

核心动力突出, 消费属性明朗, 优质成长标的

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司的核心竞争力来自于技术研发带来的精细化工品上的成本优势和技术壁垒, 从而具备安赛蜜、甲乙基麦芽酚、三氯蔗糖上的定价权, 属于这一行业的核心玩家。公司的精细化工品实际上是食品添加剂, 具备较强的消费属性, 未来随着新产能的投放, 有望实现业绩的持续成长和估值的切换, 具备较好的投资价值, 属于优质成长标的。
- **公司核心竞争力突出, 精细化工业务专注于食品添加剂领域。** 公司核心竞争力来自于自身的成本优势和技术壁垒, 公司的精细化工品几乎均为食品添加剂, 是细分子行业的龙头, 精细化工业务毛利率从2016年的43.4%提升至2017年的51.3%, 盈利水平大幅提升。未来, 公司将继续在相关精细化工品上发力, 提升产能, 扩大自身优势。
- **定远项目助力精细化工板块, 巩固竞争优势。** 定远一期项目规划产品中, 甲乙基麦芽酚为公司优势产品, 扩产完成后产能将达9000吨, 市场份额有望进一步扩大; 糠醛可用于麦芽酚产品的生产, 配套锅炉也可满足公司生产中蒸汽与热能需求; 氯化亚砷可部分应用于三氯蔗糖项目的生产; 园区内氯气供应充足, 进一步降低公司原材料成本, 项目投产后, 公司有望凭借循环经济的优势, 进一步巩固在精细化工领域的龙头地位。
- **周期属性弱化, 消费属性明朗, 未来估值有望提升。** 公司精细化工产品几乎都是食品添加剂, 具有消费品属性。目前精细化工产品的毛利占比已经超过了基础化工产品的毛利占比。另外, 公司2017年剥离了华尔泰, 基础化工业务的规模进一步减少, 而未来随着定远项目的逐步投产, 公司精食品添加剂的收入将进一步增加。我们认为公司目前的估值水平仅代表了基础化工业务的估值水平, 而公司的消费属性将逐渐明朗, 参考国内食品添加剂企业和国际香精香料龙头企业的估值水平, 我们认为公司估值有提升的空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为2.00元、2.42元、2.80元, 未来三年将保持16%的复合增长率。因为对标公司晨光生物、爱普股份、国际香精香料(IFF.N)、奇华顿(GIVN.SIX), 2018年估值水平分别为16.4、20.7、32.91、33.91倍, 因此给予公司2018年15倍估值, 对应目标价30元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新建产能投产及达产进度或不达预期的风险, 产品需求和价格波动的风险, 环保和安全生产的风险。

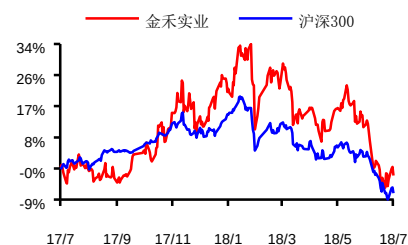
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4479.88	4493.73	5187.91	5749.82
增长率	19.30%	0.31%	15.45%	10.83%
归属母公司净利润(百万元)	1022.27	1131.10	1366.39	1582.18
增长率	85.37%	10.65%	20.80%	15.79%
每股收益EPS(元)	1.81	2.00	2.42	2.80
净资产收益率ROE	30.28%	27.08%	25.70%	23.88%
PE	11	10	8	7
PB	3.34	2.76	2.17	1.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.64
流通A股(亿股)	5.60
52周内股价区间(元)	19.69-28.7
总市值(亿元)	115.10
总资产(亿元)	56.33
每股净资产(元)	6.03

相关研究

1. 金禾实业(002597): 拟投资建设循环经济产业园, 有利长远发展 (2017-11-24)
2. 金禾实业(002597): 业绩略超预期, 基础化工和精细化工业务双轮驱动 (2017-10-26)
3. 金禾实业(002597): 三氯蔗糖提升业绩, 看好公司未来 (2017-08-30)

目 录

1 公司概况：借力基础化工规模及产业链优势，甜味剂龙头高速增长	1
1.1 基础+精细多元化发展筑造丰富产品线	1
1.2 产业协同发展，提升公司整体竞争力	2
1.3 三氯蔗糖继续扩产、新建定远盐化工产业园，助力公司巩固精细化工市场地位	4
1.4 回购股份彰显公司信心，EPS 有望增厚	5
2 精细化工板块：核心竞争力突出，专注于食品添加剂领域，收入占比不断提升，有望超过基础化工板块	5
2.1 受益于消费升级、食品安全，新型合成甜味剂需求快速增长	6
2.2 甜味剂供给端受到环保、安全、成本等多因素制约，公司核心竞争力突出	8
2.3 香精香料业务平稳增长，克服贪婪，并未盲目扩张而走外延并购之路	10
2.4 基础化工和贸易业务预计未来平稳，精细化工体量将超过基础化工	10
3 定远项目一期建设周期短，业绩增长较为确定	12
4 消费属性逐渐明朗，估值有提升空间	13
5 盈利预测	13
6 风险提示	14

图 目 录

图 1：公司基础化工与精细化工产业链协同并进	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：2017 年公司基础化工产品贡献公司主要营收(百万元)	3
图 4：2017 年精细化工产品贡献公司主要毛利(百万元)	3
图 5：公司营业收入变动	3
图 6：公司归母净利润变动	3
图 7：公司盈利能力在改善	4
图 8：公司研发投入占收入比率维持在 2%以上	4
图 9：公司资产负债率近几年有所提升但仍处于较低水平	4
图 10：公司现金流量变化情况（单位：亿元）	4
图 11：2017 年公司精细化工产品产能（单位：吨/年）	6
图 12：2017 年公司精细化工产品收入结构	6
图 13：SW 食品饮料板块营收变化	7
图 14：SW 食品饮料板块利润总额变化	7
图 15：蔗糖在全球甜味剂配料中仍占主导地位	7
图 16：世界糖尿病患者人数不断攀升	7
图 17：2017H 公司基础化工各产品收入占比	11
图 18：2013-2017 年公司基础化工及精细化工的毛利率均逐渐上行	11
图 19：三聚氰胺价格 2017 年以来高位震荡(单位：元/吨)	12
图 20：硝酸价格 2017 年以来震荡趋升(单位：元/吨)	12
图 21：公司目前估值水平处于历史最低	13
图 22：爱普股股份目前估值水平约为 20 倍	13

表 目 录

表 1：公司的产品具体情况	2
表 2：安赛蜜产品甜价比较好，三氯蔗糖安全性高	6
表 3：不同替代程度下安赛蜜及三氯蔗糖需求量(单位：万吨)	8
表 4：全球主要安赛蜜生产厂商	8
表 5：国内三氯蔗糖产能分布情况	9
表 6：国内甲、乙基麦芽酚产能分布情况(吨)	10
表 7：公司产品线拓展路线	11
表 8：公司定远循环产业园规划	12
表 9：分业务收入及毛利率	13
附表：财务预测与估值	15

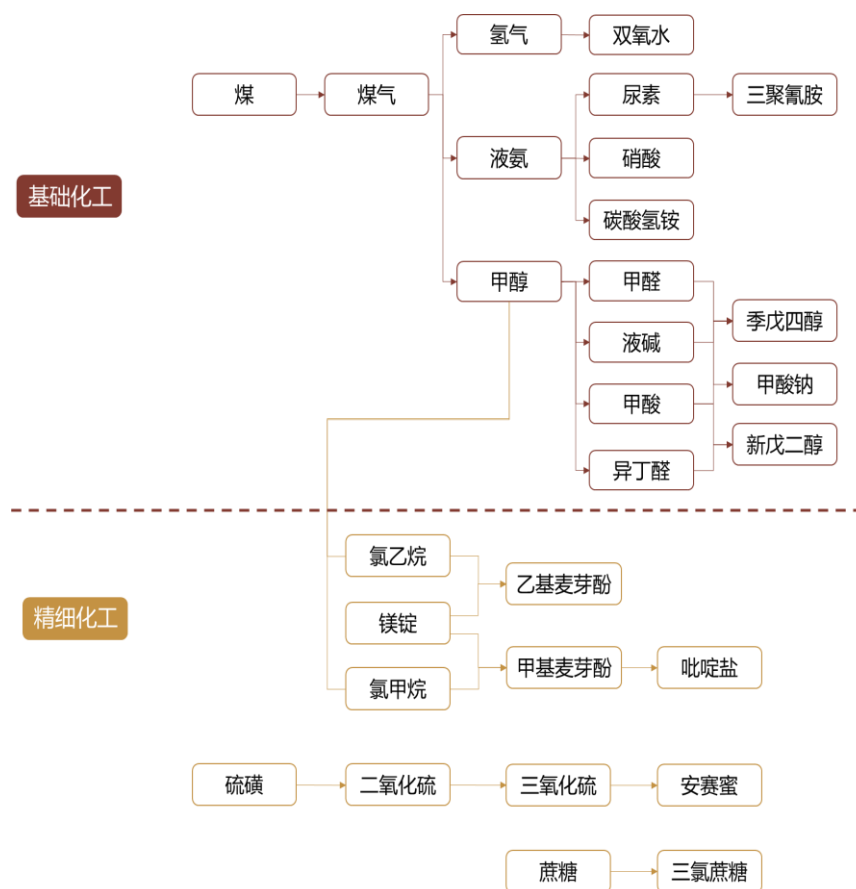
1 公司概况：借力基础化工规模及产业链优势，甜味剂龙头高速成长

1.1 基础+精细多元化发展筑造丰富产品线

氮肥厂起家，基础精细多元化发展筑造丰富产品线。公司主体最早可追溯至 1975 年的来安县化肥厂，时年仅有 3000 吨合成氨年产能，此后公司经过多年发展，不断延伸自己的业务范围，目前已形成以煤炭、硫磺、醋酸等产品为主要原材料，纵向、横向延伸的一体化化工产品产业链，同时充分发挥公司产业、工艺研发以及对资源综合利用的优势，搭建了较为完善的基础+精细化工产业平台。

公司的主营业务为基础化工与精细化工产品的经营与销售。基础化工主要是基于煤化工合成氨工艺联产甲醇延伸的产品线，主要产品为液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮、新戊二醇、季戊四醇、双季戊四醇、二辛脂等；精细化工主要覆盖食品添加剂领域，包括甜味剂安赛蜜和三氯蔗糖，香料甲、乙基麦芽酚和甲基环戊烯醇酮等，其中安赛蜜以及甲、乙基麦芽酚的产能、市场占有率均全球领先；三氯蔗糖生产技术与实际有效产能位于国内前列。

图 1：公司基础化工与精细化工产业链协同并进



数据来源：公司年报，招股说明书，西南证券整理

目前,公司已经形成年产 162 万吨化工品的生产能力,其中基础化工产品产能 160 万吨,精细化工品产能 1.8 万吨。

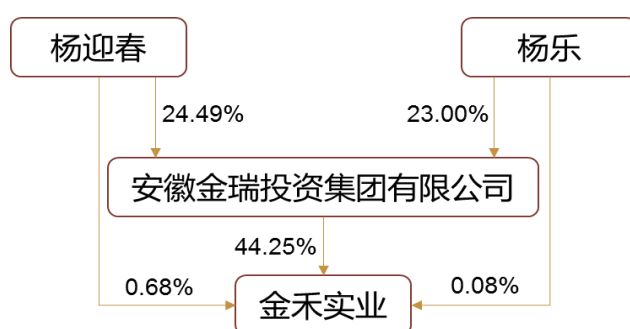
表 1: 公司的产品具体情况

主要产品名称	产品类别	产能 (万吨/年)
精细化工	安赛蜜	1.2
	三氯蔗糖	0.15
	甲、乙基麦芽酚	0.4
	小计	1.75
基础化工	三氯氰胺	6
	双氧水	35
	浓硫酸	30
	硝酸	12
	甲醛	20
	液氨	18
	碳铵	35
	新戊二醇	2.3
	季戊四醇	2
	小计	160.3
	合计	162.05

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司实际控制人为杨迎春、杨乐。股权结构方面, 安徽金瑞投资集团有限公司持有公司 44.2% 的股权, 是公司的第一大股东。杨迎春和杨乐先生通过共同持有安徽金瑞投资集团 47.5% 股权, 间接持有公司 21.0% 股权, 并通过直接持有公司 0.8% 股权, 总持有公司 21.8% 股权, 为公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 西南证券整理

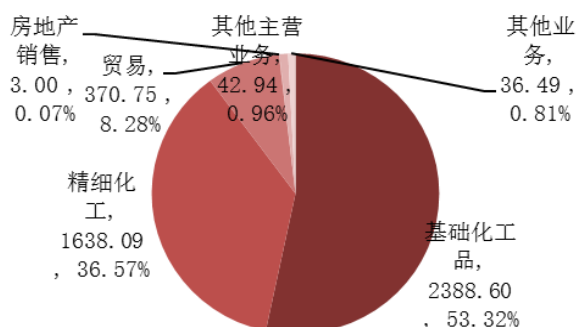
1.2 产业协同发展, 提升公司整体竞争力

基础与精细配置均衡, 提升公司整体竞争力。据 2017 年年报, 公司基础化工品及精细化工品分别贡献公司 53.3%、36.6% 的营业收入, 贡献公司 41.4%、55.5% 的毛利, 整体而

言配置均衡，能充分发挥公司产业链优势：1) 两条主产线共享部分生产设备及中间产品，有效实现降本；2) 强周期基础化工品与弱周期精细化工相结合，助力公司规避市场风险。

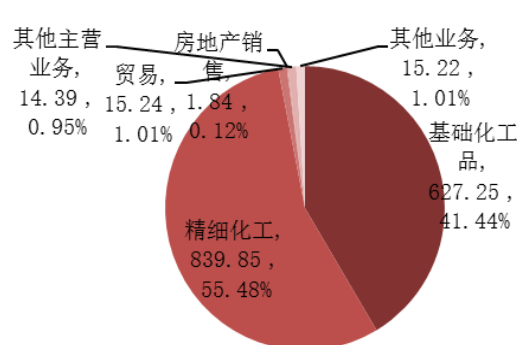
基础化工为支撑，精细化工驱动高增长。根据公司 2017 年年报，公司基础化工品与精细化工品的毛利率分别为 26.3%、51.3%，体现出精细化工品有更高的内在价值与竞争力，未来，公司有望以雄厚的基础化工实力为支撑，打造更具竞争力的精细化工产品。

图 3：2017 年公司基础化工产品贡献公司主要营收(百万元)



数据来源：wind，债务评级报告，西南证券整理

图 4：2017 年精细化工产品贡献公司主要毛利(百万元)

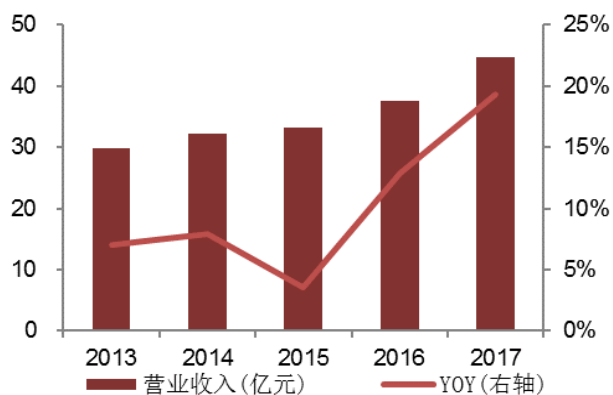


数据来源：wind，债务评级报告，西南证券整理

竞争对手退出叠加供给侧改革，公司近两年盈利水平大幅增长。2013-2015 年公司营收及利润规模稳中有升。2015 年起，公司主要竞争对手苏州浩波逐步退出竞争舞台，而 2016 年国家供给侧改革稳步推进叠加环保形势趋严，2016、2017 年公司营收及盈利水平均有较大幅度的增长，2017 年公司实现营业收入 44.8 亿元，同比增长 19.3%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比大幅增长 85.4%，2018 年 1 季度，公司营业收入及归母净利润分别为 11.4、2.9 亿元，同比分别增长 2.8%、45.2%。

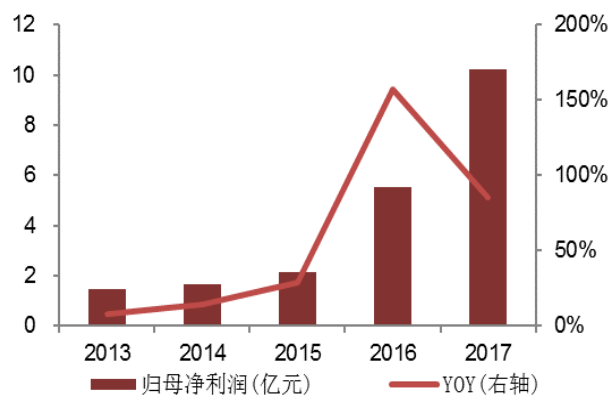
公司对研发日趋重视。2013-2017 年研发投入逐年攀升，2017 年研发投入更是大幅上升 59.3%至 1.2 亿元，占营业收入比提升至 2.7%，未来，公司将继续以完善的科技创新体系，通过持续的理论探索和生产实践，对生产工艺不断研发，提升公司竞争力。

图 5：公司营业收入变动

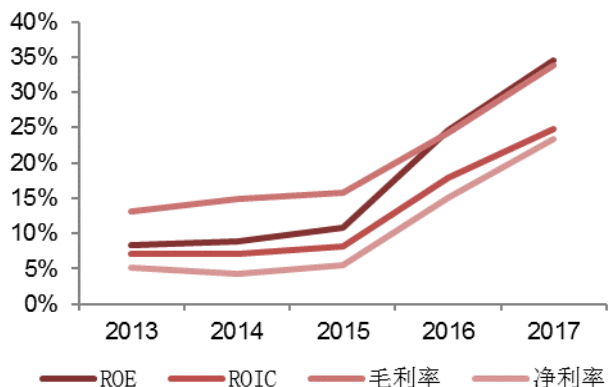


数据来源：wind，西南证券整理

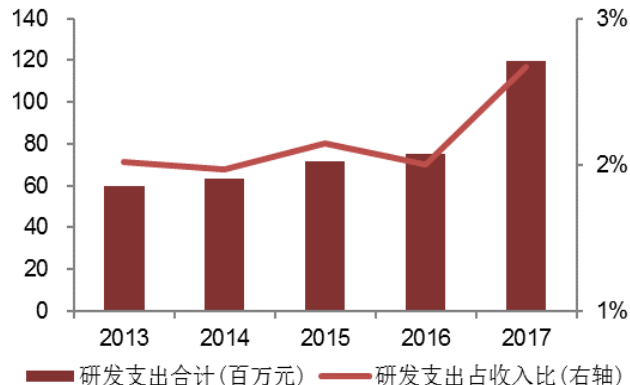
图 6：公司归母净利润变动



数据来源：wind，西南证券整理

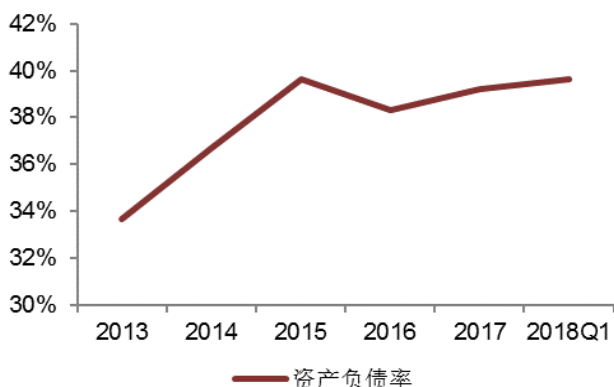
图 7：公司盈利能力在改善


数据来源：wind，西南证券整理

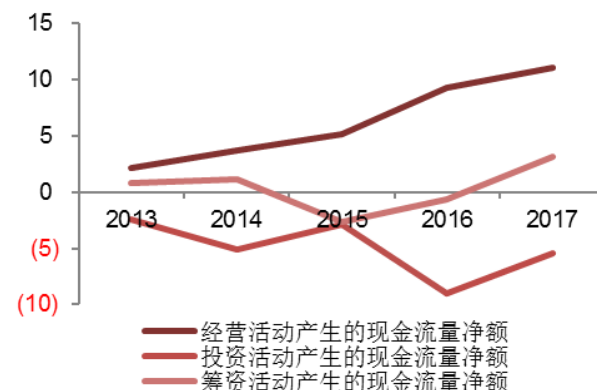
图 8：公司研发投入占收入比率维持在 2% 以上


数据来源：wind，西南证券整理

2015 年以来公司资产负债率有所提升，但 39% 的资产负债率水平仍远低于化工行业均值。公司现金流量情况有所好转，2013-2017 年公司经营产生现金流量金额由 2.1 亿元单边上行至 11.0 亿元，体现公司经营情况持续向好，投资活动产生现金流量净额震荡下降，表明公司在固定资产领域有持续的投入。

图 9：公司资产负债率近几年有所提升但仍处于较低水平


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司现金流量变化情况（单位：亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 三氯蔗糖继续扩产、新建定远盐化工产业园，助力公司巩固精细化工市场地位

投建定远盐化工循环产业园，保障精细化工品原材料供应。根据公司 2017 年 11 月发布的《关于与定远县人民政府签订循环经济产业园项目框架协议的公告》，公司拟在公司在定远盐化工产业园内投资 22.5 亿元人民币分两期建设循环经济产业园，一期项目包括糠醛 1.5 万吨、甲基麦芽酚 5000 吨、氯化亚砷 8 万吨，二期包括工业酒精 10 万吨、乙醛 3 万吨、巴豆醛 2 万吨、双乙烯酮 3 万吨、山梨酸钾 3 万吨等。本项目有利于现有化工产品上游原料的开发，实现产业链的垂直一体化整合；有利于公司在食品添加剂、医药中间体等精细化工、生物科技领域内相关产业的拓展，提高公司综合竞争能力。

三氯蔗糖项目继续扩产，项目建成后产能将达 3500 吨。为进一步巩固甜味剂市场的龙头地位，抢占高端商品市场份额，公司计划对三氯蔗糖进行扩产。据公司 2017 年 10 月发布的《公开发行可转换公司债券募集说明书》，公司拟公开发行可转债拟募集资金不超过人民币 6 亿元投建年产 400 吨吡啶盐项目及年产 1500 吨三氯蔗糖项目，其中 1500 吨三氯蔗糖项目已于 2017 年建成投产。2018 年 5 月发布的《关于变更部分可转换公司债券募集资金投资项目的公告》，公司拟将“年产 400 吨吡啶盐项目”变更为“三氯蔗糖技改扩建项目”两期项目，项目预计建设周期 12 个月，技改完成后原产 1500 吨三氯蔗糖产线产能将扩大至 3500 吨，届时公司三氯蔗糖总产能将达 4000 吨，业绩弹性显著增厚。

借力成本、渠道优势，高速发展可期。回顾公司安赛蜜产品的发展过程，即依靠产业链及先进技术带来的低成本优势，在价格战中逐步淘汰竞争对手，抢占市场份额。目前国内三氯蔗糖产能 13100 吨/年，CR3 为 47.3%，未来行业集中度有望进一步提升，而公司具备成熟的基础+精细化工体系，可通过循环经济有效降低成本；通过安赛蜜建立的销售渠道，可迅速抢占三氯蔗糖市场，行情好时将为公司带来丰厚业绩，行情差时也可凭借成本优势趁机抢占对手市场份额。

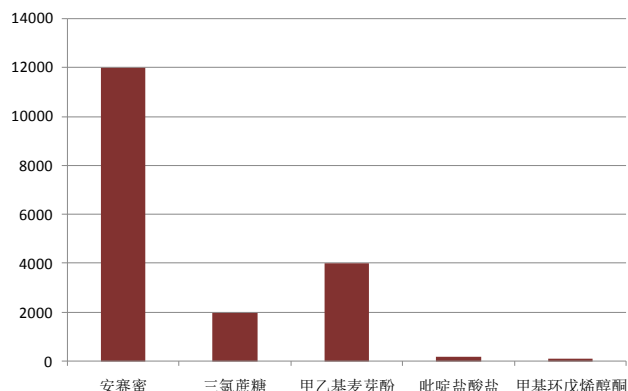
1.4 回购股份彰显公司信心，EPS 有望增厚

根据公司 2018 年 7 月 3 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的预案》，公司拟以自有资金不超过人民币壹亿元，以集中竞价交易方式回购公司股份并注销，回购价格不超过 25 元/股，若全额回购，预计回购股份不低于 400 万股，占公司总股本为 0.71%，回购股份实施期限自公司股东大会审议通过本次回购股份预案之日起不超过 3 个月。此次股份回购，一方面彰显公司对未来发展的信心及对目前股价估值偏低的判断，另一方面表明公司业绩良好、自有资金充裕，且回购股份注销后将增厚公司 EPS。

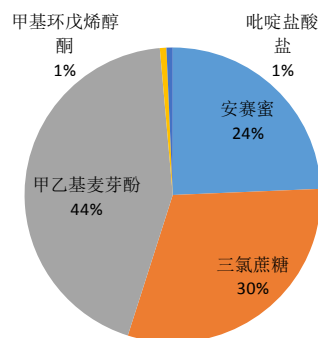
2 精细化工板块：核心竞争力突出，专注于食品添加剂领域，收入占比不断提升，有望超过基础化工板块

公司精细化工产品包括甜味剂安赛蜜和三氯蔗糖，香精香料甲乙基麦芽酚和甲基环戊烯醇酮，医药中间体吡啶盐酸盐。公司在精细化工领域竞争力强，尤其是安赛蜜、甲乙基麦芽酚等产品具有全球领先地位，技术和规模优势较为明显。甜味剂产品三氯蔗糖的生产技术及实际有效产能已经位于全国前列。公司不断加大精细化工产品的研发和投入，随着市场化竞争加剧，行业不断洗牌，公司精细化工产品由于成本优势和技术优势而不断地扩大自身的市场占有率。

公司的精细化工板块业务收入主要来自于甜味剂和香精香料。其中，一半以上的收入来自于甜味剂，而且未来公司将会继续扩产三氯蔗糖，故研究甜味剂行业具有重要意义。

图 11：2017 年公司精细化工产品产能（单位：吨/年）


数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2017 年公司精细化工产品收入结构


数据来源：wind，西南证券整理

2.1 受益于消费升级、食品安全，新型合成甜味剂需求快速增长

甜味剂即能赋予食品甜味的一类添加剂。按其来源分，可分为天然甜味剂与合成甜味剂，以其甜度划分，可分为高甜甜味剂及低甜甜味剂。甜度最高的当属天然甜味剂中的索马甜，甜度达蔗糖 2000 倍，但其甜味剂来源有一定限制，导致价格相对较高，合成高甜甜味剂在保持甜度且安全稳定的基础上，价格更为合理，目前应用更为广泛。而在多因素的驱动下，合成甜味剂特别是安全低热的新甜味剂需求仍在快速增长。

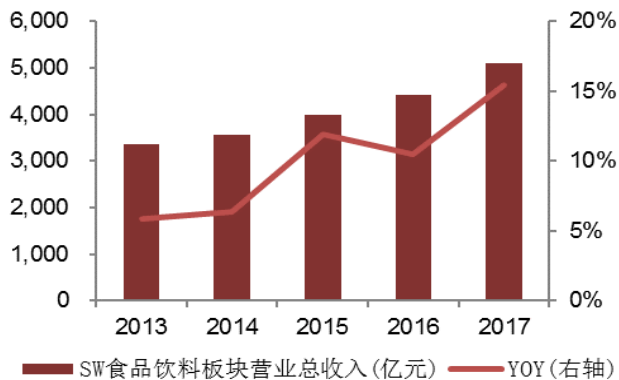
表 2：安赛蜜产品甜价比较好，三氯蔗糖安全性高

分类	产品	甜度倍数	价格(元/kg)	甜价比	特点
合成	第一代：糖精	350	85	4.12	安全性不够好，有引致肿瘤的风险；2006 年国家发布《关于进一步加强糖精限产限销工作的通知》，在限产限销、总量控制，实行定点生产的基础上，明确禁止新增产能
	第二代：甜蜜素	50	13	3.85	安全性不够好，有引发多种疾病的风险，已在美国、日本等多个国家被禁用；我国 2014 年发布的《食品添加剂使用卫生标准》中要求饮料中甜蜜素使用量不得超过 0.65 克/千克
	第三代：阿斯巴甜	200	100	2.00	安全性受到一定的质疑，曾经被美国 FDA 拒绝批准使用作为代糖；苯丙酮尿症患者不宜使用
	第四代：安赛蜜	200	50	4.00	对人体和动物安全、无害
	第五代：三氯蔗糖	650	300	2.17	安全性较好，无显著不良反应报告
	第五代：纽甜	6000	750	8.00	安全性好，但甜度过高，目前应用范围仍有限
天然	索马甜	2000	1500	1.33	来源受一定限制，致使价格较高
	甜菊糖	200	175	1.14	安全性受到一定的质疑

数据来源：盖德化工网，招股说明书，西南证券整理

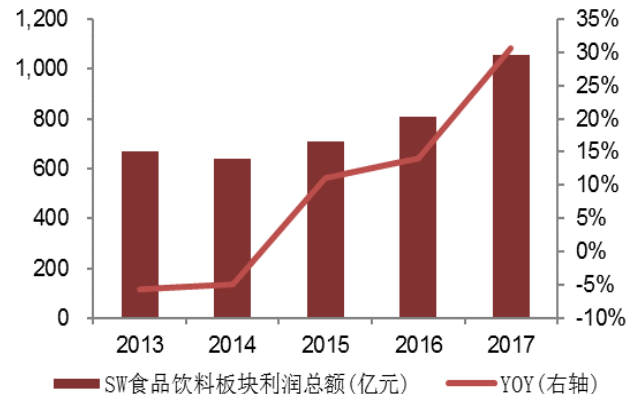
需求驱动因素一：下游食品饮料行业维持高景气带动甜味剂行业整体需求。受益于居民生活水平的改善及消费升级，2017 年国内食品饮料行业维持高景气，申万食品饮料板块营收 5100 亿，同比增长 15.4%，利润总额 1055 亿，同比大幅增长 30.7%，下游行业高景气对整个甜味剂行业的发展是一个利好。

图 13：SW 食品饮料板块营收变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：SW 食品饮料板块利润总额变化

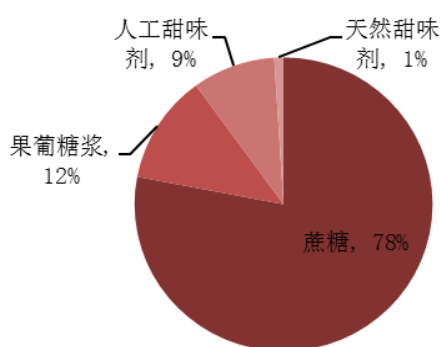


数据来源：Wind，西南证券整理

需求驱动因素二：安全及性能因素推动甜味剂换代升级。受消费升级趋势的影响，食品安全问题日益受到重视，而早期的一、二代合成甜味剂糖精、甜蜜素的安全性备受质疑，我国对糖精实行限产限销、总量控制，实行定点生产，并严禁新增产能；对甜蜜素要求其在饮料中的用量不超过 0.65g/kg，二者的发展正受到限制。目前三、四代甜味剂阿斯巴甜及安赛蜜占据主导地位，但近年来，阿斯巴甜的安全性也渐遭怀疑——美国食物及药物治理局(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，很多重视健康的国家开始禁用这种成分。安全性更好的安赛蜜、三氯蔗糖将逐步成为市场的主流。

需求驱动因素三：低热量饮食推升新型甜味剂需求。随着肥胖症、糖尿病患者数量逐年攀升，低糖少热消费逐渐引领新风尚，海外部分国家甚至开始征收“糖税”。尽管目前蔗糖在世界甜味剂配料中仍占据主导地位，但其有高热量的特性，会引起肥胖、龋齿，也不适合糖尿病患者食用，而与之相比，甜味剂在保证口感、甜价比的基础上，大部分品种甚至不提供热量，随人们对健康消费重视度的提升，无热量新型甜味剂对蔗糖的替代有望加速。

图 15：蔗糖在全球甜味剂配料中仍占主导地位



数据来源：Lux Research，西南证券整理

图 16：世界糖尿病患者人数不断攀升



数据来源：IDF，西南证券整理

根据公司在可转债募集说明书中的测算，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、成分构造的替代性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，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。

表 3：不同替代程度下安赛蜜及三氯蔗糖需求量(单位：万吨)

种类	现有产能	替代 10%	替代 20%	替代 50%
传统甜味剂(糖精、甜味素)	9.5			
新型甜味剂(安赛蜜、三氯蔗糖)	2.5	3.45	5.35	7.25

数据来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，西南证券整理

2.2 甜味剂供给端受到环保、安全、成本等多因素制约，公司核心竞争力突出

安赛蜜：竞争对手退出叠加产业链优势显著，铸就公司寡头地位

公司年产安赛蜜 12000 吨，市占率 60%。中国是全球第一大安赛蜜生产国，总产能约 18500 吨，占全球约 84.1%。公司自 2006 年通过技术引进切入安赛蜜生产领域，2016 年 6 月扩产至 12000 吨/年，目前是全球最大的安赛蜜生产厂商，市占率 60% 以上。国内竞争对手主要是年产 4000 吨的苏州浩波，国外的竞争对手为年产 3500 吨的德国 Nutrinova，Nutrinova 产品主要定位高端，与公司实质竞争较小，而苏州浩波近年来发展更是一波三折。

表 4：全球主要安赛蜜生产厂商

种类	产能(吨/年)	备注
金禾实业	12000	市场份额 60% 左右
苏州浩波	4000	搬迁中，存在较大不确定性
德国 Nutrinova	3500	产品定位高端
维多化工	1500	
北洋食品	1000	已停产
合计	22000	

数据来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，西南证券整理

竞争对手退出改善供给格局，安赛蜜盈利水平向好。为抢夺市场话语权，2011-2013 年安赛蜜行业爆发了激烈的“价格战”，价格由 2011 年的 5.5 万元/吨一路下行至 2013 年的约 3 万元/吨，受益于产业链一体化优势，公司成本低于竞争对手，在“价格战中”得以保持坚挺，同时中小企业盈利能力持续恶化，过剩产能逐步退出，主要竞争对手苏州浩波也不堪重负，于 2015 年进行破产重组；此外，江苏地区要求化工企业搬迁入园，目前苏州浩波搬迁项目正在进行环评公示，后续仍是前途未卜，其部分原有客户转向公司采购以保证供应链安全。供需格局逐步改善情况下，公司安赛蜜毛利率也从 2013 年的 4.3% 回升至 2016 年的 36.2%，2017 年公司未公布细分产品毛利率，但精细化工产品毛利率整体由 2016 年的 43.4% 大幅上升至 2017 年的 51.3%，盈利水平逐步提升。

公司具有 1 万吨双乙烯酮产能，可有效规避原料价格扰动带来的风险。双乙烯酮为安赛蜜生产的重要中间体，在安赛蜜成本构成中占比约为 30%，国内双乙烯酮产能较为集中，主要生产厂商为醋化股份、江苏天成和宁波玉龙三家企业，一旦发生不可抗力因素，将导致双乙烯酮供给收缩从而推升产品价格，如 2016 年 7 月宁波玉龙发生泄漏事故，即导致双乙烯酮价格大幅上涨。公司具备 1 万吨双乙烯酮产能，可实现自给自足，一般经营状况下也可降低成本，而若原材料价格上行，将导致安赛蜜产品价格相应上涨，公司将在低成本优势下加倍享受成品价格上涨带来的业绩增厚。

业内深耕多年，具备深厚客户资源及优质销售渠道。公司十余年的耕耘及在全球 60% 的市场份额为其积累了优质客户资源；采取直销和经销商相结合的销售模式，并在战略上逐步扩大向终端用户直销的比例；为拓展业务渠道，于 2015 年下半年始开展贸易业务，并先后设立了南京金之穗化工贸易有限公司、金之穗国际贸易（香港）有限公司等公司从事商品贸易。

三氯蔗糖：拟扩产至 3500 吨/年，有望成为新的业绩增长点

竞争对手部分退出市场，公司趁机抢占市场份额。国内三氯蔗糖名义产能 13100 吨，国外主要厂家为年产 5000 吨的英国泰莱。2016 年 3 月，常州牛塘因超标排污被处以 30 万元以上的罚款，2016 年 8 月，盐城捷康停产整顿，2016 年 4 月英国泰莱关闭新加坡工厂（2500 吨产能），行业有效供给严重收缩，致使三氯蔗糖价格一度升至 50 万元/吨以上，盈利好转使众企业纷纷拟投建三氯蔗糖产能，而公司凭借技术优势，有效解决收率低并降低三废生产，更借助安赛蜜带来的市场渠道抢占市场份额，最终公司 1500 吨三氯蔗糖项目成为 2017 年唯一落地的三氯蔗糖产能，公司实现了对竞争对手的挤压式增长。

拟扩产至 3500 吨/年，或复制安赛蜜发展方式。2017 年 3 月，公司 1500 吨三氯蔗糖项目建成投产，装置保持高负荷，未满足总生产需求，公司拟进一步扩大装置产能，扩产后公司三氯蔗糖产能将达 3500 吨/年，届时公司产能将达全球总名义产能的 23%，规模效益显著。未来公司有望复制安赛蜜的发展方式，通过放量调价抢占市场份额，受益于规模效应及产业链一体化，公司成本显著低于行业平均，具有更高的安全边际，而中小企业或因利润压缩而逐步退出市场，行业集中度有望进一步提升；而另一方面，价格回归理性在一定程度上有利于加速三氯蔗糖对其他甜味剂的替代。未来三氯蔗糖有望成为公司新的业绩增长点。

表 5：国内三氯蔗糖产能分布情况

公司	位置	产能（吨/年）	备注
山东康宝生化科技有限公司	山东	2700	
山东中怡三氯蔗糖制造有限公司	山东	2000	
金禾实业	安徽	1500	拟扩产至 3500 吨/年
盐城捷康三氯蔗糖制造有限公司	江苏	1500	
吉安市新琪安科技有限公司	江西	1500	环保问题
南通市长海食品添加剂有限公司	江苏	1000	
江苏巨邦制药有限公司	江苏	500	
常州牛塘化工有限公司	江苏	500	环保问题
常州科隆化工有限公司	江苏	500	
山东三和微信生物科技有限公司	山东	500	3000 吨新项目停工
福建科宏生物工程股份有限公司	福建	300	1500 吨扩产前期准备
广业清怡食品科技有限公司	广东	300	韶关二期 700 吨未建
湖北宏源药业有限公司	湖北	300	
CR3		47.33%	
合计		13100	

数据来源：新思界产业研究中心，西南证券整理

2.3 香精香料业务平稳增长，克服贪婪，并未盲目扩张而走外延并购之路

公司香精香料业务有甲、乙基麦芽酚和甲基环戊烯醇酮。目前国内甲、乙基麦芽酚主要生产厂家有金禾实业（4000 吨）、天利海（3000 吨）等公司，公司后续定远一期项目将会继续扩产麦芽酚。

香精香料行业其实可以分成两个子行业，日用香精香料和食用香精香料，其中食用香精香料兴起时间与快餐业几乎同时，晚于日用香精香料，但是成长迅速。从战略角度来看，目前全球香精香料巨头的成长之路就是持续不断并购整合的外延扩张之路，比如瑞士的奇华顿（市盈率 20-28 倍之间）、爱尔兰的凯瑞集团（市盈率 15-25 倍之间）。并购之后的被并购方的整合，尤其是供应链体系的整合是非常重要的，高效的整合带来成本上的节约，带来收入和利润的持续增长。不过，从目前国内香精香料行业的情况来看，本身产品及技术优秀、管理较为高效的公司并不多，收购后的整合也存在一定的风险，国内食用香精行业目前也并未有相关的成功案例。金禾实业目前现金流较为充裕，在最近几年金禾实业并未如其他同行一样盲目扩张，克服贪婪，保证香精香料业务的平稳增长，实属难得。

表 6：国内甲、乙基麦芽酚产能分布情况(吨)

		甲基麦芽酚	乙基麦芽酚	合计	备注
现有产能	金禾实业	1000	3000	4000	
	天利海	1200	2800	3000	事故频发，现已复产
	肇庆香料	500	2000	2500	
	陕西唐正		2000	2000	
	合计	2700	9800	11500	
拟新建产能	金禾实业			5000	2017 年 11 月签署协议
	新和成	3000	6000	9000	
	万香国际			6000	2017 年 5 月签署协议
	合计			20000	

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

2.4 基础化工和贸易业务预计未来平稳，精细化工体量将超过基础化工

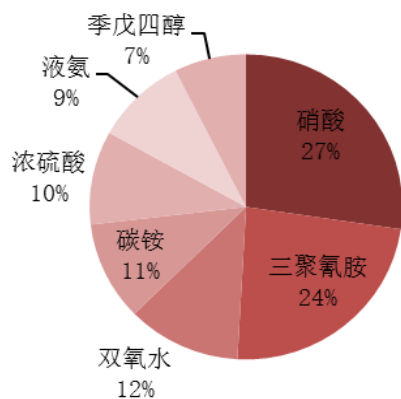
基础化工体系完善，可与精细化工互补形成循环经济模式。经过多年发展，公司已形成了以合成氨工艺为核心的三聚氰胺、硝酸、双氧水等产品线以及以甲醇为核心的甲醛、新戊二醇和季戊四醇等产品线的完善基础化工产品体系。受益于此，公司部分精细化工产品可实现自给自足，有效实现降本，如得甲醇可以用于生产乙基麦芽酚，硫磺制酸中间产物三氧化硫可用于生产安赛蜜。基础与精细化工相辅相成，公司竞争力得以提升。

表 7：公司产品线拓展路线

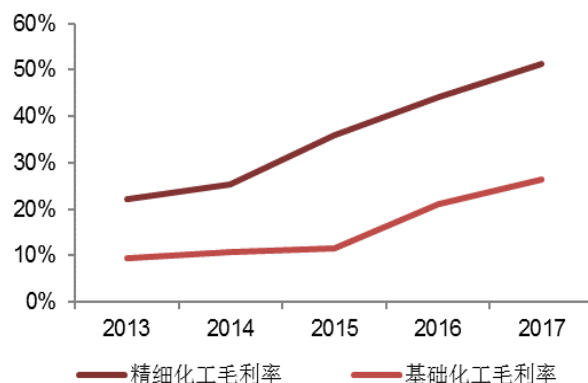
	1994	1995	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2015
碳酸氢铵	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
液氯	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
尿素	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
甲醇		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
乙基麦芽酚			√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
甲醛				√	√	√	√	√	√	√	√	√
三聚氰胺					√	√	√	√	√	√	√	√
甲基麦芽酚					√	√	√	√	√	√	√	√
硝酸						√	√	√	√	√	√	√
安赛蜜						√	√	√	√	√	√	√
新戊二醇							√	√	√	√	√	√
季戊四醇								√	√	√	√	√
硫酸									√	√	√	√
吡啶盐										√	√	√
双氧水											√	√
三氯蔗糖												√

数据来源：《公司可转换公司债券募集说明书》，西南证券整理

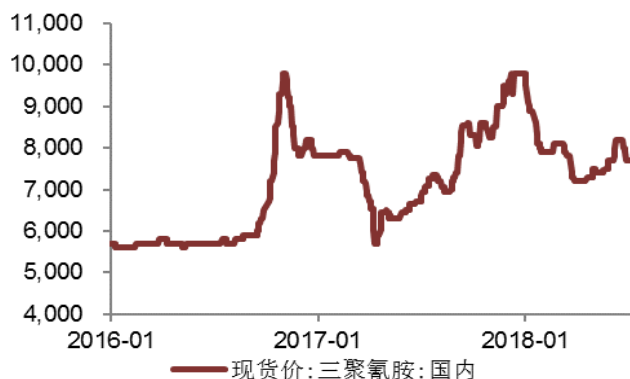
供给侧改革叠加环保趋严，2018 年以来基础化工品整体维持高景气。2017 年以来随着国家供给侧改革稳步推进，以及环保政策趋严，落后产能逐步出清，化工行业供给端出现明显收缩，带动基础化工品景气度上行，公司基础化工领域主要产品硝酸及三聚氰胺价格均出现了明显的上涨，2018 年以来价格虽有震荡，但价格中枢较 2017 年整体上行。展望未来，随环保高压常态化，化工企业入园大势所趋，供给偏紧格局不改，基础化工品盈利将表现出一定的韧性。

图 17：2017H 公司基础化工各产品收入占比


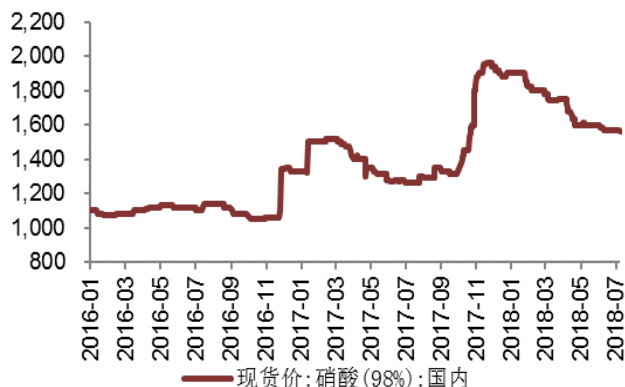
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2013-2017 公司基础化工及精细化工的毛利率均逐渐上行


数据来源：Wind，西南证券整理

图 19: 三聚氰胺价格 2017 年以来高位震荡(单位: 元/吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 硝酸价格 2017 年以来震荡趋升(单位: 元/吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

精细化工体量有望超过基础化工。尽管公司基础化工毛利率逐年上行,但从基础化工与精细化工毛利率对比情况来看,精细化工产品才是公司利润的主要增长点。目前基础化工行业维持高景气,在没有其他催化剂的情况下,假设未来几年公司基础化工业务相对平稳。考虑到公司 3500 吨三氯蔗糖及定远一期的 5000 吨甲乙基麦芽酚有望在 19 年逐步投产,假设 2018-2020 年公司安赛蜜产品销量分别为 1.08、1.13、1.18 万吨,三氯蔗糖销量分别为 2000、3000、4000 吨,甲乙基麦芽酚销量分别为 0.53、0.8、0.9 万吨(其他具体假设内容可见盈利预测部分),则至 2020 年,公司精细化工品营收将达 27.8 亿,将超过基础化工 23 亿的体量。

3 定远项目一期建设周期短, 业绩增长较为确定

定远项目一期有望于 2018 年底或 2019 年初投产。2017 年 11 月,公司与定远县政府签署框架协议,拟投资 22.5 亿元在定远盐化工业园内建设循环经济产业园,项目共分两期,一期项目将新建 5000 吨甲乙基麦芽酚产能,进一步扩大公司在甲乙基麦芽酚市场的龙头地位;二期项目将新建 3 万吨山梨酸钾,助力公司精细化产业链横向延伸,其中一期项目建设周期仅一年,业绩确定性强。

借力循环经济优势,龙头地位有望巩固。一期项目规划产品中,甲乙基麦芽酚为公司优势产品,扩产完成后产能将达 9000 吨,市场份额有望进一步扩大;糠醛可用于麦芽酚产品的生产,配套锅炉也可满足公司生产中蒸汽与热能需求;氯化亚砷可部分应用于三氯蔗糖项目的生产;园区内氯气供应充足,进一步降低公司原材料成本,项目投产后,公司有望凭借循环经济的优势,进一步巩固在精细化工领域的龙头地位。

表 8: 公司定远循环产业园规划

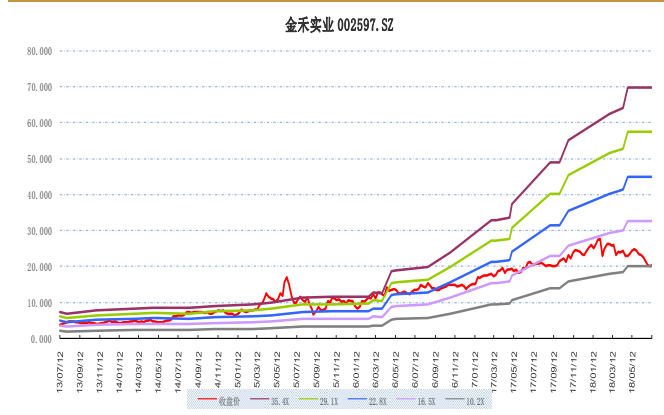
	投资金额(亿元)	项目概览	建设周期及进度
一期	8-10	1) 年产 1.5 万吨糠醛配套燃烧糠醛渣及生物质原料为主的 75t/h 次高温次高压锅炉项目; 2) 利用盐化工氯气为原料, 新上年产 5000 吨高效食品添加剂甲乙基麦芽酚项目; 3) 以氯气为原料, 新上年产 8 万吨氯化亚砷项目; 4) 以氯气为原料, 新上高效消毒剂项目; 5) 配套新上 3000t/d 的污水处理厂项目;	建设期缩短为 1 年, 预计 18 年底或 19 年初可以投产
二期	10-12		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 消费属性逐渐明朗，估值有提升空间

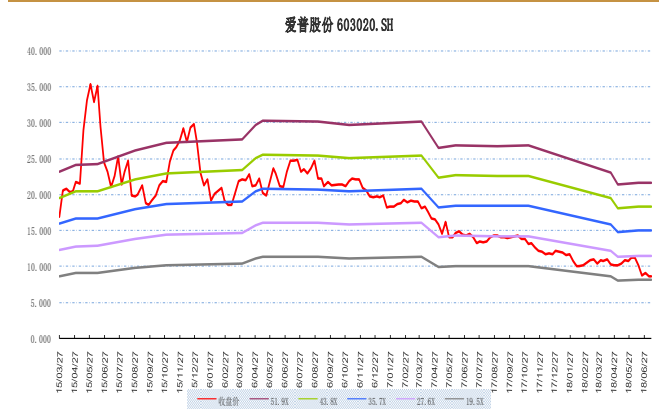
公司未来食品用添加剂的收入占比将会超过一半，目前其利润占比已经超过了 50%。目前公司的估值水平 10 倍左右，和基础化工行业的白马股估值水平相当。而我们认为公司的消费属性已经逐渐明朗，对比对标公司，公司估值目前估值在未来有进一步提升的空间。

图 21：公司目前估值水平处于历史最低



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：爱普股份目前估值水平约为 20 倍



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测

关键假设：

假设 1：定远一期项目 2019 年投产；

假设 2：预计基础化工业务、贸易业务等维持稳定；

假设 3：2018-2020 年公司安赛蜜产品的销量为 1.08、1.13、1.18 万吨，不含税价为 4、4.1、4.2 万元/吨，毛利率 42.50%、43.17%、43.33%；三氯蔗糖产品销量均为 2000、3000、4000 吨，不含税价 24.79、25.64、27.35 万元/吨，毛利率 35.45%、41.50%、45.16%；甲乙基麦芽酚销量为 0.53、0.8、0.9 万吨，不含税价格 14、13、13 万元/吨，毛利率 65%、62.31%、62.31%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
精细化工	收入	1,638.1	1,693.7	2,337.9	2,849.8
	成本	798.2	823.9	1,157.3	1,393.8
	毛利率	51.3%	51.4%	50.5%	51.1%
基础化工	收入	2,388.6	2,300.0	2,300.0	2,300.0
	成本	1,761.3	1,679.0	1,679.0	1,679.0
	毛利率	26.3%	27.0%	27.0%	27.0%
其他	收入	453.2	500.0	550.0	600.0

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	成本	406.5	435.0	478.5	522.0
	毛利率	10.3%	13.0%	13.0%	13.0%
合计	收入	4,479.9	4,493.7	5,187.9	5,749.8
	成本	2,965.9	2,937.9	3,314.8	3,594.8
	毛利率	33.8%	34.6%	36.1%	37.5%

数据来源：Wind，西南证券

6 风险提示

新建产能投产及达产进度或不达预期的风险，产品需求和价格波动的风险，环保和安全生产的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4479.88	4493.73	5187.91	5749.82	净利润	1044.22	1131.10	1366.39	1582.18
营业成本	2965.92	2937.94	3314.79	3594.84	折旧与摊销	215.03	201.07	218.59	234.42
营业税金及附加	32.42	31.36	37.59	39.67	财务费用	55.13	32.07	27.49	21.93
销售费用	174.53	125.82	145.26	161.00	资产减值损失	4.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.25	125.82	145.26	161.00	经营营运资本变动	-460.67	-217.22	-139.87	-147.60
财务费用	55.13	32.07	27.49	21.93	其他	245.16	-76.25	-81.75	-79.75
资产减值损失	4.57	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1103.44	1070.77	1390.84	1611.18
投资收益	106.98	80.00	80.00	80.00	资本支出	53.43	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-11.59	0.00	0.00	0.00	其他	-597.38	80.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-543.95	-120.00	-120.00	-120.00
营业利润	1207.12	1320.71	1597.52	1851.39	短期借款	113.19	11.81	0.00	0.00
其他非经营损益	0.97	10.00	10.00	10.00	长期借款	-20.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	1208.09	1330.71	1607.52	1861.39	股权融资	19.87	0.00	0.00	0.00
所得税	163.87	199.61	241.13	279.21	支付股利	-225.73	-204.45	-226.22	-273.28
净利润	1044.22	1131.10	1366.39	1582.18	其他	430.65	-231.75	-27.49	-21.93
少数股东损益	21.95	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	317.25	-424.40	-253.71	-295.21
归属母公司股东净利润	1022.27	1131.10	1366.39	1582.18	现金流量净额	853.89	526.38	1017.13	1195.97
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1403.72	1930.09	2947.23	4143.20	成长能力				
应收和预付款项	990.92	1009.02	1158.60	1280.88	销售收入增长率	19.30%	0.31%	15.45%	10.83%
存货	312.13	305.43	346.84	376.06	营业利润增长率	122.28%	9.41%	20.96%	15.89%
其他流动资产	1284.52	1287.66	1444.94	1572.25	净利润增长率	85.46%	8.32%	20.80%	15.79%
长期股权投资	2.49	2.49	2.49	2.49	EBITDA 增长率	91.25%	5.18%	18.65%	14.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1375.60	1379.84	1366.56	1337.45	毛利率	33.79%	34.62%	36.11%	37.48%
无形资产和开发支出	59.32	57.48	55.65	53.82	三费率	8.46%	6.31%	6.13%	5.98%
其他非流动资产	244.74	241.27	237.80	234.32	净利率	23.31%	25.17%	26.34%	27.52%
资产总计	5673.45	6213.30	7560.11	9000.47	ROE	30.28%	27.08%	25.70%	23.88%
短期借款	388.19	400.00	400.00	400.00	ROA	18.41%	18.20%	18.07%	17.58%
应付和预收款项	1261.52	1063.66	1255.88	1376.62	ROIC	41.26%	38.97%	43.75%	47.65%
长期借款	1.82	1.82	1.82	1.82	EBITDA/销售收入	32.98%	34.58%	35.54%	36.66%
其他负债	573.22	571.54	585.97	596.69	营运能力				
负债合计	2224.74	2037.02	2243.66	2375.12	总资产周转率	0.90	0.76	0.75	0.69
股本	564.24	564.24	564.24	564.24	固定资产周转率	3.34	3.31	3.78	4.25
资本公积	505.45	505.45	505.45	505.45	应收账款周转率	30.21	28.61	29.84	29.48
留存收益	2179.94	3106.59	4246.77	5555.67	存货周转率	8.70	9.46	10.07	9.89
归属母公司股东权益	3448.71	4176.28	5316.45	6625.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3448.71	4176.28	5316.45	6625.35	资产负债率	39.21%	32.78%	29.68%	26.39%
负债和股东权益合计	5673.45	6213.30	7560.11	9000.47	带息债务/总负债	37.32%	41.34%	37.54%	35.46%
					流动比率	2.26	2.88	3.31	3.85
					速动比率	2.09	2.68	3.11	3.65
					股利支付率	22.08%	18.08%	16.56%	17.27%
					每股指标				
					每股收益	1.81	2.00	2.42	2.80
					每股净资产	6.11	7.40	9.42	11.74
					每股经营现金	1.96	1.90	2.47	2.86
					每股股利	0.40	0.36	0.40	0.48
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1477.28	1553.84	1843.60	2107.74					
PE	11.26	10.18	8.42	7.28					
PB	3.34	2.76	2.17	1.74					
PS	2.57	2.56	2.22	2.00					
EV/EBITDA	7.08	6.40	4.84	3.67					
股息率	1.96%	1.78%	1.97%	2.37%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn