



金禾实业 (002597)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-18

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161837

联系人: 李超齐
0551-65161591

供给格局改变, 甜味剂产品更加甜蜜

主要观点:

□ 基础化工向精细化工转型, 弱周期产品打开成长新空间

公司产品包括基础化工产品 and 精细化工产品, 其中精细化工产品为甲、乙基麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖, 属于弱周期产品。14—16 年精细化工产品毛利占比分别为 28%、38%、43%, 甜味剂和香料产品对公司业绩增长起重要作用。公司拥有安赛蜜产能 12000 吨, 市占率达到 70%; 三氯蔗糖 2000 吨, 市占率 25%; 甲乙基麦芽酚产能 4000 吨, 市占率 60%, 是行业中的领导者。目前公司正在由基础化工向精细化工方向转型, 未来精细化工产品将成为公司发展的新引擎。

□ 安赛蜜行业供给格局改变, 公司龙头地位巩固

随着消费升级, 公众更加关注甜味剂产品的安全性。传统甜味剂糖精、甜蜜素具有安全风险, 已经在部分国家或地区被禁止使用, 市场份额将逐步被新型甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖替代; 同时全球糖尿病患者人数处于快速增长阶段, 对功能性糖需求增加。国内产能主要集中于金禾和浩波, 金禾凭借其产能和技术优势, 市场占有率有望达到 70%, 已成为全球最大供应商, 获得产品定价权, 行业龙头优势进一步巩固。浩波因经营出现各种问题, 加上 17 年厂房面临搬迁, 对产能会产生较大影响, 其竞争力也将减弱。

□ 1500 吨产能建成投产, 有望增厚业绩

三氯蔗糖是由英国 Tate&Lyle 公司最先研制出来, 是第五代甜味剂产品, 具有甜度高、口味纯正、安全性高、热量值底等优点。16 年下半年, 公司年产 500 吨三氯蔗糖项目投产, 产品实现满产满销。16 年启动 1500 吨三氯蔗糖项目建设, 17 年 3 月底已达到试生产状态, 4 月 16 日第一批产品已产出。公司已拥有 2000 吨产能, 市占率将提高至 25%, 公司把握目前高价位的有利时机, 释放产能, 将增厚公司业绩。

□ 竞争对手发生安全事故, 甲、乙基麦芽酚涨价超预期

目前国内产能主要集中于天利海和金禾实业, 两者占国内产能比重为 74%。竞争对手天利海于 17 年 3 月 24 日发生安全事故, 现已停产, 安全许可证暂扣 3-6 个月。时隔不到一年, 天利海再次发生安全事故, 对其生产影响巨大, 复产时间难以确定, 将对甲、乙基麦芽酚的供给将产生重大影响。受此影响, 金禾上调甲、乙基麦芽酚最低渠道报价利好公司业绩。同时公司以甲基麦芽酚为原料, 发展吡啶盐, 其是第三代治疗胃溃疡新药泮托拉唑的中间体, 市场前景看好, 预计 400 吨吡啶盐项目建成投产后, 将成为公司新的增长点。

□ 一增一减, 加速战略转型

公司拟在滁州市定远县盐化工业园设立安徽金益科技有限公司, 主要从事食品添加剂、医药中间体等精细化工、生物科技领域内相关产业的拓展, 增强公司竞争力。同时公司拟出让持有的控股子公司安徽华尔泰化工股份有限公司 55% 股权, 减少基础化工板块的业务占比。一增一减, 公司加快战略转型和升级。

□ 风险提示

产品价格上涨低于预期、战略转型升级低于预期

目 录

1 公司概况	4
1.1 公司介绍	4
1.2 业绩稳步增长	7
1.3 打造精细化工升级版	8
2 安赛蜜供给格局重塑，单寡头时代来临	9
2.1 安赛蜜市场前景广阔	9
2.2 产能优势显著，行业集中度提高	12
2.3 价格处于低位，涨价预期高	13
2.4 涉诉圆满解决，打破外销障碍	14
3 三氯蔗糖—甜味剂产品中的新贵	14
3.1 最为理想的甜味剂产品	14
3.2 新建产能 1500 吨，现已投产	14
4 供给格局生变，甲、乙基麦芽酚提价超预期	15
4.1 产品应用领域广，市场空间大	15
4.2 天利海发生安全事故，受益于产品价格上涨	16
4.3 延伸产业链，发展吡啶盐	16
5 一增一减，公司加速战略转型升级	17
附录：财务报表预测	18

图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司产品产业链	6
图表 4 公司产品辐射区域	6
图表 5 图表 13 2011-2016 公司营收及增速	7
图表 7 2011-2016 公司净利润及增速	7
图表 8 2008—2016 公司毛利率稳定提高	7
图表 9 2016 年公司营收结构	8
图表 10 2016 年公司毛利结构	8
图表 11 公司精细化工产品营收及占比	8
图表 12 公司精细化工产品产能	9
图表 13 公司精细化工产品毛利率情况	9
图表 14 甜味剂产品发展轨迹	10
图表 15 功能性甜味剂性能对比	10
图表 16 1980-2015 全球糖尿病患者人数 (亿人次)	11
图表 17 2015 年全球糖尿病患者人数排名前十的国家 (百万人)	11
图表 18 2010-2015 国内糖尿病患者人数 (万)	11
图表 19 公司精细化工产品产能	12
图表 20 2017 年全球安赛蜜主要供应商	12
图表 21 安赛蜜生产流程	13
图表 22 2008—2016 年安赛蜜价格 (元)	13
图表 23 全球三氯蔗糖产能	15
图表 24 三氯蔗糖供应商收率情况	15
图表 25 甲、乙基麦芽酚应用领域	16
图表 26 2017 年全球安赛蜜主要供应商	16

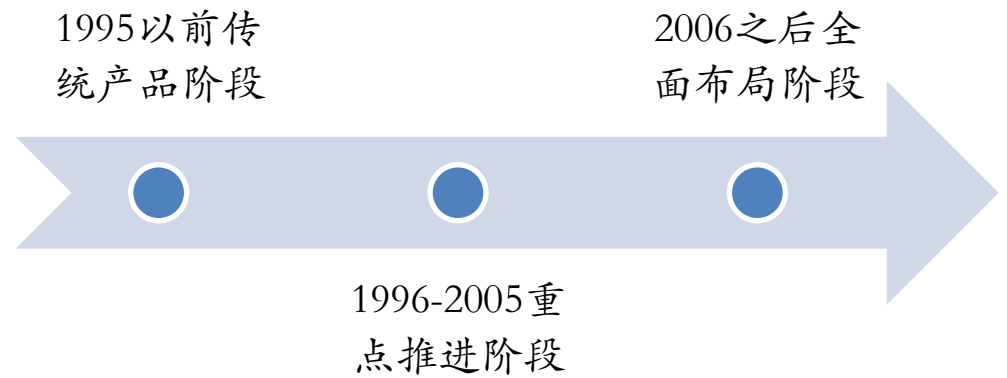
1 公司概况

1.1 公司介绍

公司位于安徽省滁州市来安县境内,主要从事精细化工产品和基础化工产品的生产和销售。公司的发展先后经历了三个阶段,第一阶段公司的产品主要以碳酸氢铵、尿素等传统化肥产品为主;第二阶段公司开拓了香精香料产品(甲、乙基麦芽酚),同时基础化工产品有了新扩展(甲醛、三聚氰胺);第三阶段引入安赛蜜、三氯蔗糖,同时开拓了硝酸、硫酸、新戊二醇、季戊四醇产品。

历经 20 多年的稳步发展,公司在甜味剂行业中具有规模、技术等优势,现已成为行业中的龙头企业。

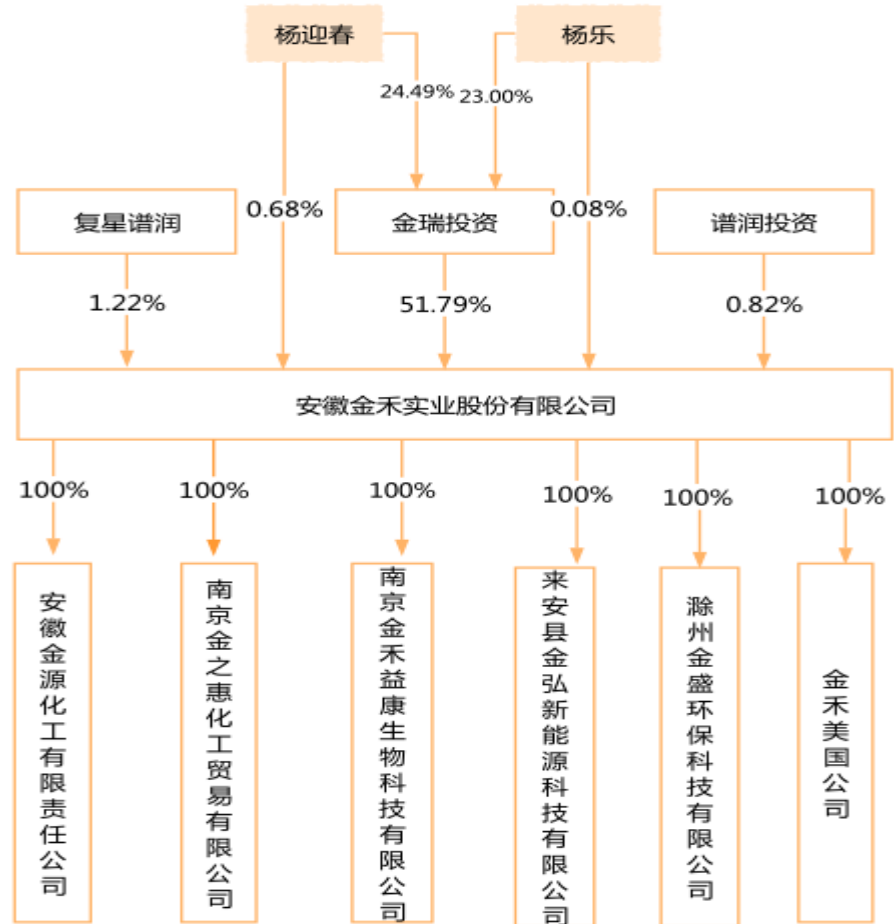
图表 1 公司发展历程



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

自然人杨迎春和杨乐分别持有公司 0.68%、0.08%的股权，并通过安徽金瑞投资股份有限公司间接持有 51.79%的股权，二者共持有公司 52.55%股权，为公司实际控制人，两人为父子关系。

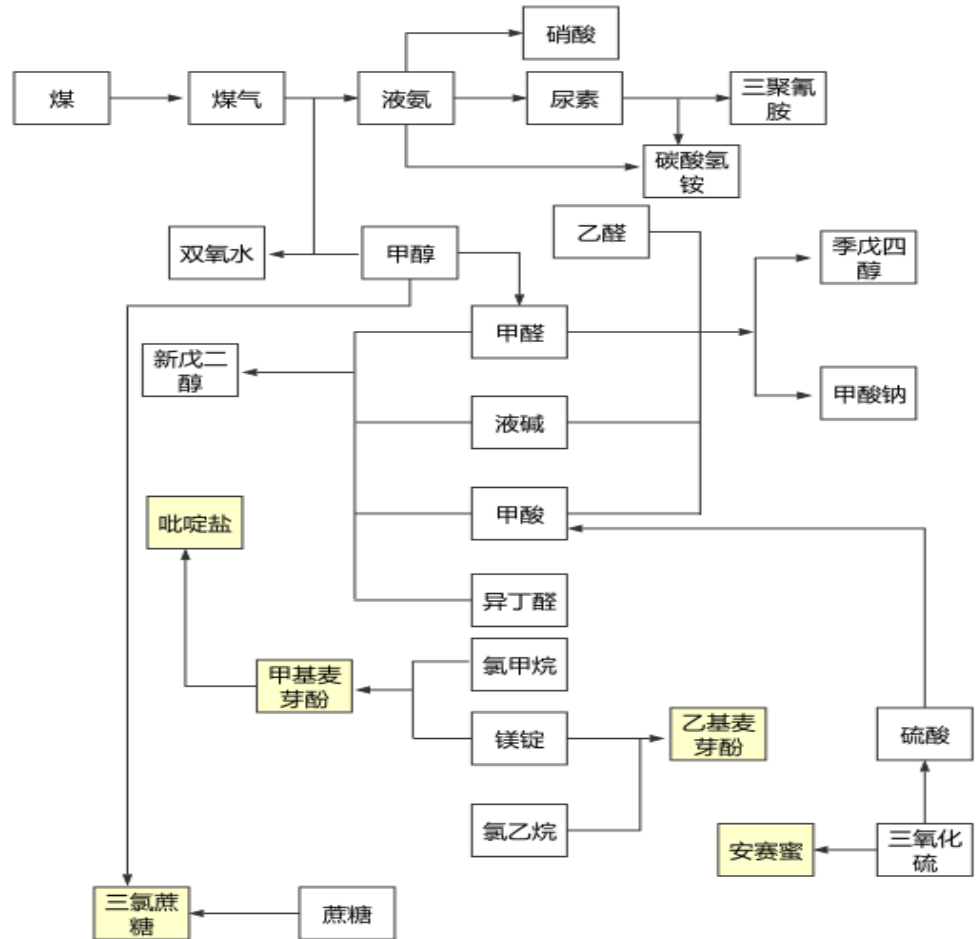
图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

产业链优势凸显，基础化工和精细化工协同发展。基础化工可以为精细化工提供原材料，减少上游原材料价格波动影响，使公司成本优势显著，增强市场竞争力；同时精细化工产品毛利高，能增厚公司业绩，二者相得益彰。

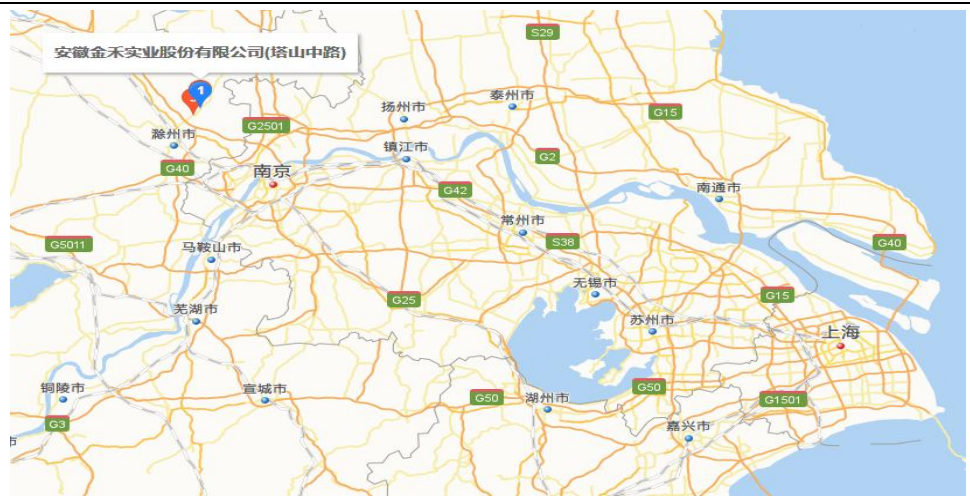
图表 3 公司产品产业链



资料来源：公司公告、华安证券研究所

地域优势明显。公司位于来安县，距离南京市的距离为 50 公里，产品辐射区域位于长三角经济发达地区，具有一定地域优势。基础化工产品产能充足，安全生产措施到位，环保达标，为产品稳定供应奠定基础。

图表 4 公司产品辐射区域



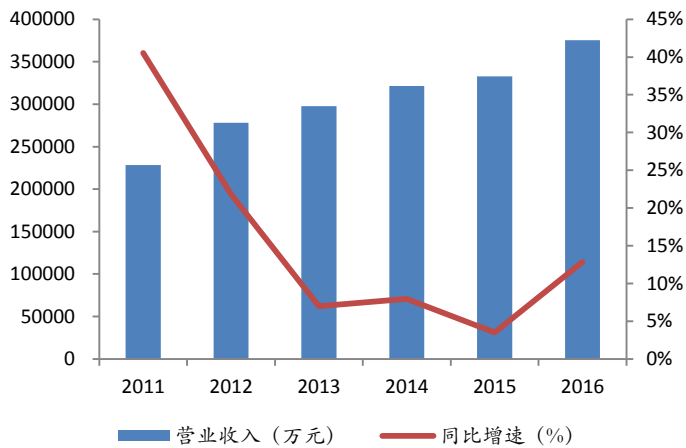
资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 业绩稳步增长

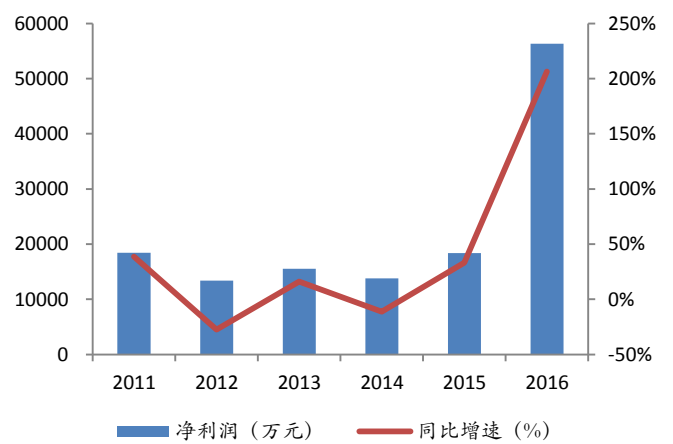
16年公司实现营收37.15亿元，同比增长12.84%，主要是由于精细化工产品量价齐升以及基础化工产品价格上涨。13-15年公司营收增速处于低位，主要原因：基础化工产品价格低，导致产品毛利不断下滑；安赛蜜因行业内的价格战，其毛利率也大幅下滑，13年毛利为4.34%，是近6年的最低点。16年公司完成技改，安赛蜜产能增加到12000吨，已成为全球安赛蜜最大供应商，产品定价权显著增强。

16年公司实现净利润5.63亿元，同比增长206.30%，主要是由于精细化工产品毛利高，拉动公司净利润大幅上涨，其中甲基麦芽酚、乙基麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖（16年新产品）毛利率分别为48.61%、49.33%、36.18%、48.99%，同比分别增长4.17个百分点、9.12个百分点、7.89个百分点。未来随着新产能的逐步释放，公司行业龙头地位进一步巩固，高毛利可持续，业绩有望增厚。

图表 5 图表 6 2011-2016 公司营收及增速



图表 7 2011-2016 公司净利润及增速

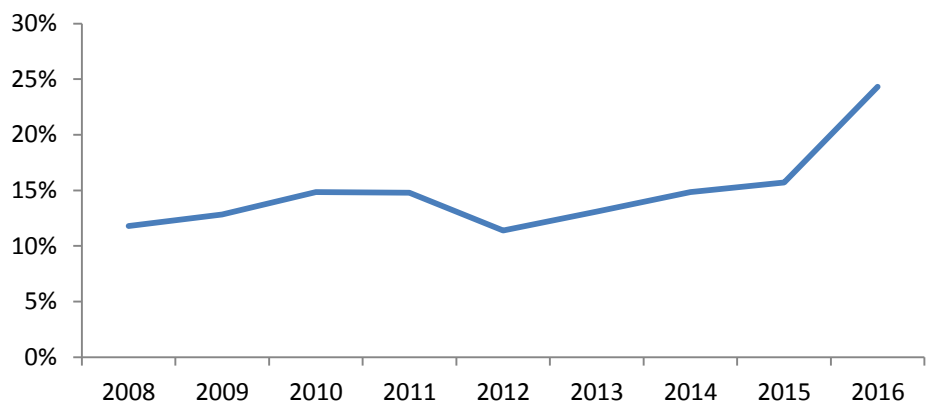


资料来源:wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

16年公司综合毛利率为24.32%，同比增长8.61个百分点，主要是由于精细化工产品量价齐升以及基础化工产品价格上涨。公司毛利整体呈现上涨趋势，未来或将受益于产品价格上涨及产能优势，预计毛利率还有上升的空间。

图表 8 2008—2016 公司毛利率稳定提高

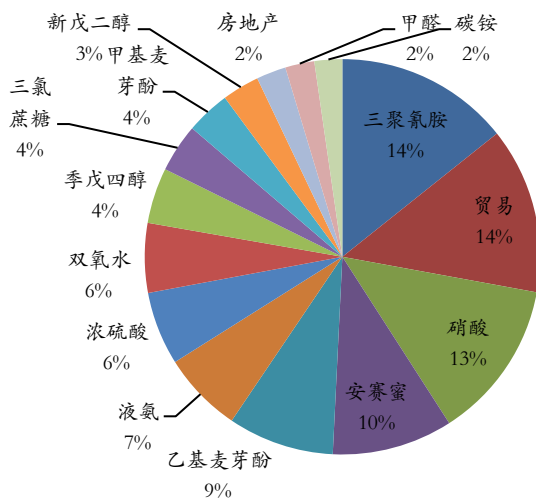


资料来源: wind、华安证券研究所

1.3 打造精细化工升级版

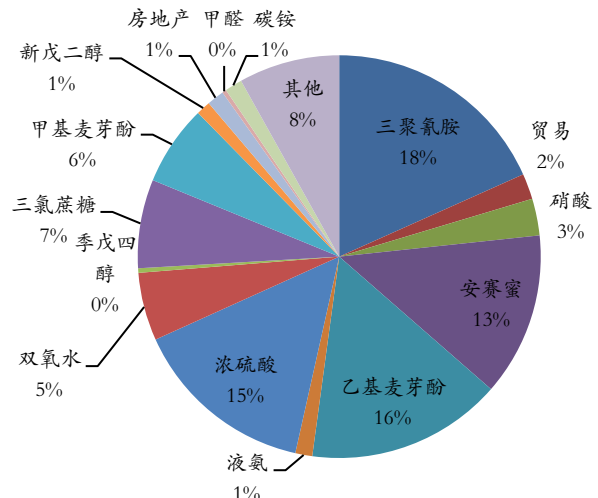
16年公司营收结构中,基础化工产品占比为57%,精细化工产品占比为27%,其他(贸易、房地产)占比16%。16年公司毛利结构中,基础化工产品占比55%,精细化工产品占比42%,其他(贸易、房地产)占比3%。从公司营收和毛利结构中,精细化工产品对公司毛利贡献大,随着公司精细化工产品产能释放,对公司业绩贡献占比有望进一步提高。公司未来发展战略中,将以基础化工产品为基础,精细化工产品为主的格局,通过技术创新,不断提高收率水平,全力打造精细化工升级版。

图表 9 2016 年公司营收结构



资料来源:wind、华安证券研究所

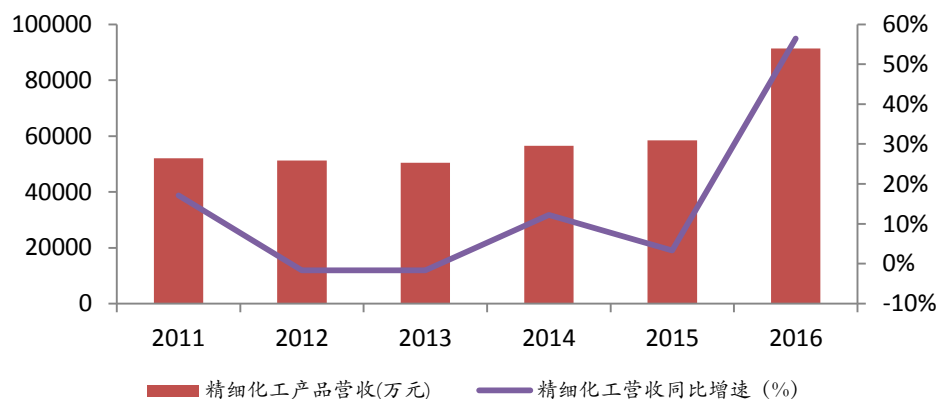
图表 10 2016 年公司毛利结构



资料来源:wind、华安证券研究所

公司精细化工产品营收快速增长。16年精细化工产品实现营收9.14亿元,同比增长为56.42%,2011—2016精细化工产品营收CAGR=11.90%,占公司营收比重为25.34%,随着公司精细化工产能扩张以及高毛利优势,占比将逐渐提高,处于上升趋势。

图表 11 公司精细化工产品营收及占比



资料来源：公司公告、华安证券研究所

精细化工产能优势明显。公司现有安赛蜜产能 12000 吨，三氯蔗糖产能 2000 吨、甲乙基麦芽酚产能 4000 吨。公司的产能优势将转化为竞争优势，使公司精细化工产品保持较高毛利率水平。

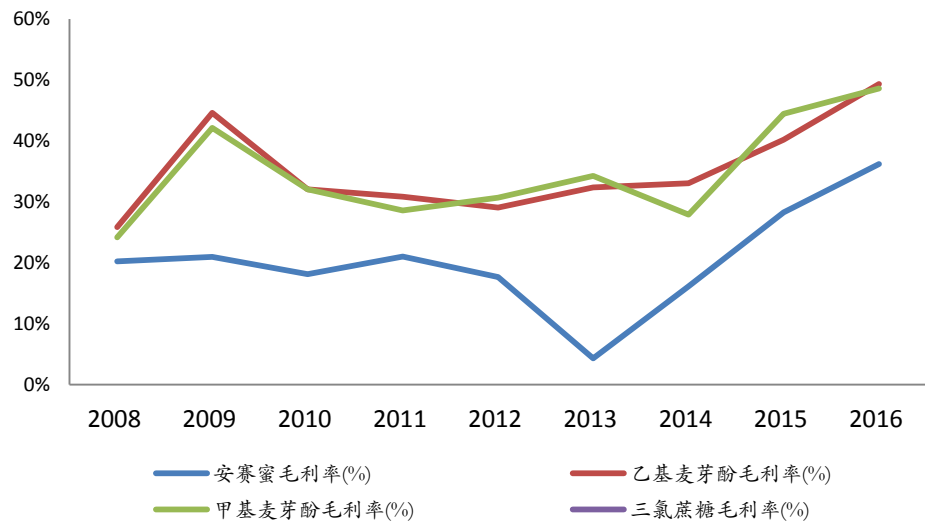
图表 12 公司精细化工产品产能

板块	产品名称	产能 (吨)	占全球产能比重 (估算)
精细化工产品	三氯蔗糖	2000	25%
	安赛蜜	12000	70%
	甲、乙基麦芽酚	4000	60%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

精细化工产品毛利高。其中甲、乙基麦芽酚毛利基本 30% 以上，同时呈现上升的趋势，公司已是国内甲、乙基麦芽酚双寡头供应商之一，具有规模优势，毛利率看涨。安赛蜜毛利率基本保持 20% 以上，2011 年国内企业开始价格战，安赛蜜价格一路下滑，导致公司毛利率下降。随着市场供给格局的改变，公司成为全球最大安赛蜜供应商，市场话语权增强，毛利率有望持续改善。三氯蔗糖是公司 16 年推出的新产品，毛利率为 43.99%，因其应用广泛，市场前景看好，加之公司具有产能优势，未来高毛利可持续。

图表 13 公司精细化工产品毛利率情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2 安赛蜜供给格局重塑，单寡头时代来临

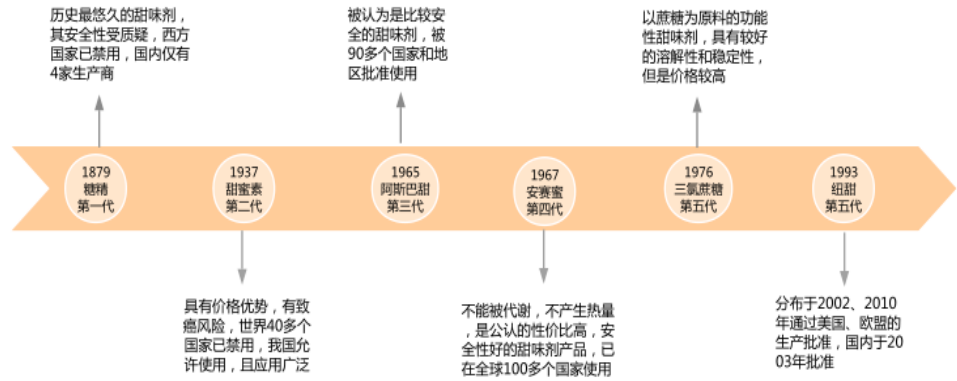
2.1 安赛蜜市场前景广阔

甜味剂是赋予食品以甜味的食物添加剂，品种较多，具体可以分为两类：一类为功能性甜味剂，主要包括人工合成高倍甜味剂（糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜）以及天然甜味剂（甜菊糖）；二类为糖醇类甜味剂，主要包括

木糖醇、麦芽糖醇等。通常蔗糖、果糖、葡萄糖、麦芽糖乳糖等糖类物质，因长期被人们食用，而不被视为甜味剂。

自 1879 年第一代甜味剂产品糖精使用至今，已有 100 多年历史，目前已发展到第五代甜味剂产品三氯蔗糖、纽甜。

图表 14 甜味剂产品发展轨迹



资料来源：公司公告、华安证券研究所

功能性甜味剂中，决定竞争优势的主要有三个因素：安全性—有无不良反应与治病风险；易用性—甜度过高会导致下游使用时难度难以控制加入甜味剂数量；甜价比—价甜比低的甜味剂可用最少的价格取得最大的增甜效果。

由于消费升级趋势的影响，公众更加关注甜味剂产品安全性。目前糖精和甜蜜素由于安全性因素，已经在部分国家或地区被限制使用，阿斯巴甜在全球多国允许使用，占甜味剂市场份额近50%，但研究机构和消费者对其安全性存有质疑。综合对比看，安赛蜜的安全性较高，价格适宜，是较为理想的甜味剂产品；三氯蔗糖做为第五代甜味剂产品，其各方面的性能优于安赛蜜，但其价格偏高，但随着人们对健康日益重视，需求量将增加。安赛蜜和三氯蔗糖将逐渐替代糖精、甜蜜素和阿斯巴甜，市场空间大。

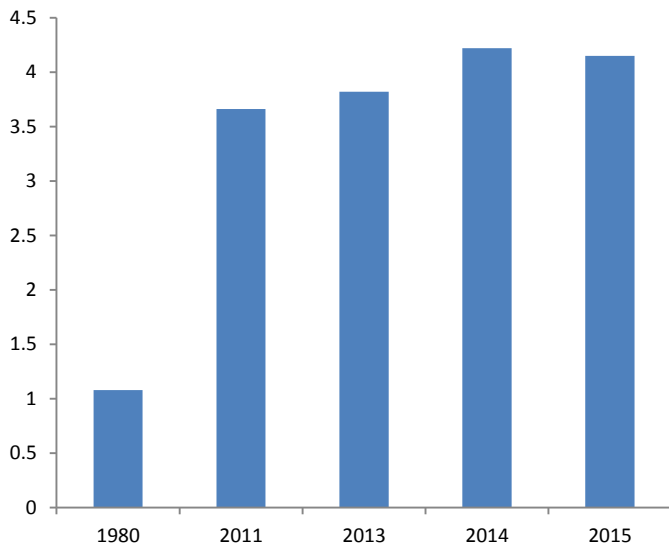
图表 15 功能性甜味剂性能对比

名称	平均价格 (元/千克)	甜度倍数	甜价比	安全性	易用性与其他
糖精	40	500X	0.08	引致肿瘤风险，西方多国禁用	
甜蜜素	13	50X	0.26	引致多种疾病风险，西方多国禁用	第二代产品，保质期长
阿斯巴甜	80	200X	0.40	受到一定质疑，苯丙酮尿症患者不宜使用	
安赛蜜	40	200X	0.20	安全性较好，无显著不良反应报告	良好的复配对象
三氯蔗糖	350	650X	0.53	安全性较好，无显著不良反应报告	性能好，保质期长
纽甜	300	6000X	0.05	安全性较好，无显著不良反应报告	甜度过高，易用性难控制

资料来源：公司公告、华安证券研究所

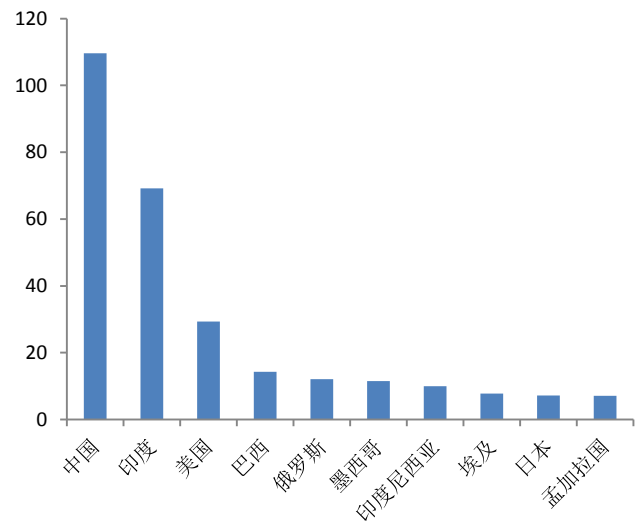
全球糖尿病患者人数快速增长，甜味剂产品有望替代蔗糖。因糖尿病发病率不断增加，以及公众健康意识提高，对低糖、低卡路里食品的需求不断增长，带动了甜味剂产品需求量。据WHO(世界卫生组织)数据，全球糖尿病患者人数从1980年的1.08亿增加到2015年的4.15亿，患病率为8.8%，预测到2040年全球将会有6.42亿人患有糖尿病，患病率达到10.4%。糖尿病在发展中国家患者人数呈现快速上升趋势，2015年糖尿病患者人数排名前十的国家中发展中国家占据七席，中国位列全球第一。WHO认为病情发展迅速是由“人们的饮食习惯和生活方式”引起的，因而WHO建议人们进行有规律的体育锻炼，并减少含糖食物的摄入。

图表 16 1980-2015 全球糖尿病患者人数 (亿人次)



资料来源:IDF、华安证券研究所

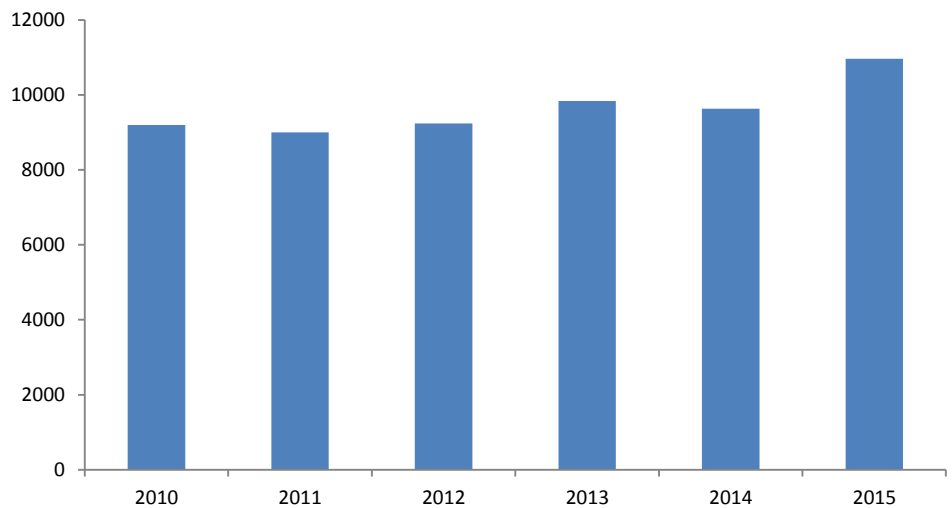
图表 17 2015 年全球糖尿病患病人数排名前十的国家 (百万人)



资料来源:IDF、华安证券研究所

2015年中国糖尿病患者人数为1.09亿，位居全球第一。过多糖分的摄取，是糖尿病的重要发病原因之一，由于糖尿病人特殊的饮食需求，无热量、不参与新陈代谢的功能性代糖（安赛蜜、三氯蔗糖）市场需求会增加，市场前景看好。

图表 18 2010-2015 国内糖尿病患者人数 (万)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

新型甜味剂产品替代糖精和甜蜜素。国内糖精和甜蜜素等传统甜味剂，在西方国家已被禁止使用，但国内对糖精实行限产限销，严禁新建和改扩建项目，因此未来糖精受到政策和替代效应的双重影响，市场空间将收缩。未来国内甜味剂产品升级换代加速以及应用领域的增加（水果罐头制造等），对安赛蜜和三氯蔗糖的需求量将快速增长。

目前国内糖精、甜蜜素等传统甜味剂的产能约9.5万吨，不考虑甜味剂产品对成品糖的替代效应，以及甜味剂行业的内生增长情况下，仅从行业内部产品替代角度分析，以安赛蜜、三氯蔗糖为代表的新型甜味剂产品拥有巨大的市场空间。

图表 19 公司精细化工产品产能

产品名称	现有产能	替代 10%	替代 30%	替代 50%
传统甜味剂（糖精、甜蜜素等）	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

资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.2 产能优势显著，行业集中度提高

安赛蜜又名AK糖，化学名为乙酰磺酸钾，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年对其认可。安赛蜜广泛应用于食品、饮料、口腔卫生/化妆品（可用于口红、唇膏、牙膏和漱口水等）及药剂（用于糖浆制剂、糖衣片、苦药掩蔽剂等）等领域。随着人们生活水平的提高，人们对食品的色香味、对饮料的口感、对化妆品和药品的安全性要求越来越高，对相关产品品质的提升，也直接促进安赛蜜市场容量的持续增长。

德国的Nutrinova拥有3500吨产能，由于专利的原因，其是国外唯一的安赛蜜生产企业，随着2005年安赛蜜专利到期后，国内多家企业进入安赛蜜行业，全球安赛蜜产能有国外向国内转移，国内一跃成为全球主要供应商。

国内产能主要集中于金禾和浩波，浩波曾是金禾最强有力的竞争对手，因经营出现各种问题，加之17年厂房面临搬迁，对产能会产生较大影响，其竞争力也将进一步减弱，市占率将下滑。16年公司技改后，安赛蜜年产能达到12000吨，市场占有率有望达到70%，已成为全球最大供应商，获得产品定价权，行业龙头优势进一步凸显。

图表 202017 年全球安赛蜜主要供应商

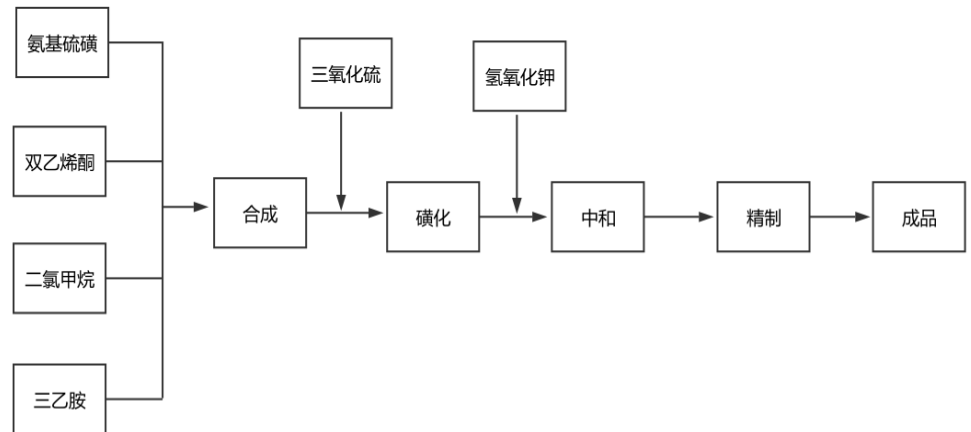
供应商	产能（吨/年）	备注
金禾实业	12000	技术优势显著
江苏浩波	6000	面临搬迁，产能受影响
北京维多	1500	反应釜工艺，成本高售价高
江西北洋	1000	开工率低，产销不乐观
德国 Nutrinova	3500	主要供应欧美市场，价格高
合计	23500	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司拥有1万吨双乙烯酮产能，做为安赛蜜最主要的原材料，公司能把控上游原材料价格波动带来的影响。公司于2005年进入安赛蜜行业，经过10多年的

技术积累，具有多项技术专利，生产工艺较为先进，使双乙烯酮+三氧化硫工艺的整体收率不断提高，处于行业领先水平。

图表 21 安赛蜜生产流程



资料来源：公司公告、华安证券研究所

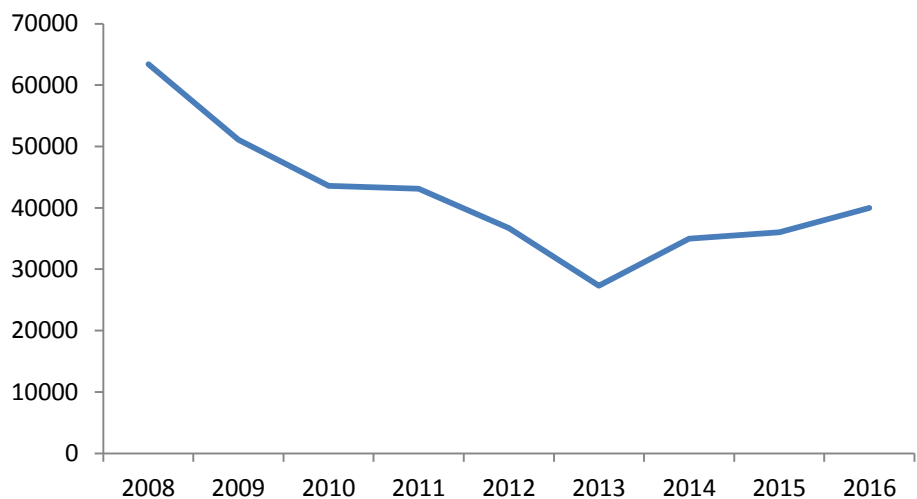
2.3 价格处于低位，涨价预期高

2011年，国内安赛蜜企业为了提高产品市场占有率，抢占行业话语权，大打价格战，产品价格一路下滑，最低时为 27300 元/吨。因价格大幅回落，小企业迫于成本压力，退出行业，产能减少，基本上形成了金禾和浩波两大供应商，之后产品价格逐渐上涨。16 年因双乙烯酮价格上涨，安赛蜜价格上涨至 40000 元/吨，17 年价格为 45000 元/吨。

江苏浩波因经营问题，开工率不到三成，产量大幅下降，17 厂房要搬迁入园，对其生产造成影响，行业或将出现供不应求的局面，价格上涨预期高。

因安赛蜜下游主要应用于食品和饮料企业，在客户成本构成中，安赛蜜占比非常小，一瓶 3 元的可乐中，安赛蜜成本仅 0.02 元，价格敏感性低。

图表 22 2008—2016 年安赛蜜价格（元）



2.4 涉诉圆满解决，打破外销障碍

2016年10月26日，Celanese（塞拉尼斯）依据《美国1930年关税法》第337节规定向美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，指控中国企业（金禾实业、苏州浩波、北京维多）对美出口、在美进口或是在美销售的高效甜味剂（安赛蜜）侵犯了其在美国注册有效的专利权，请求ITC发布普遍排除令及禁止令。2016年11月22日，美国国际贸易委员会决定对高效甜味剂发起337调查。

2016年12月1日，金禾实业正式委托美国亚博律师事务所和北京市竞天公诚律师事务所律师为其代理律师向ITC申报应诉。

2017年3月22日，公司从聘请的律师处获悉，Celanese（塞拉尼斯）主动ITC申请“撤诉并申请终结本案的调查程序”，ITC同意了该项申请，并作出“本案调查程序至此终结”的决定，至此，关于公司涉及ITC337调查事项已全部终结，该调查事项未对公司造成直接经济损失。

Celanese（塞拉尼斯）的子公司德国Nutrinova为公司在国际市场的主要竞争对手，此次案件的顺利解决，为公司进一步开拓欧美市场奠定了良好的基础，为产品出口清除了法律障碍，更进一步奠定了公司成为全球最大安赛蜜供应商的市场地位。

3 三氯蔗糖—甜味剂产品中的新贵

3.1 最为理想的甜味剂产品

三氯蔗糖是由英国Tate&Lyle公司最先研制出来，是第五代甜味剂产品，具有甜度高、口味纯正、安全性高、热量值低等优点。国际知名的卡夫、联合利华、雀巢等食品制造商正在将三氯蔗糖做为原料应用于其产品中。

三氯蔗糖做为新型甜味剂产品，鉴于目前的市场价格及生产规模，将做为高端甜味剂逐步取代阿斯巴甜的市场空间，三氯蔗糖和安赛蜜将在市场需求结构中分化，处于甜味剂更新换代金字塔的不同层级，满足中高端不同客户需求，实现差异化的竞争格局，不会出现相互替代关系。

3.2 新建产能1500吨，现已投产

2016年下半年，公司年产500吨三氯蔗糖项目投产，产量约300吨，实现营业收入1.3亿元，毛利率达到48.99%。公司于2016年启动1500吨三氯蔗糖项目建设，17年3月底已开车，运行良好，4月16日第一批产品已产出，5月中下旬可以达到满产状态。同时三氯蔗糖价格为50万元/吨，处于较高水平，公司1500吨新产能投产，市占率将提高至25%，同时公司把握目前高价位的有利时机，释放产能，增厚公司业绩。

因目前价格处于非合理状态，或将有新进入者，价格下降的可能性较大，但公司凭借技术和产能优势，其产品毛利率水平略微有降，但仍将处于较高水平。

盐城捷康是国内三氯蔗糖最大供应商，2016年8月因环保问题，暂停生产，经过整改，10月份恢复生产，但日产量被控制在2吨以内，年产量约700吨，产能

受到缩减，对其产品市占率造成一定影响。

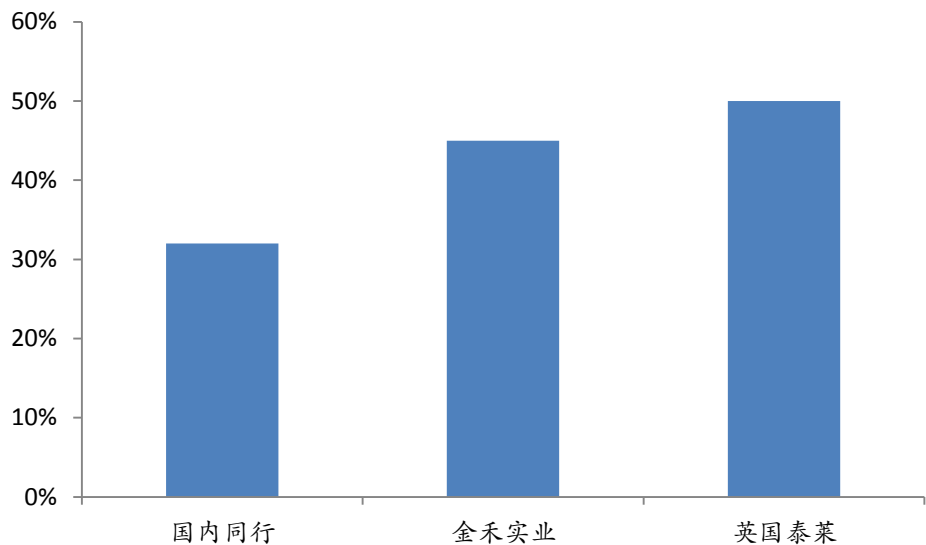
图表 23 全球三氯蔗糖产能

厂商	产能 (吨)	备注
英国泰莱	3500	16 年 7 月新加坡工厂关闭
金禾实业	2000	新建 1500 吨 17 年 3 月份投产
常州牛塘	500	
盐城捷康	1500	16 年 8 月因环保，停产整顿,远期规划 4000 吨
江苏巨邦制药	500	
常州科隆化工	500	
其他		约 6000 吨在建
合计	8500	

资料来源：华安证券研究所

公司技术优势明显。从 14 年公司三氯蔗糖全套生产流程及系统试产成功，到 15 年完成 500 吨项目建设，公司三氯蔗糖收率为 45%，处于行业领先水平，未来随着技术积累，收率有望进一步提高，也降低了公司产品成本，增强市场竞争力。

图表 24 三氯蔗糖供应商收率情况



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

4 供给格局生变，甲、乙基麦芽酚提价超预期

4.1 产品应用领域广，市场空间大

甲基麦芽酚又称麦芽酚，为白色晶状粉末，具有焦奶油硬糖的特殊味道，其稀释溶液可以释放出草莓样的芳香。乙基麦芽酚稀释溶液具有水果样焦甜香味。

甲乙基麦芽酚应用范围较广，可以应用于加工食品、烹饪食品，增加食品的香气和协调食品整体风味特点；也可应用于饮料，降低酸味和苦味，并具有催化作用，

使不同风味更加协调。同时乙基麦芽酚还具有抗菌、防腐的性能。

依据去不同的特点，作为香料使用上，乙基麦芽酚比甲基麦芽酚的增香效果更好，在香料产品中，乙基麦芽酚的应用更广，甲基麦芽酚的熔点可以达到 160 摄氏度，更适合应用于烘焙制品中，在医药中间体中也有应用。

图表 25 甲、乙基麦芽酚应用领域



资料来源：公司公告、华安证券研究所

4.2 天利海发生安全事故，受益于产品价格上涨

目前国内产能主要集中于天利海和金禾实业，两者占国内产能比重为 74%。金禾实业安全生产措施严格，环保达标，产品供应稳定。

竞争对手再次发生安全事故，产品大幅提价。17 年 3 月 24 日天利海发生安全事故，目前已导致 2 人死亡，现已停产，安全许可证暂扣 3-6 个月。2016 年 4 月 9 日天利海发生一起事故，导致 4 人死亡，3 人烧伤，时隔不到一年，天利海再次发生安全责任事故，对公司生产影响巨大，复产时间难以确定，对甲、乙基麦芽酚的供给将产生重大影响。受此影响，公司上调甲、乙基麦芽酚最低渠道报价分别至 15.5 万元/吨、15.00 万元/吨，相比之前 10—11 万元的价格，涨幅在 40% 以上，将增厚公司业绩。

图表 26 2017 年全球安赛蜜主要供应商

厂商名称	产能 (吨)	备注
北京天利海香精香料有限公司	5000	17 年 3 月份发生安全事故，处于停产状态
金禾实业	4000	生产正常
广东省肇庆香料有限公司	2000	
陕西唐证科技与发展有限公司	1200	产品为乙基麦芽酚
合计	12200	

资料来源：华安证券研究所

4.3 延伸产业链，发展吡啶盐

吡啶盐是第三代治疗胃溃疡新药泮托拉唑的中间体。发展吡啶盐有利于公司精细化工产业发展，进一步提升公司在行业内技术实力，延伸公司精细化工产业链，丰富公司产品结构。

市场潜力大。2011 年泮托拉唑销售额为 18.9 亿美元，在全球质子泵抑制剂排名第三。因生产技术，目前泮托拉唑售价较高，影响了泮托拉唑在市场的普及。未来，随着技术的进步和医药专利的到期，泮托拉唑价格可能会逐步下降，加上治疗效果又比奥美拉唑等其他胃药要好，普通胃病患者也将优先使用泮托拉唑，将有力拉动吡啶盐需求量。

吡啶盐的国际市场需求主要集中于印度，2015 年需求量约为 1,261 吨，同比增长 54.53%。未来随着印度制药产业转型升级，印度吡啶盐生产企业向下游原料药及成品药转型，将为公司提供广阔的吡啶盐市场机遇，推动公司吡啶盐销售大幅增长。国内市场需求有望稳步扩展。随着未来民众健康意识的提高，吡啶盐生产制备技术的进步，泮托拉唑将在国内得到普及，推动吡啶盐市场的需求增加。

公司具有成本和技术优势。吡啶盐的主要原料是甲基麦芽酚，甲基麦芽酚是公司主要产品之一，公司可以通过现有的生产装置与产品降低产品成本，提高吡啶盐的市场竞争力。2012 年 9 月，公司利用当时现有的生产装置进行改造，建成年产 200 吨吡啶盐生产线实验装置。在该实验生产线上对吡啶盐不间断研发，不断试生产，经过 4 年的长期摸索，依托公司在精细化工领域的技术优势和原材料优势，技术逐步成熟，产品收率逐渐提高。目前生产技术已趋于成熟，并已积累了丰富的生产和环保经验，已经自主掌握吡啶盐生产制备技术，将能为客户提供质量稳定、价格低廉的优质产品。

预计 400 吨吡啶盐项目建成投产后，预计可实现收入 19785.71 万元，年税后利润为 4941.99 万元，有望增厚公司业绩。

5 一增一减，公司加速战略转型升级

17 年 4 月 18 日公司公告拟在滁州市定远县盐化工业园设立安徽金益科技有限公司，主要从事食品添加剂、医药中间体等精细化工、生物科技领域内相关产业，将进一步拓展产业链，实现产业链的垂直一体化整合，利于公司向精细化工转型，

同日，公司拟出让持有的控股子公司安徽华尔泰化工股份有限公司 55% 股权。次股权转让完成后，公司将不再持有华尔泰股权，华尔泰将不再纳入公司合并财务报表范围内。此次股权转让能进一步优化公司产业结构，减少基础化工板块的业务占比，规避经营风险，增强公司的持续盈利能力和发展潜力，提高公司的资产质量和盈利能力，提升公司整体竞争实力，集中优势资源和资金，进一步加快公司的战略转型与产业升级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,405	3,292	4,245	5,110	营业收入	3,755	4,694	5,492	6,041
现金	575	939	1,417	1,940	营业成本	2,842	3,380	3,927	4,289
应收账款	149	182	216	237	营业税金及附加	30	23	29	33
其他应收款	5	6	7	8	销售费用	214	231	282	311
预付账款	101	56	(23)	(63)	管理费用	109	145	178	195
存货	365	539	643	646	财务费用	12	19	28	20
其他流动资产	1,210	1,570	1,986	2,342	资产减值损失	19	7	3	(5)
非流动资产	1,887	1,721	1,570	1,503	公允价值变动收益	(7)	(132)	51	10
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	1,351	1,265	1,180	1,094	营业利润	543	758	1,096	1,206
无形资产	135	126	117	109	营业外收入	138	78	108	93
其他非流动资产	400	328	271	298	营业外支出	18	10	10	13
资产总计	4,292	5,013	5,815	6,613	利润总额	663	825	1,194	1,286
流动负债	1,594	1,985	2,242	2,382	所得税	100	124	179	193
短期借款	275	886	884	881	净利润	563	701	1,015	1,093
应付账款	351	350	421	478	少数股东损益	12	(82)	(89)	(67)
其他流动负债	967	749	937	1,022	归属母公司净利润	551	784	1,104	1,161
非流动负债	50	71	(67)	(191)	EBITDA	763	871	1,218	1,320
长期借款	23	23	23	23	EPS (元)	0.98	1.39	1.96	2.06
其他非流动负	28	48	(90)	(213)					
负债合计	1,644	2,056	2,175	2,191					
少数股东权益	185	102	13	(54)					
股本	564	564	564	564					
资本公积	485	382	382	382					
留存收益	1,383	1,909	2,681	3,531					
归属母公司股东权	2,464	2,855	3,627	4,477					
负债和股东权益	4,292	5,013	5,815	6,613					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	931	(208)	944	878
净利润	563	784	1,104	1,161
折旧摊销	217	95	94	93
财务费用	9	19	28	20
投资损失	(22)	0	0	0
营运资金变动	(412)	(898)	(247)	(334)
其他经营现金	575	(207)	(35)	(62)
投资活动现金流	(898)	231	(50)	(9)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	(0)	0	0
其他投资现金	(899)	231	(50)	(9)
筹资活动现金流	(69)	239	(365)	(335)
短期借款	142	611	(1)	(3)
长期借款	(48)	0	0	0
普通股增加	(4)	(0)	0	0
资本公积增加	(36)	(104)	0	0
其他筹资现金	(123)	(268)	(363)	(332)
现金净增加额	(37)	262	529	534

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	12.84%	25.00%	17.00%	10.00%
营业利润	154.86%	39.55%	44.65%	10.06%
归属于母公司净利润	157.15%	42.13%	40.83%	5.15%
获利能力				
毛利率(%)	24.32%	28.00%	28.50%	29.00%
净利率(%)	35.16%	14.69%	16.70%	20.10%
ROE(%)	21.26%	23.72%	27.87%	24.72%
ROIC(%)	33.44%	34.99%	27.67%	26.97%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.30%	41.01%	37.40%	33.13%
净负债比率(%)	15.44%	5.44%	-14.42%	-20.91%
流动比率	1.51	1.66	1.89	2.15
速动比率	1.28	1.39	1.61	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.95	1.01	1.01	0.97
应收账款周转率	27.81	29.28	28.59	27.62
应付账款周转率	12.20	13.37	14.24	13.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.39	1.96	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	(0.37)	1.67	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.06	6.43	7.93
估值比率				
P/E	19.6	13.8	9.8	9.3
P/B	4.4	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	11.02	13.46	9.30	8.19

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。