

**金禾实业(002597) /**
**精细化工龙头，缔造甜蜜事业**
**评级：买入(维持)**
**市场价格：**
**分析师：谢楠**
**执业证书编号：S0740519110001**
**Email: xienan@r.qlzq.com.cn**
**分析师：范劲松**
**执业证书编号：S0740517030001**
**Email: fanjs@r.qlzq.com.cn**
**分析师：张倩**
**执业证书编号：S0740518120002**
**Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn**

### 基本状况

总股本(亿股)	5.59
流通股本(亿股)	5.57
市价(元)	22.01
市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	123

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 甜蜜事业大放异彩，又到配置时点

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4479.88	4132.80	4035.34	4583.85	4830.08
增长率 yoy%	19.30%	-7.75%	-2.36%	13.59%	5.37%
净利润	1022.27	911.58	825.98	1075.29	1207.50
增长率 yoy%	85.37%	-10.83%	-9.39%	30.18%	12.30%
每股收益(元)	1.83	1.63	1.48	1.92	2.16
净资产收益率	30.28%	23.26%	19.45%	21.30%	20.47%
P/E	12	13	15	11	10
P/B	3.57	3.14	2.90	2.44	2.08

### 投资要点

#### ■ 精细化工龙头，缔造甜蜜事业

公司主营业务为精细化工产品和基础化工产品的生产、研发和销售。食品添加剂产品：安赛蜜（产能1.2万吨，全球最大）、三氯蔗糖（产能3000吨，全球第二）等甜味剂；甲基、乙基麦芽酚（产能6000吨，全球最大）等食品香料。功能性化工品及中间体：新戊二醇、季戊四醇、双季戊四醇、二辛脂等产品。医药中间体：乙酰乙酸甲酯、乙酰乙酸乙酯及吡啶盐酸盐产品。基础化工品：液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮等产品。部分基础化工品在华东区域甚至全国范围内，产能及市场占有率处于领先地位。产品结构优化，盈利能力持续增强。受益于规模扩张，公司收入持续增长。2019年Q1-Q3实现营业收入29.9亿元，归母净利润6.1亿元。公司收入规模由2011年22.85亿元增长至2018年41.3亿元，年化8.8%；归母净利润由2011年1.86亿元增长至2018年9.1亿元，年化25.5%。利润增速较快主要受益于公司产品结构优化，对精细化工板块持续深入布局。

#### ■ 新型甜味剂成长空间广阔，公司龙头地位凸显

高倍甜味剂市场持续高增长，安赛蜜和三氯蔗糖的消费量持续上升。甜味剂多不参与代谢过程，产品没有能量，追求健康生活人群可以放心使用。目前高倍甜味剂市场规模近20亿美金，至2021年年复合增长有望达到5.4%。新代甜味剂安赛蜜和三氯蔗糖消费量持续上升，主要是对蔗糖及早期低端甜味剂产品的替代。如安赛蜜和三氯蔗糖分别对国内糖精、甜蜜素和阿斯巴甜进行替代，安赛蜜和三氯蔗糖潜在市场增长空间可分别达到50亿美元和60亿美元。安赛蜜供需格局偏紧，三氯蔗糖前景看好。安赛蜜全球产能约17000吨，而需求量大约15000-16000吨，行业供需偏紧。随着浩波产能退出及下游需求持续增长，安赛蜜价格存在上涨空间。三氯蔗糖全球主要产能约8000吨，需求量大约4-5000吨，名义开工率接近50%，但目前国内厂家因成本及环保问题，落后产能有望退出，产品供需格局存在收紧的可能性。麦芽酚双寡头垄断，价格受供给端影响较大。麦芽酚供给端由国内企业垄断，目前能够提供稳定产量的公司仅剩金禾实业（6000吨）和北京天利海（4000吨），形成双寡头垄断格局。麦芽酚全球需求量约1万吨，整体供需格局偏紧。寡头垄断下，产品价格受供给端影响较大。

#### ■ 公司成长驱动力：甜味剂渗透率提升，定远项目开拓成长空间

公司甜味剂新增产能可充分受益于行业需求增长带来的成长空间。由于糖精、甜蜜素及阿斯巴甜等低端甜味剂使用空间范围受到限制，安赛蜜及三氯蔗糖的替代市场有望快速增长。以可口可乐和百事可乐为代表的企业已经深度规划布局安赛蜜和三氯蔗糖产品。公司原有三氯蔗糖产能1500吨，2019年通过技改增加产能1500吨，预期将在2020年继续释放产能。此外，公司2019年12月公告将投资建设5000吨三氯蔗糖项目，增强巩固行业龙头地位。金禾-定远循环经济产业园项目，开拓成长空间。2017年公司计划投资22.5亿元在定远建设循环经济产业园，进行上游配套实现一体化生产及新增香料和医药板块产品。目前完成“生物质热电联产项目”试车和年产1万吨糠醛、4万吨氯化亚砷项目的试生产。2019年末，公司公告新增4500吨佳乐麝香溶液、5000吨2-甲基咪唑、3000吨2-甲基四氢咪唑、1000吨咪唑铵盐项目的规划建设，开拓香料及医药领域新产品。新项目规划，持续开拓成长空间。基础化工板块产品处于价格底部，待行业景气度回升，公司将充分受益。2019年公司主要基础化工产品行业价格下行较为明显，部分产品盈利能力较弱。公司基础化工品具有区域优势，竞争压力较为缓和。三聚氰胺及双氧水行业内目前虽然仍有小产能在生产，但随着价格下行及利润空间的进一步压缩，落后产能出清，产品价格及利润空间将有提升和改善的空间。

■ 盈利预测：我们预计公司2019-2021年可实现营业收入分别为4035.34/4583.85/4830.08百万元；对应归母净利润分别为825.98/1075.29/1207.50百万元；对应PE分别为15/11/10；维持“买入”评级。

■ 风险提示：产品价格下跌；环保和安全生产的风险；产能建设及释放不达预期。

## 内容目录

<b>1 精细化工龙头，缔造甜蜜事业</b> .....	<b>6</b>
1.1 创新金禾，筑力前行.....	7
1.2 传统化肥-基础化工-精细化工，完美转型.....	8
1.3 产品结构优化，盈利能力持续增强.....	10
<b>2 行业介绍：新型甜味剂成长空间广阔，公司龙头地位凸显</b> .....	<b>14</b>
2.1 甜味剂.....	14
2.2 甜蜜素、糖精：未来发展空间逐渐被挤压.....	19
2.3 阿斯巴甜：代谢物对人体有害，消费量逐渐减少.....	21
2.4 安赛蜜：第四代甜味剂.....	22
2.5 三氯蔗糖：第五代甜味剂，前景看好.....	25
2.6 麦芽酚：双寡头垄断，价格受供给端影响较大.....	27
2.7 基础化工行业：大部分产品处于价格低位.....	29
<b>3 公司成长驱动力：甜味剂渗透率提升，定远项目开拓成长空间</b> .....	<b>32</b>
3.1 甜味剂：安赛蜜和三氯蔗糖具有成长空间.....	32
3.2 金禾-定远循环经济产业园项目，开拓成长空间.....	33
3.3 回收项目：降低成本.....	35
3.4 公司基础化工板块产品处于价格底部.....	35
3.5 2C 产品爱乐甜，将代糖理念传递，助力行业成长加速.....	36
<b>4 盈利预测及假设</b> .....	<b>37</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>38</b>

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍.....	- 6 -
图表 2: 公司产品的应用领域.....	- 6 -
图表 3: 公司发展历程.....	- 7 -
图表 4: 公司产品一体化布局.....	- 8 -
图表 5: 公司产品发展历程.....	- 9 -
图表 6: 公司产品产能.....	- 10 -
图表 7: 公司营业收入保持增长.....	- 10 -
图表 8: 公司盈利能力高增长.....	- 10 -
图表 9: 分业务收入占比 (百万元).....	- 11 -
图表 10: 分业务毛利占比 (百万元).....	- 11 -
图表 11: 公司毛利率净利率维持高位.....	- 11 -
图表 12: 公司费用率保持平稳.....	- 11 -
图表 13: 公司 ROE.....	- 11 -
图表 14: 公司负债率.....	- 11 -
图表 15: 公司经营活动现金流 (百万元).....	- 12 -
图表 16: 公司固定资产逐年增长 (百万元).....	- 12 -
图表 17: 公司上市以来保持高分红.....	- 12 -
图表 18: 公司股权结构.....	- 13 -
图表 19: 食品添加剂行业分类.....	- 14 -
图表 20: 甜味剂主要种类及代表产品.....	- 14 -
图表 21: 全球糖类及甜味剂市场销量占比.....	- 15 -
图表 22: 主要高倍甜味剂产生时间.....	- 15 -
图表 23: 全球高倍甜味剂市场规模.....	- 15 -
图表 24: 全球高倍甜味剂生产 (分地区).....	- 16 -
图表 25: 2016 年全球高倍甜味剂消费 (分地区).....	- 16 -
图表 26: 主要甜味剂介绍.....	- 17 -
图表 27: 甜味剂消费市场占比.....	- 17 -
图表 28: 主要甜味剂消费量 (2016).....	- 17 -
图表 29: 甜味剂消费按照区域分.....	- 18 -
图表 30: 主要甜味剂市场份额.....	- 18 -
图表 31: 安赛蜜及三氯蔗糖市场空间测算.....	- 19 -
图表 32: 全球糖精供需 (吨) 及增速.....	- 20 -
图表 33: 全球甜蜜素供需 (吨) 及增速.....	- 20 -

图表 34: 糖精全球消费占比 (2016)	- 21 -
图表 35: 甜蜜素全球消费占比 (2016)	- 21 -
图表 36: 全球阿斯巴甜供需 (吨) 及增速	- 22 -
图表 37: 阿斯巴甜全球消费占比 (2016)	- 22 -
图表 38: 安赛蜜单吨成本结构	- 23 -
图表 39: 安赛蜜主要原材料成本结构	- 23 -
图表 40: 安赛蜜合成工艺	- 23 -
图表 41: 安赛蜜竞争格局	- 23 -
图表 42: 全球安赛蜜供需 (吨) 及增速	- 24 -
图表 43: 安赛蜜全球消费占比 (2016)	- 24 -
图表 44: 公司安赛蜜产品销量	- 25 -
图表 45: 安赛蜜产品市场价格	- 25 -
图表 46: 全球批准使用三氯蔗糖的国家和地区	- 25 -
图表 47: 三氯蔗糖竞争格局	- 26 -
图表 48: 全球三氯蔗糖供需 (吨) 及增速	- 26 -
图表 49: 公司三氯蔗糖产品销量	- 27 -
图表 50: 三氯蔗糖产品市场价格	- 27 -
图表 51: 三氯蔗糖合成工艺	- 27 -
图表 52: 麦芽酚竞争格局	- 28 -
图表 53: 麦芽酚合成工艺	- 28 -
图表 54: 公司麦芽酚产品销量	- 29 -
图表 55: 麦芽酚产品市场价格	- 29 -
图表 56: 公司基础化工产品产能	- 29 -
图表 57: 三聚氰胺下游应用	- 30 -
图表 58: 三聚氰胺供需格局	- 30 -
图表 59: 尿素价格	- 30 -
图表 60: 三聚氰胺价差	- 30 -
图表 61: 双氧水下游应用	- 30 -
图表 62: 双氧水供需格局	- 30 -
图表 63: 双氧水库存	- 31 -
图表 64: 双氧水价格	- 31 -
图表 65: 安赛蜜和三氯蔗糖的替代空间	- 32 -
图表 66: 公司安赛蜜产品销量及单吨成本	- 33 -
图表 67: 公司三氯蔗糖产品销量及单吨成本	- 33 -
图表 68: 定远循环经济产业园规划	- 34 -

图表 69: 糠醛产业链.....	- 34 -
图表 70: 公司基础化工品具有区域优势.....	- 35 -
图表 71: 公司爱乐甜产品.....	- 36 -
图表 72: 业务拆分.....	- 37 -
图表 73: 可比公司估值 (20200203) (同比公司盈利预测来自 wind 一致预期).....	- 37 -
图表 74: 盈利预测.....	- 39 -

## 1 精细化工龙头，缔造甜蜜事业

安徽金禾实业股份有限公司是一家致力于服务健康生活和先进制造，专业从事化工、生物级材料业务的企业。公司主营业务为食品添加剂及配料、功能性化学品及中间体、医药中间体及大宗化学品，主要服务于食品饮料、日用消费、医药健康、农业环保及先进制造业等领域的客户。

图表 1: 公司主要产品介绍

产品分类	主要产品
食品添加剂	安赛蜜、三氯蔗糖、酶改性甜菊糖、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚、MCP
功能性化工品及中间体	新戊二醇、季戊四醇、双季戊四醇、二辛脂、糠醛、氯化亚砷
医药中间体	甲基麦芽酚、吡啶盐酸盐、双乙甲酯、双乙乙酯、4-氯双乙乙酯
大宗化学品	液氨、硝酸、硫酸、双乙烯酮、甲醇、乙醇、甲醛、双氧水、甲酸、二氧化碳、三聚氰胺、碳酸氢铵

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 公司产品的应用领域



来源：公司官网、中泰证券研究所

公司从事的主要业务为精细化工产品和基础化工产品的生产、研发和销售。

- 公司精细化工产品包括安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚、三氯蔗糖等食品添加剂，其中安赛蜜和三氯蔗糖是安全高效的人工合成甜味剂，主要应用于食品、饮料等领域。麦芽酚是人工合成食用香料，广泛用于食品、饮料、化妆品等领域。
- 功能性化工品及中间体主要为新戊二醇、季戊四醇、双季戊四醇、二辛脂等产品，是化工行业中重要的功能性化工品或中间体，可用于生产高档涂料、树脂、高级润滑剂、增塑剂、表面活性剂等产品，在医药行业也有所应用。
- 医药中间体主要为乙酰乙酸甲酯、乙酰乙酸乙酯及吡啶盐酸盐产品。乙酰乙酸甲酯主要用于医药工业、杀虫剂、除草剂的中间体，广泛用于农药、医药、染料等；乙酰乙酸乙酯是一种重要的有机合成原料，在医药上用于合成氨基吡啉、维生素 B 等，亦可用于香精香料、塑料、染料、农药等中间体生产；吡啶盐酸盐主要用于医药中间体，生化研究，有机合成，是生产甲基红霉

素的原料之一。

- 大宗化学品主要为液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮等产品。部分基础化工产品在华东区域甚至在全国范围内，产能及市场占有率均处于领先地位。

### 1.1 创新金禾，筑力前行

公司前身为始建于 1974 年的来安县化肥厂，公司总部位于安徽滁州，拥有安徽来安及定远盐化工业园两个生产基地，在合肥及南京分别设有研究院、应用研发及运营中心。股份制公司成立于 2006 年，2011 年 7 月 7 日在深交所中小企业板挂牌上市，于 2017 年 12 月 1 日纳入“深港通”标的，于 2018 年 1 月 2 日纳入深证成指成分股。

- **1974-1996: 传统产品生产阶段。**公司早期以生产碳酸氢铵及尿素等传统化工品为主，并逐步完善在化工领域技术人才培养及工艺经验积累，为后续精细化工板块的发展奠定基础。
- **1997-2010: 重点推进阶段。**公司在 1997-2006 年经历了企业改制及股份公司成立，同时在产品创新及技术创新方向得到发展。1997 年开始进行麦芽酚生产，是公司迈向精细化工领域的第一步。合成氨及尿素产能的扩大及甲醛、三聚氰胺、新戊二醇、季戊四醇、硫酸配套产业链的开发，公司实现了基础化工板块的全方位拓展。
- **2011-今: 全面布局打开成长空间阶段。**公司 2011 年成功登陆深交所中小企业板。甜味剂板块全面布局，主要产品包括安赛蜜及三氯蔗糖。2017 年剥离基础化工子公司华尔泰，优化公司产品结构，加快战略转型。同时，公司在 2017 年与定远县签订循环经济产业园协议，打造第二基地，并于 2019 年完成“生物质热电联产项目”试车和年产 1 万吨糠醛及年产 4 万吨氯化亚砷项目的试生产，完善原材料端供应，加强公司一体化成本优势。2019 年末，公司公告新增规划 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪喃、3000 吨 2-甲基四氢咪喃、1000 吨咪喃铵盐项目的建设，开拓香料及医药领域新产品。

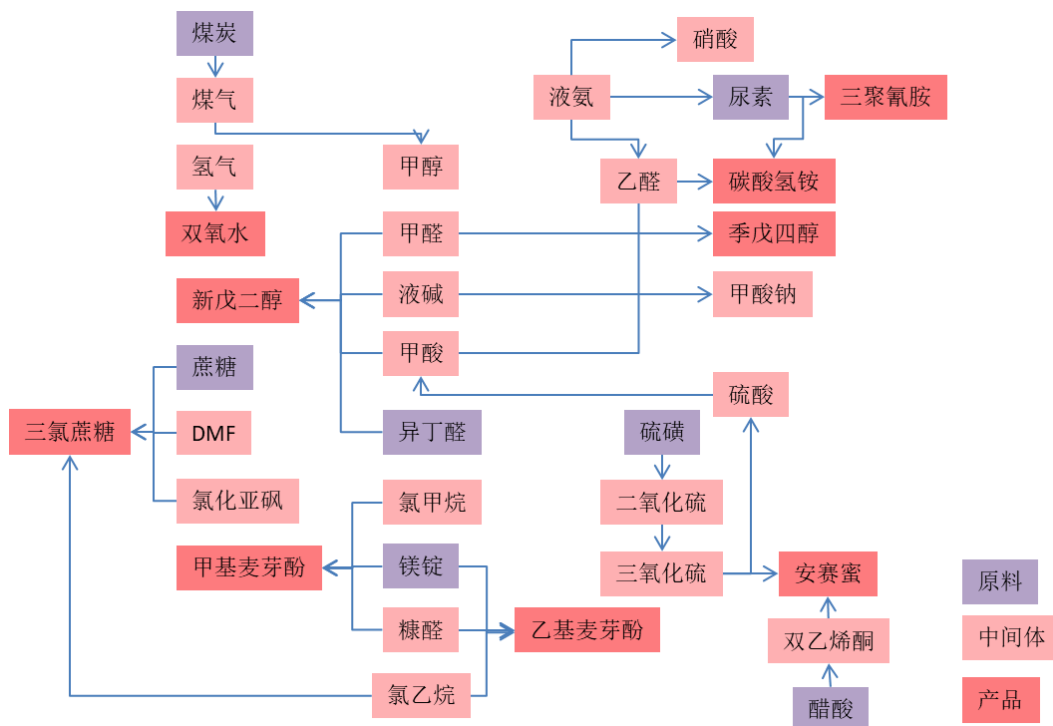
图表 3: 公司发展历程



来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

大宗化学品与精细化学品一体化平台逐渐形成。经过多年发展，公司形成了以煤炭、硫磺、醋酸等大宗商品为主要原材料，多产业链不断向下游纵向延伸，面向食品饮料、医药健康、高端制造等优质市场的一体化布局，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，搭建了较为完善的产业平台。

图表 4: 公司产品一体化布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 1.2 传统化肥-基础化工-精细化工，完美转型

公司产业链发展是由合成氨、尿素等化肥产品作为开端，附带化肥生产过程中副产的液氨、甲醇等基础化工品，造成这一阶段公司的业绩出现周期性波动。随着在基础化工领域逐渐积累工艺经验及专业人才，公司持续拓展基础化工板块产品并尝试精细化工领域的食品添加剂产品麦芽酚，至今发展为 21 类产品，以精细化工产品为发展方向的产业链格局。



图表 5: 公司产品发展历程

产品	1994	1995	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2015	2019	2020E
碳酸氢铵	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
液氨	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
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												√	√	√
糠醛													√	√
氯化亚砷													√	√
佳乐麝香														√
咪喃系列产品														√

来源: 公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 公司产品产能

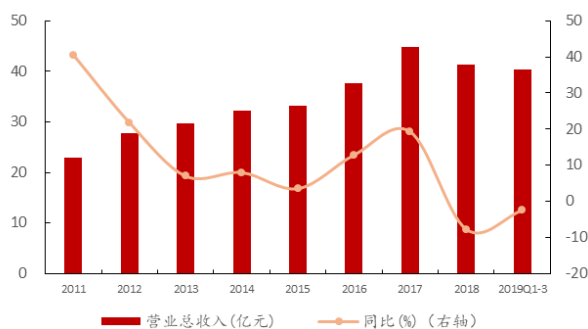
产品	产能 (吨/年)
<b>已有产品产能</b>	
安赛蜜	12000
三氯蔗糖	3000
麦芽酚	6000
硝酸	150000
三聚氰胺	60000
双氧水	350000
碳酸氢铵	200000
硫酸	300000
液氨	180000
甲醛	200000
双乙烯酮	10000
新戊二醇	23000
季戊四醇	20000
<b>规划产品产能</b>	
糠醛	20000
氯化亚砷	80000
佳乐麝香溶液	4500
2-甲基咪喃	5000
2-甲基四氢咪喃	3000
咪喃铵盐	1000
三氯蔗糖	5000
麦芽酚	5000

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.3 产品结构优化, 盈利能力持续增强

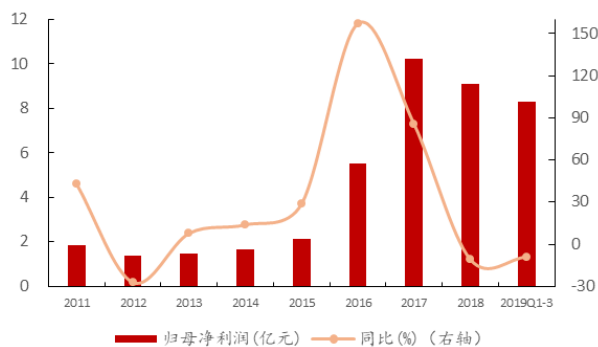
公司主营业务保持增长, 精细化工逐渐成为贡献业绩的主要力量。公司自上市以来, 受益于规模扩张及品类新增, 主营业务收入保持增长。自上市以来, 公司收入规模由 2011 年的 22.85 亿元增长至 2018 年 41.3 亿元, 年化增长率 8.8%; 归母净利润由 2011 年的 1.86 亿元增长至 2018 年的 9.1 亿元, 年化增长率 25.5%。利润增速较快主要受益于公司产品结构不断优化, 尤其是精细化工产品深入布局。

图表 7: 公司营业收入保持增长

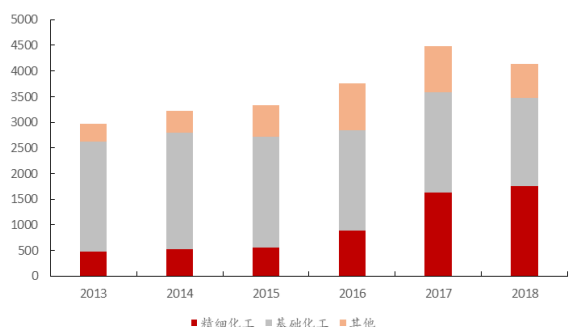


来源: wind、中泰证券研究所

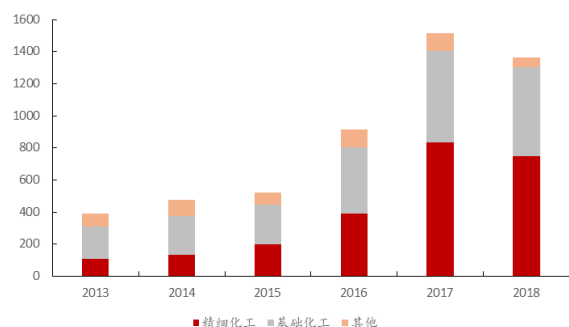
图表 8: 公司盈利能力高增长



来源: wind、中泰证券研究所

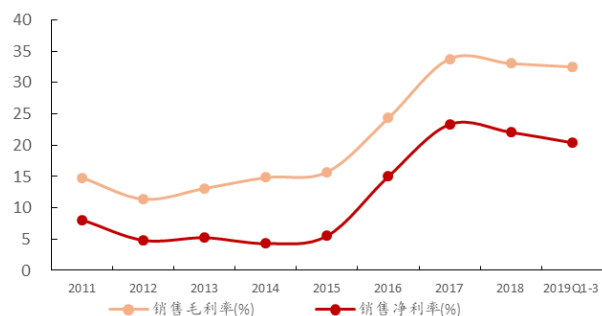
**图表 9: 分业务收入占比 (百万元)**


来源: wind、中泰证券研究所

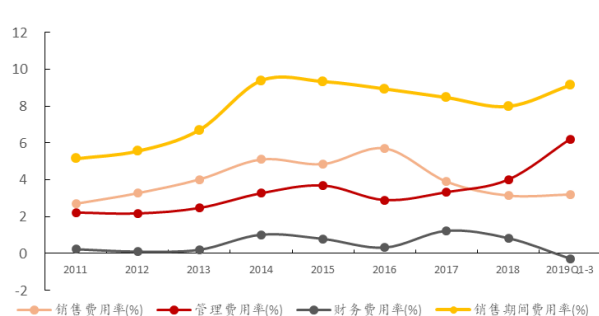
**图表 10: 分业务毛利占比 (百万元)**


来源: wind、中泰证券研究所

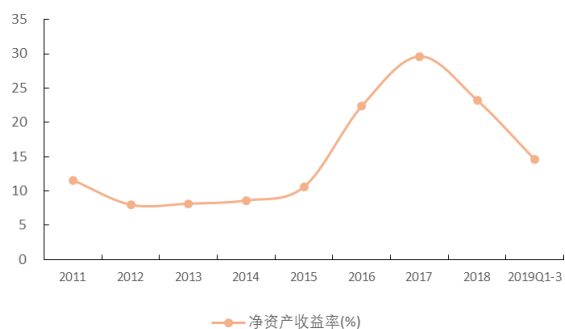
精细化工板块发展推动公司盈利能力提升。公司上市初期产品以基础化工产品为主，毛利率及净利率较低。随着 2015 年之后公司开始大力发展精细化工，扩张甜味剂及香料板块产品产能，产品结构优化调整，公司盈利能力得到快速提升，ROE 随之快速提升。

**图表 11: 公司毛利率净利率维持高位**


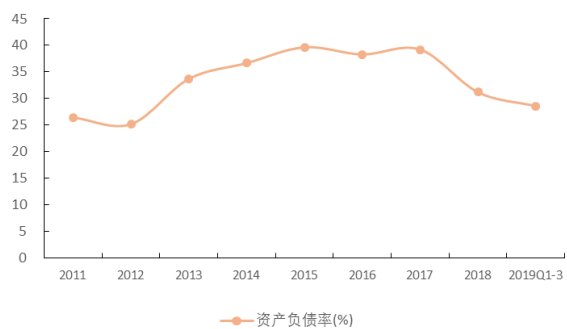
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 12: 公司费用率保持平稳**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 13: 公司 ROE**


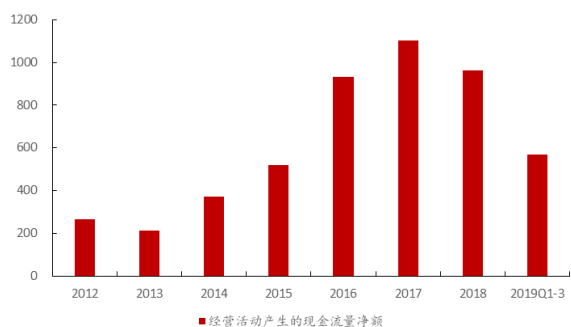
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 14: 公司负债率**


来源: wind、中泰证券研究所

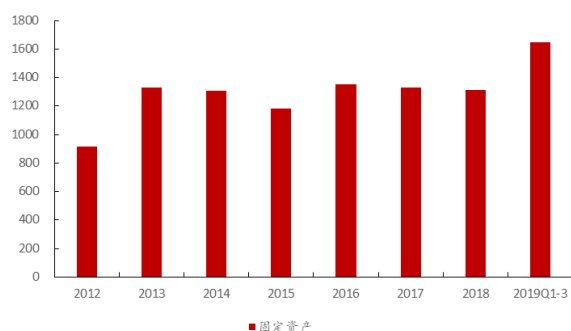
经营性现金流及固定资产持续增长，成长空间持续。公司经营性现金流随着利润的增长而稳定增长。2018 年公司实现经营性现金流 9.63 亿元，上市以来公司经营活动净收益/利润总额长期高于 80%。公司上市之后，公司围绕现有产品及产品产业链上下游进行扩产或对新产品进行布局，公司固定资产逐渐增长。随着后续产能释放，公司未来成长存在空间。

图表 15: 公司经营活动现金流 (百万元)



来源: wind、中泰证券研究所

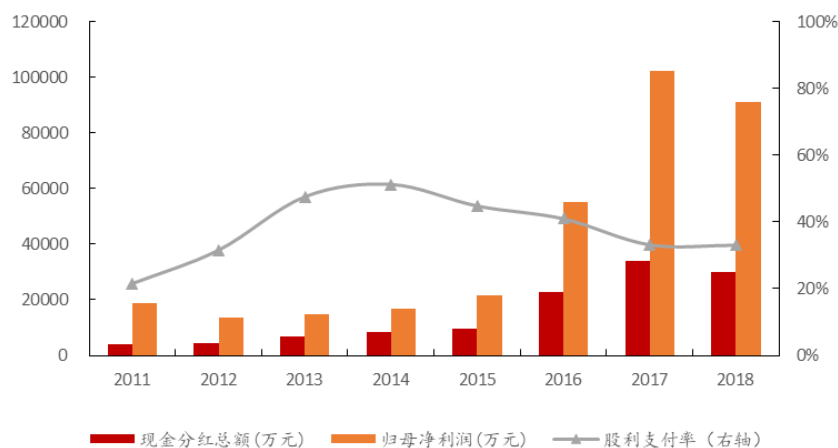
图表 16: 公司固定资产逐年增长 (百万元)



来源: wind、中泰证券研究所

公司上市以来保持高分红。公司自 2011 年上市以来, 每年均保持较大比例的现金分红且逐年增加。2011 年至 2018 年度累计分红 11.98 亿元 (含 2018 年股份回购注销 546.8 万股, 9980.7 万元), 已超过上市以来的股权融资额 7.2 亿元。

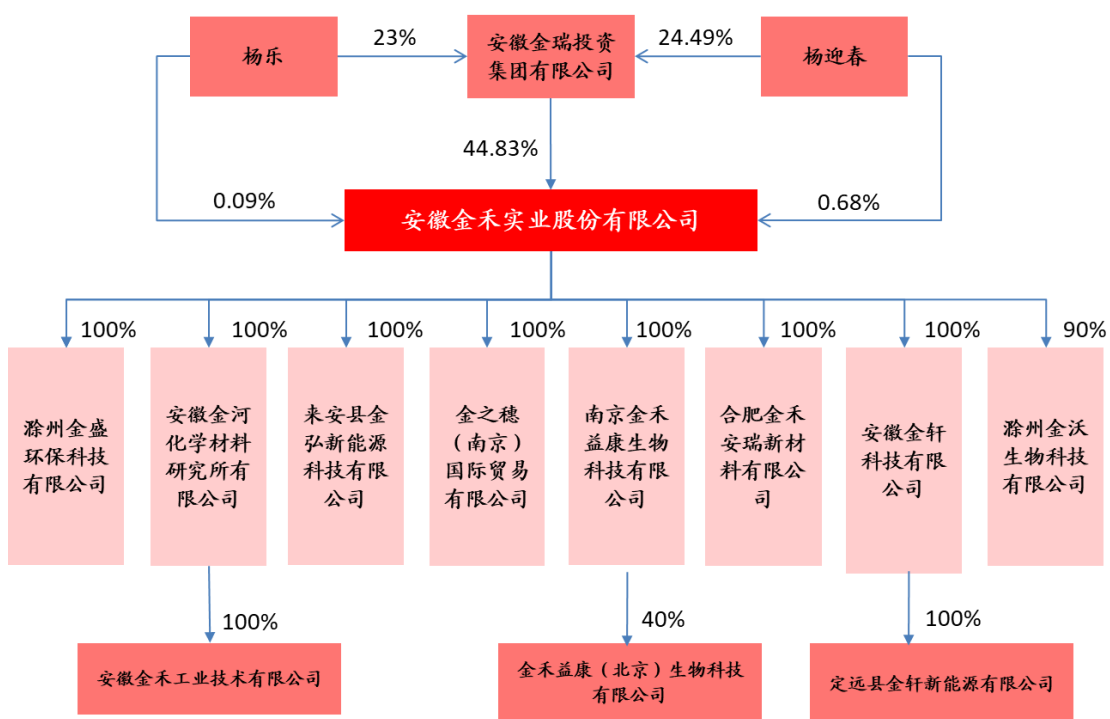
图表 17: 公司上市以来保持高分红



来源: wind、中泰证券研究所

公司股权结构清晰, 剥离华尔泰, 优化产品结构。公司第一大股东是安徽金瑞投资集团有限公司, 公司实际控制人是杨迎春及杨乐父子, 合计持有安徽金瑞投资股份 47.49%。2017 年公司剥离基础化工板块子公司华尔泰, 实现基础化工瘦身的同时, 提升高附加值精细化工产品占比, 优化产品结构, 加强实现效益。

图表 18: 公司股权结构

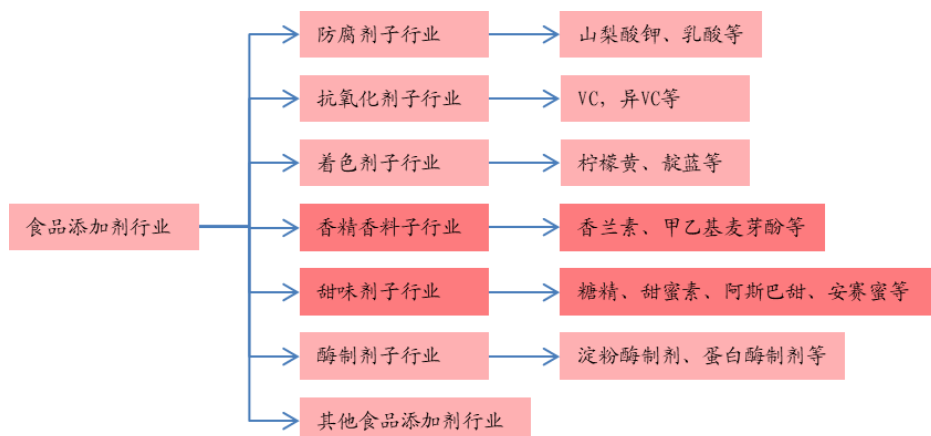


来源: wind、中泰证券研究所

## 2 行业介绍：新型甜味剂成长空间广阔，公司龙头地位凸显

食品添加剂是现代食品工业的重要发展，是精细化工行业中的重要组成部分之一。食品生产企业使用食品添加剂来达到防止食品变质、改善食品感官(增香增色等)、保持营养等目的。食品添加剂包括人工合成物质和天然物质，目前我国食品添加剂有 23 个类别，2000 多个品种，其中食品用香料为 1870 种，加工助剂达 468 种，具体类别包括防腐剂、抗氧化剂、着色剂、香精香料、甜味剂、酶制剂等。金禾实业涉及的添加剂品类主要为甜味剂及香精香料。

图表 19：食品添加剂行业分类



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

### 2.1 甜味剂

甜味剂是指赋予食品甜味的食品添加剂。甜味剂可以分为两大类：（1）功能性甜味剂：主要包括人工合成高倍甜味剂和天然甜味剂。人工合成高倍甜味剂主要为糖精，甜蜜素，阿斯巴甜，安赛蜜，三氯蔗糖，纽甜等。天然甜味剂目前使用较多的主要为甜菊糖。（2）糖醇类甜味剂：包括木糖醇、麦芽糖醇等，市场上应用较为广泛的以木糖醇为主。蔗糖、果糖、葡萄糖、麦芽糖、乳糖等糖类物质，因为长期被人们食用，而不被视为食品添加剂或甜味剂。人工合成高倍甜味剂和天然甜味剂目前占据着甜味剂主要市场。

图表 20：甜味剂主要种类及代表产品

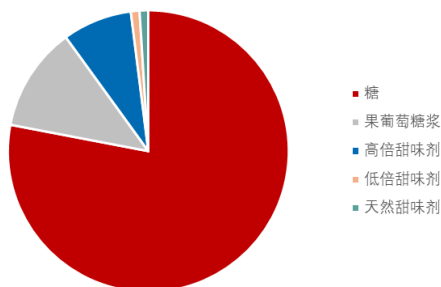
甜味剂种类	代表产品
人工合成高倍甜味剂	糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜
天然甜味剂	甜菊糖、罗汉果苷
糖醇类甜味剂	木糖醇、麦芽糖醇

来源：公司公告、中泰证券研究所

高倍甜味剂目前占据着甜味剂的主要市场。高倍甜味剂占据全球甜味品市场份额接近 8%，占据全球甜味剂市场份额约 80%。高倍甜味剂主要应用领域有饮料、点心、罐头、腌制食品、蜜饯、果脯及果糕、酒类、肉食品等，此外还可以应用

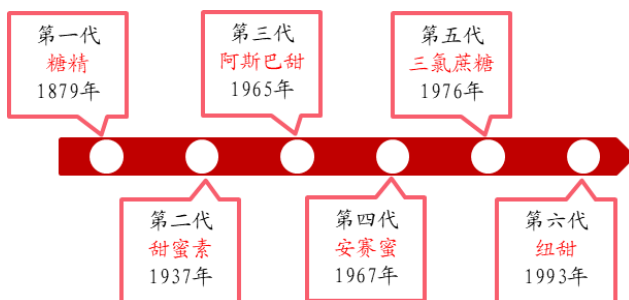
于医药、日化等领域。高倍甜味剂主要包括糖精（第一代）、甜蜜素（第二代）、阿斯巴甜（第三代）、安赛蜜（第四代）、三氯蔗糖（第五代）、纽甜和甜菊糖（第六代）。以第四代及第五代的安赛蜜和三氯蔗糖代表甜味剂的发展方向，具有无热量、甜度高、用量少等特点，追求健康生活的人群可以放心使用这些高倍甜味剂。

图表 21: 全球糖类及甜味剂市场销量占比



来源: IHS、中泰证券研究所

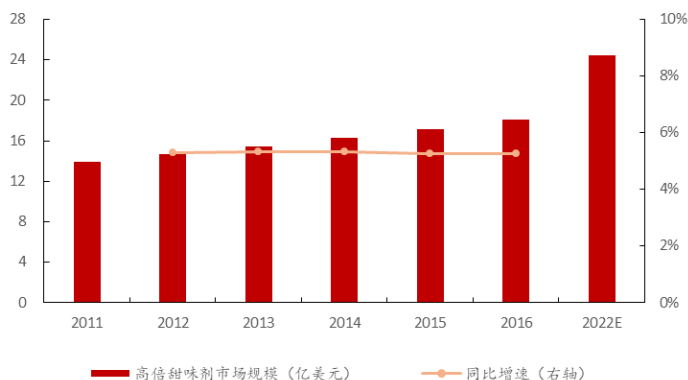
图表 22: 主要高倍甜味剂产生时间



来源: 公司公告、中泰证券研究所

**高倍甜味剂市场将持续高速增长。**根据 BCC Research 的数据，预计到 2022 年，全球食品配料市场规模将达到 925 亿美元，从 2017 年至 2022 年的年复合增长率可达 5.9%；高倍甜味剂市场规模近 20 亿美金，年复合增长率有望达到 5.4%。根据国际糖组织（ISO）测算，2014 年全球甜味剂市场有 1.9 亿吨“白糖当量”，高倍甜味剂的应用范围从餐佐糖到糖果、食品饮料和药品，饮料行业主导着高倍甜味剂市场。

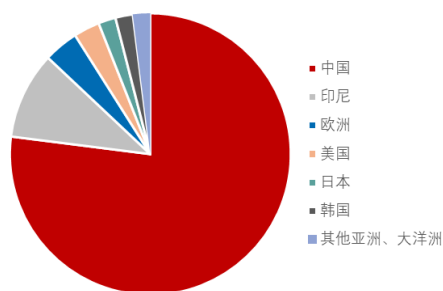
图表 23: 全球高倍甜味剂市场规模



来源: BCC Research、中泰证券研究所

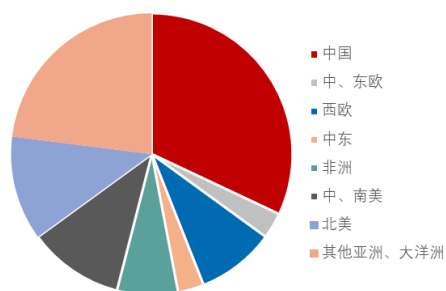
**中国是全球高倍甜味剂最大的生产和消费国。**我国甜味剂生产量约 12.3 万吨，占全球产量的 77%，产值占全球的 75%，是最大的高倍甜味剂生产国。我国目前每年消费甜味剂 5.1 万吨，占全球产量的 32%，位居全球第一。

图表 24: 全球高倍甜味剂生产 (分地区)



来源: IHS、中泰证券研究所

图表 25: 2016 年全球高倍甜味剂消费 (分地区)



来源: IHS、中泰证券研究所

### 不断增长的低热量食品市场:

世界范围内高强度甜味剂的消费主要依赖于低热量的低卡软饮料和低热量食品的生产。饮料是高倍甜味剂最大和最主要的用途,其次是食品、桌面甜味剂、个人护理产品(如牙膏)和药品。

- 根据百事可乐可持续发展报告:至 2025 年,至少三分之二的全球饮料产品中,每 12 盎司(约 330 毫升)中所含热量为 100 卡路里(约 0.4184 千焦)或者更少,而目前普通百事可乐为 330 毫升,每 100 毫升所含热量大约为 186-190 千焦。
- 可口可乐于 2013 年宣布,在其业务所及的 200 多个国家和地区推广四项商业行动,共建健康美好的生活,该承诺包括以下四项内容:(1)在每个市场均提供低热量或零热量的饮料选择;(2)明确标注营养成分信息,在除水和先调产品外的所有包装的醒目位置标注能量标识;(3)在业务所及的每一个国家积极推广体育锻炼,鼓励人们多运动;(4)贯彻负责任营销,在全球范围内不对 12 岁及以下儿童进行广告宣传。
- 可口可乐在美国最新推出的零糖可口可乐的零售额在 2017 年上涨了 13%;采用了新瓶装设计、新配方和新营销的升级版芬达,年初至今增长了 8%。

**高倍甜味剂甜价比具有优势,新代甜味剂逐渐成熟。**自 1879 年糖精问世以来,目前共有六代高倍甜味剂产品。以蔗糖的甜度为一,不同甜味剂甜度各异,甜价比对比蔗糖具有优势。以安赛蜜、三氯蔗糖为代表的第四、第五代新型甜味剂具有无热量、甜度高、用量少等特点,并且目前安全性更高,未来发展前景更好。



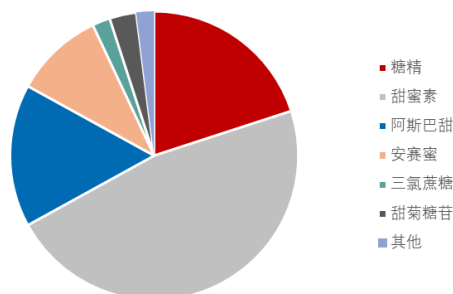
图表 26: 主要甜味剂介绍

产品	来源	甜度	甜价比	备注
蔗糖	甘蔗甜菜	1	7	
糖精	人工合成	300	0.15	根据实验表明, 摄入大量的糖精钠可导致雄性大鼠膀胱癌。部分国家要求在食物中使用糖精时, 必须注明“使用本产品可能对健康有害, 本产品含有可以导致实验动物癌症的糖精”的警示
甜素	人工合成	30	0.5	已被证明对雄性小鼠的生殖系统有负面影响, 在美国、英国、加拿大、日本和韩国 多个国家禁止使用在食品中
阿斯巴甜	人工合成	200	0.45	患有苯丙酮尿症的患者必须避免使用阿斯巴甜, 因为它的分解物包括苯丙氨酸, 对肾带来严重负担
安赛蜜	人工合成	200	0.28	
三氯蔗糖	人工合成	600	0.36	
甜菊糖	甜叶菊	200	0.50	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

甜素是消费量最大的品种, 糖精和阿斯巴甜合计贡献 62% 的当量蔗糖。2016 年甜素占全球高倍甜味剂消费量的比列为 49%, 特别是在发展中国家, 亚洲, 非洲, 和中南美地区。美国, 日本, 韩国地区甜素是禁用产品。但是由于甜素的甜度 (参照蔗糖) 只有 30, 换算成当量蔗糖的消费量, 甜素的消费量占比只有 10%。糖精目前对蔗糖的替代量最大, 当量蔗糖替代率可达到 37%。糖精和阿斯巴甜合计贡献 62% 的当量蔗糖。

图表 27: 甜味剂消费市场占比



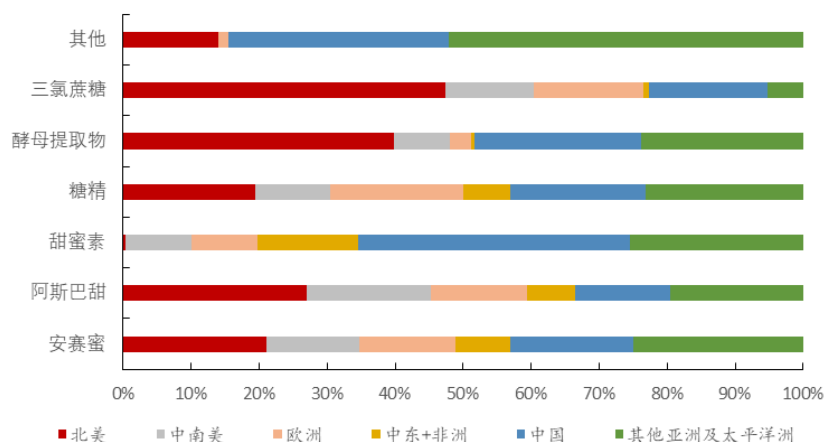
来源: ISO、中泰证券研究所

图表 28: 主要甜味剂消费量 (2016)

	消费量 (吨)	消费占比 (%)	折算成蔗糖的消费量 (吨)	折算成蔗糖的消费占比 (%)
甜素	71,199	49	2,135,979	10
阿斯巴甜	27,046	18	5,409,200	25
糖精	26,508	18	7,952,323	37
安赛蜜	12,822	9	2,564,400	12
三氯蔗糖	4,285	3	2,571,000	12
其他	4,426	3	754,10	4
合计	146,286	100	21,387,002	100

来源: IHS、中泰证券研究所

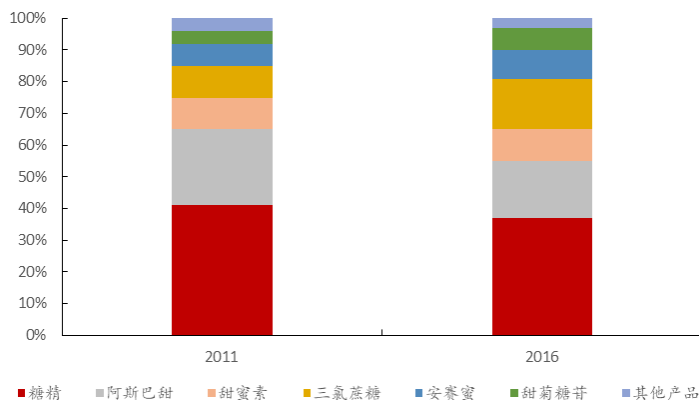
图表 29: 甜味剂消费按照区域分



来源: ISO、中泰证券研究所

安赛蜜、三氯蔗糖和甜菊糖苷的消费量持续上升。根据 ISO 的报告, 安赛蜜、三氯蔗糖和甜菊糖苷 2011 年至 2016 年市场份额实现较快增长, 其中三氯蔗糖是目前增长最快的甜味剂, 它的市场份额从 2011 年的 10% 上升至 2016 年的 16%。新代甜味剂的增长原因一方面是对其他高倍甜味剂产品的替代, 另一方面是对传统蔗糖的替代。

图表 30: 主要甜味剂市场份额



来源: ISO、中泰证券研究所

安赛蜜及三氯蔗糖具有较大的成长空间。中国是全球最低端甜味剂糖精、甜蜜素和阿斯巴甜的主要生产国, 其中 50-70% 的产品用于出口。根据测算, 如果对安赛蜜对糖精、甜蜜素和阿斯巴甜进行替代, 那么安赛蜜的市场需求将增加 7.95 万吨, 按照单价 6 万元/吨计算, 市场潜在增长空间近 50 亿元。根据测算, 如果用三氯蔗糖对糖精、甜蜜素和阿斯巴甜进行替代, 那么三氯蔗糖的市场需求将增加 2.65 万吨, 按照单价 22 万元/吨计算, 市场潜在增长空间近 60 亿元。

**图表 31：安赛蜜及三氯蔗糖市场空间测算**

	市场占有率	需求量(万吨)	甜度倍数	用三氯蔗糖替代(万吨)	用安赛蜜替代(万吨)
糖精	18%	2.6	300	1.3	3.9
甜蜜素	35%	5	30	0.25	0.75
阿斯巴甜	23%	3.3	200	1.1	3.3
安赛蜜	17%	2.4	200		
三氯蔗糖	6%	0.8	600		
合计	100%	14.1		2.65	7.95

来源：公司公告、IHS、中泰证券研究所

## 2.2 甜蜜素、糖精：未来发展空间逐渐被挤压

**糖精**，学名邻苯甲酰磺酰亚胺，是一种不含有热量的甜味剂。甜度是蔗糖的 300-500 倍。2017 年 10 月 27 日，世界卫生组织国际癌症研究机构公布的致癌物清单初步整理参考，糖精及其盐在 3 类致癌物清单中。

**甜蜜素**，化学名称为环己基氨基磺酸钠，是食品生产中常用的添加剂，甜度是蔗糖的 30-40 倍。甜蜜素 1937 年被伊利诺伊大学的学生发现，1969 年因用糖精-环己基氨基磺酸钠喂养的白鼠发现患有膀胱癌，故 1970 年美国、日本相继禁止使用。我国《食品添加剂使用卫生标准》(GB 2760-2014) 规定：甜蜜素在水果罐头、果冻、冷饮、复合调味料等食品中的最大使用量为 0.65g/kg，在面包、糕点、方便米面食品中的最大用量为 1.6g/kg，在果酱、蜜饯、熟制豆类等食品中的最大用量为 1.0g/kg，在果糕类、凉果类食品中的最大用量为 8.0g/kg，在坚果类食品中的最大用量包括 1.2g/kg (脱壳类) 和 6.0g/kg (带壳类) 两种。除上述食品外，其他食品一律不得添加甜蜜素。和我国不同的是，美国、日本等发达国家已全面禁用甜蜜素，因此食品中甜蜜素检验对于我国食品出口美国、日本等国家就显得至关重要。

**糖精及甜蜜素未来发展空间逐渐被挤压**。我国目前仍大量使用糖精、甜蜜素等传统甜味剂，而西方很多国家已经禁止使用。我国现已加大力度实行糖精的限产限销，严禁新建和改扩建糖精项目。因此未来糖精的市场受政策和替代，生产空间是逐渐被挤压的。而甜蜜素在日本、加拿大、美国等国家被禁止使用，我国仅允许按规定使用，甜蜜素使用的空间范围受到限制。

**图表 32: 全球糖精供需 (吨) 及增速**

	产能	产量	进口	出口	销量		年均增速
					2016	2021	
北美							
美国	10,000	3,100	2,487	196	5,290	5,292	0%
加拿大	-	-	110	27	80	47	-10%
墨西哥	-	-	632	0	630	679	2%
中南美	-	-	3,020	90	2,930	2,857	-1%
西欧	1,000	100	5,699	945	4,854	4,616	-1%
中东欧	-	-	1,092	39	1,053	1,001	-1%
中东	-	-	561	-	561	683	4%
非洲	-	-	1,279	-	1,279	1,483	3%
亚洲及太平洋洲							
中国	38,400	24,300	89	13,993	10,396	12,296	3%
印尼	1,100	900	468	157	1,211	1,450	4%
日本	-	-	478	55	423	415	0%
韩国	2,400	2,450	714	2,281	883	900	0%
其他	1,800	1,700	4,044	699	5,045	5,890	3%
合计	54,700	32,550	20,673	18,482	34,635	37,609	2%

来源: IHS、中泰证券研究所

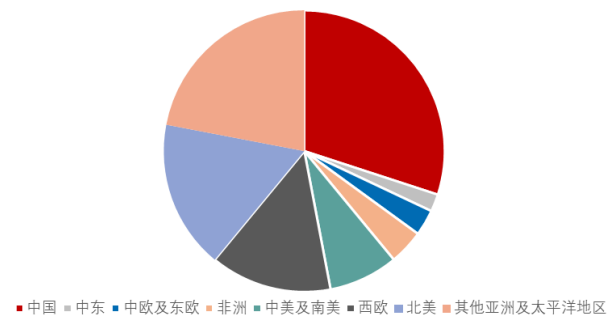
**图表 33: 全球甜蜜素供需 (吨) 及增速**

	产能	产量	进口	出口	销量		年均增速
					2016	2021	
北美							
美国	-	-	17	-	20	20	-
加拿大	-	-	200	-	200	172	-3.0%
墨西哥	-	-	-	-	-	-	0.0%
中南美	-	-	6,890	-	6,890	6,552	-1.0%
西欧	4,500	2,450	2,781	429	4,802	4,802	0.0%
中东欧	-	-	2,106	-	2,106	2,106	0.0%
中东	-	-	3,197	-	3,197	3,706	3.0%
非洲	-	-	7,306	-	7,306	8,470	3.0%
亚洲及太平洋洲							
中国	94,000	58,000	8	26,341	31,667	38,190	3.8%
印尼	17,800	14,500	65	5,088	9,477	10,950	2.9%
日本	-	-	-	-	-	-	0.0%
韩国	-	-	-	-	-	-	0.0%
其他	-	-	8,730	29	8,701	9,900	2.6%
合计	116,300	74,950	31,300	31,887	74,366	84,868	2.7%

来源: IHS、中泰证券研究所

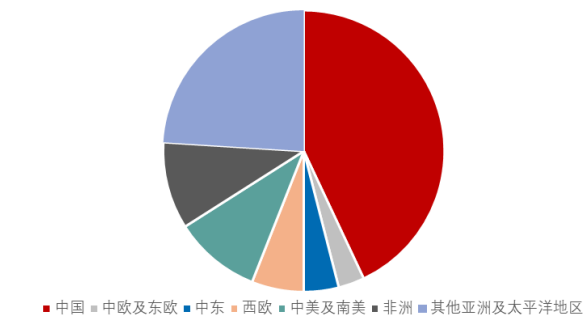
发展中国家，亚洲及非洲贡献糖精及甜蜜素最主要的消费量。由于健康原因，这部分地区开始增加糖精及甜蜜素这种最便宜的高倍甜味剂。中东，非洲和亚洲地区在 2016-2021 年的糖精及甜蜜素消耗是保持正增长，美国及欧洲糖精及甜蜜素的消费已经呈现负增长的趋势。

图表 34: 糖精全球消费占比 (2016)



来源: IHS、中泰证券研究所

图表 35: 甜蜜素全球消费占比 (2016)



来源: IHS、中泰证券研究所

### 2.3 阿斯巴甜: 代谢物对人体有害, 消费量逐渐减少

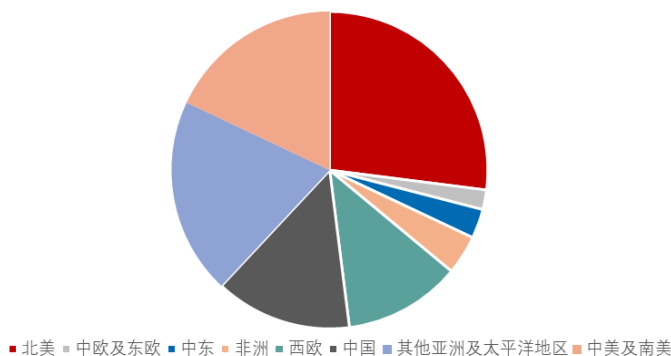
阿斯巴甜是受到美国 FDA 认证可使用的糖类代用品, 在国内也准予发售使用。阿斯巴甜自 1981 年在美国开始使用以来, 一直占据甜味剂市场的主导地位。阿斯巴甜的安全剂量为每公斤体重摄取不超过 50 毫克, 但是因为阿斯巴甜中含有苯丙氨酸, 所以苯丙酮尿症患者并不适合使用。近几年, 该产品所暴露出的缺陷 (热稳定性差、不耐酸碱、代谢物对人体有危害) 导致其市场销量有所减少。另外, 生产阿斯巴甜所用的原料极不易得, 价格昂贵, 造成阿斯巴甜的制造费用过高, 使其价格一直居高不下。

美国是阿斯巴甜的消费大国。因其早先已对“阿斯巴甜”申请了知识产权保护, 以至阿斯巴甜市场基本被美国市场垄断, 美国消费市场占据全球阿斯巴甜消费量的 45%, 主要的使用是在健怡软饮料。阿斯巴甜在全球多国尚被允许使用, 但科研机构及消费者对阿斯巴甜的安全性已经有较多的质疑, 近年来正逐渐退出。

**图表 36: 全球阿斯巴甜供需 (吨) 及增速**

	产能	产量	进口	出口	销量		年均增速
					2016	2021	
<b>北美</b>							
美国	0	0	6,235	310	5,930	5,180	2.7%
加拿大	0	0	226	0	230	219	-1.0%
墨西哥	0	0	1,141	0	1,140	1,322	3.0%
<b>中南美</b>							
西欧	6,000	2,625	857	351	3,131	2,978	-1.0%
中东欧	0	0	673	0	673	708	1.0%
中东	0	0	710	0	710	823	3.0%
非洲	0	0	1207	0	1,207	1,399	3.0%
<b>亚洲及太平洋洲</b>							
中国	25,500	19,200	422	15,832	3,790	4,608	4.0%
印尼	0	0	1,575	0	1,575	1,720	1.8%
日本	6,000	3,090	100	2,700	490	530	1.6%
韩国	3,000	550	87	500	137	154	2.4%
其他	0	0	3,107	14	3,093	3,570	2.9%
合计	40,500	25,465	21,380	19,807	27,046	29,822	2.0%

来源: IHS、中泰证券研究所

**图表 37: 阿斯巴甜全球消费占比 (2016)**


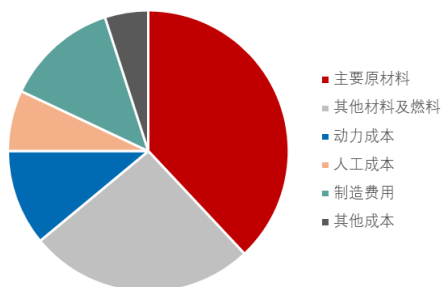
来源: IHS、中泰证券研究所

## 2.4 安赛蜜: 第四代甜味剂

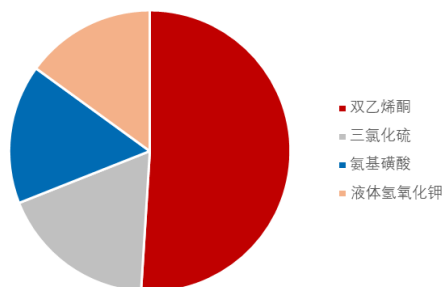
安赛蜜, 又名 AK 糖, 化学名为乙酰磺氨酸钾, 主要应用于食品、饮料、药品中, 起到增甜的作用。甜度约为蔗糖的 200 倍, 在饮料领域应用极为广泛。日常生活中常见的添加安赛蜜的饮料、食品包括可口可乐健怡、百事可乐轻怡、娃哈哈 AD 钙奶、营养快线、酸酸乳、健力宝、洽洽瓜子、喜之郎、绿箭、益达、乐事等。

安赛蜜生产成本以原材料为主, 双乙烯酮为最主要原材料。安赛蜜单吨成本中主要原材料占比 38%, 是最主要的成本项。原材料中双乙烯酮及三氧化硫成本占比最高, 双乙烯酮和三氧化硫的价格波动会对安赛蜜成本产生较大影响。国内双乙

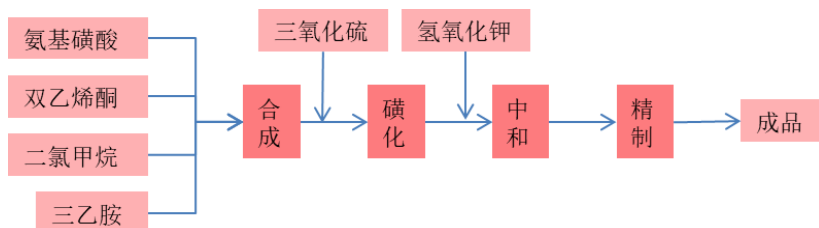
烯酮产能较为集中，主要厂家是宁波王龙（5万吨/年）及江苏天成生化（3.9万吨/年）。2016年江苏天成生化因为环保问题被关停，导致双乙烯酮价格大幅上涨。金禾自配套有双乙烯酮和三氧化硫产能，在体现成本优势的同时，还能充分受益于原材料上涨而推动安赛蜜涨价的机会。

**图表 38：安赛蜜单吨成本结构**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 39：安赛蜜主要原材料成本结构**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 40：安赛蜜合成工艺**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**安赛蜜供需格局偏紧。**安赛蜜 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 年对其放行。作为发源地，德国的 Nutrinova 拥有 3500 吨产能。随着 2005 年安赛蜜专利到期之后，国内多家企业相继进入安赛蜜行业，国内生产安赛蜜的企业有金禾实业（12000 吨/年）、苏州浩波科技股份有限公司（4000 吨/年，产能已退出）、北京维多化工有限责任公司（1500 吨/年），全球有效产能大约 17000 吨，而全球的安赛蜜需求量大约在 15000-16000 吨/年，行业供需偏紧。

**图表 41：安赛蜜竞争格局**

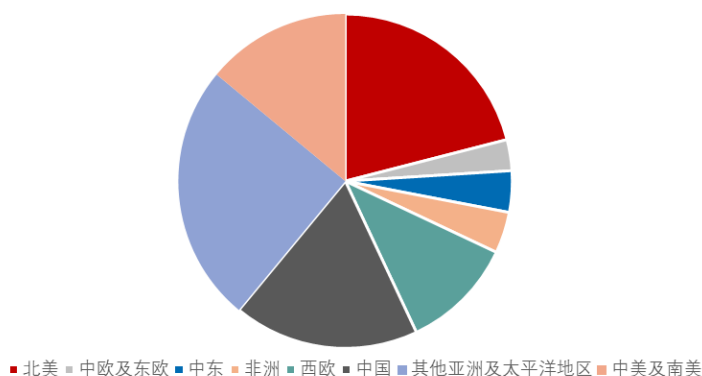
公司	介绍
金禾实业	安赛蜜产能约为 12000 吨/年
苏州浩波	主要产品包括安赛蜜、双乙烯酮，安赛蜜产能约为 4000 吨/年，安赛蜜产能已退出
德国 Nutrinova	位于德国，主要产品包括安赛蜜、山梨酸和山梨酸钾，安赛蜜产能约为 3500 吨/年
北京维多	是国内最早的安赛蜜生产企业，同时生产安赛蜜、阿斯巴甜、三氯蔗糖三种高品质甜味剂，安赛蜜产能约为 1500 吨/年

来源：IHS、中泰证券研究所

**图表 42: 全球安赛蜜供需 (吨) 及增速**

	产能	产量	进口	出口	销量		年均增速
					2016	2021	
<b>北美</b>							
美国	0	0	1,814	0	1,800	1,889	1.0%
加拿大	0	0	440	0	440	462	1.0%
墨西哥	0	0	460	0	460	587	5.0%
中南美	0	0	1,740	0	1,740	2,221	5.0%
西欧	6,000	1,500	1,544	1,571	1,473	1,548	1.0%
中东欧	0	0	334	0	334	407	4.0%
中东	0	0	499	0	499	607	4.0%
非洲	0	0	540	0	540	657	4.0%
<b>亚洲及太平洋洲</b>							
中国	22,000	12,000	40	9,718	2,322	3,092	5.9%
印尼	0	0	1,115	0	1,115	1,340	3.7%
日本	0	0	526	46	480	520	1.6%
韩国	0	0	80	0	80	82	0.5%
其他	0	0	1,663	124	1,539	1,820	3.4%
合计	28,000	13,500	10,795	11,459	12,822	15,232	3.5%

来源: IHS、中泰证券研究所

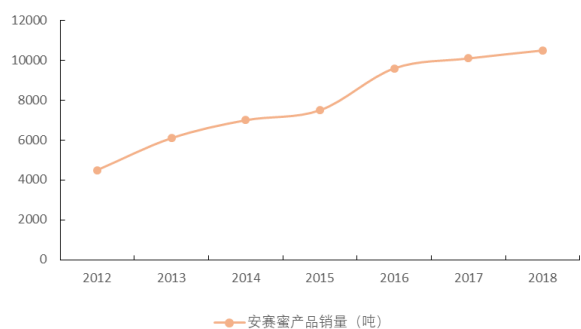
**图表 43: 安赛蜜全球消费占比 (2016)**


来源: IHS、中泰证券研究所

**金禾实业一家独大，产品价格回升。**在全球安赛蜜需求维持平衡的情况下，金禾安赛蜜产能逐步扩张，特别是2011年7月公司5000吨/年安赛蜜项目投产之后，行业供给大幅增加，安赛蜜售价由2011年超过5万元/吨下降至2013年3万元/吨的低点。公司竞争对手由于生产成本低、产品结构单一，抗风险能力弱，逐步减少生产。随着2015年苏州浩波申请破产退出，2019年初法院判定苏州浩波破产清算，金禾逐步获得苏州浩波市场份额，且安赛蜜产品价格逐步回升，目前安赛蜜产品价格约为6-6.5万元/吨。

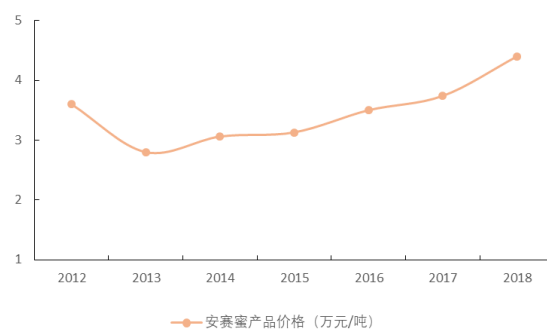


图表 44: 公司安赛蜜产品销量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 45: 安赛蜜产品市场价格



来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 2.5 三氯蔗糖: 第五代甜味剂, 前景看好

三氯蔗糖作为第五代合成甜味剂, 具有甜度高、口味纯正、安全性高、热量值低等其他甜味剂无法比拟的优点。随着科技的发展和消费意识的转变, 人们对人工合成低热值、高甜度甜味剂的需求正在不断的增加, 更为安全卫生、品质上乘、风味自然的产品势必取代老一代的产品, 三氯蔗糖产品的这些特性, 恰好满足了这一时代发展的需求。

全球大部分地区通过批准使用三氯蔗糖。国际上, 1991 年加拿大首先批准使用三氯蔗糖, 此后 20 年的时间发展迅速, 目前已有包括美国、英国在内的多个国家和地区批准三氯蔗糖作为食品甜味剂在食品中广泛应用, 我国于 1997 年正式批准使用三氯蔗糖。国际著名的卡夫、联合利华、雀巢等食品生产企业正将三氯蔗糖作为原料应用于其产品中, 采用三氯蔗糖为甜味剂的食品产品品种已达 4000 种。

图表 46: 全球批准使用三氯蔗糖的国家和地区



来源: 盐城健康官网、中泰证券研究所

**图表 47: 三氯蔗糖竞争格局**

公司	介绍
英国泰莱	美国产能 3500 吨/年
金禾实业	产能 3000 吨/年
盐城捷康	产能 1500 吨/年, 目前环保整改
其他	产能约为 6650 吨/年

来源: IHS、中泰证券研究所

北美和中国是最大三氯蔗糖消费区域。三氯蔗糖是蔗糖甜度的 600 倍, 和蔗糖口感味道最为相近。保守估计 2021 年全球三氯蔗糖的消耗量将达到 5662 吨。2016-2021 年, 全球所有区域都预期会有较好的增长, 全球增速将达到每年 5.7%, 特别是非洲和中东地区, 增速可达到 40%。三氯蔗糖作为新一代高倍甜味剂, 前景可观。

三氯蔗糖落后产能退出, 供需格局有望改善。三氯蔗糖是由英国 Tate&Lyle 公司最先研制出来的, 目前全球三氯蔗糖的主要生产厂家为金禾实业, 年产能 3000 吨; 英国的 Tate&Lyle 公司, 年产能为 3500 吨/年。国内排名第二位的盐城捷康 (产能为 1500 吨), 目前因为环保问题, 产品出货量少且不稳定。全球名义三氯蔗糖开工率接近 50%, 但目前国内小厂家因为成本及环保问题, 产能利用率很低, 落后产能有望退出, 产品供需格局存在收紧的可能性。

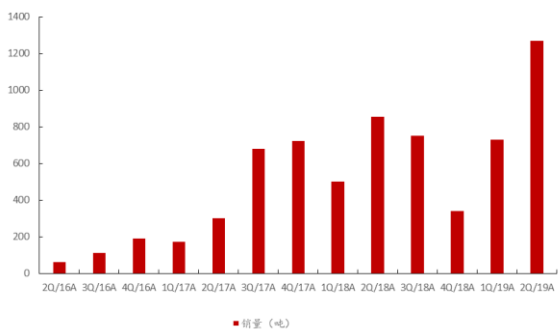
**图表 48: 全球三氯蔗糖供需 (吨) 及增速**

	产能	产量	进口	出口	销量		年均增速
					2016	2021	
北美							
美国	3500	1,200	1,430	930	1,700	1,852	1.7%
加拿大	0	0	120	0	120	126	1.0%
墨西哥	0	0	210	0	210	268	5.0%
中南美	0	0	560	0	560	902	10.0%
西欧	0	0	615	42	573	767	6.0%
中东欧	0	0	113	0	113	200	12.0%
中东	0	0	17	0	17	100	40.0%
非洲	0	0	20	0	20	100	40.0%
亚洲及太平洋洲							
中国	8,650	2,950	100	2,300	750	1,090	7.8%
印尼	0	0	6	0	6	8	5.9%
日本	0	0	125	0	125	140	2.3%
韩国	0	0	20	0	20	21	1.0%
其他	0	0	74	3	71	88	4.4%
合计	12,150	4,150	3,410	3,275	4,285	5,662	5.7%

来源: IHS、中泰证券研究所

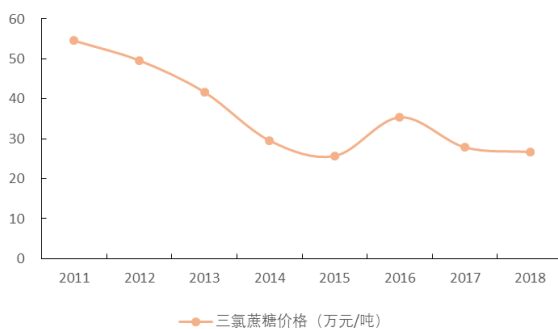
供需格局有望改善，产品价格上升可期。2013至2015年，三氯蔗糖行业内企业实施产品价格战，导致部分企业被迫退出，或被迫收缩产能，同时随着行业内产能较大的企业受到环保政策的影响，2016年第二季度开始，产品价格大幅上扬。2017年第二季度，随着公司1500吨/年产能的释放，产品价格大幅回落。随着国内竞争对手受环保问题的影响，行业供需格局将迎来改善，三氯蔗糖产品价格也有望恢复。

图表 49: 公司三氯蔗糖产品销量



来源：公司公告、中泰证券研究所

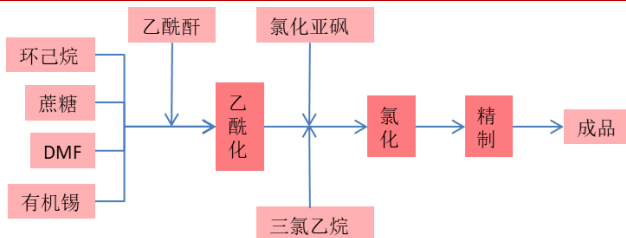
图表 50: 三氯蔗糖产品市场价格



来源：公司公告、中泰证券研究所

**布局氯化亚砷，筑造原材料成本优势。**氯化亚砷是三氯蔗糖生产中的重要原材料，其价格对氯化亚砷的价格影响较大。公司定远循环经济产业园项目规划建设8万吨氯化亚砷项目，目前一期4万吨已经进入试生产阶段。

图表 51: 三氯蔗糖合成工艺



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2.6 麦芽酚：双寡头垄断，价格受供给端影响较大

甲基麦芽酚又称为麦芽酚，为白色晶状粉末，具有焦奶油硬糖的特殊味道，其稀释溶液可释放出草莓样芳香；乙基麦芽酚外观与甲基麦芽酚相似，其稀释溶液具有水果样焦甜香味。甲、乙麦芽酚的应用范围很广，既可以用于加工食品，又可以应用于烹饪食品，增加食品的香气和协调食品整体风味特色；也可以用于饮料、降低酸味和苦味，并且具有“乳化作用”，使不同的风味更加协调；同时，乙基麦芽酚还具有抗菌、防腐性能。甲基麦芽酚和乙基麦芽酚具有不同的特点，在作为香料使用上，乙基麦芽酚较甲基麦芽酚的增香效果更好，因此乙基麦芽酚在作为香料使用时，比甲基麦芽酚应用更广；乙基麦芽酚的熔点为90℃，甲基麦芽酚的熔点可以达到160℃，因此甲基麦芽酚可应用于烘焙制品上。此外，甲基麦芽酚

在医药中间体制造中应用较多。

全球麦芽酚产量集中在中国，供需结构偏紧。麦芽酚供给端由国内企业垄断，国内麦芽酚产能约为 1.3 万吨。在甲基、乙基麦芽酚生产领域，公司是全球最大的生产厂商之一，公司主要的竞争对手是北京天利海香精香料有限公司和广东肇庆香料厂有限公司，目前能够提供稳定产量的公司仅剩金禾实业（6000 吨）和北京天利海（4000 吨），市场形成双寡头垄断格局。麦芽酚全球需求约 1 万吨，整体供需格局偏紧。

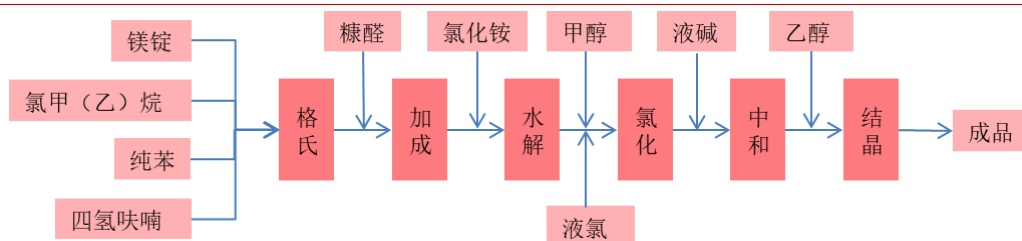
**图表 52: 麦芽酚竞争格局**

公司	介绍
金禾实业	公司麦芽酚产能 6000 吨/年
北京天利海	位于北京平谷，该公司主要生产甲基、乙基麦芽酚。乙基麦芽酚的产能约为 2800 吨/年，甲基麦芽酚的产能约为 1200 吨/年
广东肇庆香料	全国最早的乙基麦芽酚生产企业，为香港上市公司华宝国际（00336）的全资子公司，主要产品有乙基麦芽酚和烟用香料，乙基麦芽酚的产能约为 3000 吨/年、500 吨/年甲基麦芽酚

来源：公司公告、IHS、中泰证券研究所

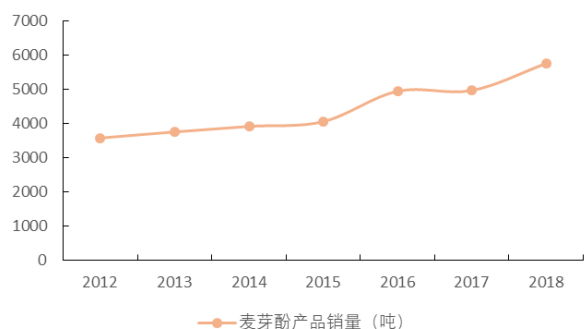
甲基、乙基麦芽酚的生产原料以糠醛为主，公司计划自建糠醛配套，打造成本优势。糠醛作为最主要的生产原料，占原料成本约为 33%，公司定远循环经济产业园项目规划自建 2 万吨糠醛，目前一期 1 万吨已经进入试生产。

**图表 53: 麦芽酚合成工艺**

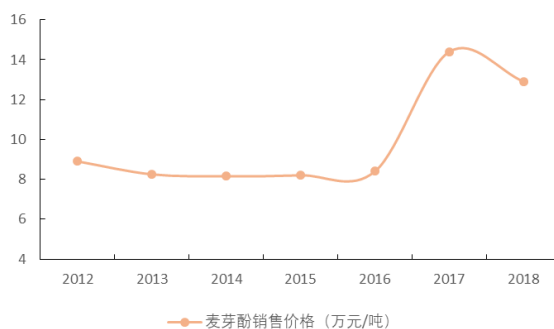


来源：公司公告、中泰证券研究所

寡头垄断，产品价格受供给端影响较大。2016 年 4 月，天利海因二车间水解反应釜生产过程中发生火灾，公司被迫停产整改超过 3 个月，下游企业价格敏感度低，加上寡头垄断，导致麦芽酚涨价由 8.5 万元/吨上涨至 11 万元/吨。2017 年 3 月再次发生安全事故，麦芽酚价格持续走高至 15-15.5 万元/吨。寡头垄断格局且下游添加剂量小，价格敏感度低，造成涨价容易跌价难，天利海复产后，麦芽酚市场价格仍维持复产前水平。随着新和成 3000 吨新产能进入试车阶段，行业供给突然增加，产品价格小幅回落。

**图表 54: 公司麦芽酚产品销量**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 55: 麦芽酚产品市场价格**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 2.7 基础化工行业: 大部分产品处于价格低位

公司基础化工产品目前主要包括液氨、硝酸、三聚氰胺、碳酸氢铵、双氧水、甲醛、硫酸、新戊二醇, 除新戊二醇、三聚氰胺外, 其他主要产品具有较为明显的销售半径。

**图表 56: 公司基础化工产品产能**

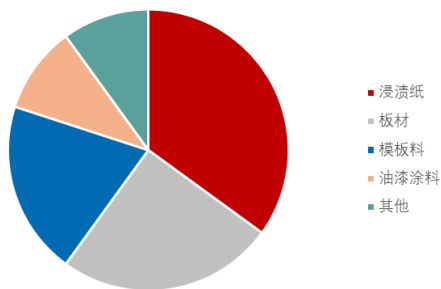
产品	产能 (万吨)
液氨	18
硝酸	15
三聚氰胺	6
碳酸氢铵	20
双氧水	35
甲醛	20
硫酸	30
新戊二醇	2.3
季戊四醇	2.0

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### ► 三聚氰胺

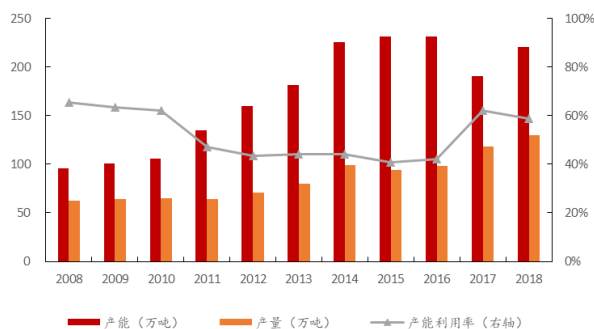
三聚氰胺行业开工率较低, 尿素价格上行压缩三聚氰胺利润空间。三聚氰胺下游主要为浸渍纸、板材、模塑料、油漆涂料等, 主要面向板材家具等轻工领域。目前行业产能近 220 万吨, 但下游需求不旺, 行业目前开工率约为 60%, 处于较低水平。国内三聚氰胺厂家以尿素法为主, 2016 年起原材料尿素价格上行, 不断压缩三聚氰胺企业的利润空间, 随着行业内产能进一步收缩, 三聚氰胺盈利能力将逐步提升。

图表 57: 三聚氰胺下游应用



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 58: 三聚氰胺供需格局



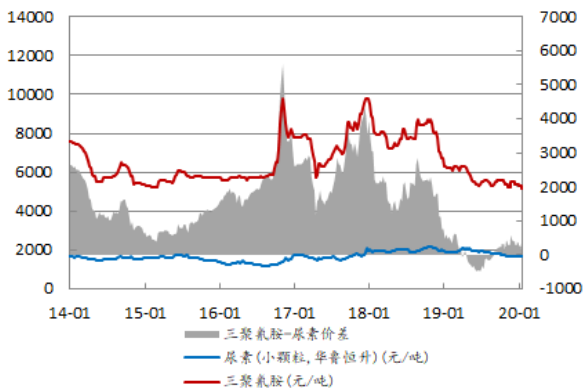
来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 59: 尿素价格



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 60: 三聚氰胺价差

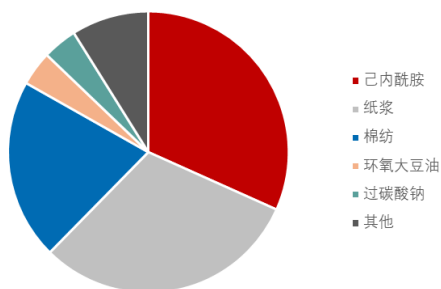


来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

➤ 双氧水:

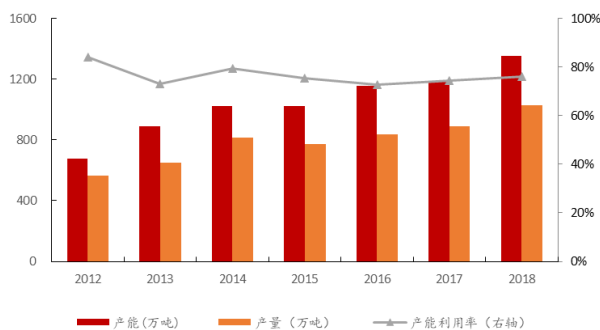
**需求下行导致双氧水价格回落。**双氧水下游主要为己内酰胺合成、造纸、纺织及其他水处理等行业。2018 年造纸及印染等行业景气度低迷, 导致双氧水行业的供应大于需求。随着行业供给格局继续恶化, 双氧水价格持续走低。由于双氧水具有易燃易爆等属性, 运输半径尤为关键。双氧水产能主要集中在山东、湖北、江苏、浙江等大省。金禾实业所处区域竞争较为缓和, 公司具有区域优势。

图表 61: 双氧水下下游应用



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 62: 双氧水供需格局



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 63: 双氧水库存



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 64: 双氧水价格



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

### 3 公司成长驱动力：甜味剂渗透率提升，定远项目开拓成长空间

#### 3.1 甜味剂：安赛蜜和三氯蔗糖具有成长空间

糖精及甜蜜素未来发展空间逐渐被安赛蜜和三氯蔗糖挤压。我国目前仍大量使用糖精、甜蜜素等传统甜味剂，而西方很多国家已经禁止使用。我国现已加大力度实行糖精的限产限销，严禁新建和改扩建糖精项目。因此未来糖精的市场受政策和替代，生产空间是逐渐被挤压的。而甜蜜素在日本、加拿大、美国等国家被禁止使用，我国仅允许按规定使用，甜蜜素使用的空间范围受到限制。一旦我国甜味剂升级换代开始，安赛蜜和三氯蔗糖市场将会出现快速增长。此外，随着消费升级、消费者对食品的色香味、对饮料的口感、对化妆品和药品的全全性要求越来越高，以前被禁止应用或很少应用的领域（比如水果罐头制造等）近年来也开始大量使用安赛蜜和三氯蔗糖，极大推动了安赛蜜和三氯蔗糖市场空间拓展。

- 对糖精和甜蜜素的替代：**甜蜜素、糖精和阿斯巴甜在北美和欧洲是持平或者下降，在亚洲，中东和非洲是仍有小幅增长。相比较而言，安赛蜜，三氯蔗糖是所有区域均在增长。以国内市场举例，2016年，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，成分结构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空间。

**图表 65：安赛蜜和三氯蔗糖的替代空间**

种类	现有产能	替代 10%	替代 30%	替代 50%
传统甜味剂（糖精、甜蜜素）	9.5 万吨			
新型甜味剂（安赛蜜、三氯蔗糖）	2.5 万吨	3.45 万吨	5.35 万吨	7.25 万吨

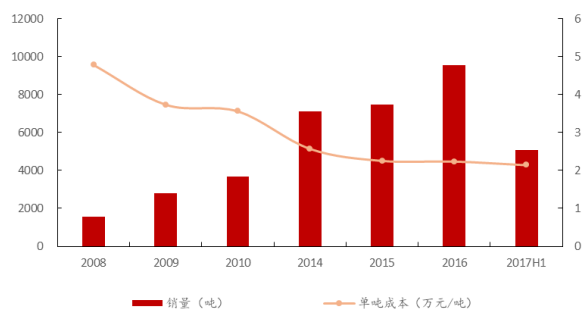
来源：公司公告、IHS、中泰证券研究所

- 对蔗糖的替代：**2015年4月美国百事可乐公司宣布在美国市场销售的“轻怡”系列可乐将停止使用阿斯巴甜甜味剂，以消除消费者对产品安全性的担忧，改为采用三氯蔗糖和安赛蜜的复配。

安赛蜜及三氯蔗糖成本仍存在降低的空间。随着三氯蔗糖在国内的大规模国产化，三氯蔗糖的生产成本将大幅下降，将进一步促进三氯蔗糖在市场的普及。

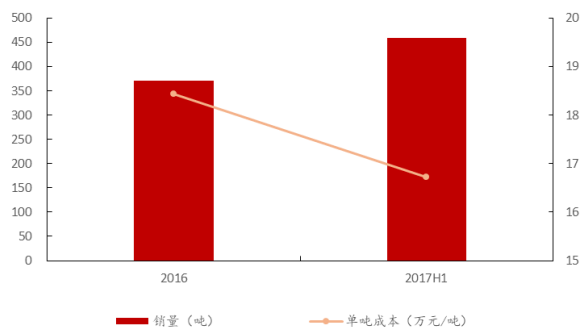


图表 66: 公司安赛蜜产品销量及单吨成本



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 67: 公司三氯蔗糖产品销量及单吨成本



来源: 公司公告、中泰证券研究所

公司甜味剂新增产能可充分受益行业需求增长带来的盈利上涨。公司原有三氯蔗糖产能 1500 吨, 2019 年通过技改扩建新增 1500 吨产能, 预期将在 2020 年继续释放产能。此外, 公司 2019 年 12 月公告将投资建设 5000 吨三氯蔗糖项目, 总投资额约为 8.6 亿元, 建设周期 18 个月。

### 3.2 金禾-定远循环经济产业园项目, 开拓成长空间

2017 年 11 月 23 日, 金禾实业与定远县人民政府签订了《金禾实业循环经济产业园项目框架协议书》, 协议约定公司在定远盐化工业园内投资 22.5 亿元人民币建设循环经济产业园。

项目计划分两期, 一期计划建设: 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; 以氯气为原料, 新上年产 8 万吨氯化亚砷项目; 以氯气为原料, 新上高效消毒剂项目; 配套新上 3000t/d 的污水处理厂项目; 年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪喃、3000 吨 2-甲基四氢咪喃、1000 吨咪喃铵盐等项目。二期计划建设: 以木薯为原料, 新上年产 10 万吨工业酒精项目; 新上年产 4 万吨谷元粉、4 万吨面粉, 溶液用于制酒精综合利用项目; 以酒精为原料, 年产 3 万吨乙醛项目; 以乙醛为原料, 年产 2 万吨巴豆醛项目; 年产 3 万吨双乙烯酮项目; 年产 3 万吨高效食品防腐剂山梨酸钾项目; 以硫磺为原料, 开发系列化工产品项目。

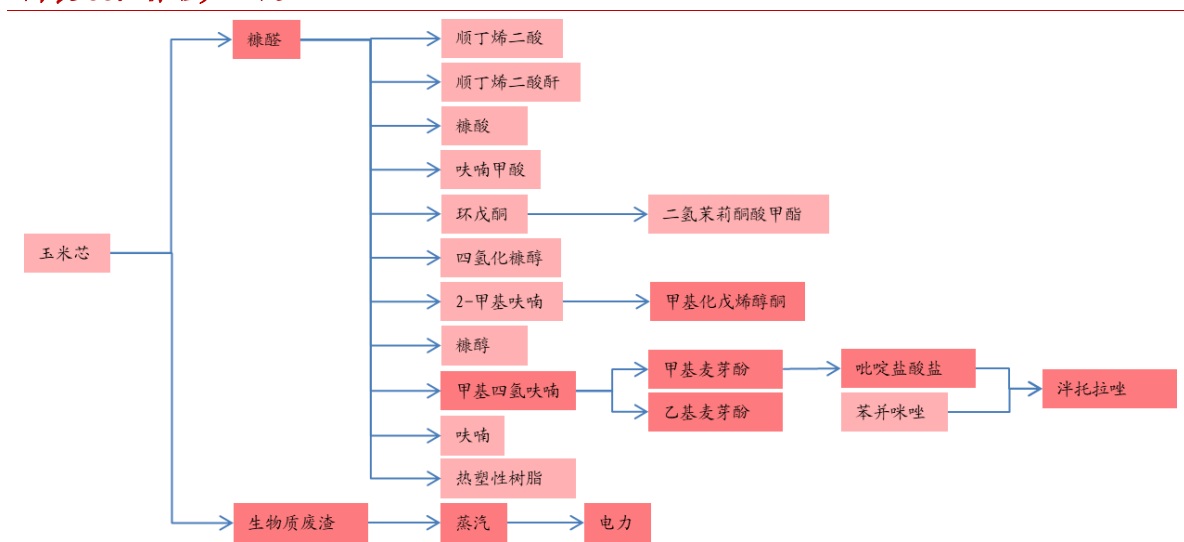
**图表 68: 定远循环经济产业园规划**

产品	产能(万吨/年)	项目总投资(亿元)	规划营业收入	预计利润(亿元)
<b>定远一期项目</b>				
糠醛	2	8.6	8.1	2.6
氯化亚砷	8			
佳乐麝香溶液	0.45	3.6	10.9	-
2-甲基呋喃	0.5			
2-甲基四氢呋喃	0.3			
呋喃铵盐	0.1			
<b>定远二期项目</b>		10-12	-	-
工业酒精	10			
谷元粉	4			
面粉	4			
乙醛	3			
巴豆醛	2			
双乙烯酮	3			
山梨酸钾	3			

来源：公司公告、环评报告、中泰证券研究所

- **糠醛产业链：**糠醛又称为呋喃甲醛，是重要的杂环类有机化合物。以糠醛为原料直接或间接衍生出的化工产品达 1600 多种，广泛应用于医药、农药、树脂、日化等众多领域，因而在精细化工领域是较为重要的一类产品。供给方面，2018 年全年产量约 27-28 万吨，较 2017 年增长约 20%。

**图表 69: 糠醛产业链**



来源：公司公告、CNKI、中泰证券研究所

公司目前选择建设的呋喃系列产品包括呋喃铵盐、2-甲基呋喃基 2-甲基四氢呋喃。

- **呋喃铵盐：**呋喃铵盐（SMIA）是生产头孢呋辛原料药的关键中间体（活性侧链），主要用于合成二代头孢抗生素、头孢呋辛钠（注射剂）和头孢呋辛酯（片剂、胶囊）。全球产能约 1800-2000 吨/年，主要产能在中国，且产能分布较

为集中，从印度进口数据看，SMIA 原产国均为中国。

- **2-甲基咪喃，2-甲基四氢咪喃：**2-甲基咪喃，别名斯尔烷，无色液体，有醚样气味，在空气中或阳光照射下变黄至黑色，微溶于水，可混溶于乙醇，乙醚，丙酮等。2-甲基咪喃可用于溶液聚合中作溶剂使用，也可用于合成戊二烯、戊二醇、乙酰丙醇及酮类和 2-甲基四氢咪喃。在医药工业中，可用于合成磷酸氯喹和磷酸伯氨喹等。

### 3.3 回收项目：降低成本

公司固体废弃物主要为双乙甲酯、丙酮、甲乙基麦芽酚、AK 糖、三氯蔗糖等项目所生产的危险废弃物。为了公司持续发展，合理处理危险废弃物，公司 2016 新建年处理量 9000 吨的固体废弃物处理及综合利用项目，于 2017 年 3 月底正式投入运行，并于 2017 年 9 月完成了 9000 吨焚烧炉项目环境竣工验收监测，并取得了该项目的环境竣工验收批复。目前该装置运行稳定，对公司所产生的固体废弃物进行焚烧处理。公司自配焚烧炉项目，节省处理固体废弃物处理费。2019 年，公司对年产 10 万吨甲醛项目、年产 1 万吨氧化镁回收项目等项目进行了环境影响评价，并取得了主管部门的批复。依照 2017 年自配套 9000 吨固废处理能力对公司成本的节约，公司生产成本预计仍存在下降空间。

### 3.4 公司基础化工板块产品处于价格底部

2019 年公司主要基础化工产品价格下行较为明显，部分产品盈利能力较弱。三聚氰胺及双氧水行业虽然目前仍有小产能在生产，但随着价格及利润空间的进一步压缩，落后产能出清，产品价格及利润空间将有提升和改善的空间。公司基础化工品具有区域优势，在运输半径内，公司竞争压力较为缓和，对公司整体的经营压力变小。待行业景气度回升，公司将充分受益。

图表 70：公司基础化工品具有区域优势



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.5 2C 产品爱乐甜，将代糖理念传递，助力行业成长加速

“爱乐甜”为公司子公司金禾益康设立的全新品牌，并于 2018 年推出首款健康糖产品—爱乐甜无糖型餐桌甜味料。“0 糖、0 脂肪、0 卡路里”的零卡糖，首创国内新型代糖的复配方案。通过 200 多次测试调整配方比例，获得了和蔗糖相近口感的同时保证了健康，让更多人享受甜蜜的同时不受过量糖分的负累。爱乐甜也联手下厨房 APP 推出“新年甜 零负担—减糖年菜创意挑战”。公司通过活动及产品宣传，将代糖理念传递给消费者，提升甜味剂产品市场成长空间。作为开拓甜味剂下游应用领域的先行者，助力行业成长加速。

图表 71：公司爱乐甜产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

## 4 盈利预测及假设

假设:

(1) 甜味剂板块安赛蜜、三氯蔗糖及麦芽酚的销量及价格逐年提升, 成本端随着产能增加及工艺进步而逐年降低。

(2) 基础化工板块产品价格 2019 年位于底部, 2020-2021 年价格底部回升, 产量保持平稳, 成本变化不大。

图表 72: 业务拆分

安赛蜜		2019E	2020E	2021E
	收入增速	24.12%	9.80%	10.00%
	毛利率	44.91%	46.23%	46.23%
三氯蔗糖		2019E	2020E	2021E
	收入增速	57.12%	28.51%	17.50%
	毛利率	38.23%	39.57%	42.30%
麦芽酚		2019E	2020E	2021E
	收入增速	-39.75%	30.69%	4.55%
	毛利率	52.54%	57.88%	60.70%
基础化工		2019E	2020E	2021E
	收入增速	-8.75%	10.00%	0.00%
	毛利率	27.15%	30.29%	30.29%

来源: wind、中泰证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年可实现营业总收入分别为 4035.34/4583.85/4830.08 百万元; 对应归母净利润分别为 825.98/1075.29/1207.50 百万元, 对应 PE 分别为 15/11/10 倍。公司目前是国内精细化工化学添加剂龙头企业, 选取可比公司新和成、安迪苏、利安隆、皇马科技同为精细化工领域化学添加剂企业。我们测算金禾实业 2019-2020 年 PE 估值水平低于同比公司 wind 一致预期 PE 均值。公司扩产计划稳步进行, 保持高成长性的同时, 公司的龙头地位也将日益突出, 我们预计公司可以享受高于行业平均水平的估值。维持“买入”评级。

图表 73: 可比公司估值 (2020Q2Q3) (同比公司盈利预测来自 wind 一致预期)

股票	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
新和成	21.49	456	1.43	1.14	1.47	10.48	18.63	14.41	2.78
安迪苏	26.82	262	0.35	0.41	0.48	33.24	23.66	20.35	1.94
利安隆	2.05	68.95	1.07	1.53	2.10	28.90	21.99	15.98	3.69
皇马科技	2.80	42.08	0.99	0.92	1.18	14.44	16.31	12.77	2.76
平均						21.77	20.15	15.88	
金禾实业	5.59	123	1.63	1.48	1.92	13	15	11	2.90

来源: wind、中泰证券研究所

## 5 风险提示

**原材料采购成本波动及产品价格下跌风险。**受国际原油价格及市场供应情况的影响，公司主要原材料的采购价格呈现一定的波动性。公司主要产品价格下跌将直接影响公司收入及毛利率水平。

**环保和安全生产的风险。**公司精细化工产品的生产过程使用部分易燃易爆化工原材料，如若公司经营管理不当，有可能发生环保及安全事故。

**公司产能扩张及销售不达预期。**公司收入增长部分由产能增长带动销售体量增大贡献，如果公司产能扩张及销售不达预期，将影响公司收入规模的增长。

图表 74: 盈利预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4132.80	4035.34	4583.85	4830.08	净利润	911.58	825.98	1075.29	1207.50
营业成本	2767.15	2822.00	3057.53	3154.14	折旧与摊销	208.65	176.48	184.06	184.33
营业税金及附加	37.73	32.86	37.45	40.96	财务费用	34.50	16.14	18.34	19.32
销售费用	129.70	171.27	172.33	179.39	资产减值损失	16.62	-7.00	-5.00	-5.00
管理费用	79.74	109.83	121.97	117.72	经营营运资本变动	407.10	80.65	-103.85	-22.94
财务费用	34.50	16.14	18.34	19.32	其他	-615.17	-68.92	-63.61	-73.80
资产减值损失	16.62	-7.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	963.27	1023.34	1105.22	1309.41
投资收益	57.76	60.00	60.00	70.00	资本支出	-81.23	-5.00	-10.00	-2.00
公允价值变动损益	9.46	9.46	9.46	9.46	其他	-320.84	-221.82	-280.54	-270.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-402.07	-226.82	-290.54	-272.54
<b>营业利润</b>	1063.19	959.70	1250.69	1403.01	短期借款	-208.19	420.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.66	-2.35	-4.00	-3.17	长期借款	-0.61	14.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1057.53	957.35	1246.69	1399.84	股权融资	-99.80	0.00	0.00	0.00
所得税	145.95	131.37	171.40	192.34	支付股利	-338.54	-301.89	-273.54	-356.10
净利润	911.58	825.98	1075.29	1207.50	其他	41.82	862.21	-62.34	-53.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-605.32	994.33	-335.87	-409.42
归属母公司股东净利润	911.58	825.98	1075.29	1207.50	<b>现金流量净额</b>	-65.58	1790.84	478.80	627.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1975.82	3766.66	4245.47	4872.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	904.46	872.23	993.47	1042.15	销售收入增长率	-7.75%	-2.36%	13.59%	5.37%
存货	310.56	323.45	350.26	360.95	营业利润增长率	-11.92%	-9.73%	30.32%	12.18%
其他流动资产	649.65	656.00	710.34	734.74	净利润增长率	-12.70%	-9.39%	30.18%	12.30%
长期股权投资	2.96	2.96	2.96	2.96	EBITDA 增长率	-11.57%	-11.79%	26.10%	10.57%
投资性房地产	0.00	18.38	18.38	18.38	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1541.59	1377.65	1211.12	1036.32	毛利率	33.04%	30.07%	33.30%	34.70%
无形资产和开发支出	91.14	87.38	83.63	79.87	三费率	5.90%	7.37%	6.82%	6.55%
其他非流动资产	218.46	471.59	817.81	1164.03	净利率	22.06%	20.47%	23.46%	25.00%
<b>资产总计</b>	5694.65	7576.30	8433.43	9312.30	ROE	23.26%	19.45%	21.30%	20.47%
短期借款	180.00	600.00	600.00	600.00	ROA	16.01%	10.90%	12.75%	12.97%
应付和预收款项	1055.82	1071.60	1179.73	1231.03	ROIC	32.32%	31.43%	42.23%	47.67%
长期借款	1.21	15.21	15.21	15.21	EBITDA/销售收入	31.61%	28.56%	31.70%	33.26%
其他负债	537.71	1642.53	1589.77	1565.96	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1774.74	3329.34	3384.72	3412.19	总资产周转率	0.73	0.61	0.57	0.54
股本	558.77	558.77	558.77	558.77	固定资产周转率	3.12	3.00	3.55	4.31
资本公积	411.11	411.11	411.11	411.11	应收账款周转率	26.02	25.63	28.13	26.90
留存收益	2752.98	3277.08	4078.83	4930.23	存货周转率	8.69	8.60	8.86	8.65
归属母公司股东权益	3919.90	4246.96	5048.71	5900.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	3919.90	4246.96	5048.71	5900.11	资产负债率	31.17%	43.94%	40.13%	36.64%
负债和股东权益合计	5694.65	7576.30	8433.43	9312.30	带息债务/总负债	36.57%	32.53%	32.00%	31.74%
					流动比率	2.98	1.96	2.14	2.33
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1306.34	1152.32	1453.09	1606.66	速动比率	2.74	1.85	2.02	2.21
PE	13.49	14.89	11.44	10.19	股利支付率	37.14%	36.55%	25.44%	29.49%
PB	3.14	2.90	2.44	2.08	<b>每股指标</b>				
PS	2.98	3.05	2.68	2.55	每股收益	1.63	1.48	1.92	2.16
EV/EBITDA	8.08	8.67	6.30	5.09	每股净资产	7.02	7.60	9.04	10.56
股息率	2.75%	2.45%	2.22%	2.90%	每股经营现金	1.72	1.83	1.98	2.34
					每股股利	0.61	0.54	0.49	0.64

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。