

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

评级：**买入** 前次：
 目标价（元）：**16.30**

分析师 联系人
 胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176

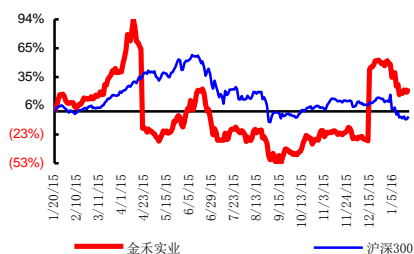
huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016年01月19日

基本状况

总股本(百万股)	568
流通股本(百万股)	555
市价(元)	9.18
市值(百万元)	5,214
流通市值(百万元)	5,095

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,977.2	3,214.7	3,351.5	3,642.7	4,016.3
营业收入增速	6.99%	7.98%	4.26%	8.69%	10.26%
净利润增长率	7.80%	13.92%	32.26%	22.67%	19.61%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.59	0.39	0.48	0.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	19.67	23.38	32.07	26.14	21.85
PEG	2.52	1.68	0.99	1.15	1.11
每股净资产(元)	6.45	6.79	3.48	3.96	4.52
每股现金流量	0.76	1.31	0.86	0.93	0.94
净资产收益率	8.16%	8.63%	11.13%	12.01%	12.56%
市净率	1.61	2.02	3.57	3.14	2.75
总股本(百万股)	277.68	284.16	568.25	568.25	568.25

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点：**在基础化工产品全面布局的前提下，公司积极拓展食品添加剂等精细化工产品领域，目前安赛蜜（9000吨/年）和麦芽酚（4000吨/年）的产能均为全球第一。我们认为性价比优势突出以及消费者安全、低热量诉求强烈，新型甜味剂市场还有翻倍空间。而受益于竞争对手的潜在退出机会，公司安赛蜜产品的定价权提升，安赛蜜价格有望进入反弹周期，赢利能力将大幅提升；同时公司第五代甜味剂三氯蔗糖500吨产能投放在即，精细化工领域再添重要赢利点。公司成立产业并购基金，存在外延并购预期。最新收盘价低于公司股份回购均价，安全边际较高，2016年目标价16.30元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 从基础化工到精细化工，快速成长的甜味剂生产龙头：**金禾实业以生产碳酸氢铵、尿素等传统化肥产品为主，近年来将战略重点转移到食品添加剂等精细化工领域，麦芽酚生产技术的提高和安赛蜜产品确立了公司在食品添加剂细分领域的龙头地位。公司现有9000吨/年的安赛蜜产能和4000吨甲、乙基麦芽酚产能，均占全球总产能的40%左右。而精细化工产品毛利率水平优势明显，20%的收入占比贡献超过40%的毛利，2015年上半年公司实现收入15.87亿元，精细化工产品3.00亿元，占比约18.90%，安赛蜜和麦芽酚分别占精细化工产品收入的33%和49%。
- 性价比优势+低热量诉求，新型甜味剂市场仍有翻倍空间：**2013年全球高浓度甜味剂的销量超过13.9万吨，中国是世界上最大的高浓度甜味剂生产国及消费国，而在下游应用方面，饮料约占甜味剂需求的一半左右。我们认为在糖价持续上涨下的性价比优势以及消费者的低热量饮食诉求的背景下，新型甜味剂市场仍有翻倍空间。（1）糖价继续走高，甜味剂行业替代效应凸显：2015/16新榨季国内食糖产量预计减产150万吨，而预计配额外进口量为190万吨，新季实际总供给为1290万吨，在需求保持稳定的情

况下，将在 2015/16 榨季出现 277 万吨的大幅供应缺口，糖业走出大幅亏损的低迷态势将是大概率事件。和天然甜味剂相比，合成甜味剂的性价比优势突出，甜蜜素以及安赛蜜的甜价比均在 0.3 以下，阿斯巴甜的甜价比为 0.55，而价格稍高的三氯蔗糖的甜价比也不过 1.69，远低于传统蔗糖。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。**(2) 消费者安全、低热量诉求强烈，甜味剂行业内部更新换代：**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。目前国内糖精和甜蜜素等传统甜味剂的产能有 9.5 万吨左右。在暂不考虑甜味剂市场对成品糖的替代作用以及甜味剂行业的内生增长的情况下，从行业内部产品更替的角度，我们预测在中性情况下，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的新型甜味剂国内市场仍有翻倍的空间。

- **竞争格局改善助力安赛蜜提价，三氯蔗糖顺应甜味剂更新换代：****(1) 低成本优势受益于产能去化，安赛蜜价格话语权有望增强：**得益于大化工布局和完整的产品结构，公司的安赛蜜生产成本享有一定优势。2011 年安赛蜜行业的价格战加剧，价格曾最低滑落到大约 2.5 万/吨，此后便一直处于低位。2014 年开始金禾的国内主要竞争对手赢利能力恶化，面临退出危险。若竞争对手退出，金禾的价格话语权将进一步提升，国内的安赛蜜价格有望进入持续的缓慢上涨周期。我们预计国内安赛蜜的收购价格有望在未来 2-3 年缓慢提升到 4 万元/吨，每年将为公司贡献出 2000 万元以上的新增毛利空间。**(2) 三氯蔗糖投产在即，公司甜味剂产品再添重要赢利点：**2015 年正进行第五代甜味剂三氯蔗糖产品中试及收率方面的技术研发，一旦技术完成突破，公司 500 吨的三氯蔗糖产能将大规模投放市场，增加全新的盈利增长点。现在三氯蔗糖的市价在 22-25 万元/吨，我们预计每吨三氯蔗糖能够贡献出 2-5 万吨的净利润，保守估计至少带来 1000 万的新增净利润。三氯蔗糖应用范围广阔且安全性突出，2002-2014 年三氯蔗糖在饮料行业甜味剂的使用占比从不到 3% 提高到 13%，在食品甜味剂的使用占比从不到 10% 提高到将近 40%。
- **现金流优秀，公司外延扩张诉求强烈：**传统的基础化工业务以及积极布局的甜味剂业务为公司提供了良好的现金流支撑，2015 年前三季度公司的经营性现金净流入为 4.62 亿元，公司账上货币资金达到 5.28 亿元。充足的资金为公司进行外延扩张奠定了财务基础，2015 年以来公司不断提高利用自有资金进行风险投资及股权投资的额度，同时成立产业并购基金，作为公司产业并购整合应用于食品、医药、农业、环保行业的生物技术、有机化学及其他新材料技术项目的平台，实现公司的产业链整合和产业扩张。
- **投资建议：16 年目标价 16.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。**在基础化工产能基本不变的前提下，我们预计公司 2015-17 年实现净利润 2.20/2.70/3.23 亿元，分别同比增长 32.26%/22.67%/19.61%；对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.57 元。参考可比公司的估值水平，给予 2016 年 34xPE，对应目标价 16.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：三氯蔗糖推广不达预期、环保风险、食品添加剂产品被公众误解的风险**

内容目录

从基础化工到精细化工：快速成长的甜味剂生产龙头	- 6 -
精细化工业务打造金禾 2.0	- 6 -
新型甜味剂产能优势突出，为精细化工最重要的业务构成	- 7 -
性价比优势+低热量诉求，新型甜味剂市场仍有翻倍空间	- 9 -
糖价继续走高，甜味剂行业替代效应凸显	- 10 -
消费者安全、低热量诉求强烈，甜味剂行业内部更新换代	- 11 -
竞争格局改善助力安赛蜜提价，三氯蔗糖顺应甜味剂更新换代	- 12 -
低成本优势受益于产能去化，安赛蜜价格话语权有望增强	- 12 -
三氯蔗糖投产在即，公司甜味剂产品再添重要赢利点	- 13 -
下游烘焙业务高景气有望持续，麦芽酚业务稳定增长基本无忧	- 14 -
现金流优秀，公司外延扩张诉求强烈	- 16 -
投资建议	- 17 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1: 公司的主要产品拓展路径	- 6 -
图表 2: 精细化工产品销售收入占比 20%左右	- 6 -
图表 3: 精细化工产品毛利占比达到 40%以上	- 6 -
图表 4: 精细化工产品收入增速处于上升通道	- 7 -
图表 5: 精细化工的毛利率水平远高于基础化工	- 7 -
图表 6: 安赛蜜和麦芽酚占精细化工总收入的 85%	- 7 -
图表 7: 安赛蜜和麦芽酚占精细化工总收入的 82%	- 7 -
图表 8: 公司安赛蜜产能约占全球的 40%	- 8 -
图表 9: 安赛蜜在下游食品饮料产品中应用广泛	- 8 -
图表 10: 公司麦芽酚产能约占全球的 40%	- 8 -
图表 11: 麦芽酚广泛应用于食品饮料及医药行业	- 9 -
图表 12: 中国约占全球甜味剂需求量的 30%	- 9 -
图表 13: 饮料为甜味剂最主要的下游应用	- 9 -
图表 14: 2014/15 全国食糖产量大幅减少 20.7%	- 10 -
图表 15: 2014/15 食糖工业库存相比下滑 29.47%	- 10 -
图表 16: 近年国内食糖的供需平衡表	- 10 -
图表 17: 甜味剂性价比优势突出	- 11 -
图表 18: 去糖化的下游食品饮料产品增长稳定	- 11 -
图表 19: 低热量的饮料仍能保持相对稳定的增长	- 11 -
图表 20: 安全和低热量是合成甜味剂的产品更新换代的最新趋势	- 11 -
图表 21: 新一代甜味剂安全性突出	- 12 -
图表 22: 中性预测新型甜味剂仍有翻倍市场空间	- 12 -
图表 23: 公司基础化工和精细化工产品有机连接	- 12 -
图表 24: 安赛蜜价格的历史走势	- 13 -
图表 25: 公司安赛蜜业务分项销售预测表	- 13 -
图表 26: 三氯蔗糖在食品加工和医药保健品领域应用广泛	- 14 -
图表 27: 三氯蔗糖在饮料的使用占比已提高到 13%	- 14 -
图表 28: 三氯蔗糖在饮料的使用占比已提高到 39%	- 14 -
图表 29: 2005-14 年国内烘焙行业 CAGR24.69%	- 15 -
图表 30: 2005-14 年国内面包行业 CAGR27.52%	- 15 -
图表 31: 公司麦芽酚业务分项销售预测表	- 15 -
图表 32: 公司经营性现金流状况良好	- 16 -
图表 33: 公司账上货币资金充足	- 16 -

图表 34: 2015 年以来公司的对外投资事项	- 16 -
图表 35: 管理层回购股份均价 10.77 元	- 17 -
图表 36: 可比公司估值表	- 17 -
图表 37: 公司历史 PE 估值水平	- 18 -
图表 38: 公司历史 PS 估值水平	- 18 -
图表 39: 金禾实业销售收入预测 (单位: 百万元)	- 19 -
图表 40: 金禾实业财务预测表	- 20 -

从基础化工到精细化工：快速成长的甜味剂生产龙头

精细化工业务打造金禾 2.0

- 基础化工是立家之本：**金禾实业前身是来安县化肥厂，以生产碳酸氢铵、尿素等传统化肥产品为主。此后公司坚持基础化工产业链拓展，又相继发开出硝酸、硫酸、新戊二醇等产品。**精细化工是成长之路：**近年来公司将战略重点转移到食品添加剂等精细化工领域，麦芽酚生产技术的提高和安赛蜜产品的引入确立了公司在食品添加剂细分领域的龙头地位。

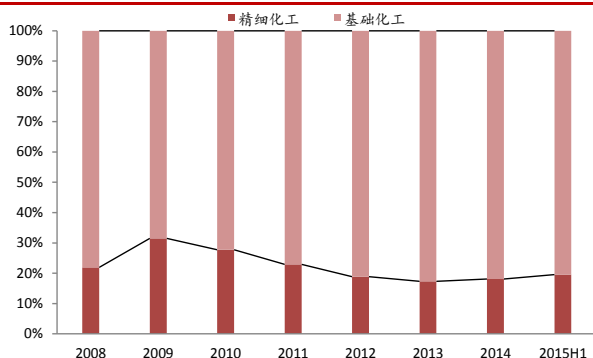
图表 1：公司的主要产品拓展路径

	1993	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									
甲基麦酚									
硝酸									
安蜜									
新戊二醇									
季戊四醇									
硫酸									

来源：招股说明书，中泰证券研究所（加粗为精细化工产品）

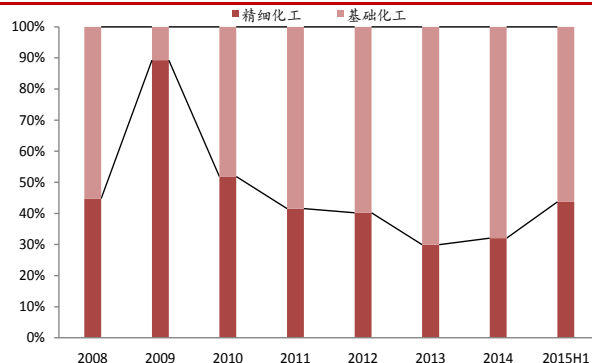
- 精细化工产品毛利率水平优势明显，20%的收入占比贡献超过 40%的毛利：**2015 年上半年公司实现收入 15.87 亿元，其中基础化工 12.33 亿元，占比 77.69%；精细化工产品 3.00 亿元，占比 18.90%，安赛蜜和麦芽酚分别占精细化工产品收入的 33%和 49%。而由于精细化工产品毛利率远超基础化工产品，精细化工的毛利占比高达 43.73%，2015 年上半年公司精细化工产品的毛利率为 35.72%，远高于基础化工的 11.19%。

图表 2：精细化工产品销售收入占比 20%左右



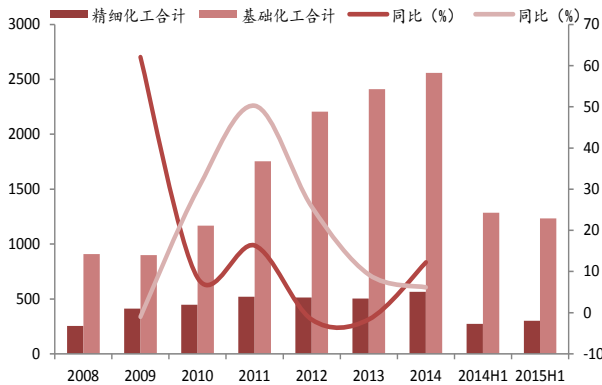
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：精细化工产品毛利占比达到 40%以上



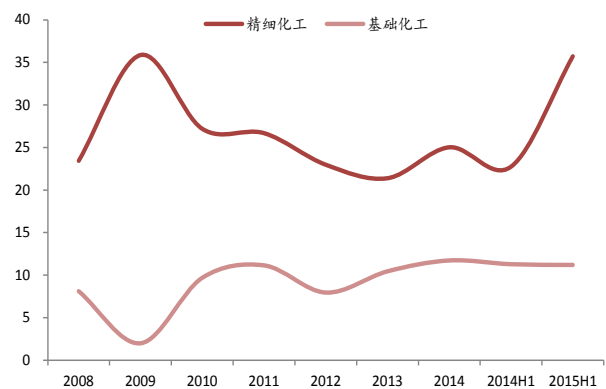
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：精细化工产品收入增速处于上升通道



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：精细化工的毛利率水平远高于基础化工

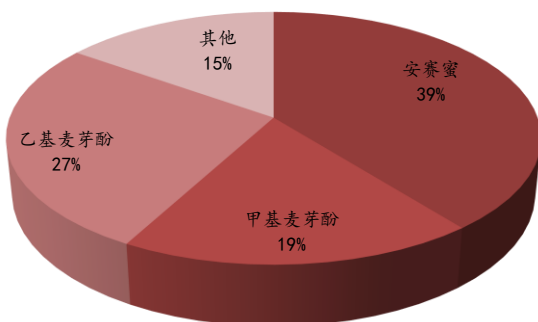


来源：公司公告，中泰证券研究所

新型甜味剂产能优势突出，为精细化工最重要的业务构成

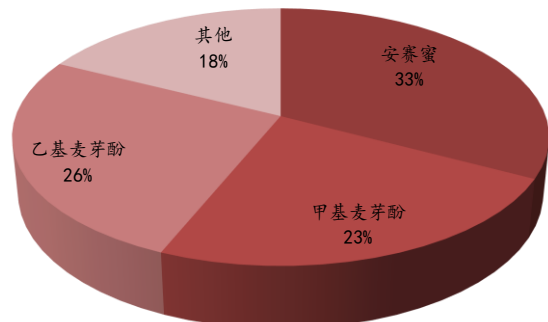
- **食品添加甜味剂及香味剂产品为精细化工最重要的业务构成：**公司的精细化工业务主要包括安赛蜜为主的新型甜味剂以及麦芽酚等食品增香剂。2015 年上半年公司安赛蜜产品分别实现收入 1.18 亿元和毛利 0.35 亿元，占精细化工产品收入总额的 39%、毛利总额的 33%，为业务份额最大的精细化工产品。

图表 6：安赛蜜和麦芽酚占精细化工总收入的 85%



来源：Wind，中泰证券研究所

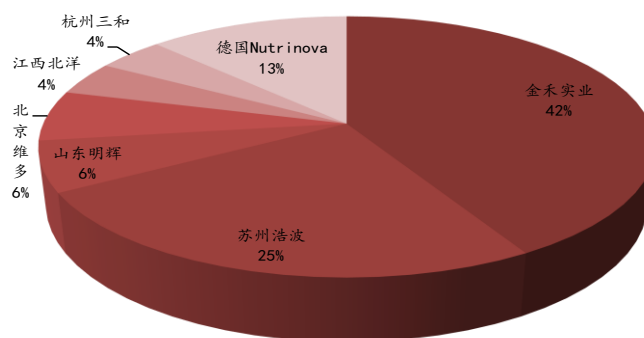
图表 7：安赛蜜和麦芽酚占精细化工总收入的 82%



来源：Wind，中泰证券研究所

- **安赛蜜：第四代合成甜味剂，9000 吨年产能傲视全球。**安赛蜜主要应用于食品、饮料、药品中，起到增甜的作用，甜度约为蔗糖的 200 倍。安赛蜜在体内不能被代谢，不产生热量，是公认的性价比高、使用安全的甜味剂，目前已有 100 多个国家正式批准使用。随着 5000 吨的募投项目于 2012 年正式投产，公司现有 9000 吨/年的安赛蜜产能，占全球总产能的 40%左右，是全球最大的安赛蜜生产商。

图表 8：公司安赛蜜产能约占全球的 40%



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

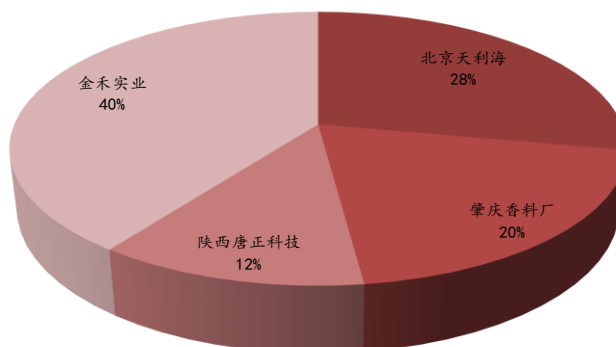
图表 9：安赛蜜在下游食品饮料产品中应用广泛



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- 麦芽酚：常用食品增香剂，年产能 4000 吨。** 甲基麦芽酚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。甲、乙基麦芽酚既可用于加工食品，又可用于烹饪食品，增加食品的香气和协调食品整体风味特色；也可以用于饮料，降低酸味和苦味，并且具有“乳化作用”；同时麦芽酚是生产胃药主要成分潘多拉素的原料之一。公司现有 4000 吨/年的总产能约占全球麦芽酚产能的 40%。

图表 10：公司麦芽酚产能约占全球的 40%



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 11：麦芽酚广泛应用于食品饮料及医药行业

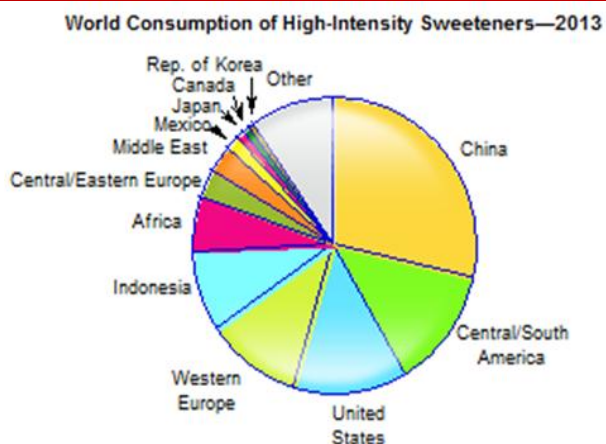


来源：招股说明书，中泰证券研究所

性价比优势+低热量诉求，新型甜味剂市场仍有翻倍空间

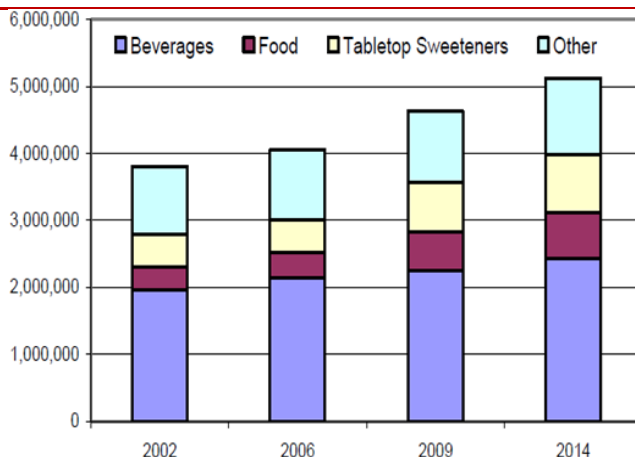
- 中国为甜味剂最大生产及需求国，饮料加工是最重要的下游应用：2013 年全球高浓度甜味剂的销量总计超过 13.9 万吨，其中亚太地区的总消费量为 6.53 万吨。中国是世界上最大的高浓度甜味剂生产国，超过全球产量的 70%，印尼位居第二位，其次是美国和西欧。而在消费量方面，中国同样为最大的甜味剂消费国，约占全球需求量的 30%，中北美地区以及美国的消费总量仅次于中国。而在下游应用方面，饮料约占甜味剂需求的一半左右，食物和即时型代糖占比分列第二和第三位。

图表 12：中国约占全球甜味剂需求量的 30%



来源：IHS，中泰证券研究所

图表 13：饮料为甜味剂最主要的下游应用

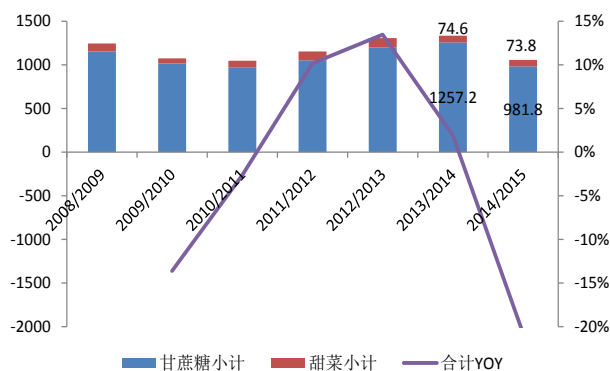


来源：IHS，中泰证券研究所

糖价继续走高，甜味剂行业替代效应凸显

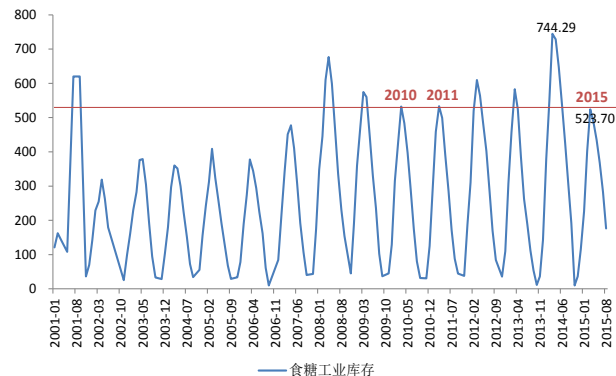
- 供需格局改善，糖价持续走强：**2014年下半年开始国内成品糖的销售均价持续上涨，5394.15元/吨的收购均价已经比前期低点上涨超过25%。根据中泰农业团队的测算，2015/16新榨季国内食糖产量预计减产150万吨，约至905万吨。而新榨季糖协要求加强行业进口自律，预计配额外进口量为190万吨，则进口总量为384.5万吨，则新季实际总供给为1290万吨，在需求保持稳定的情况下，将在2015/16榨季出现277万吨的大幅供应缺口。在整体消费保持稳定的情势下，糖业走出大幅亏损的低迷态势将是大概率事件。未来将通过连续减产确认、去库存逆转供需格局，促使糖价走强。

图表 14：2014/15 全国食糖产量大幅减少 20.7%



来源：中泰证券研究所

图表 15：2014/15 食糖工业库存相比下滑 29.47%



来源：中国食糖工业协会，中泰证券研究所

图表 16：近年国内食糖的供需平衡表

中国：万吨	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15E	15/16E
食糖产量	1045	1152	1307	1332	1056	905
进口	207	426	366	402	420	385
总供应量	1252	1578	1673	1734	1476	1290
国内消费量	1450	1283	1323	1393	1533	1560
出口	7	6	5	5	6	7
总需求量	1457	1289	1328	1398	1539	1567
新季供需过剩/缺口量	-205	289	345	336	-63	-277
期初结转库存	32	13	282	477	613	500
国储变动量	-186	20	150	200	50	-100
期末过剩/缺口量	13	282	477	613	500	323
期末国家储备量	50	70	220	420	470	370
期末总库存	63	352	697	1033	970	693
总库存消费比	4.34%	27.44%	52.68%	74.14%	63.27%	44.42%

来源：中泰证券研究所

- 合成甜味剂性价比优势突出：**和天然甜味剂相比，合成甜味剂的性价比优势突出，甜蜜素以及安赛蜜的甜价比均在0.3以下，阿斯巴甜的甜价比为0.55，而价格稍高的三氯蔗糖的甜价比也不过1.69，远低于传统蔗糖。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。

图表 17：甜味剂性价比优势突出

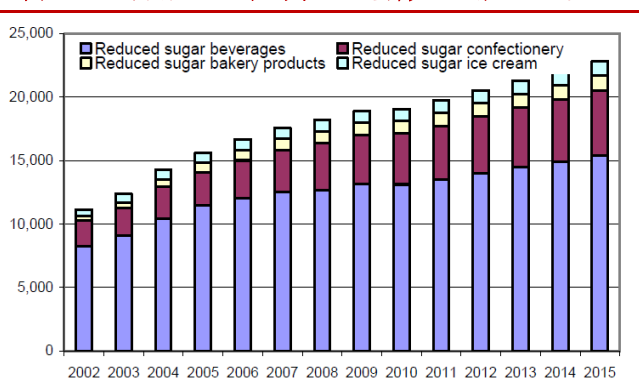
名称	甜度倍数	价甜比
蔗糖	1	4
糖精	350	0.09
甜蜜素	50	0.26
阿斯巴甜	200	0.55
安赛蜜	200	0.25
三氯蔗糖	650	1.69

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

消费者安全、低热量诉求强烈，甜味剂行业内部更新换代

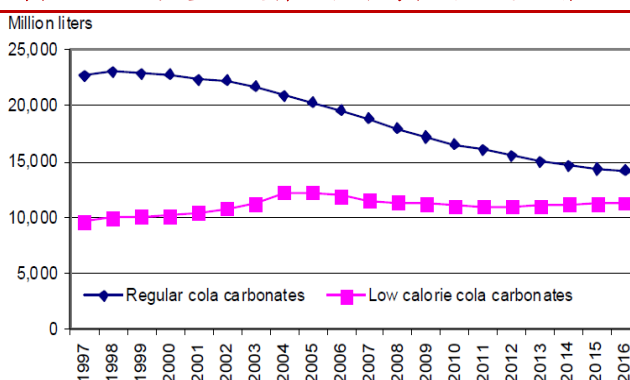
- **消费者安全、低热量诉求强烈，新型甜味剂符合消费趋势：**由于糖精、甜味素等传统甜味剂存在一定的健康风险，安全性较好的新一代甜味剂受到消费者的重视；同时现代社会人们饮食结构和生活方式随着生活水平的提高发生了重大变化，糖尿病发病率日益提高。由于糖尿病患者特殊的饮食需求，无热量、不参与新陈代谢的功能性代糖食品市场需求越来越强烈。

图表 18：去糖化的下游食品饮料产品增长稳定



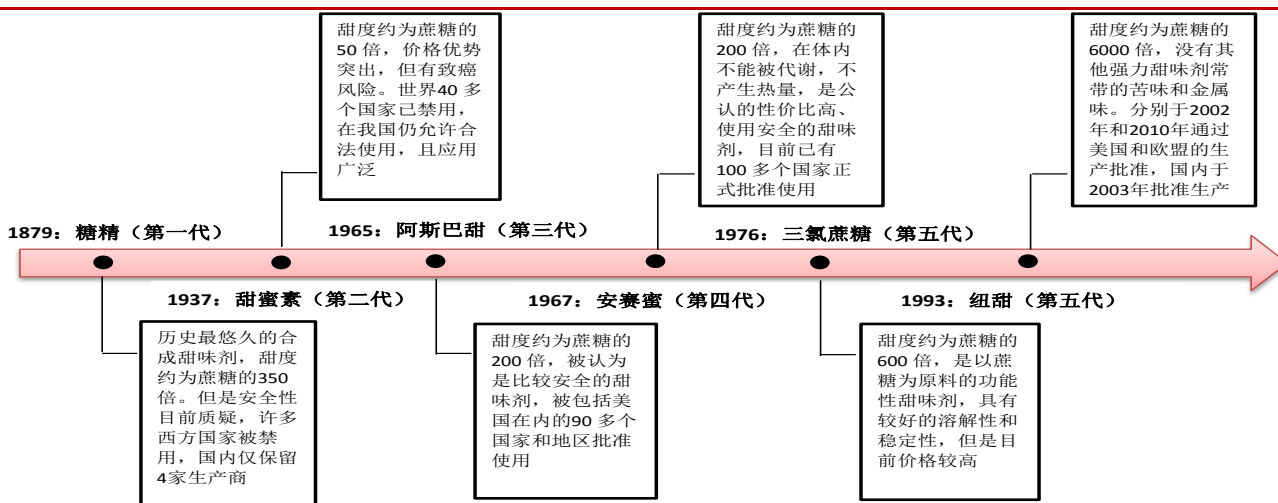
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 19：低热量的饮料仍能保持相对稳定的增长



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 20：安全和低热量是合成甜味剂的产品更新换代的最新趋势



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 21：新一代甜味剂安全性突出

	甜度	后味	安全性	热稳定性	保质期	价格
糖精	350X	苦味	差	好	长	较低
甜蜜素	50X	金属味	一般	好	长	低
阿斯巴甜	200X	无	好	差	短	较低
安赛蜜	200X	金属味	较好	好	长	较低
三氯蔗糖	600X	无	好	好	长	高

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **不考虑内生增长，新型甜味剂市场仍有翻倍增长空间：**目前国内糖精和甜蜜素等传统甜味剂的产能有 9.5 万吨左右。在暂不考虑甜味剂市场对成品糖的替代作用以及甜味剂行业的内生增长的情况下，从行业内部产品更替的角度，我们预测在中性情况下，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的新型甜味剂国内市场仍有翻倍的空间。

图表 22：中性预测新型甜味剂仍有翻倍市场空间

	现有产能	替代 10%	替代 30%	替代 50%
传统甜味剂（糖精、甜味素）	9.5 万吨	—	—	—
新型甜味剂（安赛蜜、三氯蔗糖等）	2.5 万吨	3.45 万吨	5.35 万吨	7.25 万吨

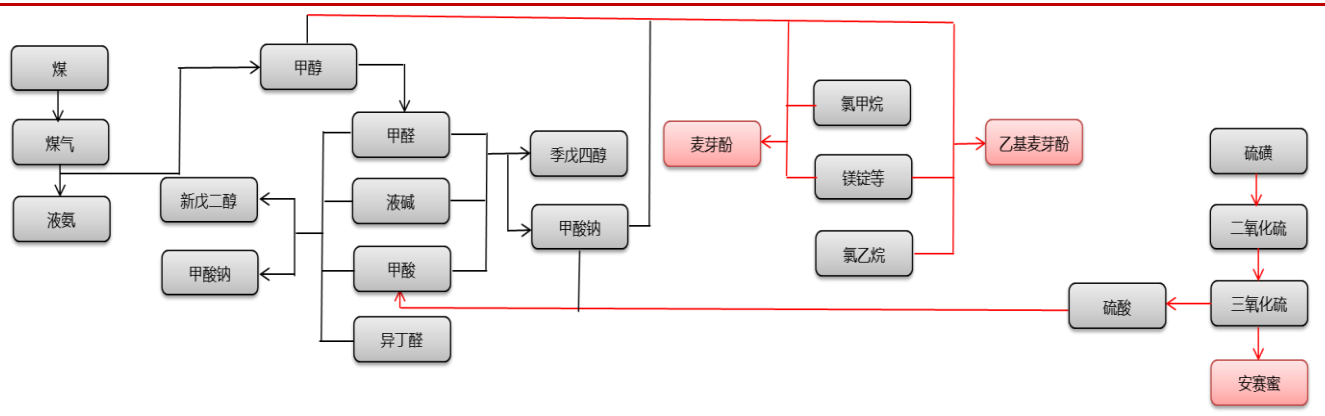
来源：中泰证券研究所

竞争格局改善助力安赛蜜提价，三氯蔗糖顺应甜味剂更新换代

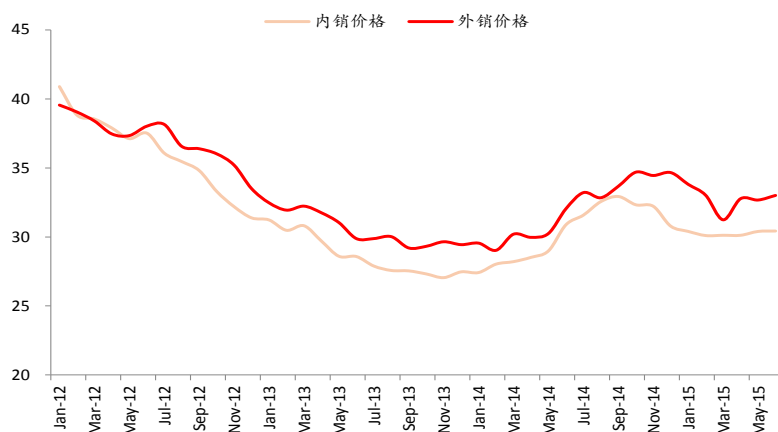
低成本优势受益于产能去化，安赛蜜价格话语权有望增强

- **低成本优势受益于产能去化，价格话语权有望增强：**得益于金禾实业的大化工布局和完整的产品结构，公司的安赛蜜生产成本相对于行业竞争对手享有一定优势。2010 年安赛蜜的最高价格曾到达 5 万/吨，但是 2011 年开始行业的价格战加剧，价格曾最低滑落到大约 2.5 万/吨，此后便一直处于低位。2014 年开始金禾的国内主要竞争对手赢利能力恶化，面临退出危险。2014 年中期开始，国内的安赛蜜价格开始出现反弹，目前的销售均价在 3.3-3.5 万/吨左右。若竞争对手退出，金禾的价格话语权将进一步提升，国内的安赛蜜价格有望进入持续的缓慢上涨周期。

图表 23：公司基础化工和精细化工产品有机连接



来源：中泰证券研究所

图表 24：安赛蜜价格的历史走势


来源：中泰证券研究所

- 预计安赛蜜收购价格能缓慢提升到 4 万元/吨左右：**我们预计随着国内主要的竞争对手江苏浩波的经营情况持续恶化，国内安赛蜜的销售价格将在未来 2-3 年缓慢提升到 12 年行业价格战恶化之前的 4 万元/吨，每年将为公司贡献出 2000 万元以上的新增毛利空间。

图表 25：公司安赛蜜业务分项销售预测表

安赛蜜	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (吨)	4545.47	5988.91	7005.05	7723.75	8265.00	8312.50
销量yoy		31.76%	16.97%	10.26%	7.01%	0.57%
产能 (吨)	6500.00	9000.00	9000.00	10000.00	10000.00	10000.00
产量 (吨)	5816.73	6010.23	7488.75	8350.00	8700.00	8750.00
产能利用率 (%)	89.49%	66.78%	83.21%	83.50%	87.00%	87.50%
产销率 (%)	78.14%	99.65%	93.54%	92.50%	95.00%	95.00%
平均售价 (万元/吨)	3.64	3.01	3.08	3.54	3.82	4.20
价格yoy		-17.48%	2.40%	15.00%	8.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	165.56	180.00	217.61	273.37	315.93	349.52
收入yoy		8.72%	20.89%	25.62%	15.57%	10.63%
单位成本 (万元/吨)	3.00	2.88	2.60	2.55	2.56	2.61
单位成本yoy		-4.11%	-9.41%	-2.16%	0.50%	1.79%
销售成本 (百万元)	136.29	172.19	182.45	196.83	211.67	216.70
毛利率 (%)	17.68%	4.34%	16.16%	28.00%	33.00%	38.00%
毛利率 (+/-)		-13.34%	11.82%	11.84%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	29.27	7.81	35.16	76.54	104.26	132.82
单位毛利 (万元/吨)	0.64	0.13	0.50	0.99	1.26	1.60

来源：中泰证券研究所

三氯蔗糖投产在即，公司甜味剂产品再添重要赢利点

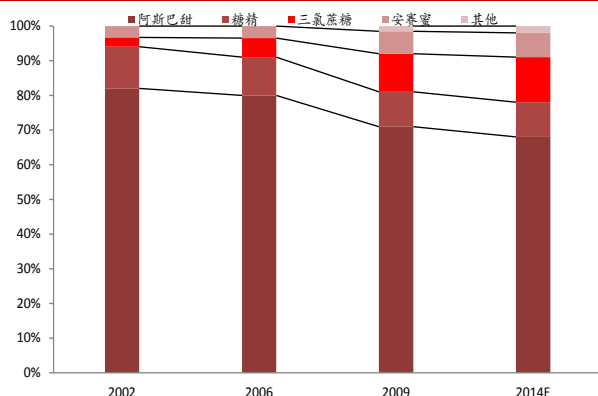
- 三氯蔗糖投产在即，公司甜味剂产品再添重要赢利点：**2014 年公司完成第五代甜味剂三氯蔗糖 500 吨产能的全套生产流程及系统的研发，并试产成功。2015 年正进行产品中试及收率方面的技术研发，一旦技术完成突破，公司 500 吨的三氯蔗糖产能将大规模投放市场。现在三氯蔗糖的市价在 22-25 万元/吨，我们预计每吨三氯蔗糖能够贡献出 2-5 万吨的净利润，保守估计至少带来 1000 万的新增净利润。

图表 26: 三氯蔗糖在食品加工和医药保健品领域应用广泛

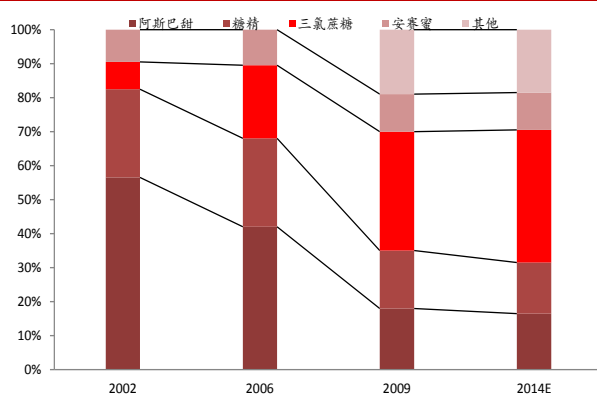
产品	主要应用	参考添加量
1 饮料	碳酸软饮料、果汁饮料、豆奶、能量饮料、咖啡等	100~250mg/Kg
2 乳制品	常温风味奶、酸奶、发酵乳、乳酸菌饮料等	60~200mg/Kg
3 烘焙食品	面包、蛋糕及各式点心、饼干等	150~250mg/Kg
4 加工水果和蔬菜	蜜饯、罐装水果、加工蔬菜和蔬菜汁等	150~400mg/Kg
5 甜食	布丁和果冻等冷冻甜品，口香糖等糖果	150~500mg/Kg
6 医药保健品	止咳药水，清热凉茶，保健口服液，营养补充品等	适量添加
7 其它	沙律酱等调味品，甜味料、香料提取物，肉类产品等	适量添加

来源：中泰证券研究所

- 三氯蔗糖投产在即，公司甜味剂产品再添重要赢利点：**目前盐城捷康的三氯蔗糖产能约有 1500 吨、产量以及出口量都是国内最大的，全球范围内仅次于英国泰莱。三聚蔗糖行业市场潜力较大，虽然三氯蔗糖目前的价格在 22-25 万/吨，约为安赛蜜的 7 倍左右，但是显著的安全性及口感使得其成为欧美市场发展速度最快的合成甜味剂。2002-2014 年三氯蔗糖在饮料行业甜味剂的使用占比从不到 3% 提高到 13%，在食品甜味剂的使用占比从不到 10% 提高到将近 40%。

图表 27: 三氯蔗糖在饮料的使用占比已提高到 13%


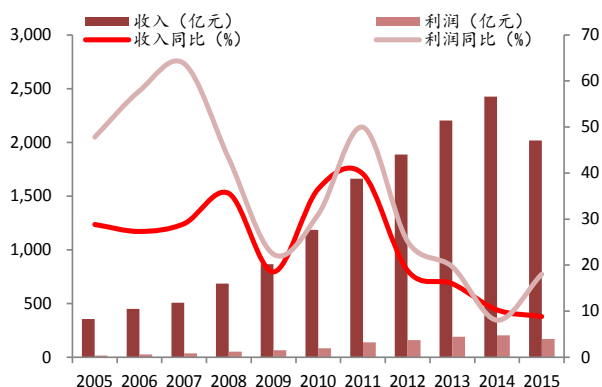
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28: 三氯蔗糖在饮料的使用占比已提高到 39%


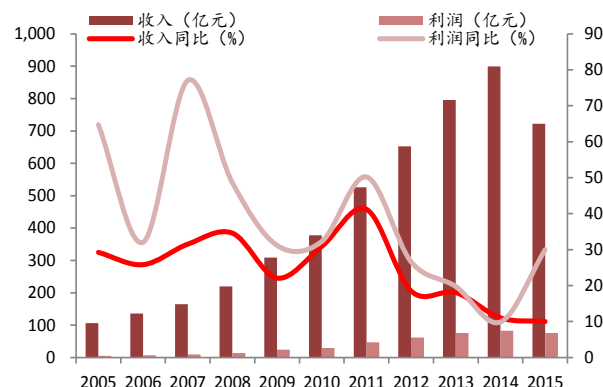
来源：Wind，中泰证券研究所

下游烘焙业务高景气有望持续，麦芽酚业务稳定增长基本无忧

- 下游烘焙业务高景气有望持续，麦芽酚业务稳定增长基本无忧：**2005-14 年，国内的烘焙行业收入规模从 355 亿元提高到 2427 亿元，年均复合增长率为 24.69%，高于食品制造业整体 22.28% 的增长率，在各细分行业中仅次于速冻食品行业和米、面制品行业。同时国内烘焙食品的发展潜力巨大，人均可支配收入提高推动消费升级+消费观念改变推动西方食品接受度提高，国内的烘焙行业 10% 以上的收入增速有望持续。作为重要下游业务之一，烘焙行业的高景气度也保证了公司的麦芽酚相关产品在未来仍能保持相对稳定的增长速度。

图表 29: 2005-14 年国内烘焙行业 CAGR24.69%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 2005-14 年国内面包行业 CAGR27.52%


来源: Wind, 中泰证券研究所

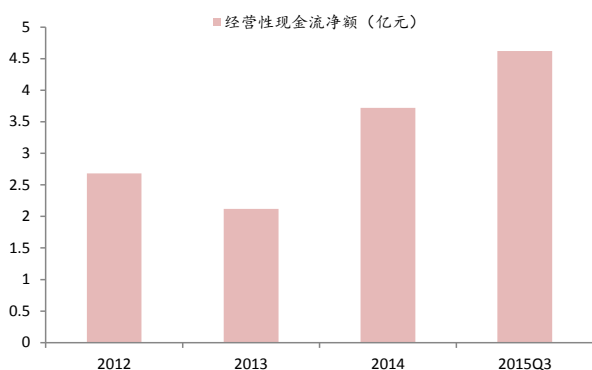
图表 31: 公司麦芽酚业务分项销售预测表

甲基麦芽酚		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (吨)		965.07	871.47	985.99	1200.00	1100.00	1050.00
销量yoy			-9.70%	13.14%	21.71%	-8.33%	-4.55%
产能 (吨)		1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
产量 (吨)		897.93	1027.10	811.62	1000.00	1000.00	1050.00
产能利用率 (%)		89.79%	102.71%	81.16%	100.00%	100.00%	105.00%
产销率 (%)		107.48%	84.85%	121.48%	120.00%	110.00%	100.00%
平均售价 (万元/吨)		9.06	7.68	8.43	8.85	9.29	9.75
价格yoy			-15.29%	3.40%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)		87.46	66.90	83.08	106.17	102.19	102.42
收入yoy			-23.51%	24.19%	27.79%	-3.75%	0.23%
单位成本 (万元/吨)		6.28	5.05	6.07	4.87	5.39	5.61
单位成本yoy			-19.63%	20.29%	-19.88%	10.73%	4.09%
销售成本 (百万元)		60.63	44.00	59.88	58.39	59.27	58.89
毛利率 (%)		30.68%	34.23%	27.92%	45.00%	42.00%	42.50%
毛利率 (+/-)			3.55%	-6.31%	17.08%	-3.00%	0.50%
毛利 (百万元)		26.83	22.90	23.20	47.78	42.92	43.53
单位毛利 (万元/吨)		2.78	2.63	2.35	3.98	3.90	4.15
乙基麦芽酚		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (吨)		2717.58	2987.88	2883.21	2898.00	2850.00	2910.00
销量yoy			9.95%	-3.50%	0.51%	-1.66%	2.11%
产能 (吨)		3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
产量 (吨)		2970.46	2881.25	3196.56	3150.00	3000.00	3000.00
产能利用率 (%)		99.02%	99.81%	106.55%	105.00%	100.00%	100.00%
产销率 (%)		91.49%	103.70%	90.20%	92.00%	95.00%	97.00%
平均售价 (万元/吨)		8.07	7.85	8.00	8.32	8.62	8.89
价格yoy			-2.70%	4.50%	4.00%	3.50%	3.20%
销售收入 (百万元)		219.29	234.59	230.79	241.25	245.56	258.75
收入yoy			6.98%	-1.62%	4.53%	1.79%	5.37%
单位成本 (万元/吨)		5.72	5.31	5.36	5.24	5.34	5.47
单位成本yoy			-7.25%	0.97%	-2.17%	1.86%	2.37%
销售成本 (百万元)		155.56	158.63	154.56	151.99	152.25	159.13
毛利率 (%)		29.06%	32.38%	33.03%	37.00%	38.00%	38.50%
毛利率 (+/-)			3.32%	0.65%	3.97%	1.00%	0.50%
毛利 (百万元)		63.73	75.96	76.23	89.26	93.31	99.62
单位毛利 (万元/吨)		2.34	2.54	2.64	3.08	3.27	3.42

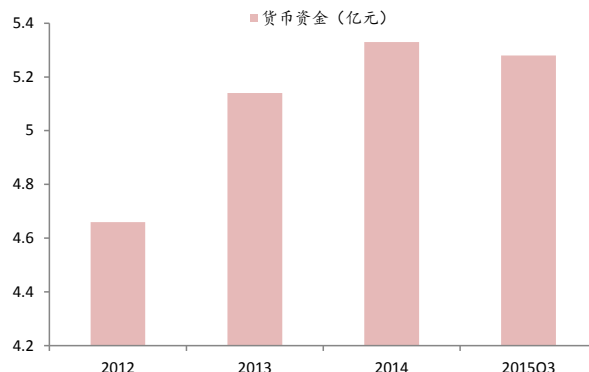
来源: 中泰证券研究所

现金流优秀，公司外延扩张诉求强烈

- 公司外延扩张诉求强烈：**传统的基础化工业务以及积极布局的甜味剂业务为公司提供了良好的现金流支撑，2015年前三季度公司的经营性现金净流入为4.62亿元，公司账上货币资金达到5.28亿元。充足的资金为公司进行外延扩张奠定了财务基础，2015年以来公司不断提高利用自有资金进行风险投资及股权投资的额度，同时成立产业并购基金，作为公司产业并购整合应用于食品、医药、农业、环保行业的生物技术、有机化学及其他新材料技术项目的平台，实现公司的产业链整合和产业扩张。

图表 32：公司经营性现金流状况良好


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 33：公司账上货币资金充足


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 34：2015 年以来公司的对外投资事项

时间	外延扩张事项
2015/1/15	拟以自有资金 5,000 万元认缴谱润三期出资份额
2015/1/27	拟以自有资金 4,675 万元参与出资成立上海欣金禾汇投资合伙企业（有限合伙）
2015/3/20	提高公司利用闲置自有资金进行对外股权投资/风险投资的额度至 2 亿元
2015/9/16	提高公司利用闲置自有资金进行风险投资的额度至 7 亿元
2015/9/16	拟出资 5 亿元与九州证券共同发起设立产业并购基金

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 持续回购彰显公司发展决心：**2015 年 9 月公司提出回购部分社会公众股份的预案，拟在回购资金总额不超过人民币 1 亿元、回购本公司股份价格不超过人民币 13 元/股的前提下进行回购。截至 2016 年 1 月初，公司已累计实施回购股份 3,655,614 股，占公司总股本的比例为 0.64%，回购均价 10.77 元。持续的股权回购彰显出公司发展的决心，而当前最新收盘价 9.06 元低于公司的回购均价 15%，安全边际较高。

图表 35：管理层回购股份均价 10.77 元

	回购股份数量	回购金额	回购均价
第一批	100.90 万股	1151.75 万元	11.41 元
第二批	52.44 万股	580.39 万元	11.07 元
第三批	196.17 万股	2042.39 万元	10.41 元
第四批	16.05 万股	162.13 万元	10.10 元
合计	365.56 万股	3936.66 万元	10.77 元

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 16 年目标价 16.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。**公司积极布局食品添加剂等精细化工产品，目前安赛蜜和麦芽酚的产能均为全球第一。性价比优势+消费者安全、低热量诉求，新型甜味剂市场还有翻倍空间。而受益于竞争对手的退出风险，公司安赛蜜产品的定价权提升，安赛蜜价格有望进入反弹周期；而公司第五代甜味剂三氯蔗糖投产在即，精细化工再添重要赢利点。同时公司存在外延并购预期，大股东积极回购股份彰显未来发展决心。在基础化工产能基本不变的前提下，我们预计公司 2015-17 年实现净利润 2.20/2.70/3.23 亿元，分别同比增长 32.26%/22.67%/19.61%；对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.57 元。参考可比公司的估值水平，给予 2016 年 34xPE，对应目标价 16.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表

可比公司	最新收盘价（元） （截至 1 月 19 日）	EPS（元）			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
300138.SZ 晨光生物	16.42	0.35	0.43	0.55	47.47	37.98	29.77
603020.SH 爱普股份	47.43	1.12	1.33	1.54	42.39	35.80	30.72
000792.SZ 盐湖股份	19.90	0.58	0.73	1.01	34.32	27.13	19.72
可比公司平均估值						34.00	

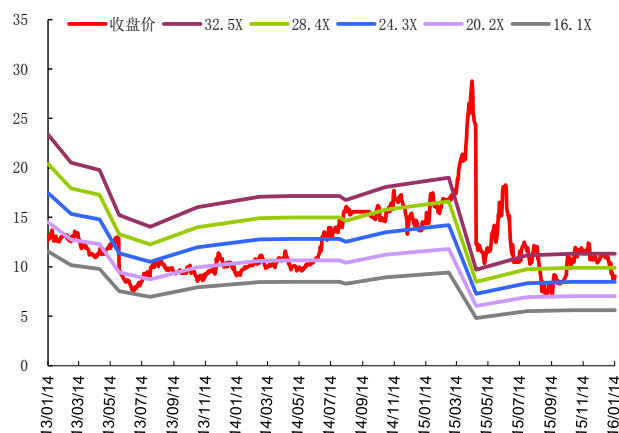
来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- 三氯蔗糖推广不达预期：**公司第五代甜味剂三氯蔗糖 500 吨产能有望于 16 年投产，并成为重要的新增赢利点。若三氯蔗糖产品的推广不达预期，公司未来几年的业绩将受到影响。
- 环保风险：**公司属于化工生产企业，产品品种丰富，在生产过程中涉及到环境保护等相关问题。随着我国政府环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准，从而对化工生产企业提出更高的环保要求，这可能会对公司的生产经营带来一定的影响。
- 食品添加剂产品被公众误解的风险：**近年来，由于和食品添加剂有关的食物卫生安全事件频发，公众在一定程度上对食品添加剂尤其是经化学

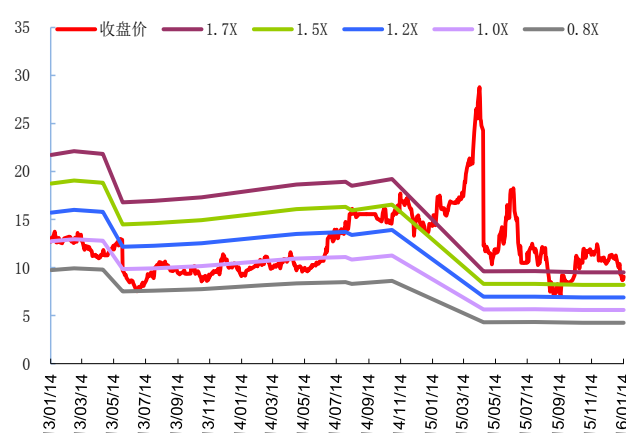
方法合成的食品添加剂的使用存在误解。尽管公司生产的食品添加剂安全性高，但是仍存在因公众对食品添加剂，尤其是化学合成的食品添加剂的整体性误解而影响公司产品销售的风险。

图表 37: 公司历史 PE 估值水平



来源：中泰证券研究所

图表 38: 公司历史 PS 估值水平



来源：中泰证券研究所

图表 39: 金禾实业销售收入预测 (单位: 百万元)

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
精细化工						
销售收入	512.21	503.83	565.34	664.81	718.70	779.47
增长率 (YOY)	—	-1.64%	12.21%	17.59%	8.11%	8.46%
毛利率	22.97%	21.39%	25.03%	33.37%	34.84%	36.93%
销售成本	394.54	396.07	423.85	442.95	468.27	491.58
增长率 (YOY)	—	0.39%	7.01%	4.50%	5.72%	4.98%
毛利	117.67	107.76	141.49	221.86	250.42	287.89
增长率 (YOY)	—	-8.42%	31.30%	56.81%	12.87%	14.96%
占总销售额比重	18.57%	17.06%	17.78%	19.84%	19.73%	19.41%
占主营业务利润比重	39.19%	29.05%	31.25%	40.70%	39.34%	39.67%
基础化工						
销售收入	2,206.07	2,410.18	2,558.31	2,619.88	2,840.46	3,136.61
增长率 (YOY)	—	9.25%	6.15%	2.41%	8.42%	10.43%
毛利率	7.94%	10.44%	11.72%	11.88%	13.13%	13.48%
销售成本	2,030.80	2,158.46	2,258.47	2,308.63	2,467.57	2,713.71
增长率 (YOY)	—	6.29%	4.63%	2.22%	6.88%	9.98%
毛利	175.27	251.72	299.84	311.25	372.88	422.90
增长率 (YOY)	—	43.62%	19.12%	3.80%	19.80%	13.41%
占总销售额比重	79.98%	81.59%	80.47%	78.17%	77.98%	78.10%
占主营业务利润比重	58.37%	67.85%	66.23%	57.10%	58.58%	58.28%
其他						
销售收入	40.06	40.02	55.70	66.84	83.55	100.26
增长率 (YOY)	—	-0.10%	39.18%	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率	18.32%	28.74%	20.48%	17.92%	15.77%	14.85%
销售成本	32.72	28.52	44.29	54.86	70.37	85.37
增长率 (YOY)	—	-12.84%	55.29%	23.86%	28.28%	21.31%
毛利	7.34	11.50	11.41	11.98	13.18	14.89
增长率 (YOY)	—	56.68%	-0.78%	5.00%	10.00%	13.00%
占总销售额比重	1.45%	1.35%	1.75%	1.99%	2.29%	2.50%
占主营业务利润比重	2.44%	3.10%	2.52%	2.20%	2.07%	2.05%
销售收入小计	2758.34	2954.03	3179.35	3351.53	3642.71	4016.34
销售成本小计	2458.06	2583.05	2726.61	2806.44	3006.22	3290.66
毛利	300.28	370.98	452.74	545.09	636.49	725.68
平均毛利率	10.89%	12.56%	14.24%	16.26%	17.47%	18.07%

来源: 中泰证券研究所

图表 40: 金禾实业财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,783	2,977	3,215	3,352	3,643	4,016
增长率	21.78%	7.0%	8.0%	4.3%	8.7%	10.3%
营业成本	-2,466	-2,587	-2,738	-2,806	-3,006	-3,291
%销售收入	88.6%	86.9%	85.2%	83.7%	82.5%	81.9%
毛利	317	390	477	545	636	726
%销售收入	11.4%	13.1%	14.8%	16.3%	17.5%	18.1%
营业税金及附加	-10	-10	-13	-13	-15	-16
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-91	-120	-164	-158	-171	-187
%销售收入	3.3%	4.0%	5.1%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-60	-74	-105	-97	-109	-116
%销售收入	2.2%	2.5%	3.3%	2.9%	3.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	155	186	195	278	341	406
%销售收入	5.6%	6.3%	6.1%	8.3%	9.4%	10.1%
财务费用	-3	-6	-33	-4	-1	-1
%销售收入	0.1%	0.2%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-6	0	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	0	9	3	5	5
%税前利润	0.2%	—	5.2%	1.1%	1.3%	1.2%
营业利润	146	175	160	277	345	411
营业利润率	5.3%	5.9%	5.0%	8.3%	9.5%	10.2%
营业外收支	9	11	18	15	18	20
税前利润	155	187	178	292	362	431
利润率	5.6%	6.3%	5.5%	8.7%	9.9%	10.7%
所得税	-21	-32	-40	-57	-74	-86
所得税率	13.7%	16.9%	22.4%	19.6%	20.5%	20.0%
净利润	134	155	138	235	288	344
少数股东损益	-2	9	-28	15	18	22
归属于母公司的净利润	136	146	166	220	270	323
净利率	4.9%	4.9%	5.2%	6.6%	7.4%	8.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	466	514	533	927	1,126	1,606
应收款项	419	396	399	425	444	503
存货	295	295	402	373	412	460
其他流动资产	188	248	423	433	459	485
流动资产	1,368	1,454	1,757	2,158	2,441	3,054
%总资产	53.2%	47.6%	52.1%	57.9%	63.2%	69.9%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	1,037	1,383	1,323	1,316	1,159	1,051
%总资产	40.3%	45.3%	39.3%	35.3%	30.0%	24.1%
无形资产	148	157	146	109	117	119
非流动资产	1,203	1,602	1,614	1,569	1,420	1,314
%总资产	46.8%	52.4%	47.9%	42.1%	36.8%	30.1%
资产总计	2,571	3,056	3,371	3,727	3,862	4,368
短期借款	120	180	240	340	290	410
应付款项	350	405	387	410	467	496
其他流动负债	60	99	145	313	153	166
流动负债	530	685	771	1,063	910	1,071
长期贷款	98	195	126	126	126	126
其他长期负债	18	149	338	338	338	338
负债	647	1,030	1,236	1,528	1,374	1,536
普通股股东权益	1,692	1,790	1,928	1,978	2,248	2,571
少数股东权益	231	236	207	221	240	261
负债股东权益合计	2,571	3,056	3,371	3,727	3,862	4,368

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.634	0.526	0.586	0.387	0.475	0.568
每股净资产 (元)	7.923	6.447	6.786	3.481	3.956	4.524
每股经营现金流 (元)	1.254	0.764	1.307	0.856	0.932	0.945
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.01%	8.16%	8.63%	11.13%	12.01%	12.56%
总资产收益率	5.27%	4.78%	4.94%	5.91%	6.99%	7.39%
投入资本收益率	8.02%	8.21%	6.88%	11.32%	13.49%	16.28%
增长率						
营业总收入增长率	21.78%	6.99%	7.98%	4.26%	8.69%	10.26%
EBIT增长率	-28.18%	19.81%	4.82%	42.18%	22.98%	19.02%
净利润增长率	-27.14%	7.80%	13.92%	32.26%	22.67%	19.61%
总资产增长率	3.02%	18.88%	10.31%	10.56%	3.61%	13.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	11.7	12.5	13.1	13.2	13.5
存货周转天数	40.5	41.6	46.5	48.5	50.0	51.0
应付账款周转天数	28.0	36.6	37.6	38.0	38.6	39.0
固定资产周转天数	114.3	137.7	149.9	140.3	121.2	98.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.86%	-6.85%	1.49%	-11.99%	-20.60%	-30.80%
EBIT利息保障倍数	54.1	31.2	6.0	66.8	266.3	508.2
资产负债率	25.17%	33.69%	36.66%	40.99%	35.58%	35.16%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	134	155	138	235	288	344
少数股东损益	0	0	0	15	18	22
非现金支出	176	202	247	243	271	296
非经营收益	1	-4	23	-9	-12	-13
营运资金变动	-42	-142	-37	18	-18	-91
经营活动现金净流	268	212	372	501	548	558
资本开支	475	356	261	183	105	170
投资	0	-20	-269	0	0	0
其他	12	133	24	3	5	5
投资活动现金净流	-463	-243	-506	-180	-100	-165
股权募资	0	0	32	0	0	0
债权募资	-64	157	190	99	-50	120
其他	-17	-77	-111	-11	-181	-12
筹资活动现金净流	-81	80	112	88	-231	108
现金净流量	-277	49	-23	409	217	501

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“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。