目前的市场空间约 25-30 亿元。三氯蔗糖成本过高，导致价格居高不下，制约着进一步推广，但如果成本下降的话，其替代空间巨大。公司正加大投资研发，以期提高收率降低成本，为进入该领域做准备。

3.投资建议：上调盈利，继续推荐

公司致力于循环经济体系建设，在化工行业景气度低迷的情势下，仍能保持稳定的盈利，现已完成了对基础化工业务的改造升级，盈利及抗风险能力进一步增强。未来几年，公司将不遗余力的在食品添加剂细分领域做大做强，在稳固安赛蜜、麦芽酚龙头地位的同时，开拓其他优势产品。考虑到安赛蜜景气反转，量价齐升，我们上调公司 14-16 年盈利，预计 EPS 分别为 0.67 元、0.93 元和 1.32 元，对应目前股价 PE 分别为 17.3x、12.4x 和 9.7x，给予推荐评级。

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1368	1454	1321	1682	2063
现金	466	514	397	672	987
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	330	290	295	327	355
应收款项	86	104	105	117	126
其它应收款	3	3	3	3	4
存货	295	295	312	338	355
其他	188	248	208	225	237
非流动资产	1203	1602	1756	1748	1798
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	915	1332	1348	1313	1295
无形资产	144	139	133	140	158
其他	142	129	273	293	343
资产总计	2571	3056	3078	3430	3861
流动负债	530	685	591	637	673
短期借款	86	119	40	50	60
应付账款	210	308	312	338	355
预收账款	43	30	30	33	34
其他	190	227	209	217	224
长期负债	117	345	300	400	450
长期借款	98	195	260	360	410
其他	18	149	40	40	40
负债合计	647	1030	891	1037	1123
股本	214	278	278	278	278
资本公积金	819	755	755	755	755
留存收益	0	623	808	1065	1427
少数股东权益	231	236	238	244	247
归属于母公司所有者权益	1631	1735	1842	2098	2461
负债及权益合计	2510	3001	2971	3379	3831

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2783	2977	3035	3364	3645
营业成本	2466	2587	2603	2815	2959
营业税金及附加	10	10	9	10	11
营业费用	91	120	121	135	146
管理费用	60	74	76	84	91

财务费用	3	6	14	19	20
资产减值损失	6	5	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	146	175	212	300	418
营业外收入	11	25	25	25	30
营业外支出	2	14	14	14	14
利润总额	155	187	223	311	434
所得税	21	32	33	47	65
净利润	134	155	189	265	369
少数股东损益	(2)	9	2	5	4
归属于母公司净利润	136	146	187	259	365
EPS (元)	0.49	0.53	0.67	0.93	1.32

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	268	212	195	363	467
净利润	136	146	187	259	363
折旧摊销	0	0	155	148	132
财务费用	0	0	14	21	22
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(48)	(50)	(40)
其它	132	66	(113)	(14)	(11)
投资活动现金流	(463)	(243)	(300)	(180)	(192)
资本支出	0	0	(320)	(180)	(192)
其他投资	(463)	(243)	20	0	0
筹资活动现金流	(82)	80	(111)	92	40
借款变动	0	0	35	110	60
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(3)	(3)	(3)
其他	(82)	80	(143)	(16)	(17)
现金净增加额	(277)	49	(117)	274	315

评级标准

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强、胡昂，石油化工行业证券分析师。3 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：高兴 010- 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：李笑裕 010- 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn