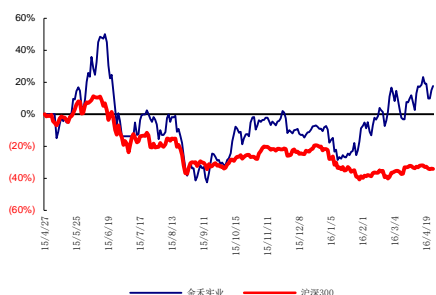


化工 化学制品

## 半年业绩再次超预期,下半年安赛蜜和甲乙基麦芽酚仍有提价空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	565/551
总市值/流通(百万元)	9,146/8,920
12个月最高/最低(元)	16.20/6.99

### 相关研究报告:

《金禾实业(002597):一季度业绩增长超预期,2016年有望带来新惊喜》—2016/04/26

### 证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

### 联系人: 李泽江

电话: 010-88321612

E-MAIL: lizejiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080041

**事件:**公司8月18日公布半年报,1-6月份实现营业收入16.67亿元,同比增5.05%;归属于上市公司股东净利润2.36亿元,同比增100.40%;扣非净利润为1.54亿元,同比增51.07%;EPS为0.42元,同比增100.00%;加权平均净资产收益率为11.22%,提升了5.21个百分点。公司还预告2016年1-9月份归属于上市公司股东的净利润为3.11亿元-3.60亿元,同比增长90%-120%。

**公司上半年基础化工产品毛利率稳步提升,精细化工产品量价齐升,半年业绩再次超预期。**从营收上看,基础化工产品营收占总营收的63.6%,精细化工产品营收占25.4%;毛利率来看,基础化工产品总体毛利率为16.50%,同比增加5.30%,精细化工产品毛利率为38.77%,同比增加3.05%。上半年公司基础化工部分产品价格略有上涨,而主要原材料煤炭、尿素等大宗产品价格降幅较大,生产成本降低,导致毛利率增加,同时公司如硝酸、碳酸氢铵具备规模优势,可提高原材料采购的议价能力,而公司地处安徽滁州,产品距离长三角目标市场较近,具有很大的竞争优势。

**江苏天成生化、宁波王龙因环保因素停产,将加剧双乙烯酮供应紧张,安赛蜜将迎来持续提价,同时6月份公司安赛蜜产能由9000吨扩产到12000吨,量价齐升将带来业绩持续超预期。**4月19日位于江苏泰州海安县的江苏天成因环保停产整顿,我们判断此次停产将会迫使其异地搬迁,停产时间至少1年以上。公司拥有3.9万吨双乙烯酮产能,占国内20%左右。7月27日宁波王龙双乙烯酮装置发生泄漏,恰逢G20峰会期间,我们判断装置重启至少在10月以后。从双乙烯酮下游来看,其主要有两大产业链,分别为双乙烯酮-脱氢芳樟醇-维生素E(或维生素A)和双乙烯酮-乙酰乙酰胺-安赛蜜(见图4)。目前双乙烯酮已由此前的8300元/吨上涨到目前的15200元/吨,涨幅83.1%,后续还有上涨空间。原料双乙烯酮的价格上涨也推动了安赛蜜价格的上涨,目前价格达到42000元/吨。由于金禾实业为自产双乙烯酮,而生产双乙烯酮的原料为醋酸,醋酸作为产能过剩的大宗产品,价格一直处于低迷状态,所以随着双乙烯酮-安赛蜜产业链价格的提升,金禾实业将受益于价差的扩大而带来的盈利提升。金禾实业双乙烯酮产能1万吨,主要自用于生产安赛蜜,6月份安赛蜜产能从9000吨扩至12000吨,上半年销量约5000吨左右,预计下半年随着新产能的投放,销量将进一步提升,量价齐升带来业绩持续超预期。

**苏州浩波逐步退出,安赛蜜市场竞争格局趋好。**目前全球安赛蜜产能 2.25 万吨,金禾实业产能 12000 吨,占 53.3%,苏州浩波产能 6000 吨,占 26.7%,二者合计占全球总产能的 80%,属双寡头垄断。苏州浩波因连年亏损于 2015 年申请破产清算,虽然目前仍未彻底退出(月产量维持 200 吨),但退出已是大概率事件。同时,安赛蜜项目涉及产业链长,投资大(吨投资额至少 10 万元以上),建设周期长(一般为 1 年半左右),环保处理难度大(三废量大且处理难度高),所以短时间内行业难以出现新进入者,未来 1-2 年金禾实业将享受苏州浩波原有的市场份额带来的盈利提升。同时安赛蜜作为第四代甜味剂,更加安全可靠,在下游食品饮料生产中的用量极小,对其涨价敏感度低,预计后续仍有较大的提升空间。据测算,安赛蜜每上涨 1 万元,净利润将提升 7000 万,增厚 EPS 0.132 元。

**北京天利海因火灾停产,金禾实业成为全球唯一的甲乙基麦芽酚生产商。**公司另一主要产品甲乙基麦芽酚全球仅 2 家生产企业,金禾实业产能 4000 吨,占全球总产能的 2/3,北京天利海 3000 吨占 1/3,属双寡头垄断,行业供需基本平衡。4 月 9 日天利海突发火灾造四死五伤,此次发事故影响较大存在较长时间关停的可能性,所以公司将成为全球仅存的甲乙基麦芽酚生产商,其提价空间已全面打开。4 月 11 日提价 5000 元/吨,4 月 22 日再提 5000 元/吨至,4 月 26 日价格为 9.5 万元/吨,目前提价到 11.3 万元/吨(2015 年均价约 8 万元/吨)。预计后续仍有较大的提升空间,极有可能突破历史的最高位(历史最高价格曾达 13 万元/吨)。据测算,甲乙基麦芽酚每上涨 1 万元,净利润将提升 2800 万,增厚 EPS 0.054 元。

**第五代甜味剂三氯蔗糖全面推进中。**2014 年公司研发的第五代甜味剂三氯蔗糖全套生产流程试产成功,年产 500 吨三氯蔗糖项目已于 2015 年三季度投产,今年 4 月份进行了生产装置的技术和工艺路线的优化,目前处于满产运行状态。目前新建年产 1500 吨三氯蔗糖项目正在逐步推进中,预计下半年开工建设,未来有望成为国内乃至全球三氯蔗糖行业的龙头企业,将进一步提高公司在食品添加剂行业的领先地位。

**维持“买入”评级:**公司的主要产品安赛蜜、甲乙基麦芽酚在全球范围均属于双寡头垄断,且公司产能为全球最大,目前两产品的行业格局均发生了重大变化,安赛蜜主要竞争对手苏州浩波逐步退出,甲乙基麦芽酚唯一竞争对手天利海将面临长期停产,而原料方面双乙烯酮龙头企业江苏天成生化和宁波王龙停产进一步加剧了安赛蜜涨价的预期。所以我们预计未来 2 年公司有望迎来业绩的高速增长。我们上调 2016-2018 年公司每股收益分别为 1.05 元、1.32 元、1.58 元(原值分别为 0.83 元、1.05 元和 1.24 元),谨慎原则给予公司目标价 20 元,对应公司 2016-2018 年 PE 分别为 19、15、13 倍。结合当前股价 16.2 元给予“买入”的投资评级。

**风险提示:**原材料价格大幅波动,环保风险。

■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3328	4050	4600	5100
增长率(%)	3.52%	22.43%	13.58%	10.87%
净利润(百万元)	214	595	742	892
增长率(%)	28.88%	178.04%	24.66%	19.70%
每股收益(元)	0.38	1.05	1.32	1.58
市盈率	38	19	15	13

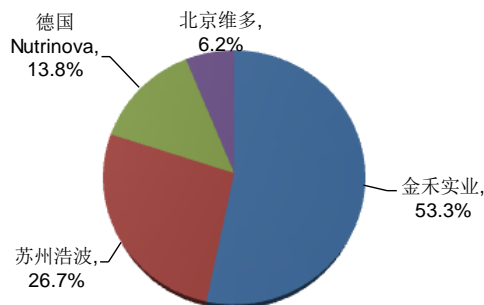
资料来源: Wind, 太平洋证券

图表 1: 公司主要产品产能、营收占比

产品	产能/万吨	2015 年营收占比	毛利率
安赛蜜	1.2	7.04%	28.29%
甲、乙基麦芽粉	0.4	9.67%	42.56%
硝酸	55	14.30%	1.67%
碳酸氢铵	45	6.45%	-
硫酸	30	9.13%	41.10%
三聚氰胺	13	11.97%	5.99%
合计		58.56%	

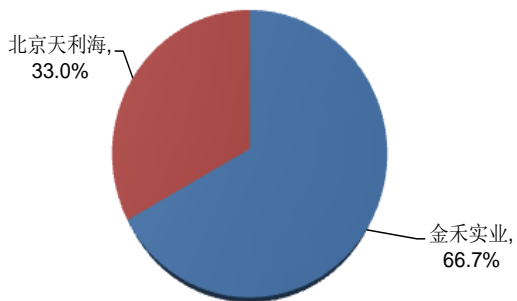
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 2: 金禾实业安赛蜜产能全球最大



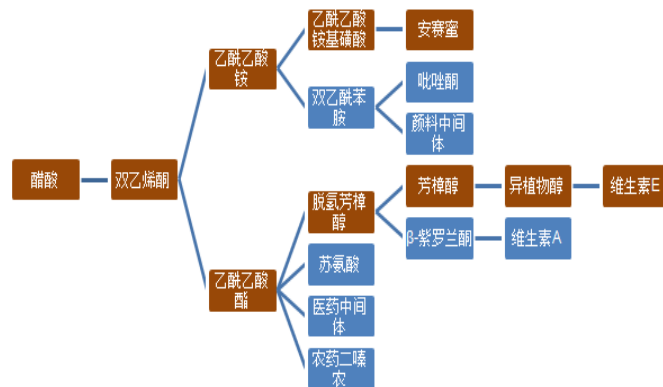
资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 3: 金禾实业甲基麦芽酚产能全球最大



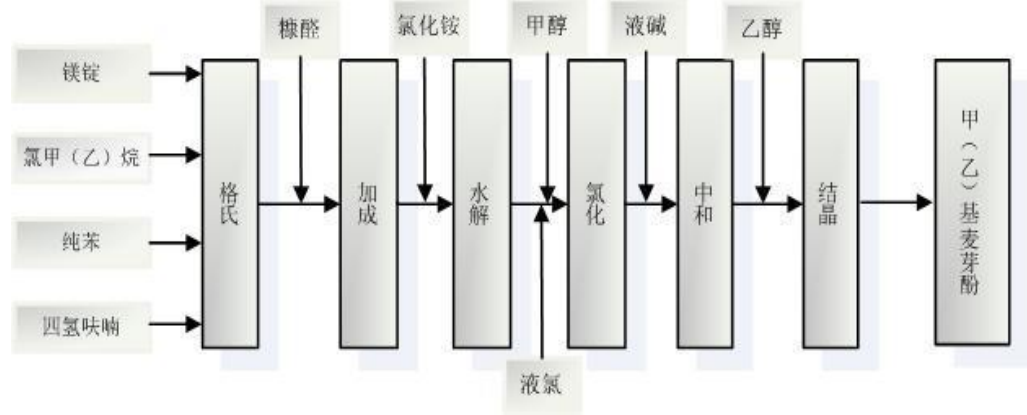
资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 4: 公司安赛蜜产业链示意图



资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

图表 5：公司甲乙基麦芽酚产业链



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。