

不断迈向卓越的食品添加剂龙头

——金禾实业 (002597.SZ) 深度报告

化工/化学制品



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

深耕食品添加剂行业，正迎来黄金发展期。公司从事食品添加剂行业 20 余年，目前已经成为安赛蜜、三氯蔗糖和麦芽酚等细分领域全球龙头。2016 年以来国内安全环保政策趋严，公司主要竞争对手相继出现安全事故、环保被查、破产退出等问题，同时海外龙头停产搬迁，导致产品供应短缺，价格暴涨，公司是少数能够稳定生产的企业之一，同时大宗化学品景气度上行，公司整体业绩迈上新台阶，为新阶段发展奠定良好基础。

- ◆ **安赛蜜寡头垄断，三氯蔗糖为未来发展方向。**安赛蜜和三氯蔗糖分别是第四代、第五代人工甜味剂，公司自 2016 年以来一直掌握安赛蜜市场定价权，2018 年全球市场份额超过 60%。目前公司重点发展三氯蔗糖业务，2019 年初技改升级后总产能达到 3000 吨/年，稳居全球第二，未来公司将再新建 5000 吨/年三氯蔗糖产能，市场控制力将大幅增强。人工甜味剂市场增长潜力巨大，当前全球甜味配料市场中人工甜味剂占比仅 9%，在食品饮料少糖化发展趋势下，人工甜味剂市场规模有望不断扩大。
- ◆ **麦芽酚行业竞争将加剧，公司成本优势较强。**麦芽酚行业经过多年洗牌后形成双寡头垄断格局，2018 年公司全球市场份额 50% 以上。2016-2017 年北京天利海连续发生重大安全事故，麦芽酚价格暴涨，2018 年以来行业新进入者增多，公司布局麦芽酚行业超过 20 年，现有产能 4000 吨/年，工艺技术不断改进优化，产品收率、质量稳定性国内领先，初步估计公司单位生产成本较已投产新产能低 20% 以上，有望在未来竞争中占据优势。

不断加强产业链一体化，定远项目打开成长空间。公司以现有基础化工业务搭建的循环经济平台为基础，不断向食品添加剂产业链纵向延伸，完善原材料配套，增加产品附加值。此外，公司拟投资 22.5 亿元在定远盐化工业园区建设循环经济产业园，实现产业链垂直一体化整合，进一步发挥成本优势，提高综合竞争能力。2019 年开始定远一期 4 万吨/年氯化亚砷、1 万吨/年糠醛及配套的 30MW 生物质热电联产项目陆续建成投产，为进一步延伸糠醛产业链，公司最新布局了香精香料、农药及医药中间体等项目，未来随着定远系列项目陆续建成投产，有望再造新金禾。

盈利预测及投资建议：公司是全球食品添加剂龙头，随着产业链不断延伸，有望在未来几年实现跨越式发展，我们预计 2019~2021 年公司 EPS 分别为 1.49、1.68 和 2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 13.0、11.5 和 9.4 倍，给予公司六个月目标价为 25.33-28.36 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动、原材料成本上升、新项目投产不及预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4479.88	4132.80	4067.18	4456.34	5735.89
增长率(%)	19.30%	-7.75%	-1.59%	9.57%	28.71%
归母净利润(百万)	1022.27	911.58	831.86	940.62	1157.22
增长率(%)	85.37%	-10.83%	-8.75%	13.07%	23.03%
净资产收益率(%)	29.64%	23.26%	18.39%	17.99%	19.02%
每股收益(元)	1.81	1.62	1.49	1.68	2.07
PE	10.71	11.97	13.02	11.52	9.36
PB	3.17	2.76	2.40	2.07	1.78

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2019年09月26日

曹承安

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519070001

caochengan@shgsec.com

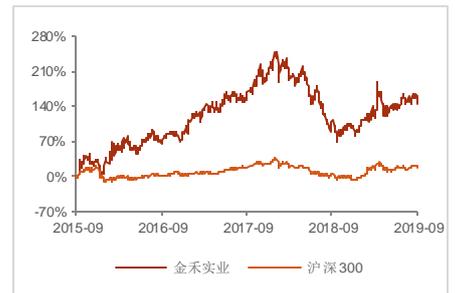
021-20639626

交易数据

时间 2019.09.26

总市值/流通市值(亿元)	108.35/107.2
总股本(万股)	55,877.01
资产负债率(%)	30.24
每股净资产(元)	7.21
收盘价(元)	19.39
一年内最低价/最高价(元)	13.4/24.59

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 崛起中的食品添加剂优质企业	4
1.1 依托基础化工拓展食品添加剂	4
1.2 经营业绩总体保持大幅增长	6
1.3 良好的激励政策利好公司发展	7
2. 不断发展壮大人工甜味剂业务	7
2.1 人工甜味剂市场前景广阔	7
2.2 公司将持续引领全球安赛蜜市场	10
2.3 三氯蔗糖打开公司甜味剂发展空间	12
2.3.1 全球三氯蔗糖市场需求快速增长	12
2.3.2 公司行业地位有望进一步提升	13
3. 持续巩固麦芽酚行业龙头地位	16
3.1 国内香精香料市场快速增长	16
3.2 不断延伸产业链提高竞争力	17
4. 强化基础化工品配套功能定位	20
5. 倾心打造定远基地再造新金禾	21
6. 关键假设和投资建议	22
6.1 关键假设	22
6.2 投资建议	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司历史发展进程	4
图 2: 公司上下游产业链图	5
图 3: 近几年公司营业收入及增速	6
图 4: 近几年公司归母净利润及增速	6
图 5: 2018 年公司营业收入构成	6
图 6: 近几年公司主营业务毛利率	6
图 7: 公司股权结构图	7
图 8: 常见甜味剂分类及产品	8
图 9: 全球及中国糖尿病患者人数	8
图 10: 全球甜味配料市场构成	10
图 11: 2016 年国内人工甜味剂市场构成	10
图 12: 2016 年国内不同人工甜味剂产量	10
图 13: 安赛蜜生产工艺流程	11
图 14: 公司安赛蜜收入成本及毛利率	12
图 15: 公司安赛蜜销量价格及单位成本	12
图 16: 全球三氯蔗糖产能产量及产能利用率	12
图 17: 全球三氯蔗糖需求量及同比增速	12
图 18: 我国三氯蔗糖出口额及增速	13
图 19: 我国三氯蔗糖出口量及出口价格	13
图 20: 三氯蔗糖生产工艺流程图	14
图 21: 全球香精香料市场规模及增速	16
图 22: 中国香精香料市场规模及增速	16

图 23: 中国香精香料产量及增速	17
图 24: 中国香精香料需求量及增速	17
图 25: 麦芽酚生产工艺流程	17
图 26: 天利海停产整顿后麦芽酚价格变化	18
图 27: 金禾实业和万香国际主要原料成本比较	19
图 28: 公司甲乙基麦芽酚收入成本及毛利率	19
图 29: 公司甲乙基麦芽酚销量价格及单位成本	19
图 30: 公司基础化工业务收入毛利及毛利率	20
图 31: 近几年公司基础化工品产销量及库存	20
图 32: 无烟块煤和动力煤价格走势	20
图 33: 硫磺和尿素价格走势	20
图 34: 硝酸/硫酸/双氧水/甲醛价格走势	21
图 35: 液氨和三聚氰胺价格走势	21
表 1: 公司现有产品种类及产能情况	5
表 2: 全球部分国家和地区含糖饮料征税情况	8
表 3: 常见甜味剂品种性能指标比较	9
表 4: 常见低糖饮料及其添加的甜味剂种类	10
表 5: 全球安赛蜜生产企业及产能情况	11
表 6: 单基因保护法生产步骤及方法特点	14
表 7: 公司三氯蔗糖与同行生产指标对比	14
表 8: 全球三氯蔗糖生产企业及产能	15
表 9: 甲乙基麦芽酚特点及应用范围	16
表 10: 国内主要麦芽酚生产企业及产能	18
表 11: 定远循环经济产业园项目规划	21
表 12: 定远循环经济产业园配套及变更项目	22
表 13: 公司主营业务收入构成及预测	23
表 14: 可比公司估值（截至 9 月 26 日收盘）	23
表 15: 公司盈利预测表	25

1. 崛起中的食品添加剂优质企业

安徽金禾实业主要从事基础化工品和精细化工品的研发、生产和销售，目前已经成为全球食品添加剂细分行业中综合竞争力较强的企业之一。

1.1 依托基础化工拓展食品添加剂

从传统煤化工企业发展成为食品添加剂企业龙头。公司前身是安徽省来安县化肥厂，1995年以前主要从事传统煤化工产业，生产尿素、碳酸氢铵等传统化肥产品，1996至2003年公司重点开拓了香精香料业务并衍生出甲醛和三聚氰胺产品。2006年开始公司进入全面布局阶段，不断丰富基础化工和精细化工品种类，近几年公司开始聚焦发展精细化工业务，在高附加值的食品添加剂领域不断做大做强。

图1：公司历史发展进程

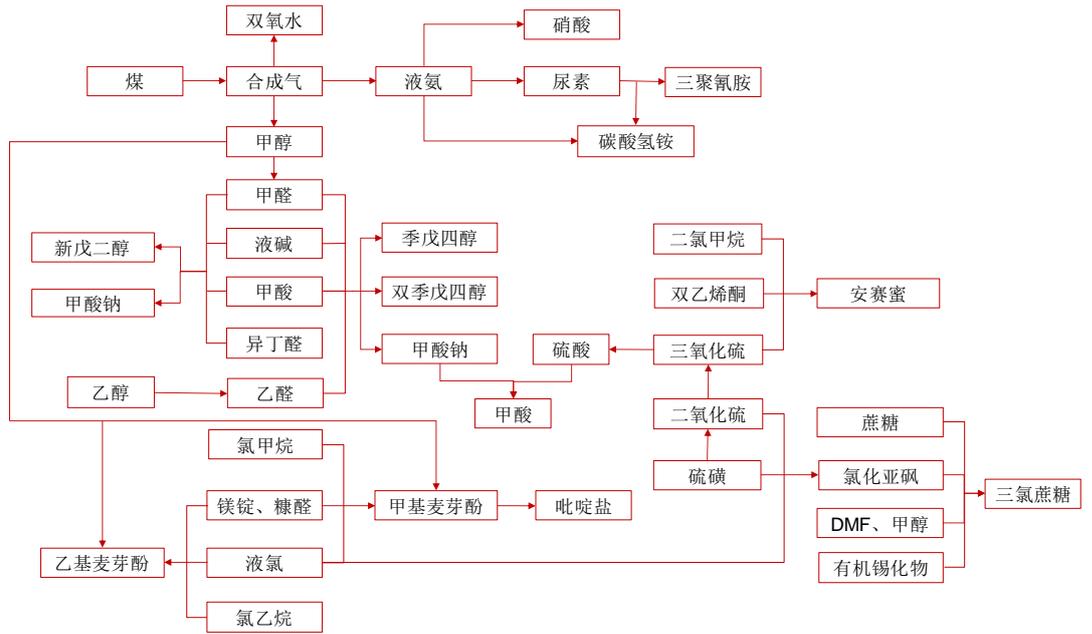


资料来源：公司公告、申港证券研究所

公司通过产业链延伸，保障了原材料供应稳定性，降低了生产成本和运输成本，对冲了部分化工品价格波动对成本的影响，从而提高了精细化工业务竞争力。

- ◆ 公司以煤为产业链源头，在传统的液氨、甲醇、尿素等煤化工产品基础上，持续拓展产品线，延伸产业链，其中以甲醇为起点，进一步延伸出新戊二醇、季戊四醇、甲醛、甲乙基麦芽酚、三氯蔗糖等产品。
- ◆ 公司自有发电装置，硫酸副产的高压蒸汽可实现“梯度利用”，生产环节出来的低压蒸汽经有效回收、升压，再进入高压管网用于发电，实现了能源最优化利用。
- ◆ 公司采用硫磺制酸技术生产硫酸，硫酸和甲酸钠反应可以生成甲酸，用于生产新戊二醇和季戊四醇，而副产甲酸钠又可回收循环利用。
- ◆ 安赛蜜核心原材料三氧化硫和双乙烯酮均为自产，除满足自身需求外还可外售，双乙烯酮也可以生产医药中间体双乙甲酯和双乙乙酯对外出售。
- ◆ 公司在三氯蔗糖上游配套了氯化亚砷，在麦芽酚上游配套了糠醛和氯乙烷，还以甲基麦芽酚为基础，向下游延伸生产医药中间体 PHC（吡啶盐），增强了产业链一体化优势，实现了能源的综合循环利用。

图2: 公司上下游产业链图



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

公司精细化工品以食品添加剂为主，包括甜味剂和香精香料两类，现有甜味剂产品安赛蜜和三氯蔗糖产能分别 1.2 万吨和 3000 吨/年，香精香料产品甲乙麦芽酚产能 4000 吨/年。公司基础化工品种类多样，主要包括双氧水、浓硫酸、硝酸、碳铵、液氨等大宗化学品，以及新戊二醇、季戊四醇等功能性化工品与中间体。未来几年，公司将继续重点发展食品添加剂业务，不断丰富产品线。

表1: 公司现有产品种类及产能情况

产品类别	产品名称	产能 (万吨/年)	备注
精细化工品	安赛蜜	1.2	2019 年计划满产满销
	三氯蔗糖	0.3	计划新建产能 5000 吨/年
	甲乙麦芽酚	0.4	产能利用率有提升空间
	氯化亚砷	4	2019 年中期投产，二期产能 4 万吨/年
	糠醛	1	2019 年中期投产，二期产能 1 万吨/年
	氯乙烷	1.2	2019 年初正式投产
	双乙烯酮	1	定远基地规划了 3 万吨/年新产能
基础化工品	三聚氰胺	6	
	双氧水	35	
	浓硫酸	30	
	硝酸	12	
	碳铵	35	除配套需要外，不再扩充及新建
	新戊二醇	2.3	
	季戊四醇	2	
	液氨	18	
甲醛	20		

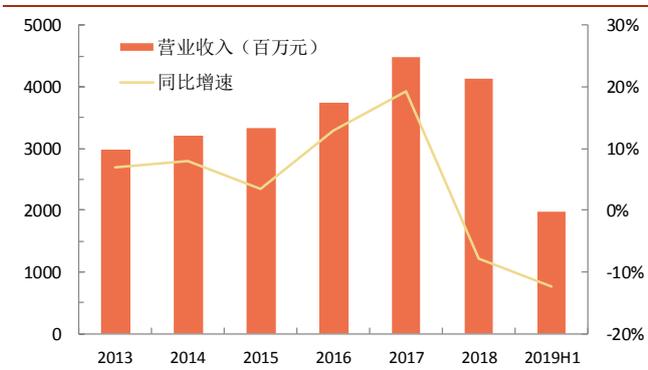
资料来源: 公司公告、申港证券研究所

1.2 经营业绩总体保持大幅增长

行业格局剧变下，公司业绩迈上新台阶。近几年公司始终坚持以食品添加剂为优先发展方向，不断提高自身工艺技术水平，取得了丰硕成果。

- ◆ 2018 年公司营业收入 41.3 亿，2013 年以来年均增长 6.8%，其中 2017 年 5 月公司剥离了华尔泰，导致 2018 年收入同比有所下滑；归母净利润 9.1 亿元，2013 年以来年均增长 44.2%，特别是 2016、2017 年同比分别增长 157%、85%，主要是食品添加剂价格大涨以及大宗化学品周期上行。
- ◆ 受三氯蔗糖及麦芽酚价格下跌及大宗化学品景气下降影响，2018 年开始公司收入和利润出现下滑，2019 年上半年实现收入 19.8 亿元、归母净利润 4.01 亿元，同比分别下降 12.3%、26.1%，随着新项目陆续投产，公司业绩有望触底反弹。

图3：近几年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图4：近几年公司归母净利润及增速

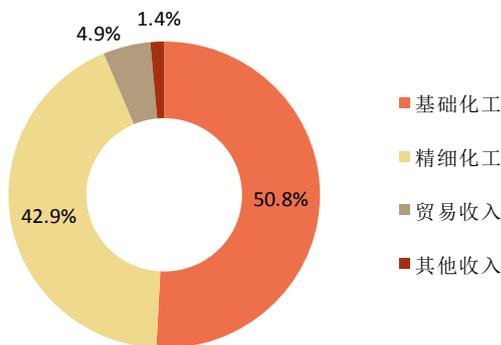


资料来源：公司公告、申港证券研究所

精细化工比重大幅提高，毛利率高位回落。经过近年来的产品结构调整，公司精细化工业务得以快速发展，目前已经成为公司业绩支柱。

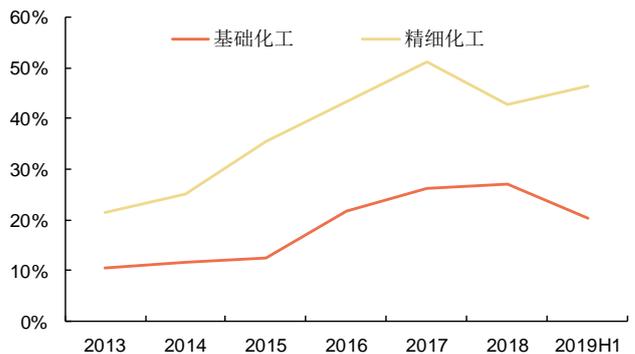
- ◆ 2018 年公司精细化工业务收入占比 42.9%，较 2013 年提高 26pct，而精细化工业务毛利润占比提高到 55.6%，对公司业绩具有决定性影响。
- ◆ 2018 年由于部分产品价格下跌，公司精细化工毛利率同比下降 8.4 pct 至 43%，2019 年上半年受安赛蜜价格上涨带动有所反弹。2019 年上半年公司基础化工业务毛利率 20.2%，同比下降 13.3 pct，受周期下行影响较为明显。

图5：2018 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图6：近几年公司主营业务毛利率



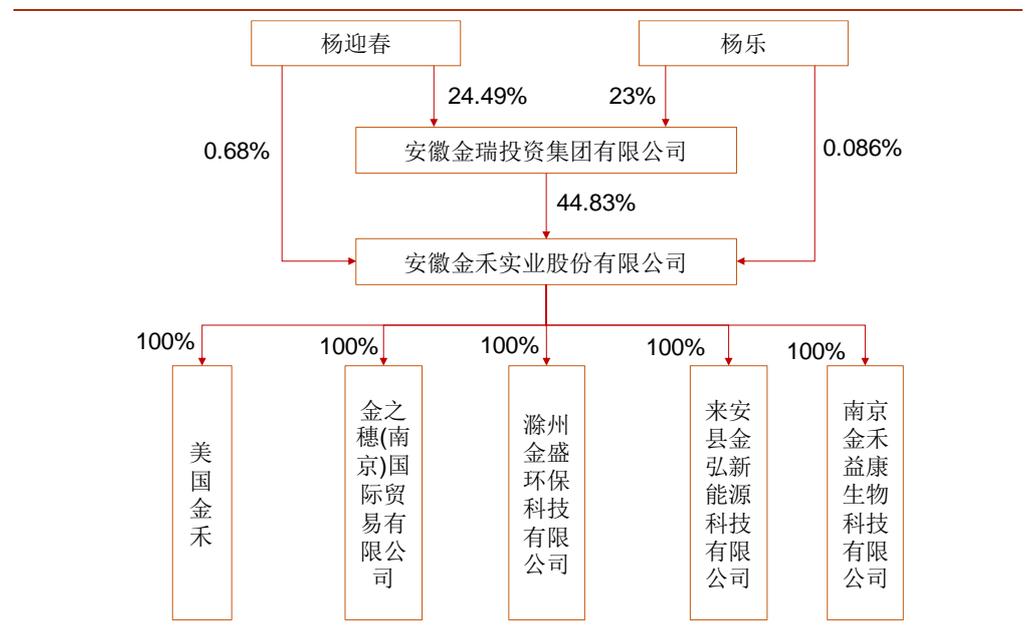
资料来源：公司公告、申港证券研究所

1.3 良好的激励政策利好公司发展

公司激励制度完善,管理团队稳定,控股股东安徽金瑞投资集团公司持股 44.83%,杨迎春和杨乐先生为实际控制人,公司高管团队总体稳定,2014 年和 2019 年公司相继实施了限制性股票激励计划和核心员工持股计划。

- ◆ 公司 2014 年实施的限制性股票激励计划 2015~2017 年顺利解锁,目前核心人员大部分持有公司股份,有利于将员工与公司利益绑定,增强团队稳定性。
- ◆ 2019 年 8 月公司发布第一期核心员工持股计划,股票来源为公司回购专用账户的回购股份,计划筹集资金总额上限为 1.02 亿元,购买价格为 16 元/股,较当前股价低约 20%,分两批解禁,最长锁定期 24 个月,本次持股计划将进一步激发公司员工积极性,提高整体经营效率。

图7: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

2. 不断发展壮大人工甜味剂业务

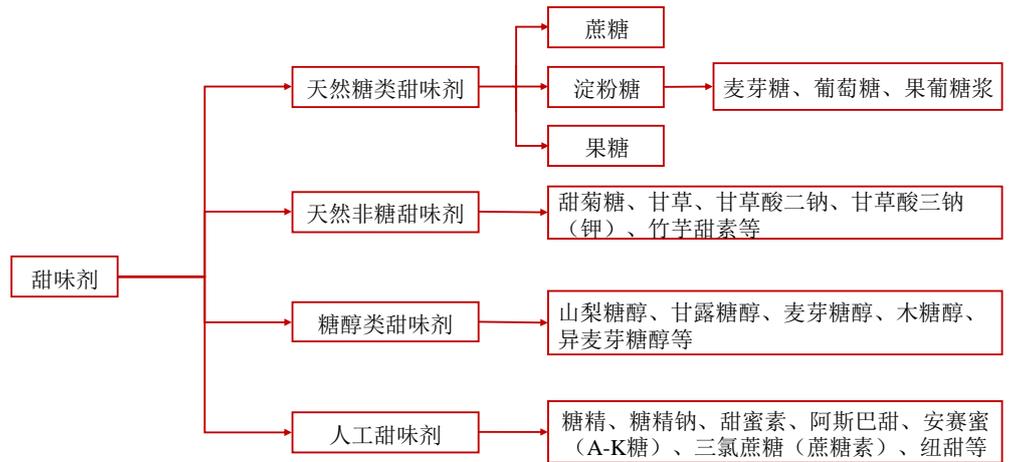
2.1 人工甜味剂市场前景广阔

甜味剂是指赋予食品以甜味的食品添加剂,蔗糖、果糖和淀粉糖等天然糖类甜味剂在我国被视为食品原料,不作为食品添加剂,通常所说的甜味剂主要指天然非糖类、糖醇类和人工甜味剂 3 类。

- ◆ 天然非糖甜味剂是从植物中提取精制,具有高甜度、低热量、安全无毒等特点,目前甜菊糖应用较多,是口感最接近蔗糖的天然甜味剂。
- ◆ 糖醇类甜味剂大多由糖氢化还原制取,具有低甜度、低热量、营养性、口感好、不引发龋齿、不影响血糖值等特点,广泛应用于无糖食品的代糖品。
- ◆ 人工甜味剂甜度很高,用量极少,热值很小,完全区别于蔗糖等糖类,多不参与代谢过程,常称为非营养性甜味剂,也称高倍甜味剂,广泛用于软饮料、酱料、

口香糖、果冻、调料、烘焙食品、糖果等各种食品饮料中。

图8: 常见甜味剂分类及产品

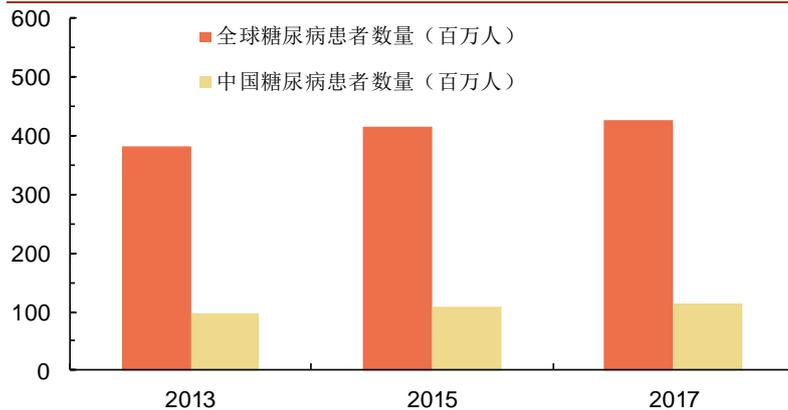


资料来源: 公开资料、申港证券研究所

人工甜味剂有望替代天然糖类甜味剂。天然糖类甜味剂过量摄入会导致肥胖、糖尿病、龋齿、高血压等各种疾病, 各国家和地区纷纷出台控糖、减糖措施, 人工甜味剂口感类似但不提供热量, 顺应了少糖化消费趋势。

- ◆ 2017 年全球糖尿病患者人数 4.25 亿, 预计 2045 年可能达到 6.29 亿, 中国是全球糖尿病患者人数最多的国家, 2017 年全球占比约 27%。
- ◆ 目前全球接近 40 个国家征收糖税, 包括美国、英国、法国等发达国家; 中国则倡导“三减三健”的健康生活方式, 其中包括减糖。
- ◆ 随着人们生活水平及对健康要求的提高, 人工甜味剂有望在饮料及其他甜品市场中加速替代蔗糖、果葡糖浆等天然糖类甜味剂。

图9: 全球及中国糖尿病患者人数



资料来源: 国际糖尿病联盟、申港证券研究所

表2: 全球部分国家和地区含糖饮料征税情况

国家 (地区)	实施时间	饮料种类	税种	税率
法国	2011 年	添加糖和甜味剂的饮料	消费税	7.5€/100 L
匈牙利	2011 年	含糖饮料、能量饮料	消费税	软饮料含糖量 > 8g/100mL, 7HUF/L; 糖浆或浓缩饮料, 200 HUF/L

国家（地区）	实施时间	饮料种类	税种	税率
芬兰	2011年	软饮料	消费税	含糖量超过5%，0.22€/L
墨西哥	2014年	软饮料	消费税	1比索/L
美国费城	2017年	含糖饮料	消费税	1.5美分/盎司
英国	2018年	含糖饮料	消费税	5~8g/100mL—中等税；≥8g/100mL—重税
泰国	2019年	含糖饮料	消费税	10~14mg/100mL，1泰铢；14~18mg/100mL，3泰铢；≥18g/100mL，5泰铢
阿联酋	2020年	含糖饮料	消费税	50%

资料来源：CNKI、公开资料、申港证券研究所

人工甜味剂已发展出六代产品，安赛蜜长期保持较强的竞争优势，而三氯蔗糖代表着甜味剂未来发展方向。决定人工甜味剂竞争优势的因素主要有三个：

- ◆（1）甜价比：甜价比高的甜味剂可用最低的成本取得最大的增甜效果；
- ◆（2）易用性：甜度过高会导致下游使用时难以控制甜味剂加入量；
- ◆（3）安全性：有无不良反应与致病风险。

此外，从口感方面看，蔗糖>葡萄糖>三氯蔗糖>安赛蜜>阿斯巴甜>纽甜。糖精、甜蜜素因安全风险遭多国禁用，纽甜的甜价比相对较高，但安赛蜜的易用性要优于纽甜，综合竞争优势较强。三氯蔗糖是第五代人工甜味剂，随着三氯蔗糖价格的下降，甜价比优势已经显现，作为新型高效安全近乎完美的人工甜味剂，三氯蔗糖代表着甜味剂未来发展方向。

表3：常见甜味剂品种性能指标比较

名称	甜度 倍数	市场价格 (元/kg)	甜价比	安全及局限性	备注
蔗糖	1	5.4	0.19	使用时会产生大量热量，不适用于糖尿病及肥胖人士等	天然糖类甜味剂
葡萄糖	0.8	4.8	0.17		天然糖类甜味剂
甜菊糖	200	180	1.11	安全性尚未普遍承认，后味发苦，需复配使用	天然非糖甜味剂
木糖醇	1.2	220	0.01	安全性较好，无显著不良反应	糖醇类甜味剂
糖精	500	40	12.5	后苦味重，存在引发肿瘤风险，西方多国禁用	第一代人工甜味剂
甜蜜素	50	13	3.85	引发多种疾病风险，西方多国禁用	第二代人工甜味剂
阿斯巴甜	200	80	2.5	稳定性差，被美国FDA拒绝批准使用，苯丙酮尿症患者不宜使用	第三代人工甜味剂
安赛蜜	200	60	3	异味较重，需要与其他甜味剂复配	第四代人工甜味剂
三氯蔗糖	650	220	2.95	已经具备甜价比优势	第五代人工甜味剂
纽甜	6000	300	20	热稳定性差，调配技术要求高	第六代人工甜味剂

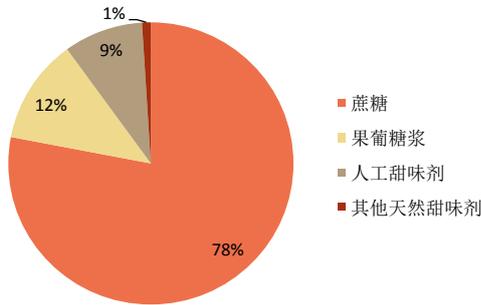
资料来源：公司公告、食品商务网、申港证券研究所

人工甜味剂市场空间增长潜力巨大。2018年全球人工甜味剂市场规模约36亿美元，其中国内人工甜味剂市场规模约90亿元，随着全球食品饮料少糖化趋势发展，人工甜味剂市场规模有望不断扩大。

- ◆ 当前全球甜味配料市场中蔗糖和果葡糖浆合计占比约90%，人工甜味剂占比仅9%，未来增长空间充足。

- ◆ 可口可乐和百事可乐先后推出以新型人工甜味剂为代糖的低糖、无糖饮品，近年来常规甜度可乐产量以每年近 3% 的速度下降，而低糖可乐产量增长较快。

图 10: 全球甜味配料市场构成



资料来源: LuxResearch、申港证券研究所

表 4: 常见低糖饮料及其添加的甜味剂种类

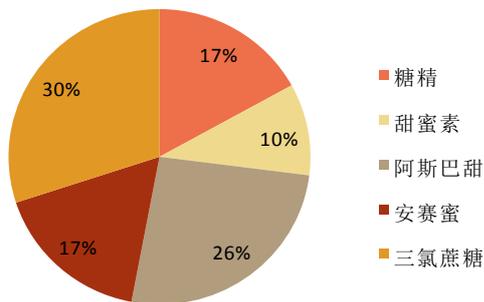
饮料名称	甜味剂种类
可口可乐零度	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
可口可乐健怡	安赛蜜、三氯蔗糖
百事可乐轻怡	安赛蜜、三氯蔗糖
百事可乐极度	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
可口可乐雪碧纤维+	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
蒙牛真果粒	阿斯巴甜、安赛蜜
娃哈哈 AD 钙奶	三氯蔗糖

资料来源: 公开资料整理、申港证券研究所

新型人工甜味剂快速发展，市场占比逐步提升。传统人工甜味剂糖精、甜蜜素、阿斯巴甜因存在安全性或稳定性等问题，正逐步被新型人工甜味剂安赛蜜和三氯蔗糖替代。2016 年我国人工甜味剂市场中三氯蔗糖、阿斯巴甜、安赛蜜分别占比 30%、26%、17%，其中三氯蔗糖已经取代阿斯巴甜占据市场第一。

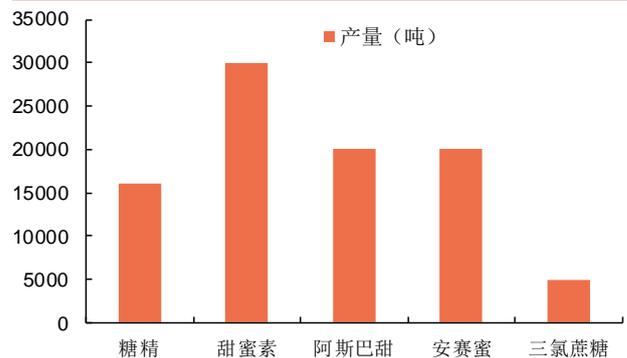
- ◆ 2016 年我国糖精、甜蜜素、阿斯巴甜产量 6.6 万吨，安赛蜜和三氯蔗糖产量分别 2 万、0.5 万吨，按相同甜度计算，传统人工甜味剂若全部被安赛蜜替代，则安赛蜜新增需求 6.8 万吨；若全部被三氯蔗糖替代，则三氯蔗糖新增需求 2.1 万吨。
- ◆ 如果考虑人工甜味剂对蔗糖等天然糖类物质的加速替代及行业每年 6%-8% 的内生增长，新型人工甜味剂市场需求增速将更快。
- ◆ 在我国《食品添加剂使用标准》中，阿斯巴甜有 60 多项使用标准，安赛蜜和三氯蔗糖分别 20 和 30 几项，使用范围仍有翻倍空间，目前公司正积极推进安赛蜜和三氯蔗糖使用标准制定，不断扩大其使用范围。

图 11: 2016 年国内人工甜味剂市场构成



资料来源: 中国产业信息网、申港证券研究所

图 12: 2016 年国内不同人工甜味剂产量



资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

2.2 公司将持续引领全球安赛蜜市场

安赛蜜行业处于寡头垄断格局，公司拥有定价权。安赛蜜行业经过多年洗牌调整，部分生产企业退出，公司自 2016 年以来一直处于单寡头垄断的稳固地位，2018 年市场份额超过 60%，拥有较强的市场定价权，行业格局短期有望维持。

- ◆ 2015 年 2 月行业龙头苏州浩波因长期亏损而破产重组，随后又遭遇环保及工厂搬迁等问题，公司最终破产并退出安赛蜜行业，造成供给大幅下降。
- ◆ 目前全球安赛蜜生产企业中，仅金禾实业、德国 Nutrinova 和北京维多可稳定运行，合计产能 1.7 万吨/年，而全球安赛蜜需求量 1.6 万~1.8 万吨，考虑到实际开工率因素，整体供需关系偏紧。
- ◆ 安赛蜜行业前期投资较大，亚邦科技环评显示其新建 5000 吨/年安赛蜜及配套项目投资额达 3.96 亿元，同时产业链长、环保处理难度大，新进入者门槛较高。

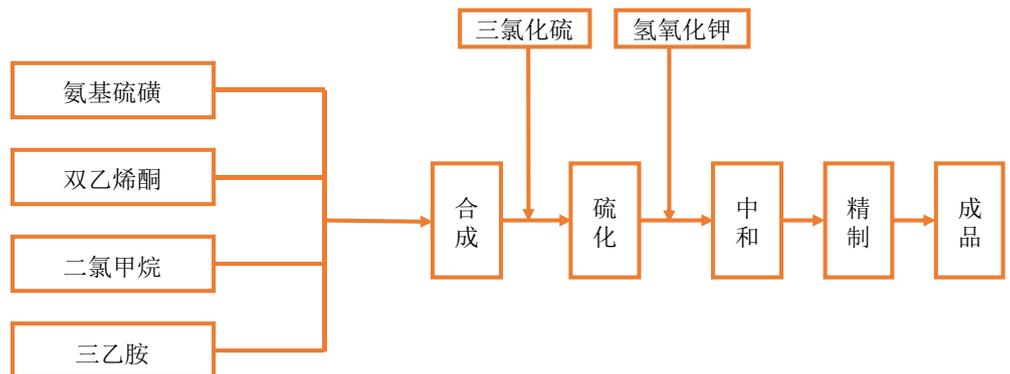
表5：全球安赛蜜生产企业及产能情况

生产商	产能（吨/年）	2016 销量（吨）	备注
金禾实业	12000	9500	技术、成本优势明显
苏州浩波	6000	3000	已破产，完全退出
山东亚邦科技	3000	—	无安全许可开工率低
德国 Nutrinova	3500	2500	高端产品，价格高昂
山东明辉	1500	—	长期停产
北京维多	1500	1000	生产成本偏高
江西北洋	1000	100	时开时停
杭州三和	1000	—	未开车

资料来源：中国产业信息网、申港证券研究所

公司安赛蜜生产技术和成本行业领先。2006 年公司通过技术引进开展安赛蜜业务，经过不断的工艺改进和流程优化，产品收率从最初约 50%提高到现在的 80%左右，较苏州浩波高约 20%，处于国内最高水平，同时公司自产安赛蜜核心原材料三氧化硫和双乙烯酮，既保证了原材料供应稳定性，又有效降低了生产成本，近几年公司安赛蜜生产成本始终保持全行业最低。

图 13：安赛蜜生产工艺流程



资料来源：公司公告、申港证券研究所

面对行业新进入者，公司具有较强的竞争优势。近两年安赛蜜行业开始出现新进入者，公司深耕安赛蜜行业十余年，工艺技术成熟，下游渠道稳定，同时产品收率高且拥有原材料配套，有望继续保持较强的竞争优势。

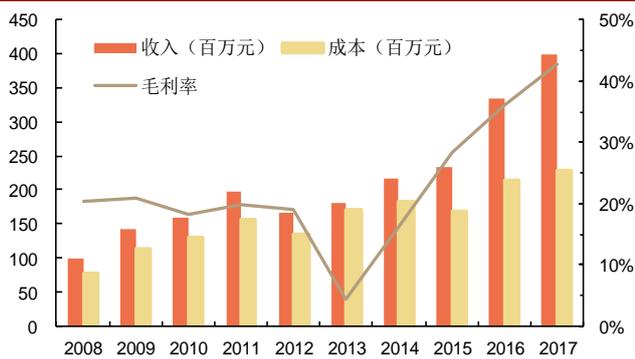
- ◆ 山东亚邦科技 5000 吨/年安赛蜜产能已经建成，但目前没有安全许可证，开工率很低，且不能在国内销售。

- ◆ 醋化股份安赛蜜项目正处于环评阶段，预计 2020 年底后会有部分产能投产。
- ◆ 目前安赛蜜价格 6~6.5 万元/吨，公司安赛蜜盈利丰厚，随着开工率提高和工艺技术持续改进，生产成本仍有进一步下降空间。

公司安赛蜜业务快速增长，盈利大幅提升。近几年公司安赛蜜销量不断增长，生产成本持续降低，2014 年开始产品价格持续上涨，盈利能力大幅增强。

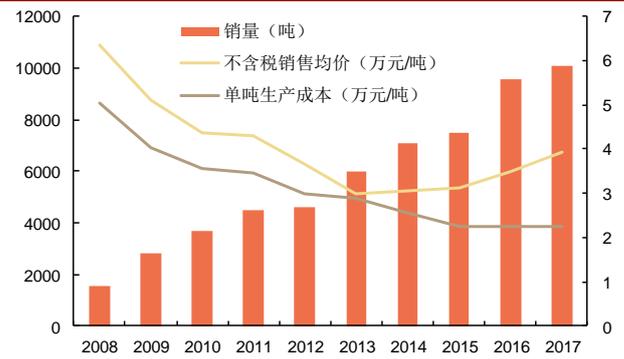
- ◆ 2017 年公司安赛蜜收入约 4 亿元，2012 年以来年均增长 19.2%，2012 年 7 月公司 IPO 募投 5000 吨/年产能投产，2016 年 4 月进一步扩产了 3000 吨/年产能，2019 年公司安赛蜜装置预计满负荷运行，产销量有望同比增长 10%~20%。
- ◆ 随着过剩产能退出，安赛蜜价格 2014 年开始触底反弹，并在一系列事件驱动下持续上涨。除苏州浩波破产退出外，2014 年 4 月安赛蜜核心原材料双乙烯酮主要厂商江苏天成发生爆炸事故；2016 年 7 月江苏天成因环保问题退出，另一双乙烯酮主要厂商宁波王龙发生泄漏事故而停产。
- ◆ 2008~2017 年公司安赛蜜单位生产成本累计降幅达 55.3%，主要是产能规模扩大和工艺技术进步。2014 年开始随着价格上涨以及生产成本降低，公司安赛蜜毛利率持续提高，2017 年达到 40% 以上。

图 14: 公司安赛蜜收入成本及毛利率



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图 15: 公司安赛蜜销量价格及单位成本



资料来源：公司公告、申港证券研究所

2.3 三氯蔗糖打开公司甜味剂发展空间

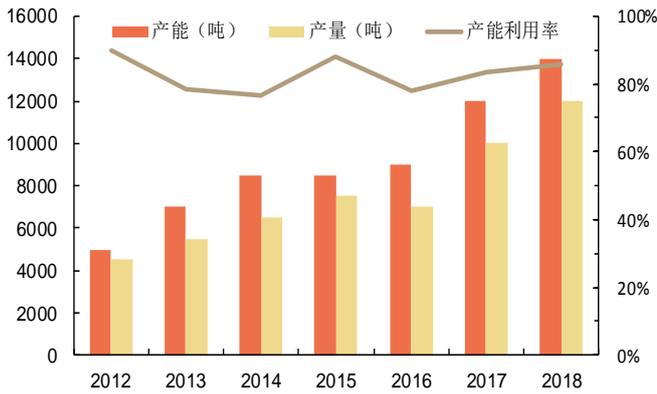
2.3.1 全球三氯蔗糖市场需求快速增长

全球三氯蔗糖市场需求旺盛，增长较快。近几年全球三氯蔗糖产能产量及市场需求量稳步增长，已经成为甜味配料市场中需求增速最快的品种。

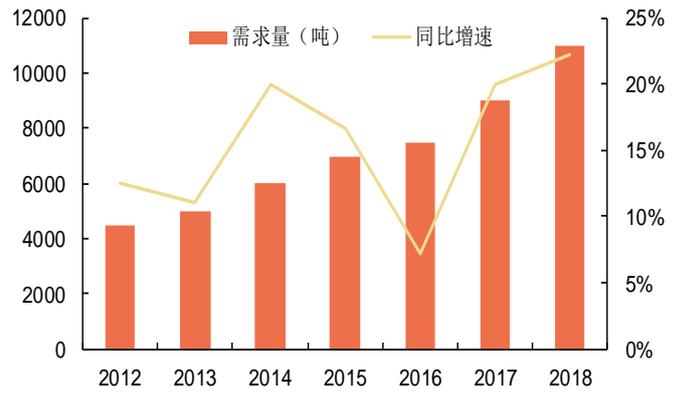
- ◆ 2018 年全球三氯蔗糖有效产能 1.4 万吨/年，产量 1.2 万吨，2012 年以来年均分别增长 18.7% 和 17.8%，有效产能利用率达到 86%。
- ◆ 2018 年全球三氯蔗糖市场需求量 1.1 万吨，同比增长 22.2%，2012 年以来年均增长 14.9%。

图 16: 全球三氯蔗糖产能产量及产能利用率

图 17: 全球三氯蔗糖需求量及同比增速



资料来源: 华东理工大学、申港证券研究所

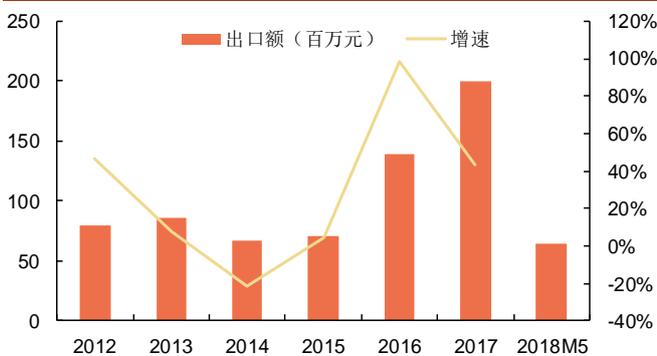


资料来源: 华东理工大学、申港证券研究所

我国三氯蔗糖出口保持快速增长。我国是三氯蔗糖最大生产国和出口国，2017年我国三氯蔗糖出口量 5277 吨，2012 年以来年均增速达 26.8%，约占全球需求量的 60%，出口价格在经历 2016-2017 年持续上涨后开始回落。

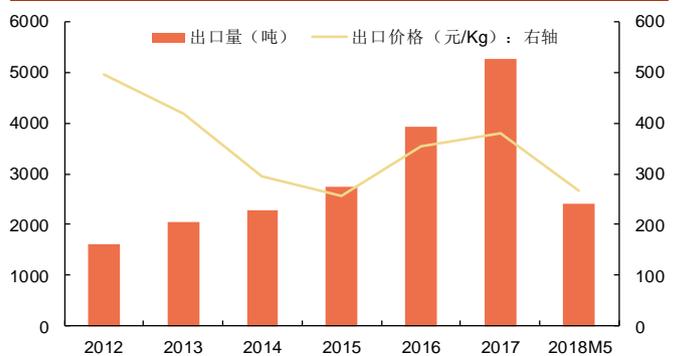
- ◆ 2016-2017 年因竞争对手盐城捷康环保被查、英国泰莱新加坡工厂 2500 吨/年产能停产搬迁，市场供给大幅减少致使价格大幅上涨，2017 年我国三氯蔗糖出口均价 37.9 万元/吨，较 2015 年上涨 47.5%。
- ◆ 由于市场供给逐步增加，2018 年三氯蔗糖价格回落，当前国内市场价 22 万元/吨左右，基本处于底部位置，有助于加速三氯蔗糖对其他甜味剂品种的替代。

图18: 我国三氯蔗糖出口额及增速



资料来源: 华东理工大学、申港证券研究所

图19: 我国三氯蔗糖出口量及出口价格



资料来源: 华东理工大学、申港证券研究所

2.3.2 公司行业地位有望进一步提升

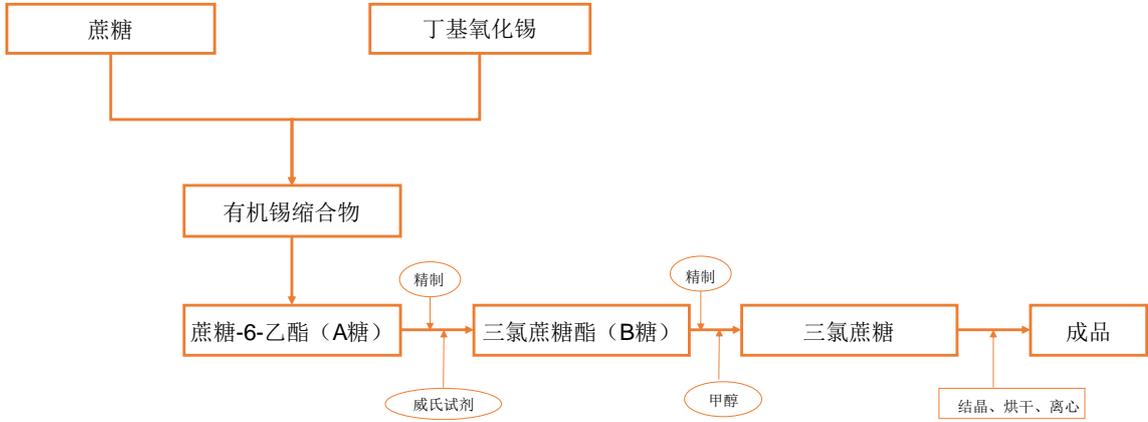
公司三氯蔗糖工艺成熟稳定，产品收率高。三氯蔗糖合成工艺主要有单基团保护法和全基团保护法两类，全基团保护法没有工业化价值，公司突破了单基团保护法工艺，目前技术成熟稳定。公司 2016 年开始批量化生产三氯蔗糖，通过工艺技术的不断优化，产品收率提高至 45%，远高于国内平均 30%-35% 的收率，仅次于英国泰莱的 50%。公司三氯蔗糖工艺主要分为酯化、氯化 and 醇解三个阶段：

- ◆ (1) 酯化阶段，采用有机锡法生产蔗糖-6-乙酯 (A 糖)，产品收率高，同时二丁基氧化锡可循环使用，大幅降低生产成本；
- ◆ (2) 氯化阶段，采用氯化亚砷与 DMF 反应生成的威氏试剂对 A 糖进行选择性

氯化，生成三氯蔗糖酯 (B 糖)，提高了反应效率。

- ◆ (3) 醇解阶段，将 B 糖和甲醇在一定温度下搅拌至 B 糖精品溶解为止，测出 B 糖溶解后 PH 值 (一般 $PH \geq 7$)，即生成三氯蔗糖和乙酸甲酯。

图 20: 三氯蔗糖生产工艺流程图



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

表 6: 单基因保护法生产步骤及方法特点

关键生产步骤	生产方法	特点
生产蔗糖-6-乙酯	固体酸催化法	工艺简单、收率高、纯度低
	间接电氧化合成法	工艺新颖、收率低、生产效率低
	原乙酸三甲酯催化法	反应过程简单、纯度、收率低
	二丁基氧化锡催化法	操作简单、产品收率、纯度高。催化剂和溶剂回收利用是减少该工艺成本的关键。
蔗糖-6-乙酯氯化	氯化亚砷/吡啶法	剂量难控制、后处理困难、成本高
	威氏试剂法	制备容易、选择性好、收率高
三氯蔗糖-6-乙酸酯醇解	脱酰基方法: KOH/CH ₃ OH 或 CH ₃ ONa/CH ₃ OH 或 NaOH 水溶液或 CH ₃ OH 等中脱酰基	

资料来源: 东南大学、申港证券研究所

公司三氯蔗糖综合成本优势明显。公司三氯蔗糖的收率、各项消耗指标领先于国内同行，同时上游配套的 4 万吨/年氯化亚砷已投产，有助于进一步降低生产成本。英国泰莱采用光气制备威氏试剂，但因光气有剧毒，三废处理费用高，再加上其上游配套不完善，生产装置在美国，综合成本较高。相比盐城捷康，公司 500 吨/年三氯蔗糖老产能在原材料消耗、污染物排放及能耗指标等方面全面领先。

- ◆ 公司主要原材料蔗糖、三氯乙烷、氯化亚砷单耗分别低 14%、17.6%、24.3%；同时对二丁基氧化锡等进行回收循环，成本大幅降低。
- ◆ 公司废气、废水和固废分别低 7.2%、1.3%、61.4%，环保处理费用更低。
- ◆ 公司水电蒸汽单耗分别低 4.5%、16.1%、23.2%，特别是 2018 年公司三氯蔗糖某工段工艺突破，蒸汽用量降低 90%，大幅降低了成本。

表 7: 公司三氯蔗糖与同行生产指标对比

类别	名称	金禾实业 (t/t)	江苏捷康 (t/t)	金禾优势
主要原材料消耗	蔗糖	1.25	1.453	-14.0%

类别	名称	金禾实业 (t/t)	江苏捷康 (t/t)	金禾优势
指标	二丁基氧化锡	0.001	0.077	-98.7%
	DMF	0.37	0.27	37.0%
	三氯乙烷	0.14	0.17	-17.6%
	氯化亚砷	3.42	4.52	-24.3%
污染物排放指标	废气	2.18	2.35	-7.2%
	废水	14.82	15.01	-1.3%
	固废	0.34	0.88	-61.4%
能耗指标	水	15.5	16.23	-4.5%
	电	396	472	-16.1%
	蒸汽	28.8	37.5	-23.2%

资料来源：环评报告、申港证券研究所

持续扩大产能，提升行业龙头地位。目前公司三氯蔗糖总产能 3000 吨/年，产能规模稳居国内第一、全球第二，全球市场份额约 25%，公司未来将再新建 5000 吨/年产能，有望成为全球第一大三氯蔗糖生产商。

- ◆ 目前全球三氯蔗糖名义产能 1.85 万吨/年，中国占比约 80%，国内除金禾实业外，其他主要生产企业山东康宝、广东清怡、山东中怡、盐城捷康等大多经营效益较差或开工不正常。
- ◆ 新和成计划新建 6000 吨/年三氯蔗糖产能，但开工时间未定且有待市场检验，公司三氯蔗糖工艺成熟稳定、客户认可度高，向上游配套了氯化亚砷等原材料，下游开发了 2C 产品爱乐甜，有望继续领跑三氯蔗糖市场。
- ◆ 2016 年 4 月公司完成了 500 吨/年三氯蔗糖生产装置的技术改造和工艺路线优化，2017 年 4 月新建产能 1500 吨/年，2019 年 2 月技改扩建 1500 吨/年产能，并将原 500 吨/年老产能关停。
- ◆ 2019 年 8 月公司环评公示计划投资 10 亿元新建 5000 吨/年三氯蔗糖产能，届时公司三氯蔗糖总产能将达到 8000 吨/年，市场话语权有望进一步增强。

表 8：全球三氯蔗糖生产企业及产能

公司名称	产能 (吨/年)	备注
英国泰莱	3500	2016 年关闭了年产能 2500 吨的新加坡工厂，计划搬迁至美国
金禾实业股份有限公司	3000	年初技改扩充产能 1500 吨/年
山东康宝生化科技有限公司	2700	实际约 2000 吨/年，难以完全达产
广业清怡有限公司	2500	2017 年 5 月广东清怡收购南通常海
山东中怡三氯蔗糖制造有限公司	2000	开工不正常
吉安新琪安科技有限公司	1500	环保问题，难以达产
盐城捷康三氯蔗糖制造有限公司	1500	2016 年 8 月因环保问题停产整顿
江苏巨邦制药有限公司	500	
常州科隆化工有限公司	500	
山东三和维信生物科技	500	
福建科宏生物工程股份有限公司	300	

资料来源：新思界产业研究中心、申港证券研究所

3. 持续巩固麦芽酚行业龙头地位

3.1 国内香精香料市场快速增长

麦芽酚是重要的香料品种，下游应用广泛。甲基麦芽酚属于天然等同香料，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；乙基麦芽酚属于人造香料，其稀释溶液具有水果样焦甜香味。甲乙基麦芽酚是安全无毒、用途广、效果好、用量极少的食品及日化添加剂，是烟草、食品、饮料、肉制品、海鲜、香精、果酒、日用化妆品等良好的香甜味增效剂，几乎所有增香香精都离不开麦芽酚。

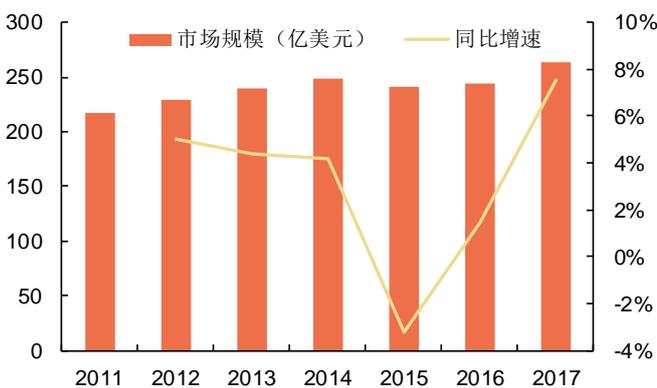
表9：甲乙基麦芽酚特点及应用范围

产品名称	类别	特点	典型添加范围
甲基麦芽酚		天然等同香料，具有焦奶油硬糖的味道，稀释液可释放出草莓芳香，熔点更高	烘焙产品、医药
乙基麦芽酚	纯香型	人造香料，增香效果更好，应用范围更广，可使整体香味更统一，还具有	水果香味突出，可抑制苦涩味 饮料、果汁、化妆品、香烟等
	淡焦香型	抗菌、防腐功能。	有浓厚的焦糖香味，可增强香甜鲜味 肉制品，可使罐装熟肉呈现粉红色
	增强焦香型		焦香味醇厚浓郁，受热溶解后余韵悠长 高档火腿、盐水火腿、高档肉肠

资料来源：食品商务网、申港证券研究所

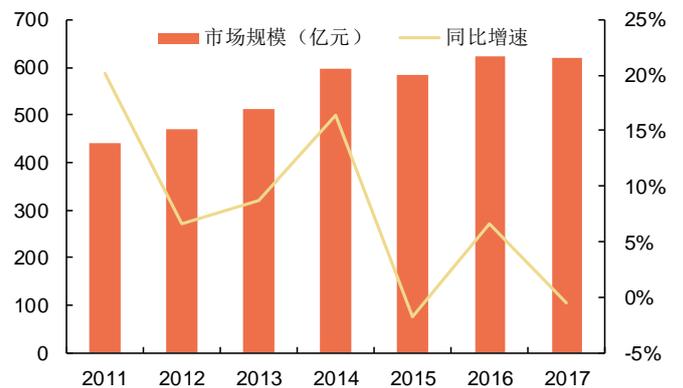
中国香精香料市场规模持续增长。2017年全球香精香料市场规模263亿美元，同比增长7.6%，主要受益于2016年后全球经济整体复苏，2011年以来年均增长3.2%。2017年中国香精香料市场规模621亿元，2011年以来年均增长5.9%，高于全球市场规模增速。全球香精香料销售额高度集中，2017年前十大生产企业销售额占比达78.7%，基本垄断高端市场，主要分布在欧洲、美国以及日本，由于发达国家市场接近饱和，海外香精香料产业开始向发展中国家转移。

图21：全球香精香料市场规模及增速



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

图22：中国香精香料市场规模及增速

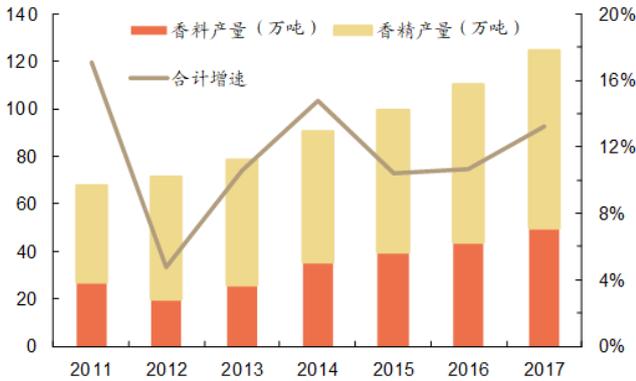


资料来源：智研咨询、申港证券研究所

我国香精香料产量增长较快，集中度有待提升。2017年中国香精香料产量124.8万吨，同比增长13.2%，2011年以来年均增长10.7%。随着国内食品饮料、化妆品及化工等行业的发展，国内香精香料需求量快速增长，2017年中国香精香料需求量117.4万吨，同比增长13.4%。受制于资金、技术、人才等因素，目前国内香精

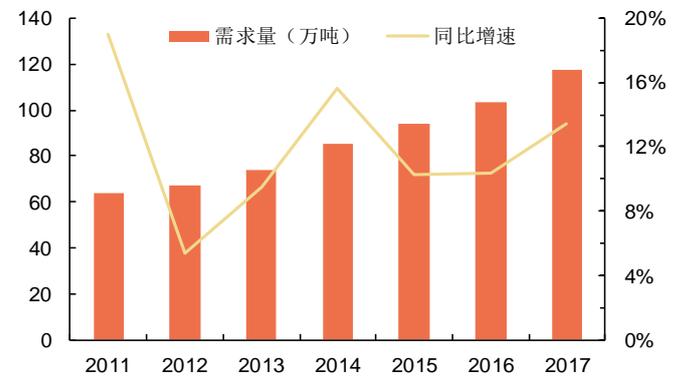
香料行业仍处于成长阶段，集中度较低，规模以上企业数量占比仅 35%，多数企业以中低端市场为主，少数龙头企业不断向高端市场迈进。

图 23: 中国香精香料产量及增速



资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

图 24: 中国香精香料需求量及增速



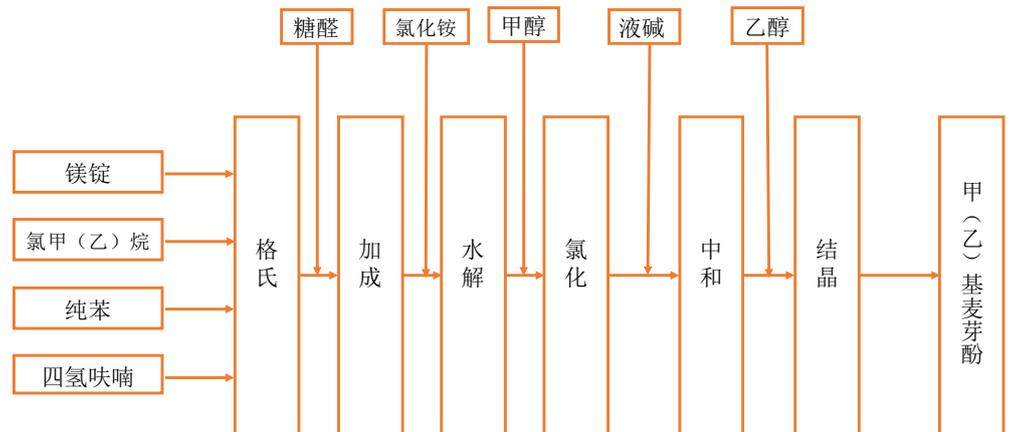
资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

3.2 不断延伸产业链提高竞争力

公司麦芽酚生产工艺技术行业领先。公司采用糠醛路线生产麦芽酚，具有设备简单，反应温和，产物易提取等优点，收率可达到 50%~60%。公司在格氏反应、母液处理等领域拥有多项专利技术，降低了麦芽酚生产成本，提高了产品收率，同时减轻了污水处理负荷，在产品收率和质量稳定性等方面行业领先。

- ◆ 公司对传统格式反应过程进行了改进，克服了反应压力高、操作控制困难、生产周期长、收率低的缺点，同时能更好回收反应过程中四氢呋喃溶剂。
- ◆ 公司研发的母液处理方法可分离出氯仿循环使用，将半成品物料回收进系统再加工，能够充分回收母液中甲乙基麦芽酚产品，使产品总收率提高 3%。

图 25: 麦芽酚生产工艺流程

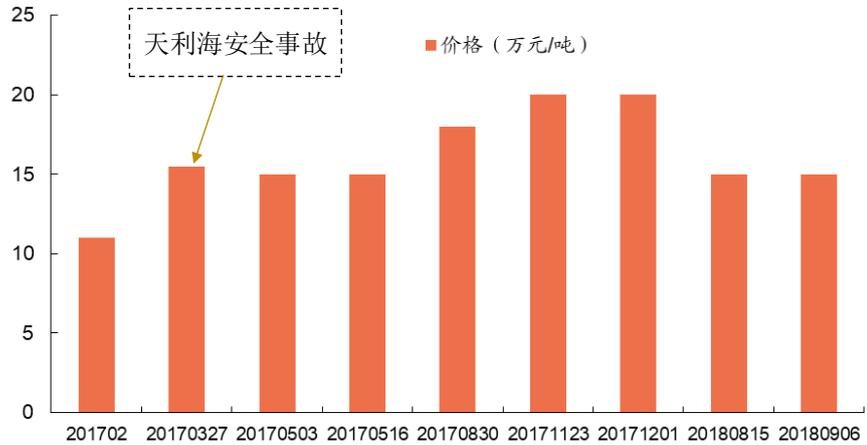


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

竞争对手安全事故导致麦芽酚价格大涨。全球麦芽酚产能集中在中国，2016 年以前国内仅北京天利海和金禾实业能够稳定生产，呈双寡头垄断格局。2016-2017 年天利海连续发生两次重大安全事故，2017 年 3 月被迫停产整顿，麦芽酚价格从 11 万元/吨一路上涨至 20 万元/吨以上。随着新进入者产能释放及天利海复产，麦芽酚

价格逐步回落, 当前甲、乙基麦芽酚价格分别 12~13 万元、9.5~10 万元/吨, 甲基麦芽酚价格回调幅度较小, 主要是下游医药行业对其价格敏感度较低。

图 26: 天利海停产整顿后麦芽酚价格变化



资料来源: 公开资料整理、申港证券研究所

聚焦产业链延伸, 不断提高自身竞争力。 麦芽酚行业由于新进入者逐步增多, 公司调整策略不再新建 5000 吨/年乙基麦芽酚产能, 但通过对原有产能的改进优化, 提高了产能利用率, 同时聚焦产业链上下游拓展, 持续巩固其行业龙头地位。

- ◆ 近一年来行业新增产能主要有: 宁夏万香国际一期 3250 吨/年, 新和成 3000 吨/年, 其中新和成装置试车故障, 暂未重启; 未来新增产能主要有: 宁夏万香国际二期 3250 吨/年, 2018 年底已经动工; 新和成二期规划产能 6000 吨/年, 具体建设时间尚存不确定性; 天利海工厂靠近北京且不在化工园区, 存退出可能。
- ◆ 目前国内甲乙基麦芽酚总产能约 1.55 万吨/年 (不含新和成), 而全球麦芽酚需求量约 1 万吨, 供需关系逐步宽松, 随着新和成装置重启及万香国际二期投产, 麦芽酚行业或将进入激烈竞争状态。
- ◆ 公司不断打造产业链一体化优势, 以甲基麦芽酚为基础, 向下游配套了 200 吨/年的医药中间体吡啶盐 (PHC); 拥有原材料甲醇配套, 2019 年初以来公司向麦芽酚上游进一步配套了 1.2 万吨/年氯乙烷和 1 万吨/年糠醛产能。

表 10: 国内主要麦芽酚生产企业及产能

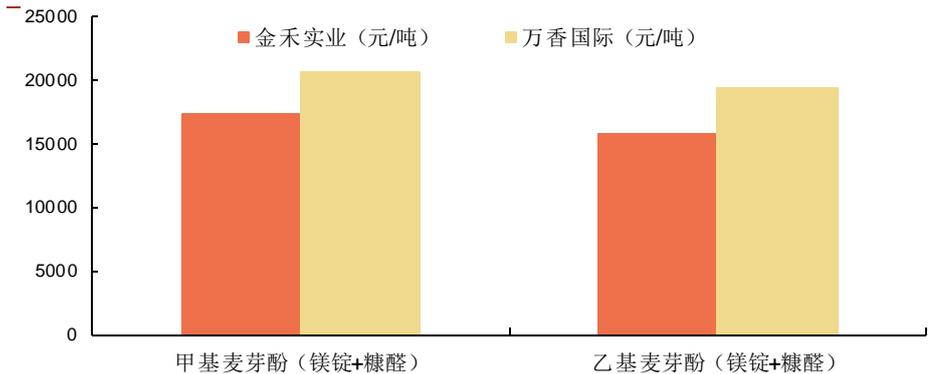
公司名称	甲基麦芽酚 (吨/年)	乙基麦芽酚 (吨/年)	总产能 (吨/年)	备注	
金禾实业	1000	3000	4000	不断改进优化	
北京天利海	500	4500	5000	未来可能退出	
现有产能	宁夏万香国际	750	2500	3250	2018 年底建成
	新和成		3000	3000	试车故障, 未重启
	广东肇庆香料	500	1500	2000	开工一般
	陕西唐正科技		1200	1200	开工一般
规划产能	新和成	3000	3000	6000	建设时间不确定
	宁夏万香国际	750	2500	3250	2018 年底开工

资料来源: 中国产业信息网、公司公告、申港证券研究所

麦芽酚技术壁垒高，公司成本优势大。公司 1997 年进入麦芽酚行业，工艺技术成熟稳定，生产成本、产品得率和质量稳定性处于行业绝对领先水平。

- ◆ 2016-2017 年行业龙头天利海连续两次发生重大安全事故，宁夏万香国际和新和成在生产或试车时均曾出现问题，表明麦芽酚生产有一定的技术壁垒。
- ◆ 公司麦芽酚项目建设较早，投资成本较低且折旧基本计提完成；公司原材料单耗较低，我们粗略测算在当前市场价格下，公司甲、乙基麦芽酚主要原材料糠醛和镁锭合计成本分别较万香国际低 16%、18%，若考虑公司近年来的技术工艺优化及上游原材料配套，实际成本优势更加突出。

图 27：金禾实业和万香国际主要原料成本比较

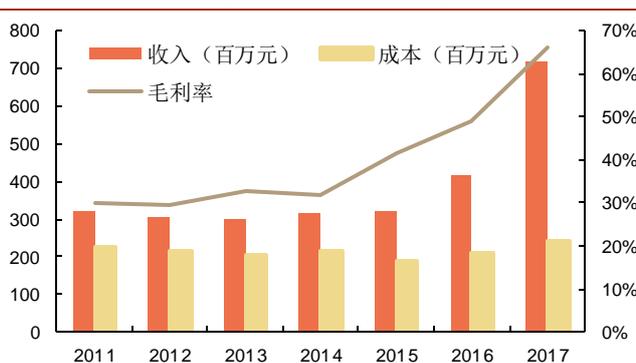


资料来源：公司公告、申港证券研究所

公司麦芽酚业务大幅增长，盈利丰厚。近几年受益于价格上涨和销量提升，公司麦芽酚收入大幅增长，同时单位生产成本持续降低，盈利能力提升明显。

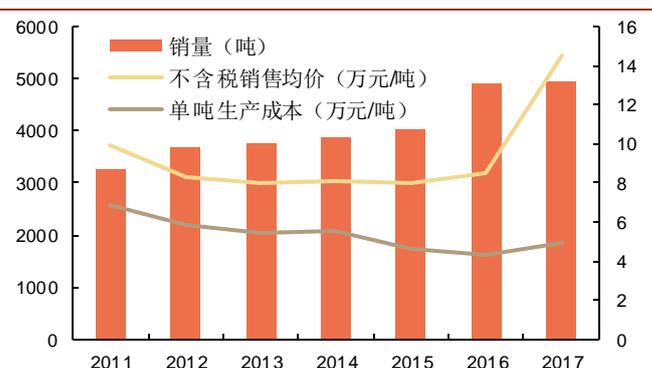
- ◆ 2017 年公司麦芽酚收入 7.2 亿元，同比增长 72%，主要是麦芽酚价格同比上涨 71%，销量同比持平，但较 2015 年提高 22.4%，实际开工负荷有所提升。
- ◆ 公司麦芽酚工艺技术不断优化，2011-2016 年单位生产成本累计下降 37.6%，2017 年由于原材料涨价而同比提高 14.4%；2015-2017 年在价格上涨及成本下降情况下，公司麦芽酚毛利率累计提高 34 pct 达到 66%。
- ◆ 2018 年以来麦芽酚价格持续下跌，当前麦芽酚价格已跌至合理区间，公司持续对现有产能改进优化，提高产能利用率，同时加强产业链一体化配套，有助于减小价格下跌对麦芽酚业务的影响。

图 28：公司甲乙基麦芽酚收入成本及毛利率



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图 29：公司甲乙基麦芽酚销量价格及单位成本



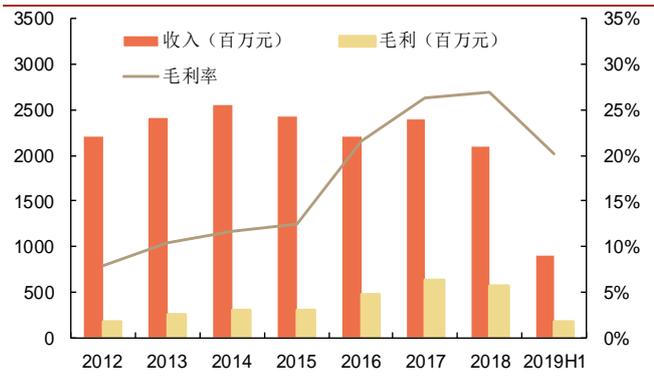
资料来源：公司公告、申港证券研究所

4. 强化基础化工品配套功能定位

受益于行业周期景气上行，公司基础化工品盈利大幅提升。公司基础化工品以煤化工产品为主，产品种类丰富，2017年公司对基础化工业务进行了瘦身，剥离了华尔泰化工，减小了周期波动对整体业绩带来的影响。

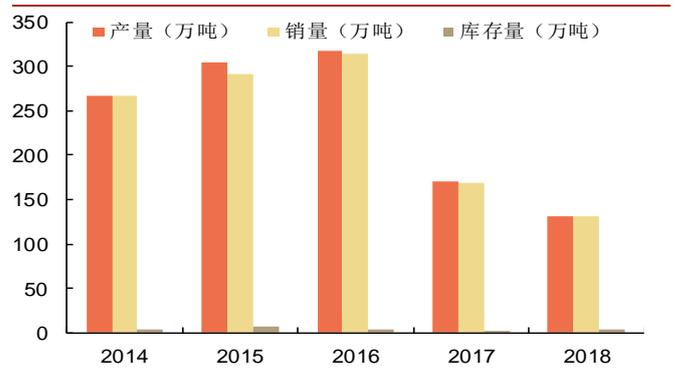
- ◆ 公司基础化工品主要有液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮等，部分产品在华东甚至全国市场占有率处于领先地位。
- ◆ 2018年公司基础化工收入和毛利润分别为21亿和5.67亿元，同比分别下降12.1%和9.7%，基础化工品销量131.4万吨，同比下降22.3%，主要是公司2017年5月剥离了华尔泰化工。2019年上半年公司基础化工品收入8.9亿元，同比下降18.6%，主要是大宗化学品周期下行，产品价格大幅下跌。
- ◆ 2018年基础化工品毛利率27%，自2012年以来持续提高，2019年上半年公司基础化工品毛利率降至20.2%，同比下降12.3pct，主要受价格下跌影响。

图30: 公司基础化工业务收入毛利及毛利率



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图31: 近几年公司基础化工品产销量及库存



资料来源：公司公告、申港证券研究所

原材料价格下跌，基础化工品成本下降。2018年公司基础化工品主要原材料块煤、硫磺、尿素采购量分别为21.7万、11.4万、17.7万吨，同时公司配备热电厂，2018年粉煤采购量20.5万吨，主要用于锅炉燃烧产生蒸汽及发电。公司基础化工品的原材料价格周期性也较强，2019年1-9月无烟块煤、硫磺、尿素市场均价分别1115元、933元和1970元/吨，同比分别下跌9.3%、17.5%和1.8%，成本下降明显。

图32: 无烟块煤和动力煤价格走势



资料来源：Wind 资讯、申港证券研究所

图33: 硫磺和尿素价格走势

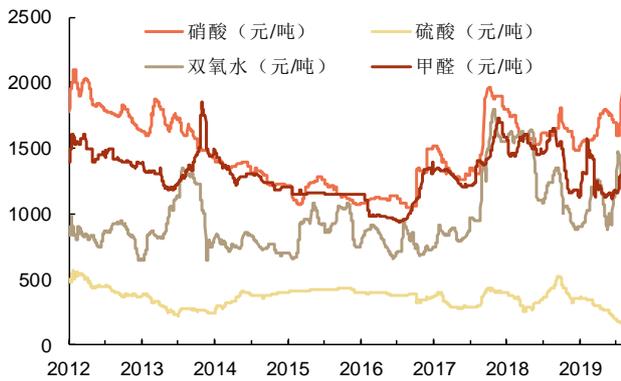


资料来源：wind 资讯、申港证券研究所

公司基础化工品将以配套精细化工业务为核心。受化工行业周期下行影响，前三季度公司基础化工品价格大跌，进一步增强了公司重点发展精细化工业务的决心。

- ◆ 2019年1-9月硝酸、液氨市场均价分别为1636元、3141元/吨，同比分别下跌2.2%、6.3%；硫酸、双氧水、甲醛和三聚氰胺市场均价分别为290元、1069元、1232元和5828元/吨，同比分别大幅下跌16.5%、27.2%、19.7%和26.7%。
- ◆ 未来几年公司原则上不再扩大基础化工品产能，将充分利用基础化工品产业链搭建的循环经济、产业平台以及其带来的部分原材料配套优势，向下游精细化工业务延伸，进一步丰富产品线，努力成为在多个细分领域具有龙头地位的综合性技术企业，降低宏观经济波动对公司业绩的影响。

图34: 硝酸/硫酸/双氧水/甲醛价格走势



资料来源: Wind 资讯、申港证券研究所

图35: 液氨和三聚氰胺价格走势



资料来源: Wind 资讯、申港证券研究所

5. 倾心打造定远基地再造新金禾

定远循环经济产业园项目打开公司未来成长空间。2017年11月，公司与定远县人民政府签订了《循环经济产业园项目框架协议书》，约定公司在定远盐化工业园内投资22.5亿元建设循环经济产业园项目，合计占地面积约1500亩，分两期建设，主要针对公司现有化工品上游原材料的开发，实现产业链的垂直一体化整合，进一步发挥成本优势，提高综合竞争能力。

- ◆ 定远一期项目计划投资8.62亿元，规划建设2万吨/年糠醛、5000吨/年乙基麦芽酚和8万吨/年的氯化亚砷及其配套项目等，其中一期1万吨/年糠醛和4万吨/年氯化亚砷项目已于2019年陆续建成投产，麦芽酚项目不再建设。
- ◆ 定远二期项目计划投资10~12亿元，规划产品包括10万吨/年工业酒精、4万吨/年谷元粉、4万吨/年面粉、3万吨/年乙醛、2万吨/年巴豆醛、3万吨/年双乙烯酮、3万吨/年山梨酸钾等，计划2020年6月前开工，2022年6月完工。

表11: 定远循环经济产业园项目规划

具体内容	投资额	项目建设情况
年产2万吨糠醛及锅炉配套	8.62亿元	一期1万吨产能已投产
年产5000吨甲乙基麦芽酚		不再建设
年产8万吨氯化亚砷		一期4万吨/年产能已投产
配套1500t/d的污水处理厂		

	具体内容	投资额	项目建设情况
二期	年产 10 万吨工业酒精	10-12 亿元	计划 2020 年 6 月前开工， 2022 年 6 月完工
	年产 4 万吨谷元粉、4 万吨面粉		
	年产 3 万吨乙醛		
	年产 2 万吨巴豆醛		
	年产 3 万吨双乙烯酮		
	年产 3 万吨山梨酸钾		
	以硫磺为原料，开发系列化工产品		

资料来源：公司公告、申港证券研究所

提高循环经济效益，不断向产业链下游延伸。公司紧邻定远一期建设生物质热电联产项目，合理资源化利用糠醛渣，同时由于乙基麦芽酚项目不再建设，公司进一步延伸了糠醛产业链。

- ◆ 公司生物质热电联产项目投资 2.5 亿元，用于消耗定远一期糠醛项目副产的糠醛渣，不仅减少了糠醛生产过程中污染物排放，同时产生了良好的经济效益，2019 年 7 月该项目成功并网发电。
- ◆ 为进一步延伸糠醛产业链，公司投资 3.56 亿元建设年产 600 吨呋喃酮、4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐项目，其中呋喃酮和麝香溶液属于香精香料，其余三个产品是农药和医药中间体，预计 2019 年四季度开工建设。

定远项目投资规模较大，有望再造新金禾。从目前投资规划看，定远循环经济产业园项目投资有望超过 20 亿元，目前公司固定资产 13.5 亿元，随着定远循环经济产业园一期、二期及相关配套项目的建成投产，公司未来成长空间广阔。

表 12：定远循环经济产业园配套及变更项目

	具体内容	投资额	项目进展情况
金轩新能源	生物质热电联产项目	2.5 亿元	2019 年 7 月已建成运行
金轩科技	年产 600 吨呋喃酮	3.56 亿元	2019 年 7 月底进入环评报批前公示阶段
	年产 4500 吨佳乐麝香溶液		
	年产 5000 吨 2-甲基呋喃		
	年产 3000 吨 2-甲基四氢呋喃		
	年产 1000 吨呋喃铵盐		

资料来源：环评报告、公司公告、申港证券研究所

6. 关键假设和投资建议

6.1 关键假设

1、假设 2019~2021 年公司安赛蜜保持满产满销，未来两年竞争格局总体稳定，后期随着新进入者产能释放，产品价格有所下跌，含税销售均价分别为 6.2 万元、6.0 万元、5.6 万元/吨；

2、假设 2019~2021 年公司三氯蔗糖产能顺利释放，销量分别为 3000 吨、3500 吨、6500 吨，随着市场供需增长，产品价格小幅下降，含税销售均价分别为 21 万元、

21 万元、20 万元/吨；

3、假设 2019~2021 年公司甲基麦芽酚装置开工负荷进一步提升，随着新进入者产能释放，产品价格有所下跌，甲基麦芽酚销量分别为 1700 吨、1800 吨、1800 吨，含税销售均价分别为 14 万元、13 万元、12 万元/吨；乙基麦芽酚销量分别为 4000 吨、4200 吨、4200 吨，含税销售均价分别为 10 万元、9.5 万元、9 万元/吨。

6.2 投资建议

表 13: 公司主营业务收入构成及预测

		2018A	2019E	2020E	2021E
精细化工品	收入 (百万元)	1770.95	1840.12	2074.32	3256.74
	增速 (%)	8.11%	3.91%	12.73%	57.00%
	毛利率 (%)	42.88%	39.61%	39.59%	35.19%
基础化工品	收入 (百万元)	2099.63	1913.49	1997.49	2080.47
	增速 (%)	-12.10%	-8.87%	4.39%	4.15%
	毛利率 (%)	26.99%	22.02%	23.04%	23.20%
贸易	收入 (百万元)	203.26	213.42	224.09	235.29
	增速 (%)	-45.18%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	3.45%	4%	4%	4%
其他	收入 (百万元)	58.97	100.15	160.44	163.39
	增速 (%)	-25.76%	69.83%	60.20%	1.84%
	毛利率 (%)	55.24%	53.24%	55.10%	60.95%

资料来源: 申港证券研究所

绝对估值: 给予公司第二阶段 2024-2031 年增速 2%，长期增长率 1%，应付债券利率 1%，无风险利率为 2.8%，必要回报率 11.55%，Beta 为 1.1，WACC 计算为 12.11%，得到公司 DCF 估值为 28.36 元/股。

表 14: 可比公司估值 (截至 9 月 26 日收盘)

代码	简称	现价/元	市净率 PB	市盈率 PE			每股收益 EPS)		
				TTM	2019E	2010E	2018A	2019E	2020E
600309.SH	万华化学	44.23	3.66	14.96	11.92	10.21	3.88	3.71	4.33
600486.SH	扬农化工	49.96	3.10	16.13	14.57	12.55	2.89	3.43	3.98
002643.SZ	万润股份	12.60	2.53	23.75	21.72	18.00	0.49	0.58	0.70
002001.SZ	新和成	21.61	2.93	21.34	17.57	13.85	1.43	1.23	1.56

资料来源: Wind 一致预测、申港证券研究所

相对估值: 从行业比较看选取了行业几家龙头企业，2019 年平均市盈率 16.45 倍，根据公司稳健的业务发展及在高端食品添加剂市场的优势，按 2019 年 17 倍市盈率计算，公司 2019 年 EPS 为 1.49 元，相对估值为 25.33 元/股。

综上所述，公司是全球食品添加剂龙头，随着产业链不断延伸，有望在未来几年实现跨越式发展，我们预计 2019~2021 年公司 EPS 分别为 1.49、1.68 和 2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 13.0、11.5 和 9.4 倍，给予公司六个月目标价为 25.33-28.36 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1、产品价格大幅波动；
- 2、原材料成本上升；
- 3、新项目投产不及预期

表 15: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	4480	4133	4067	4456	5736	流动资产合计	3991	3840	3942	4129	5151		
营业成本	2966	2767	2855	3078	3998	货币资金	1404	1976	1827	1838	2270		
营业税金及附加	32	38	33	39	48	应收账款	152	166	150	172	217		
营业费用	175	130	128	140	180	其他应收款	2	6	6	7	9		
管理费用	149	80	78	86	111	预付款项	91	77	84	90	117		
研发费用	0	86	94	104	114	存货	312	311	310	340	438		
财务费用	55	35	-3	-9	20	其他流动资产	1013	405	659	722	930		
资产减值损失	5	17	11	14	12	非流动资产合计	1682	1854	2093	2683	3671		
公允价值变动收益	-12	9	-1	4	2	长期股权投资	2	3	3	3	3		
投资净收益	107	58	82	70	76	固定资产	1333	1315	1368	1586	2409		
营业利润	1207	1063	966	1094	1344	无形资产	59	91	88	85	81		
营业外收入	5	1	3	2	3	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	4	7	6	6	6	其他非流动资产	57	79	65	71	91		
利润总额	1208	1058	964	1090	1341	资产总计	5673	5695	6036	6812	8823		
所得税	164	146	132	150	184	流动负债合计	1764	1287	1190	1260	2416		
净利润	1044	912	832	941	1157	短期借款	388	180	0	0	860		
少数股东损益	22	0	0	0	0	应付账款	409	255	324	349	454		
归属母公司净利润	1022	912	832	941	1157	预收款项	30	36	31	34	44		
EBITDA	1529	1390	1214	1420	1794	一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1		
EPS (元)	1.81	1.62	1.49	1.68	2.07	非流动负债合计	461	488	323	323	323		
主要财务比率						长期借款	2	1	1	1	1		
						应付债券	440	468	303	303	303		
成长能力						负债合计	2225	1775	1513	1583	2739		
营业收入增长	19.30%	-7.75%	-1.59%	9.57%	28.71%	少数股东权益	0	0	0	0	0		
营业利润增长	122.28%	-11.92%	-9.13%	13.29%	22.83%	实收资本(或股本)	564	559	559	559	559		
归属于母公司净利润增长	85.37%	-10.83%	-8.75%	13.07%	23.03%	资本公积	505	411	411	411	411		
获利能力						未分配利润	1909	2395	2918	3536	4280		
毛利率(%)	33.79%	33.04%	29.80%	30.94%	30.29%	归属母公司股东权益合计	3449	3920	4522	5229	6083		
净利率(%)	23.31%	22.06%	20.45%	21.11%	20.18%	负债和所有者权益	5673	5695	6036	6812	8823		
总资产净利润(%)	18.02%	16.01%	13.78%	13.81%	13.12%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	29.64%	23.26%	18.39%	17.99%	19.02%	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
偿债能力						经营活动现金流	1103	963	843	1102	1249		
资产负债率(%)	39%	31%	25%	23%	31%	净利润	1044	912	832	941	1157		
流动比率	2.26	2.98	3.31	3.28	2.13	折旧摊销	210	204	251	335	430		
速动比率	2.09	2.74	3.05	3.01	1.95	财务费用	55	35	-3	-9	20		
营运能力						应付帐款减少	-7	-14	15	-21	-45		
总资产周转率	0.90	0.73	0.69	0.69	0.73	预收帐款增加	-21	6	-5	3	10		
应收账款周转率	30	26	26	28	30	投资活动现金流	-544	-402	-421	-866	-1355		
应付账款周转率	11.78	12.45	14.05	13.24	14.29	公允价值变动收益	-12	9	-1	4	2		
每股指标(元)						长期股权投资减少	-1	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.81	1.62	1.49	1.68	2.07	投资收益	107	58	82	70	76		
每股净现金流(最新摊薄)	1.55	-0.08	-0.27	0.02	0.77	筹资活动现金流	317	-605	-572	-224	537		
每股净资产(最新摊薄)	6.11	7.02	8.09	9.36	10.89	应付债券增加	440	27	-165	0	0		
估值比率						长期借款增加	-21	-1	0	0	0		
P/E	10.71	11.97	13.02	11.52	9.36	普通股增加	0	-5	0	0	0		
P/B	3.17	2.76	2.40	2.07	1.78	资本公积增加	20	-94	0	0	0		
EV/EBITDA	6.78	6.84	7.67	6.55	5.42	现金净增加额	877	-44	-149	12	431		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

曹承安，上海交通大学硕士，曾就职于中化国际、浙商证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和贵任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上