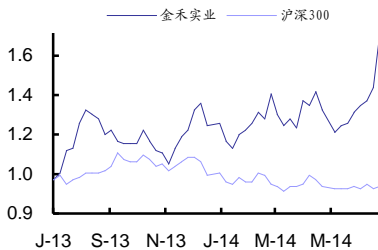


证券研究报告—动态报告
基础化工
化学原料
金禾实业 (002597)
推荐

合理估值: 17.25 元 昨收盘: 13.51 元 (维持评级)

2014年07月02日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	278/112
总市值/流通(百万元)	3,751/1,515
上证综指/深圳成指	2,050/7,297
12个月最高/最低(元)	13.89/7.48

相关研究报告:

《金禾实业-002597-重大事件快评: 安赛蜜格局在重塑, 价格有望持续上涨》——
 2014-06-26

证券分析师: 李云鑫

电话: 021-60933142

E-MAIL: liyunx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514020001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

单寡头时代, 安赛蜜景气反转

● 维持“推荐”评级, 合理估值 17.25 元

安赛蜜行业正在发生深刻的变革, 行业整合若能顺利完成, 金禾一家独占全球 70% 的份额, 安赛蜜将进入单寡头时代, 行业格局甚至还优于染料。由于安赛蜜在下游所占成本极低, 金禾有望迎来安赛蜜的量价齐升。预计 14-16 年 EPS 分别为 0.69/0.88/1.09 元, 同比增长 31%/28%/24%。公司基本面改善速度和强度有可能超出预期, 维持“推荐”评级, 合理估值 17.25 元。

● 安赛蜜有望迎来单寡头时代, 格局甚至优于染料

安赛蜜全球产能约为 2.3 万吨, 金禾和苏州浩波合计占据全球 70% 的份额。在经历了数年的恶性竞争后, 苏州浩波在多种因素之下, 陷入不可挽回的经营困境, 难以为继。我们判断大概率将由金禾来主导完成行业的整合, 届时金禾将独占全球 70% 的份额, 获得绝对的掌控权, 安赛蜜将进入单寡头时代, 竞争格局甚至优于染料。

● 公司优势冠绝行业, 新增产能较难

化工产品的景气反转, 市场最大的担忧来自新增产能。我们认为无需担心, 1, 投资壁垒较高, 5000 吨的安赛蜜再加上配套的双乙烯酮和三氧化硫, 投资额在 5 个亿, 万吨投资达到 10 亿元, 不可谓不高; 2, 成本优势, 收率和原料配套是核心, 金禾多年摸索拥有行业内最低成本, 才能在价格战中“熬死”浩波, 对新进入者形成威慑; 3, 下游食品饮料出于口味一致性和安全性考虑, 不会轻易更换供应商, 新进入者开拓市场的过程会极其漫长。

● 安赛蜜价格开始上涨, 进入上行通道

13 年全年平均价格在 2.7 万元/吨, 14 年来价格开始底部回升。在原料双乙烯酮爆炸事件的推动下, 安赛蜜价格从 3 月份的 3.3 万元冲至当前的 4 万元/吨, 月均 3000-4000 元/吨的涨幅。“价格战”结束后, 根据价甜比, 安赛蜜的合理价格在 5.5-6 万元/吨, 仍有 2 万元/吨的涨幅空间。不排除在一超独霸的格局下, 价格创下历史新高的可能。我们测算, 安赛蜜每涨 5000 元/吨, 将增厚 EPS 0.1 元。持续上涨的价格构成最好的股价催化剂。

● 风险提示

新增产能出现, 产品价格出现下滑

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,783	2,977	3,399	3,809	4,221
(+/-%)	21.8%	7.0%	14.1%	12.1%	10.8%
净利润(百万元)	136	146	191	244	304
(+/-%)	-27.1%	7.8%	30.8%	28.0%	24.3%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.53	0.69	0.88	1.09
EBIT Margin	5.7%	6.5%	7.2%	8.1%	9.0%
净资产收益率(ROE)	8.0%	8.2%	10.1%	12.2%	14.1%
市盈率(PE)	27.7	25.7	19.6	15.3	12.4
EV/EBITDA	13.4	12.3	12.6	10.9	9.5
市净率(PB)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

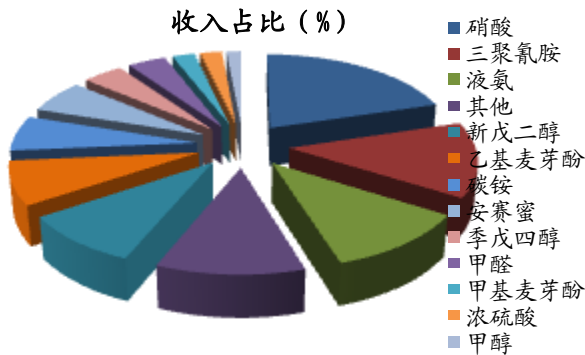
拓展产业链&循环经济双轮驱动

主业涵盖基础化工&精细化工

公司的发展源于传统的氮肥业务，但从03年开始涉足精细化工中的食品添加剂领域，主营业务因此分为两大块。从营收来看，基础化工产品仍是大头，占据了84%的份额。但以食品添加剂为代表的精细化工板块，盈利能力则更强，在毛利中占比接近30%。

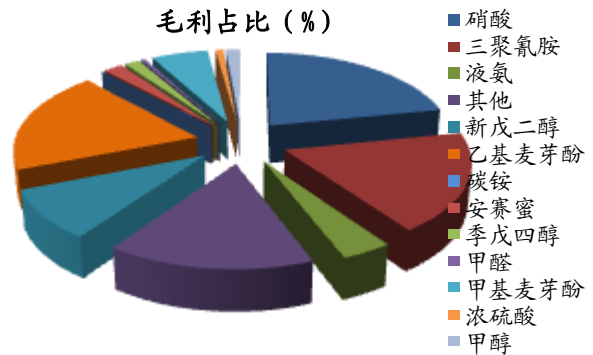
金禾的精细化工产品主要为食品添加剂，分别是以甲、乙基麦芽酚为代表的香料和安赛蜜为代表的甜味剂。安赛蜜为广泛使用的功能性甜味剂，值得一提的是，由于近年来恶性竞争，盈利能力大幅下滑，带动精细化工板块毛利占比从44%下滑到30%左右。

图 1：基础化工板块在收入中占比仍较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：精细化工板块毛利占比接近 30%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

延伸产业链&循环经济的发展思路

从公司的发展历程来看，两条主线始终贯穿其中。

1、延伸产业链，拓展新产品，从而获得更高的附加值。这从公司产品线的不断丰富就可看出端倪。公司起源于传统氮肥厂，以液氨、碳酸氢铵、尿素为主。而后，在液氨生产过程中联产甲醇，同时向下游延伸生产硝酸；国内尿素产能过剩后，就向下生产三聚氰胺。联产的甲醇，以其为起点，向下拓展甲醛、新戊二醇、季戊四醇等高附加值产品。和同期不断倒闭的化工厂相比，持续的拓展不断放大金禾的发展空间。公司的发展历程，本质上就是从普通氮肥向基础化工产品，再到精细化工的不断突破的过程。

公司从96年开始涉足乙基麦芽酚，03年则增加了甲基麦芽酚，并开始研发安赛蜜，并于2006年正式推出。我们认为这具有本质的不同，从此强周期的基础化工产品和弱周期的食品添加剂，相辅相成，价格弹性和成长性兼备，使公司脱离传统意义上的化工企业的范畴。

2、循环经济和资源综合利用，最大程度降低成本：一方面综合利用蒸汽、电力等辅助生产系统，降低生产成本；同时，各个产品线之间实现有机的连接，循环利用。煤气化制取液氨的过程中联产甲醇，甲醇既是甲、乙基麦芽酚的原料之一，也可用于生产甲醛。甲醛在生产新戊二醇和季戊四醇的过程中都副产甲酸钠，甲酸钠和公司产品硫酸反应生成甲酸，甲酸又可作为新戊二醇和季戊四醇的重要原料。

各个产品线内部和相邻生产线之间，因为循环经济的主线而构成统一有机的整体，从而最大程度实现综合效益和降低成本。这也解释了，金禾的总体成本低于同行业的平均水平。

安赛蜜格局重塑，景气迎来反转

安赛蜜为最新一代甜味剂产品

作为蔗糖的替代品，甜味剂是一类能赋予食品以甜味的食品添加剂。目前世界各地已批准使用的甜味剂约有 20 多种，蔗糖、葡萄糖、果糖等由于被长期使用，并不是认为是甜味剂。甜味剂按来源可分为两大类：天然甜味剂，主要以糖醇类的木糖醇为主；人工合成的甜味剂，包括糖精、甜味素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜、甜菊糖等。

甜味剂替代蔗糖需要解决三个核心问题。1、成本：改换糖源，食品厂商可以降低生产成本；2、口感：对于食品饮料在口味上的影响只能是更好；3、安全：食品添加剂的安全性考虑。结合这三个指标，我们来对甜味剂进行梳理。

首先用价甜比来进行成本端的衡量：价甜比用来表征单位甜度的价格，其值越小，说明该产品的经济价值越高，对下游来说，使用成本就越低。从数据上可以看到，安赛蜜为糖精和甜味素之外性价比最高的甜味剂。

表 1：不同甜味产品的价甜比

名称	目前平均价格（元/kg）	甜度倍数	价甜比
蔗糖	4.00	1.00	4.00
葡萄糖（无水）	4.80	0.80	6.00
糖精	33.00	350.00	0.09
甜味素	13.00	50.00	0.26
阿斯巴甜	110.00	200.00	0.55
安赛蜜	50.00	200.00	0.25
三氯蔗糖	1100.00	650.00	1.69
纽甜	3000.00	6000.00	0.50
甜菊糖	220.00	200.00	1.10

资料来源：《甜味剂种类概述与发展趋势》、国信证券经济研究所整理

至于口感，基本上认为是蔗糖>葡萄糖>三氯蔗糖>安赛蜜>阿斯巴甜>纽甜。糖精、甜味素、甜菊糖都稍微有一些不良口感，影响使用效果。

对于食品添加剂的安全性问题，历来得到高度重视。为保证甜味剂的使用安全，国内外都制定了严格的标准，成立已 40 多年的 JECFA 是国际上对食品添加剂安全性评价的最高权威机构。该机构在综合对所有甜味剂实验的基础上提出 ADI 值（每人每天每公斤使用毫克量），来表征安全性。常见的甜味剂 ADI 值分别为：糖精 0-5mg，阿斯巴甜 0-40mg，甜蜜素 0-11mg，安赛蜜 0-15mg，三氯蔗糖 0-15mg，阿里甜 0-1mg。一般来说，ADI 值越高安全性越好。

表 2：不同甜味产品的安全性

名称	ADI 值	安全性
蔗糖	-	安全，热量较大。富含糖分和热量，对糖尿病和肥胖人士不利
葡萄糖（无水）	-	
糖精	0-5mg	存在引发肿瘤的风险
甜蜜素	0-15mg	有引发多种疾病的风险，已在美国和日本等多个国家禁用
阿斯巴甜	0-40mg	安全性受到一定质疑，曾被美国 FDA 拒绝批准使用作为代糖；苯丙酮尿症患者不宜使用
安赛蜜	0-15mg	长达 15 年的实验和检查，获得世界卫生组织、FDA、欧共体等权威机构的认可
三氯蔗糖	-	安全性较好，显著不良反应
纽甜	-	安全性较好，无显著不良反应

资料来源：《中国甜味剂的现状》、国信证券经济研究所整理

综合来看，安赛蜜作为甜味剂具有显著的综合优势，获得了广泛的应用。安赛蜜又

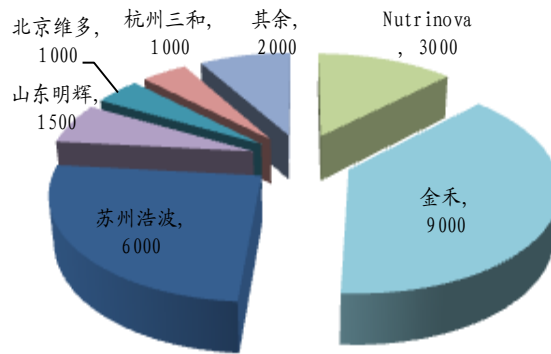
名 AK 糖，化学名为乙酰磺胺酸钾，1967 年由德国赫斯特公司首次合成，经过 15 年的试验和检查后，1983 和 1998 年，欧盟和美国分别批准其使用，国内也在 1992 年对其放行。安赛蜜是公认的性价比高，使用安全的甜味剂，目前全球已有 100 多个国家正式批准安赛蜜用于食品、饮料、口腔保健、化妆品及药剂等领域。

安赛蜜口味清爽，甜味感觉迅速，酷似蔗糖，但甜度为蔗糖的 200 倍。最大的优点是具有高稳定性，在人体内不参与代谢，不产生热量，因此在代替蔗糖使用的同时，可以降低食物和饮料中的卡路里含量。日常生活中常见的添加安赛蜜的饮料和食品包括，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、恰恰瓜子、喜之郎、绿箭、益达、乐事等。

全球产能相对集中，行业经历过恶性竞争

从世界范围来看，安赛蜜只能算一个小行业，10 亿元的规模空间。虽如此，安赛蜜的竞争格局较好，全球厂商不足 10 家。作为发源地，德国的 Nutrinova 拥有 3000 吨产能，也是国外唯一的安赛蜜企业，专利带来的硬性制约是主要原因。2005 年全球安赛蜜专利到期后，至今国内从事安赛蜜的企业主要有 5 家，分别是金禾的 9000 吨，苏州浩波 6000 吨，山东明辉 1500 吨，北京维多 1000 吨，杭州三和 1000 吨，其余合计约为 2000 吨左右。从实际需求来看，全球对安赛蜜的消费量维持在 18000-20000 吨之间，比较稳定，全球的安赛蜜供需维持着相对平衡。

图 3：世界安赛蜜格局

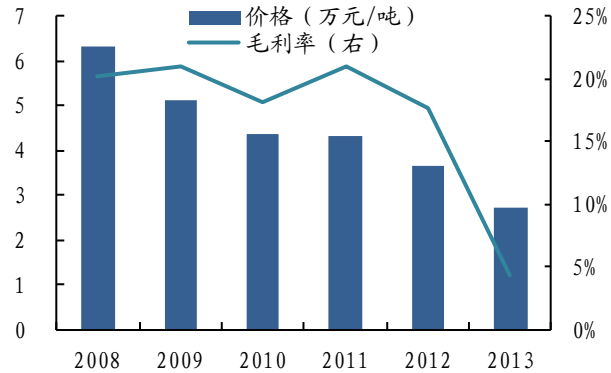


资料来源：中国知网、国信证券经济研究所整理

在这其中，德国的 Nutrinova 多年来一直未曾扩产，始终维持在 3000 吨左右的规模，且主要供应欧洲和北美市场。由于浩波和金禾的恶性竞争，给行业生态造成了毁灭性的影响。就结果来说，根据我们的产业链调研，山东明辉已事实上停产，为维持现有客户，外购（我们推测主要来自浩波和金禾）再贴牌卖给客户。维多的 1500 吨时开时停，缺乏稳定生产。金禾和浩波实际掌控了全球 70% 以上的份额，具有绝对的话语权。

行业之前经历过恶化：05 年专利到期后，金禾于 2006 年正式投产 500 吨/a 的安赛蜜生产线。2008 年时增加至 1800 吨，2009 年时则进一步扩产至 4000 吨，一举成为国内仅次于浩波的第二大安赛蜜生产企业。作为行业内的新进入者，在金禾发展的同时，遭到了浩波的强烈压制，两者进行了恶性的价格战。在成本未见明显下降的情况下，安赛蜜的售价从 2008 年的 6.3 万元/吨一路坠落至 2013 年末的 3 万元/吨，毛利率从 08 年的 20% 下降到 13 年的 4%。价格的单边下滑，给国内安赛蜜企业带来重创，根据我们的测算，4% 的毛利率再加上三项费用，基本处于盈亏平衡点附近，业内享誉的循环经济具备低成本优势的金禾尚且如此，行业内其它企业则基本长期在亏损，苦苦支撑。

图 4: 国内安赛蜜价格变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

金禾在恶性竞争中胜出，行业新增产能较难

全球安赛蜜的需求多年来一直维持稳定,我们判断增速约 5%。从金禾的产销来看,从 2005 年的 1550 吨到 2013 年的 6600 吨,复合增速超过 30%,蚕食竞争对手的市场份额为唯一的解释。浩波自身的经营恶化,也在同期发生,其原因可能多种,我们无从推测,但和金禾的恶性竞争,导致作为主营产品的安赛蜜大幅下滑,肯定是其中最重要的因素之一。从公开资料显示,2010 年时浩波曾寻求过 IPO,之后无疾而终,安赛蜜造成盈利下滑应该是主因。

在这里我们需要解释两个问题

1、为什么在价格战中浩波及其它厂家都倒下了?

浩波最早作为国内最大的安赛蜜企业,和下游客户合作已久。但在和金禾的价格战中轰然倒下,除自身经营方面的原因外,工艺路线导致的成本劣势则是另外一个重要因素。当前国内外普遍采用的安赛蜜生产工艺,均由双乙烯酮和三氧化硫合成。在这其中,国内只有浩波和金禾配套了原料双乙烯酮和三氧化硫,因此整体成本要比外购原料的厂商如山东明辉、北京维多等低 1000-2000 元/吨。

而在配套了双乙烯酮和三氧化硫的浩波和金禾之间,决定其成本差异的关键因素在于安赛蜜的收率。困扰国内外安赛蜜行业的一个重要问题是,双乙烯酮+三氧化硫工艺,整体收率一直难以提高。金禾经过多年的自主研发,再加上引进国外技术消化吸收,整体收率已从 08 年 50%左右提升到 13 年底的 70%左右。这也解释了从 08 年以来安赛蜜价格不断下滑,毛利率却维持相对稳定。根据我们的草根调研,苏州浩波的安赛蜜收率在 60%左右,10 个百分点的差距,以 14 年初 3 万元/吨的售价来计算,成本就相差了 3000 元/吨。

根据我们的数据推测,金禾的安赛蜜完全成本在 3.1 万元/吨左右,浩波不算财务费用,完全成本约为 3.5 万元/吨,加上财务费用则高达 4 万元/吨的成本。因此,过去两个月安赛蜜价格从 3.3 万元/吨涨至当前的 4 万元/吨,金禾可以获得超过 5000 元的吨净利,而浩波仍在成本线附近挣扎。

2、新增产能是否容易?

对于化工产品的景气反转,持续的时间取决于新增产能的进入与否。市场对此多有疑虑,而我们认为无需担心,整体的进入壁垒仍较高。

工艺壁垒: 安赛蜜为精细化工产品,本身生产工艺较为复杂,产品的收率更是对成本具有决定性。浩波浸淫行业多年,产品的收率至今仍只有 60%,金禾初入行业收率只有 50%,外行介入的话,在收率上需要经过漫长的摸索过程,才能在成本端摆脱处于劣势的被动局面。

客户壁垒: 安赛蜜自 05 年专利到期后,全世界多年来也不过 10 家企业,并没有

大幅新增产能，格局相对稳定。由于用于下游食品饮料领域，所占成本极小，出于安全性和口感一致性的考虑，下游更换供应商的可能性很小，因此新进入者欲开拓市场，历时弥久，难度不可谓不大。

资金壁垒：前已提及，产品有竞争优势，配套原材料双乙烯酮和三氧化硫是必须的。5000吨的安赛蜜投资成本约在1个亿，而如果配套双乙烯酮和三氧化硫，则全部投资加起来需要4-5个亿，每万吨投资达到10个亿。和基础化工产品每万吨一个亿的投资门槛来说，安赛蜜的进入壁垒不可谓不高。

因此，我们判断即使到时价格上涨，如基础化工产品般涌现大批新进入者的可能性微乎其微，金禾在规模优势和成本优势的推动下，长期对行业形成统治力。

安赛蜜有望形成单寡头格局，价格进入上升通道

现在行业中最大的变量来自浩波。由于产品价格持续倒挂，作为其核心产品，浩波的盈利堪忧。根据产业链内的草根调研，我们判断浩波的资金链面临断掉的风险。雪上加霜的是，当前浩波面临强制搬迁，众所周知的是，化工企业的搬迁往往会带来被迫停产一段时间。根据我们的测算，搬迁后重建可能仍需要5亿以上的投资。我们认为在当前的经营困境下，搬迁或许意味着浩波的死亡，而来自政府层面的要求是，必须在15年（含15年）强制完成。

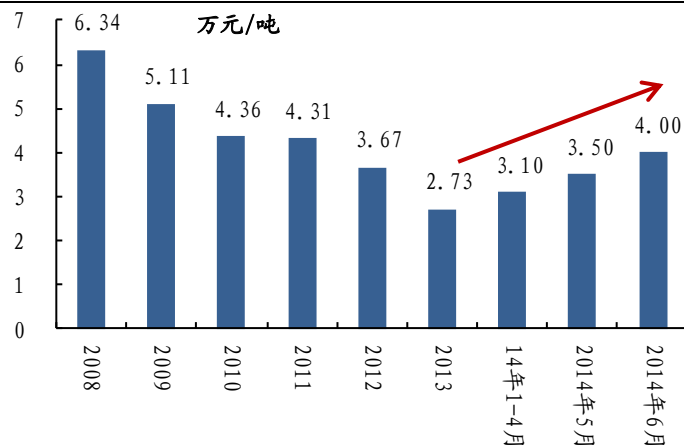
在IPO无望的情况下，包括PE等股东寻求退出也在情理之中。由于行业亏损，我们判断外行接手的概率不大，从常理来推测，届时由金禾来推动行业整合或许是大概率事件。一旦完成整合，我们可以看到的是，金禾将拥有全球70%以上的安赛蜜产能，安赛蜜进入单寡头格局，竞争格局甚至还优于染料。

事实上，年初安赛蜜价格约在3.1万元/吨左右，从4月份开始，产品价格开始以每月3000-4000元/吨的涨幅开始上涨。截至目前，安赛蜜的价格已涨至4万元/吨，金禾已有5000元的吨净利，而浩波仍在成本线附近挣扎。

从安赛蜜占下游成本比例来看，安赛蜜ADI值上限为15mg（每千克的毫克量），以最为普遍的250ml可口可乐来测算，安赛蜜产品价格从3万元/吨涨到6万元/吨，单瓶可口可乐因为安赛蜜增加的成本约为0.0001125元，对应2.5元/瓶的售价而言，实在是可以忽略不计。

从涨价的节奏来看，我们认为在浩波有个明确结论前，安赛蜜产品价格的上限会控制在45000元/吨。若价格继续上行，给浩波足够的缓冲机会，这并不符合竞争规律。我们推断，一旦金禾完成行业整合，市场份额达到60%以上，根据价甜比的合理水平，安赛蜜价格有望冲击6万元/吨，而这是08年的售价，彼时仍有浩波和金禾的相互制约。而在单寡头一超独霸的格局下，价格创下历史新高并非不可能。

图 5: 金禾的安赛蜜价格已开始底部回升



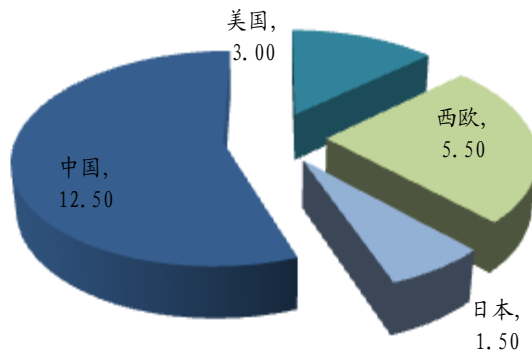
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本端推动，助力安赛蜜价格进一步提升

此轮价格上涨，除了行业整合的影响外，来自原料端的推动同样不容忽视。安赛蜜的核心原材料为双乙烯酮，截至目前国内外分别拥有 10 万左右的产能。双乙烯酮属易燃易爆、有毒产品，需要低温运输（-5℃），因此进出口贸易量都很少，产品主要满足国内需求。国外主要产能分别是德国赫斯特的 2 万吨/a，Wacker Chemie GmbH 和 Lonza AG 的各 1.2 万吨/a，美国伊士曼公司的 1 万吨/a。国内产能约为 12.5 万吨，浩波和江苏天成化工为国内最大厂家，产能分别为 3 万吨/a，合计占比接近 60%。

2014 年 5 月份江苏天成发生严重爆炸，造成国内双乙烯酮产能损失掉 20%以上，复产仍无明确期限。受此影响，双乙烯酮价格从 8000 元/吨冲至 1.5 万元/吨，接近翻倍。安赛蜜的双乙烯酮吨耗为 0.7，我们假设金禾 14 年销量 7000 吨，则约消耗双乙烯酮 5000 吨，金禾配套的双乙烯酮产能为 10000 吨，仍有 5000 吨可用于外售。根据我们的测算，双乙烯酮完全成本约为 6000-7000 元/吨，当前售价为 13500 元/吨，据此线性推断，我们预计双乙烯酮有望贡献 2000 万元以上的净利润。原料价格的大幅提升，在贡献新的盈利增长点的同时，也会进一步助力安赛蜜价格的提升。

图 6：世界双乙烯酮产能分布（万吨）



资料来源：《双乙烯酮市场概况及技术进展浅析》、国信证券经济研究所整理

表 3：国内主要双乙烯酮生产企业

厂家	产能 (万吨/年)	生产工艺
江苏天成化工	3.0	醋酸裂解
苏州浩波	3.0	醋酸裂解
南通醋酸厂	2.0	醋酸裂解
淄博医药化工厂	1.0	醋酸裂解
江苏天龙化工	1.0	醋酸裂解
金禾实业	1.0	醋酸裂解
山东新华制药	0.5	醋酸裂解
山东江海医药	0.5	醋酸裂解
山西凤岭渡	0.5	醋酸裂解
合计	12.5	醋酸裂解

资料来源：《双乙烯酮市场概况及技术进展浅析》、国信证券经济研究所整理

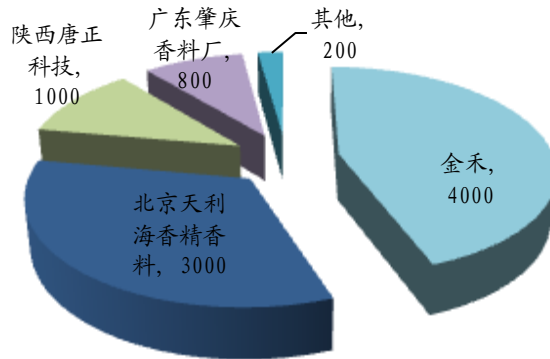
甲、乙基麦芽酚维持相对稳定

甲、乙基麦芽酚为香料的一种，稀释溶液分别具有草莓样和水果样芳香。其应用范围较广，可增加食品的香气和协调食品整体风味，也可用于饮料，降低酸味和苦味，起到“乳化作用”。甲基麦芽酚和乙基麦芽酚特点不尽相同，在作为香料使用上，

乙基麦芽酚的增香效果更好，而甲基麦芽酚由于熔点可高达 160℃（乙基麦芽酚 90℃），因此可用于烘焙制品中。甲、乙基麦芽酚的生产技术和流程基本相似，生产线可复用，只有原料为氯甲烷和氯乙烷的差别。

由于技术水平和原材料供应等原因，目前世界上甲、乙基麦芽酚生产主要集中在中国。目前国内生产甲、乙基麦芽酚的厂家主要有四家，分别为金禾、北京天利海香精香料、广东肇庆香料厂和山西唐正科技，全球产能约 1 万吨左右，金禾在国内规模最大，占比接近 40%。

图 7: 全球甲、乙基麦芽酚产能分布

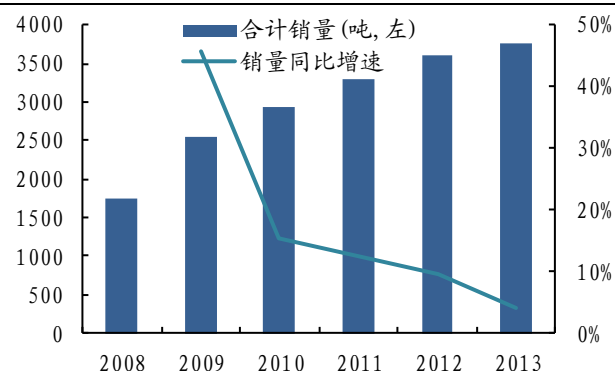


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

由于甲、乙基麦芽酚在国外已有 20 多年的生产和应用历史，目前国内外对其使用的安全性认可度较高。甲基麦芽酚作为天然等同香料，本身即在自然界少量存在并被长期使用，乙基麦芽酚虽是人造香料，但多年使用未见不良反应。作为香料，《食品添加剂使用卫生标准》目前对两者并无使用量的限制。由于甲、乙基麦芽酚增香作用的广谱性，应用领域在不断扩大，近年来在食品调料等调味品的生产中，已成为重要原料之一，未来在饮食行业的市场需求也会大幅增加。

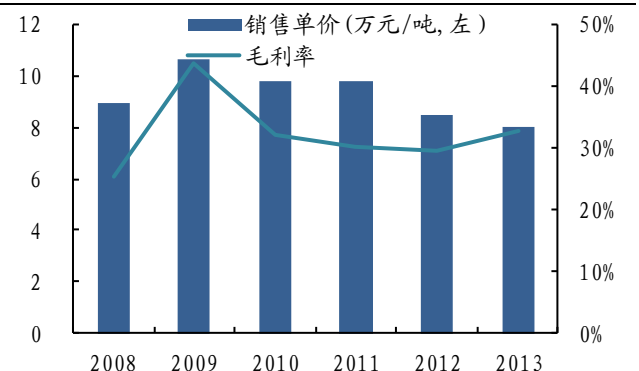
从金禾的产品结构来看，乙基麦芽酚占据了主要份额，达到了 70% 左右，这和其更好的增香效果有关。两者工艺相同，销量合在一起统计，除 2009 年销量大幅提升外，2010 年之后销量复合增速约为 10% 左右，但由于价格逐渐下滑，因此收入增速维持稳定，毛利率也大抵波动不大，我们判断未来这种趋势将得到维持。

图 8: 甲、乙基麦芽酚销量同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 产品价格及毛利率水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

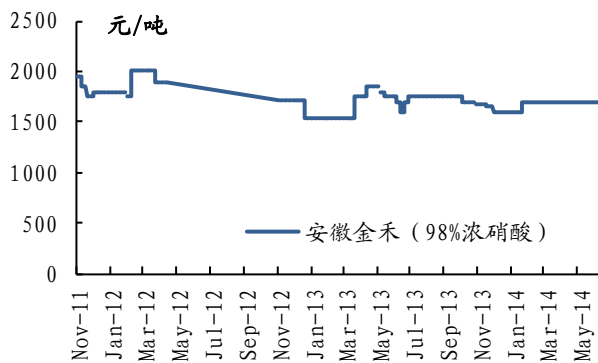
基础化工产品仍有待底部回升

当前硝酸和三聚氰胺为公司基础化工产品中主要的收入来源，合计占比接近 30%。

公司当前拥有硝酸 55 万吨，三聚氰胺 8 万吨，甲醛 18 万吨，硫酸 60 万吨，新戊二醇和季戊四醇各 3 万吨。总体上公司已经在对基础化工产品进行去产能，硝酸已经淘汰掉了 15 万吨的落后产能，现有的 40 万吨全部采用最新的工艺和技术，保证成本降到最低。

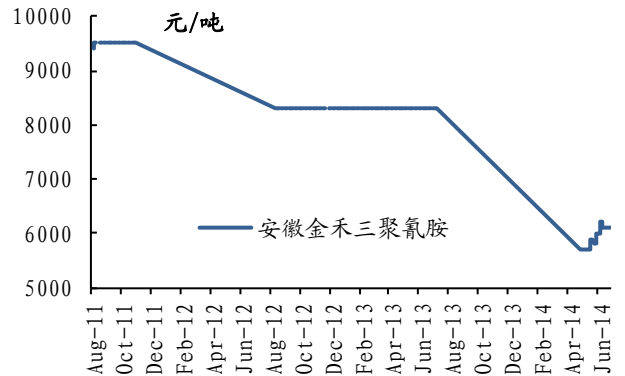
总体上来，由于基础化工产品整体向下，且硝酸和三聚氰胺处于产能过剩状态，因此我们判断盈利能力较为一般，应该处于低位企稳的阶段。以硝酸为例，当前出厂价为历史低位，毛利率仅为个位数，难言赚钱。2013 年以来浓硝酸和无烟煤价差不断缩窄，三聚氰胺同样如此。整体宏观经济复苏有限，行业仍在去产能中，我们判断金禾的基础化工产品的微利状态仍将持续。

图 10: 浓硝酸出厂价处于历史低位



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 11: 三聚氰胺价格开始回升



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

基础化工产品，目前处于底部企稳阶段，后市景气回升还有赖于宏观经济回暖，盈利预测时，我们并没有过多考虑此块的弹性和波动。对于本篇报告的核心来说，我们认为安赛蜜将是公司业绩最大的变量，随着行业整合的完成，产品价格有望持续上涨，带来业绩弹性。我们测算，安赛蜜价格每上涨 5000 元/吨，将增厚 EPS 0.1 元。15 年后除了安赛蜜价格的上涨外，行业整合后产销规模的迅速扩大，也是业绩巨大的推动力。

预计 14-16 年公司利润增速持续超越收入增速，维持之前的 EPS 的预测，14-16 年分别为 0.69/0.88/1.09 元，同比分别增长 31%、28%、24%。基于公司基本面持续改善，其速度和强度有可能超出预期，维持我们之前的“推荐”评级。我们假设除安赛蜜外主业维持稳定，安赛蜜价格上涨至 5.5-6 万元/吨的合理水平，年化 EPS 将达到 0.9-1.0 元，对应当前股价为 14-15 倍。鉴于安赛蜜已形成上涨趋势，合理估值 17.25 元，推荐评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	514	681	847	1048	营业收入	2977	3399	3809	4221
应收款项	396	466	522	578	营业成本	2587	2915	3233	3546
存货净额	295	344	383	421	营业税金及附加	10	12	13	15
其他流动资产	248	285	320	355	销售费用	120	139	156	173
流动资产合计	1454	1776	2072	2402	管理费用	74	87	97	107
固定资产	1383	1287	1196	1101	财务费用	6	4	(1)	(5)
无形资产及其他	139	135	130	126	投资收益	0	3	3	3
投资性房地产	77	77	77	77	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3056	3276	3476	3708	营业利润	175	245	313	389
短期借款及交易性金融负债	180	180	180	180	营业外净收支	11	0	0	0
应付款项	320	382	425	468	利润总额	187	245	313	389
其他流动负债	185	241	268	295	所得税费用	32	42	53	66
流动负债合计	685	803	873	943	少数股东损益	9	12	15	19
长期借款及应付债券	195	195	195	195	归属于母公司净利润	146	191	244	304
其他长期负债	149	149	149	149					
长期负债合计	345	345	345	345	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1030	1148	1218	1288	净利润	146	191	244	304
少数股东权益	236	242	250	260	资产减值准备	(1)	0	0	0
股东权益	1790	1886	2008	2160	折旧摊销	193	142	147	151
负债和股东权益总计	3056	3276	3476	3708	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	6	4	(1)	(5)
关键财务与估值指标					营运资本变动	119	(26)	(59)	(60)
每股收益	0.53	0.69	0.88	1.09	其它	6	6	8	10
每股红利	0.25	0.34	0.44	0.55	经营活动现金流	468	313	340	404
每股净资产	6.45	6.79	7.23	7.78	资本开支	(519)	(51)	(51)	(51)
ROIC	7%	9%	11%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(519)	(51)	(51)	(51)
毛利率	13%	14%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%	负债净变化	97	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(70)	(95)	(122)	(152)
收入增长	7%	14%	12%	11%	其它融资现金流	46	0	0	0
净利润增长率	8%	31%	28%	24%	融资活动现金流	99	(96)	(122)	(152)
资产负债率	41%	42%	42%	42%	现金净变动	48	166	167	201
息率	2%	3%	3%	4%	货币资金的期初余额	466	514	681	847
P/E	25.7	19.6	15.3	12.4	货币资金的期末余额	514	681	847	1048
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	(52)	268	294	355
EV/EBITDA	12.6	12.6	10.9	9.5	权益自由现金流	91	265	294	360

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	
刘鹏 09587		郑东	010-66025270	李树国	
魏玉敏					
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
杜佐远	0755-82130473	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	陈平	021-60933151	徐强	
		卢文汉	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	
		龙飞	0755-82133920		
电力设备		新能源		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311	邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政		林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863