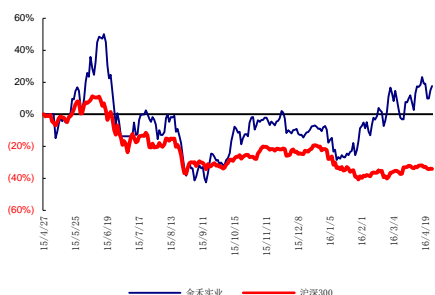


化工 化学制品

## 1500 吨三氯蔗糖正式投产，盈利能力稳步提升

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	564/554
总市值/流通(百万元)	10,835/10,646
12 个月最高/最低(元)	20.58/12.11

## ■ 相关研究报告:

《天利海再发安全事故，产品涨价有望超预期》--2017/03/28

《金禾实业(002597): 稳步转型精细化工, 2017 年业绩有望再次超预期》--2017/03/20

《金禾实业(002597): 半年业绩再次超预期, 下半年安赛蜜和甲基麦芽酚仍有提价空间》--2016/08/18

## ■ 证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

## ■ 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:** 公司年产1500吨三氯蔗糖新项目于2017年3月30日正式投料开车, 经过连续运行, 2017年4月16日晚间生产出第一批合格的三氯蔗糖产品, 目前设备及工艺各项指标处于优化调整中。

## ■ 点评:

2016 年公司切入三氯蔗糖领域, 16 年投产 500 吨/年, 此次再投产 1500 吨/年, 总产能达到 2000 吨/年, 全球市占率达到 25%, 盈利能力将进一步增强。目前全球三氯蔗糖有效产能为 8000 吨, 由于生产技术和环保要求严苛, 全球范围内生产企业不多。其中, 英国泰莱产能 3500 吨, 占 43.8%, 但公司于 16 年关闭了新加坡 2500 吨的产能; 金禾实业 2000 吨, 占 25%; 盐城捷康 1500 吨, 占 18.8%, 16 年因环保问题停车整顿, 目前日产量仅 2 吨左右; 江苏巨邦制药和常州科隆化工均有 500 吨产能; 常州牛塘 500 吨装置未能正常运行。目前虽有多套三氯蔗糖在建装置, 但投产日期均在 2018 年之后。目前公司 1500 吨新装置已出产品, 处于精加工阶段, 预计 5 月中下旬可达到满负荷运行。当前三氯蔗糖市场价格 50 万元/吨, 采用年均价 43 万元/吨, 我们测算 2017 年可实现净利润 1.92 亿元, 增厚 EPS 0.34。

**三氯蔗糖相比阿斯巴甜等传统甜味剂更安全和稳定, 目前市占率不高, 未来替代空间巨大。**老一代甜味剂阿巴斯甜性质不稳定, 在高温或人体胃肠道酶作用下可分解为苯丙氨酸、天冬氨酸和甲醇, 存在一定的健康风险, 如美国 FDA 在过去 4 年接获的不良反应投诉中, 超过 75% 的副作用是由阿斯巴甜所引起, 目前该产品已被多个国家限制使用。新一代甜味剂三氯蔗糖因安全性高、性质稳定, 生产工艺逐步改进, 其生产成本及销售价格不断降低, 产品性价比大幅提升, 已逐步形成对阿斯巴甜的优秀替代品。据统计, 目前甜味剂市场份额中, 糖精约占 15%、甜蜜素占 35%、阿巴斯甜占 20%、安赛蜜占 25%、三氯蔗糖占 5%。目前三氯蔗糖行业增速在 25% 以上, 未来替代空间巨大。

**甲、乙基麦芽酚和安赛蜜行业竞争格局良好, 盈利有保障。**目前全球范围内能稳定生产麦芽酚的企业只有金禾实业和天利海, 产能分别为 4800 吨和 5000 吨, 形成双寡头垄断。天利海 3 月再次发生安全事故, 我们预计停车至少半年以上, 受此影响公司产品提价到 15 万元/吨 (16 年均价 10 万元/吨)。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%, 属双寡头垄断, 苏州浩波因连年亏损于 2015 年申请破产清算, 退出已是

大概率事件。目前安赛蜜价格 4.5 万元/吨（16 年均价 3.8 万元/吨），麦芽酚和安赛蜜市场竞争格局良好，盈利有保障。

**维持“买入”评级：**公司的主要产品安赛蜜、甲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，2017 年新增 1500 吨三氯蔗糖产能将持续带来业绩的高增长。公司转型精细化工领域将带来盈利和估值的双重上移。我们预计 2017-2019 年公司每股收益分别为 1.56 元、2.06 元、2.28 元，目前股价对应 PE 分别为 12、9、8 倍，维持“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

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3755	5257	6780	7590
增长率 (%)	12.84%	40%	29%	12%
净利润(百万元)	551	886	1170	1295
增长率 (%)	157.15%	60.82%	32.05%	10.70%
每股收益(元)	0.97	1.56	2.06	2.28
市盈率	19	12	9	8

资料来源：Wind，太平洋证券

# 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。