

化工-深度报告

评级：买入/维持
现价19.87元/目标价28元

金禾实业：食品添加剂细分行业“隐形冠军”，中长期优质标的，维持“买入”

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

太平洋证券研究院

2020年3月21日



1. 一体化发展，食品添加剂细分行业隐形冠军

公司前身成立于1974年，2011年上市，由传统基础化工业务不断聚焦精细化工业务，引进吸收甲乙基麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖等产品，实现核心原料自给，并拓展糠醛及下游产业链，**目前已发展成为食品添加剂细分行业龙头，部分产品具备全球综合竞争力。**2011-2019年，公司营业收入从22.85亿元增长至39.72亿元，CAGR=7.16%；归母净利润从1.85亿增长至8.08亿，CAGR=20.23%。2019年公司食品添加剂产品实现营收18.51亿元，同比+5.56%；营收占比46.60%，同比提升4.18个百分点，较2013年提高31个百分点；毛利率43.04%，同比提升0.28个百分点；毛利润占比64.11%，同比提升9.22个百分点。**随着公司更偏消费属性的精细化工品业务占比的不断提升，抗周期性增强。杨乐董事长为首的新一代管理层引领公司“二次创业”，迈入发展新阶段。**

2. 龙头优势明显，“B端+C端”市场两手抓

甜味剂是仅次于调味品的第二大类食品添加剂，出于健康、政府控糖、成本、市场等因素，人工甜味剂发展前景广阔。2018年全球甜味配料市场中蔗糖和果葡萄糖浆合计占比约90%，人工甜味剂占比仅9%。

安赛蜜：公司产能1.2万吨/年，全球有效产能占比约70%，稳居第一。目前仅金禾实业、德国Nutrinova和北京维多可稳定运行，合计产能约1.7万吨；而全球需求量为1.6-1.8万吨，考虑实际开工率，供需紧平衡。

三氯蔗糖：公司产能3000吨/年，仅次于英国泰莱的3500吨/年，拟扩建5000吨/年，预计2021年初陆续投产，届时跃居全球第一。2018年全球三氯蔗糖有效产能1.4万吨/年，产量1.2万吨，十年间产能和产量CAGR分别为17.46%和16.98%。公司氯化亚砷原料自给，产品收率不断提高，生产成本具有优势。

甲乙基麦芽酚：公司产能6000吨/年，全球市占率第一，拟扩建增加5000吨/年。公司糠醛原料自给，成本优势明显。

公司传统B端市场地位稳固，同时延伸至C端市场，打造爱乐甜品牌，线上线下载布局。

3. 定远基地打开未来成长空间

近年来大宗化工品价格下滑，一定程度拖累公司业绩，但影响逐渐缩小，公司基础化工以配套服务精细化工业务为核心。定远一期项目中1万吨糠醛、4万吨氯化亚砷项目于2019年10月投产，实现关键原料自给。总投资3.56亿元的4500吨麝香与呋喃等项目，测算营收10.9亿元，预计2022年投产。同时，**还有定远二期项目等，保障公司未来成长。**

4. 盈利预测及评级

考虑本次新冠疫情影响，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为8.11亿元、9.76亿元、11.54亿元，对应EPS 1.45元、1.75元、2.06元，PE 13.7、11.4、9.6倍。**考虑公司为食品添加剂细分行业三氯蔗糖和安赛蜜（甜味剂）、甲乙基麦芽酚（香料）隐形冠军，在建定远基地聚焦高毛利精细化工项目，新一代管理层“二次创业”，加深并拓宽护城河，给与2021年16倍估值，对应目标价28元，维持“买入”评级。**

风险提示：宏观经济下滑；原料采购价格波动及产品价格大幅下跌；新建产能投产及销售不及预期；环保及安全生产的风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,972	4,053	4,585	5,398
(+/-%)	-3.9%	2.0%	13.1%	17.7%
净利润(百万元)	809	811	976	1,154
(+/-%)	-11.3%	0.3%	20.3%	18.2%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.45	1.75	2.06
市盈率(PE)	13.7	13.7	11.4	9.6

资料来源：Wind，太平洋证券研究院



1、一体化发展，食品添加剂细分行业隐形冠军

1.1 公司简介及优势分析

1.2 公司财务分析

2、无糖化趋势明显，人工甜味剂发展前景广阔

3、龙头优势明显，“B端+C端”市场两手抓

3.1 安赛蜜

3.2 三氯蔗糖

3.3 麦芽酚

3.4 “B端+C端”市场两手抓

4、基础化工以配套服务精细化工业务为核心

5、定远基地打开未来成长空间

6、盈利预测与评级

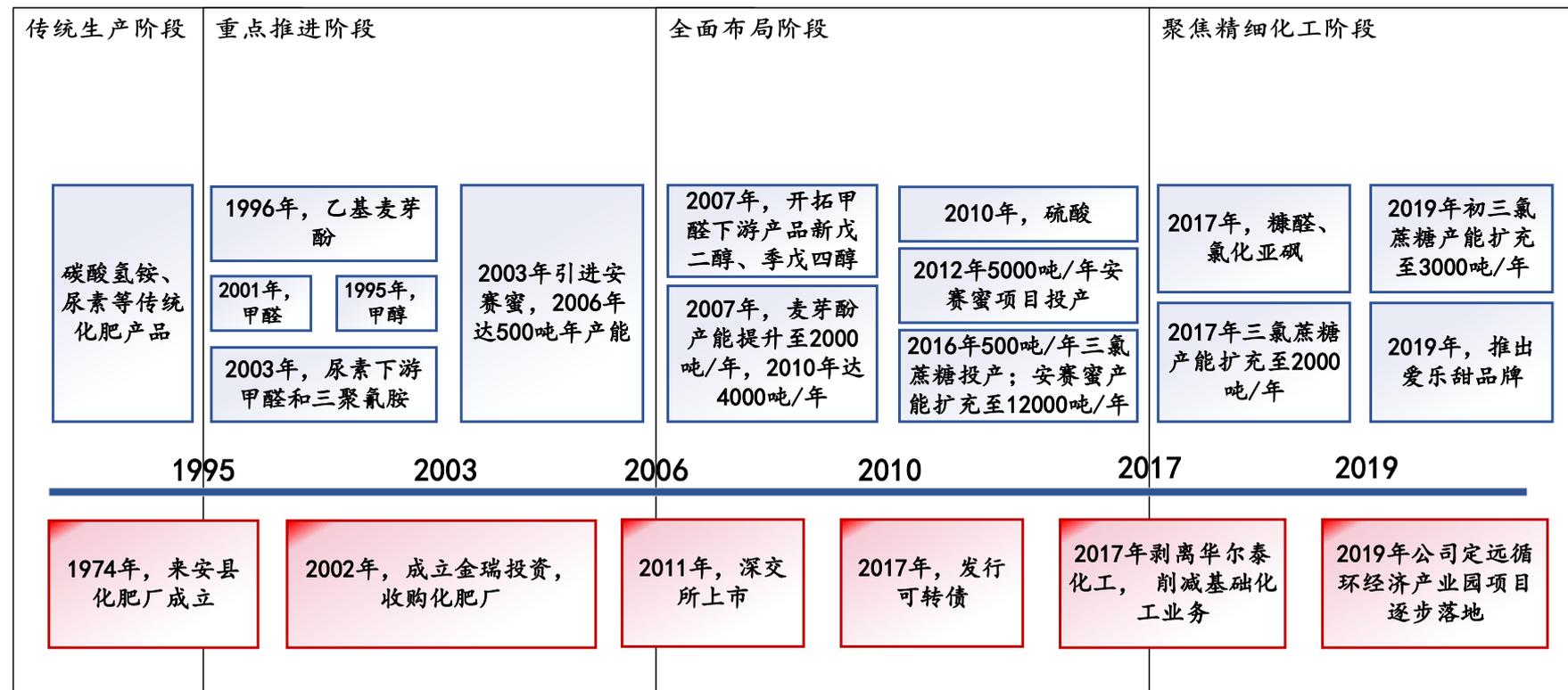
7、风险提示

感谢实习生王华炳对本报告的贡献

步步为营，一体化发展，打造食品添加剂细分行业隐形冠军

- 安徽金禾实业股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事基础化工和精细化工的研发、生产和销售，目前已发展成为食品添加剂细分行业龙头，部分产品具备全球综合竞争力。

图表：公司发展历程

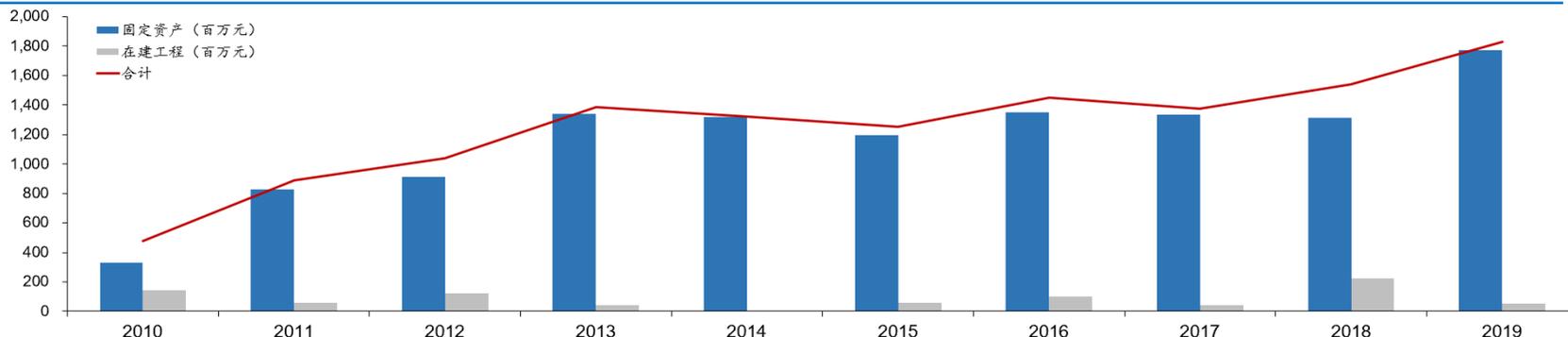


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

二次创业，公司迈入发展新阶段

- 传统产品阶段 (1974-1995)：** 公司的前身为**来安县化肥厂**，1995年之前公司主要从事**传统煤化工产业**，生产**碳酸氢铵、尿素**等传统化肥产品为主
- 重点推进阶段 (1996-2003)：** 开拓了**香精香料产品**，在成功引进**甲基麦芽酚**技术并消化之后取得了初步技术突破，开拓了**乙基麦芽酚**产品；此外，开拓了**甲醛和三聚氰胺产品**，进一步拓展了**基础化工产品生产线**。
- 全面布局阶段 (2006-2016)：** 细化工和基础化工双轮驱动，在食品添加剂领域，引入了**安赛蜜**产品，麦芽酚和安赛蜜生产技术不断创新，**确立了细分行业龙头地位**；产业链延伸、资源综合利用发展思路日趋成熟，开拓了**硝酸、硫酸、新戊二醇、季戊四醇**产品，在**基础化工领域全方位拓展**。
- 瘦身基础化工，聚焦精细化工，开启“二次创业” (2016至今)：** 2017年公司转让基础化工业务板块子公司华尔泰，剥离华尔泰优化公司产业结构，**集中资源聚焦精细化工业务**；公司在2017年发行可转债进一步提升**三氯蔗糖**产能，同时在定远投资建设循环经济产业园一期项目，发展**糠醛及下游配套产品、氯化亚砷**等项目，扩建**三氯蔗糖、麦芽酚**产能，精细化工业务占比进一步提升。**特别是2019年4月，新一代领导人杨乐正式当选董事长，引领公司“二次创业”，迈入发展新阶段。**

图表：近年公司固定资产和在建工程稳步增长



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理



双轮驱动，不断聚焦精细化工

□ **精细化工领域：**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1.2万吨/年和三氯蔗糖3000吨/年（拟扩建5000吨/年），香精香料产品甲、乙麦芽酚产能共6000吨/年（拟扩建5000吨/年）。食品添加剂生产已经成为公司第一大业务，成功实现向高毛利率产品转型。未来公司将继续重点发展食品添加剂业务，不断丰富产品线。

□ **基础化工领域：**公司凭借产业链延伸优势、区位优势、技术优势等在华东地区占据了重要的市场地位，是碳酸氢铵、硝酸、三聚氰胺和双氧水重要生产和销售商。基础化工类产品在剥离华尔泰化工股权后，产能已经大幅瘦身，但仍保留了硫酸、三聚氰胺、双氧水和双乙烯酮等重要的盈利品种。公司基础化工主要为精细化工发展提供原材料，实现一体化发展。

图表：公司主要产品产能（吨）

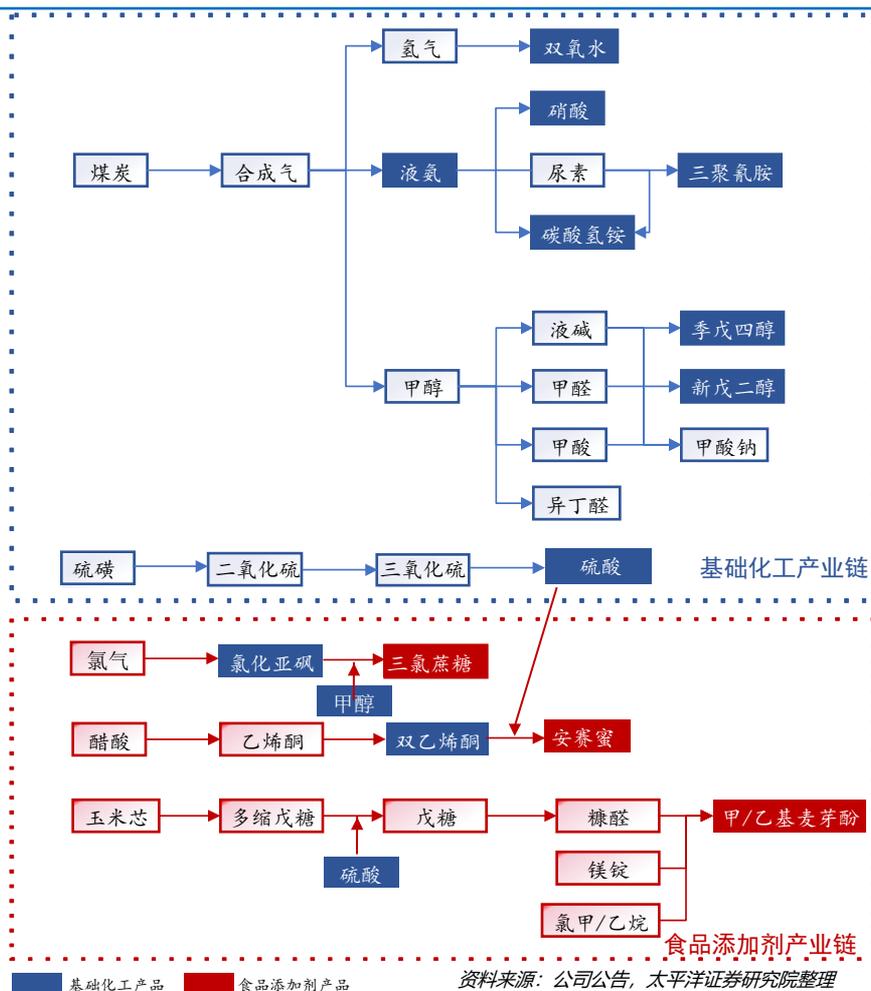
类型	产品名称	产能	备注
精细化工	安赛蜜	1.2	2019年计划满产满销
	三氯蔗糖	0.3	计划新增扩建产能5000吨/年
	甲乙基麦芽酚	0.6	计划新增扩建产能5000吨/年
基础化工	氯化亚砷	4	一期于2019年中期投产，二期产能4万吨
	糠醛	1	一期于2019年中期投产，二期产能1万吨
	氯乙烷	1.2	2019年年初正式投产
	双乙烯酮	1	定远基地规划了3万吨/年新产能
	三聚氰胺	6	仅满足配套需要，目前无扩建计划
	双氧水	35	
	浓硫酸	30	
	硝酸	12	
	碳酸	35	
	新戊二醇	2.3	
	季戊四醇	2	
	液氨	18	
	甲醛	20	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

循环经济和资源综合利用模式优势突出

- 产品线之间实现有机连接：**公司的基础化工产品甲醇、液氨、液碱可作为三氯蔗糖的原材料，甲醇可作为麦芽酚的原材料，且公司自配安赛蜜原材料双乙烯酮和三氧化硫。**公司自配大宗原材料一方面保证了精细化工品原材料供应的稳定性，另一方面公司在各个产品生产线内部和相邻生产线之间进行技术革新实现节能降耗。**
- 核心原材料自给：**安赛蜜核心原材料双乙烯酮均为自产，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。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。
- 能源优势：**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。

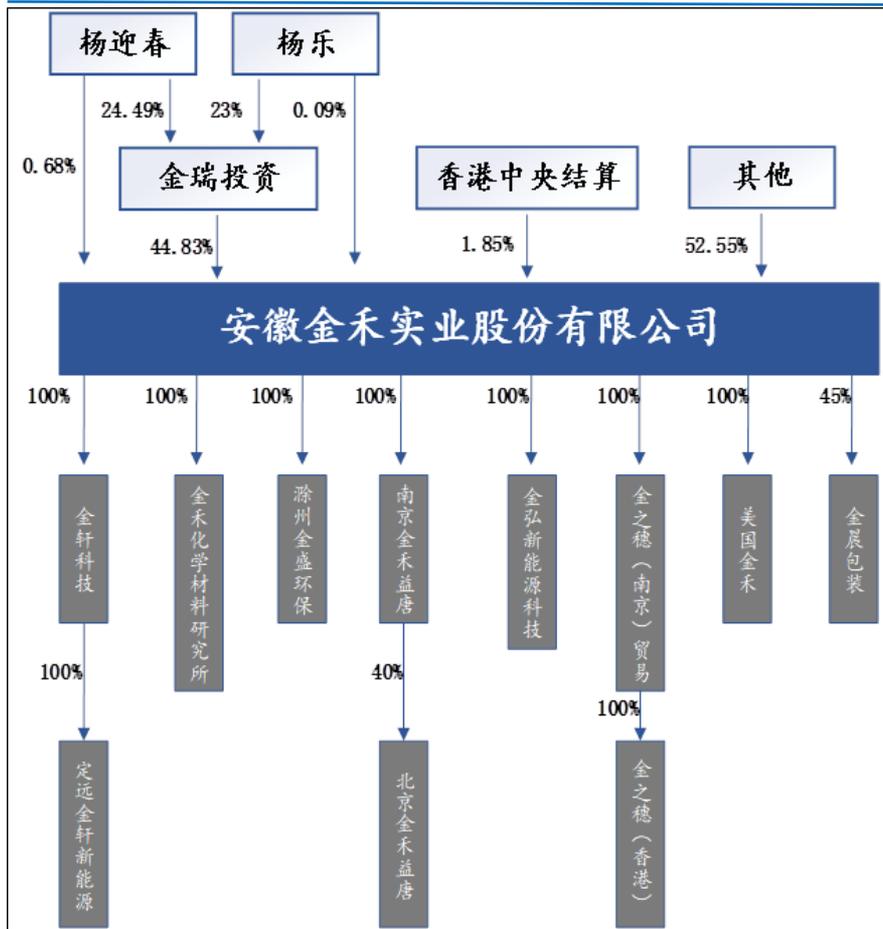
图表：公司主要产品工业流程图



公司激励制度完善，新一代管理团队稳定

- 股权结构相对集中：**公司实际控制人为杨迎春和杨乐父子，并顺利完成交接。第一大股东为安徽金瑞投资集团有限公司，金瑞投资持有金禾实业44.83%的股份，而杨迎春、杨乐父子合计持有金瑞投资股份 47.49%，两人合计直接持有公司 22.06%股权。
- 子公司各司其职，治理结构清晰：**公司直接控股子公司9家。其中，金之穗国际贸易(香港)有限公司、南京金之穗化工贸易有限公司、金禾美国分公司主要从事产品销售，金源化工是新戊二醇、甲酸的生产主体，金轩科技是2017年新设立的子公司，将作为公司定远循环经济产业园项目的执行主体
- 股权激励：**2020年2月3日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份数量为约782.07万股，约占公司总股本的1.40%，最高成交价为23.70元/股，最低成交价为17.47元/股，均价约19.05元/股，成交总金额约1.49亿元(不含交易费用)，用于后期实施员工持股计划或股权激励。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。

图表：公司股权结构图

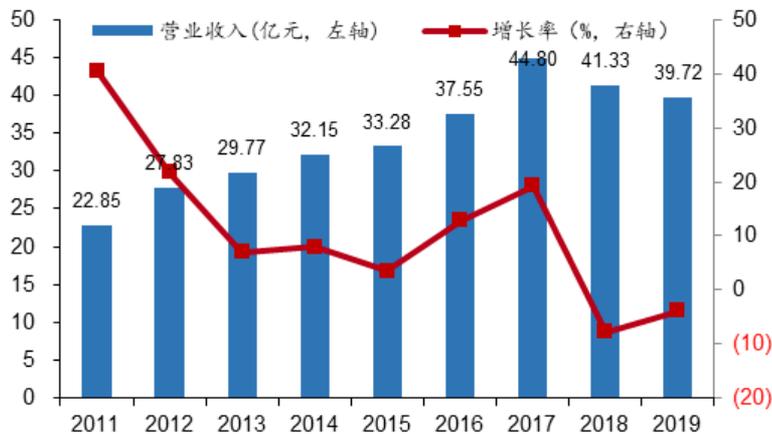


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

周期剧烈波动，公司中长期业绩稳健增长

- **公司业绩自上市以来总体呈现稳健增长：**2011-2019年，公司营业收入从22.85亿增长至39.72亿，CAGR=7.16%，公司归母净利润从1.85亿增长至8.09亿，CAGR=20.23%，公司的利润增速明显高于营收增速，主要由于公司产品结构优化改善，叠加技术进步，产品毛利率不断提升。
- 自2015年以来，受益于公司主营产品景气度提升，公司的营收和利润大幅增长，2016、2017年归母净利润为5.51亿元、10.22亿元，同比增长了157.2%、85.4%；
- 2018年营收和利润出现下滑，主要由于2017年5月公司剥离了华尔泰，三氯蔗糖、麦芽糖及大宗化学品景气下降
- 2019年受大宗化学品价格下滑拖累，公司业绩略有下滑。

图表：近年公司营业收入走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：近年公司归母净利润走势图

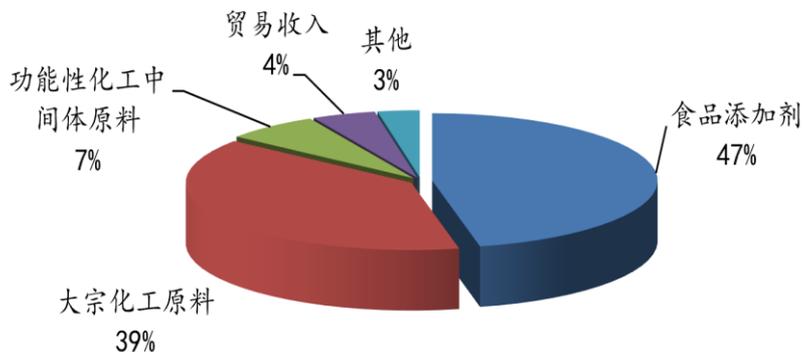


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

食品添加剂业务比重大幅提高，抵御周期风险

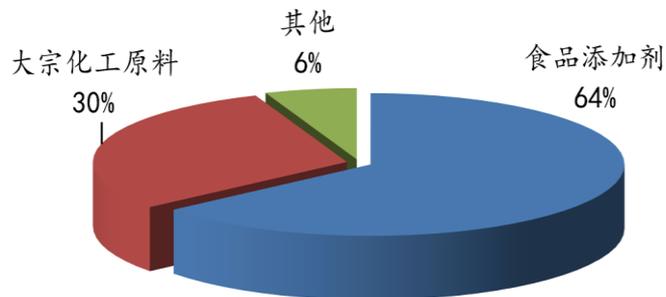
- 经过近年来的产品结构优化调整，公司食品添加剂业务得以快速发展，目前已经成为公司业绩支柱：**2019年公司食品添加剂产品实现营收18.51亿元，同比+5.56%；营收占比46.60%，同比提升4.18个百分点，较2013年提高31个百分点；毛利率43.04%，同比提升0.28个百分点；毛利润7.97亿元，毛利占比64.11%，同比提升9.22个百分点。随着新产能的投入，比重进一步提升。
- 食品添加剂业务具有一定抗周期性：**食品添加剂产品与人们饮食息息相关，故食品添加剂行业受宏观经济因素的影响较小，随着公司新产能的投放，公司对于周期风险的规避能力有望进一步提高。

图表：2019年各业务板块营收占比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：2019年各业务板块毛利占比

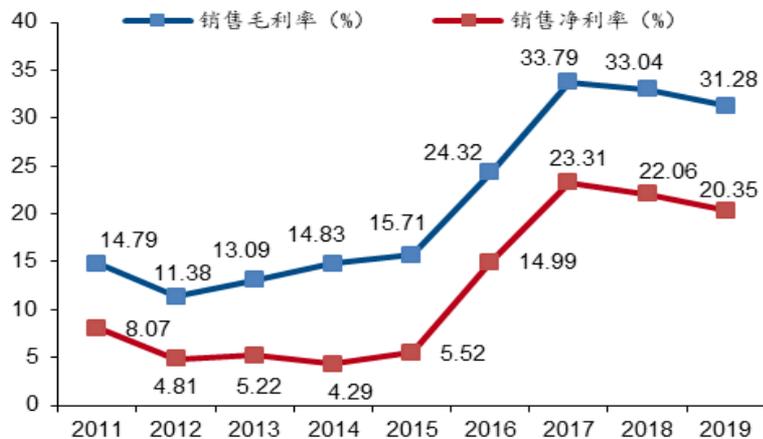


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

毛利润高位回落，食品添加剂行业影响较小

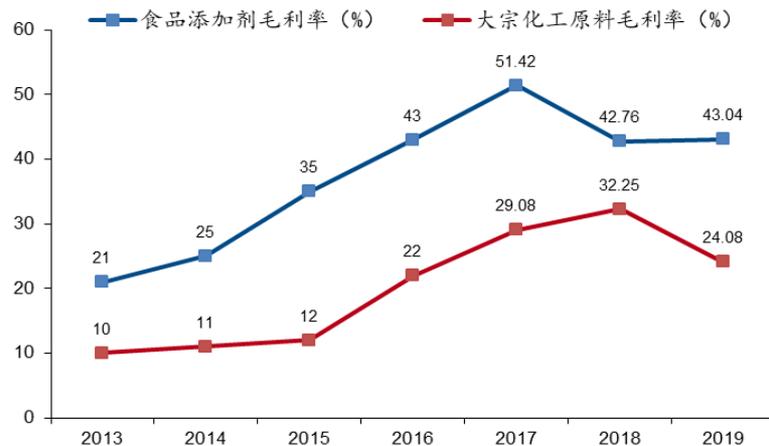
- 公司上市初期，产品以基础化工品为主。近年来大力发展精细化工业务，产品结构不断优化，盈利能力不断增强。2016年起，公司的毛利率和净利率水平快速提升，2017年由于竞争对手事故，相关产品价格暴涨，公司毛利率33.8%，净利率23.3%，为近年高位。
- 2018年由于部分产品价格下跌，公司精细化工毛利率同比下降8.4个百分点至43%，2019年受安赛蜜价格上涨带动有所反弹，食品添加剂板块毛利率基本稳定。2019年公司基础化工业务毛利率24.08%，同比下降8.17个百分点，受周期下行影响更为明显。

图表：2011-2019年公司销售净利率与毛利率走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：2011-2019年公司主要板块业务毛利率走势图

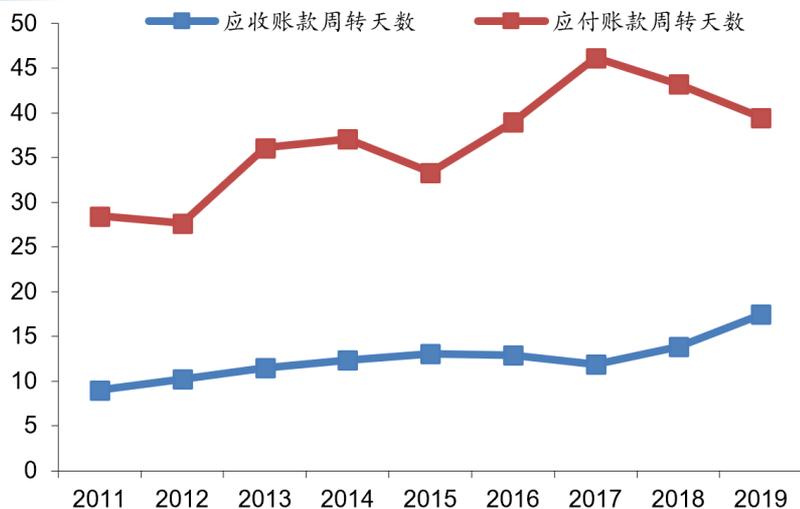


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

优化管理节省费用开支

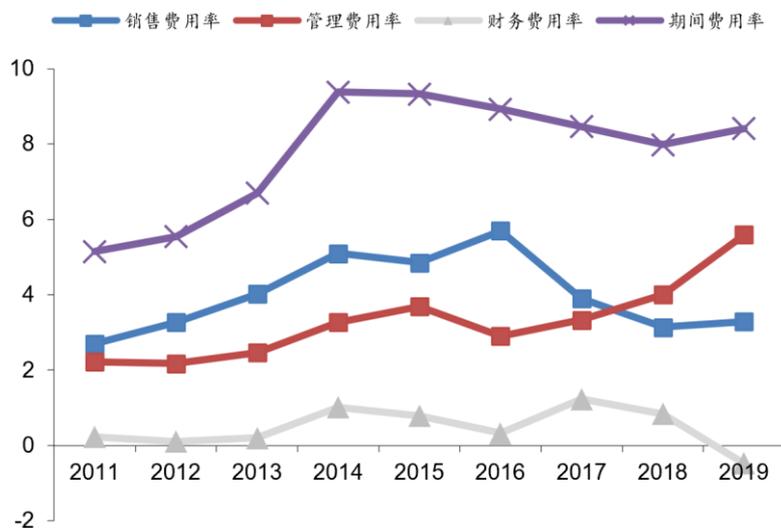
- **营运能力优势：**公司从上市以来，应收账款周转天数始终小于应付账款周转天数20天以上，处于强势地位。
- **管理能力优势：**公司自成立以来不断优化管理，使各项费率处于行业较低水平。多年来，公司的期间费用率从未超过10%；2015-2019年公司的销售费率呈现下降态势，管理费率呈上升趋势，表明公司在严格管理的同时逐渐减少销售开支，管理费用（为方便历史比较，这里研发费用纳入管理费用）的增加来自近年研发费用的快速增长。
2019年，公司研发费用1.37亿元，同比+59.20%。

图表：应收账款与应付账款周转天数走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：近年公司费用率走势图（%）

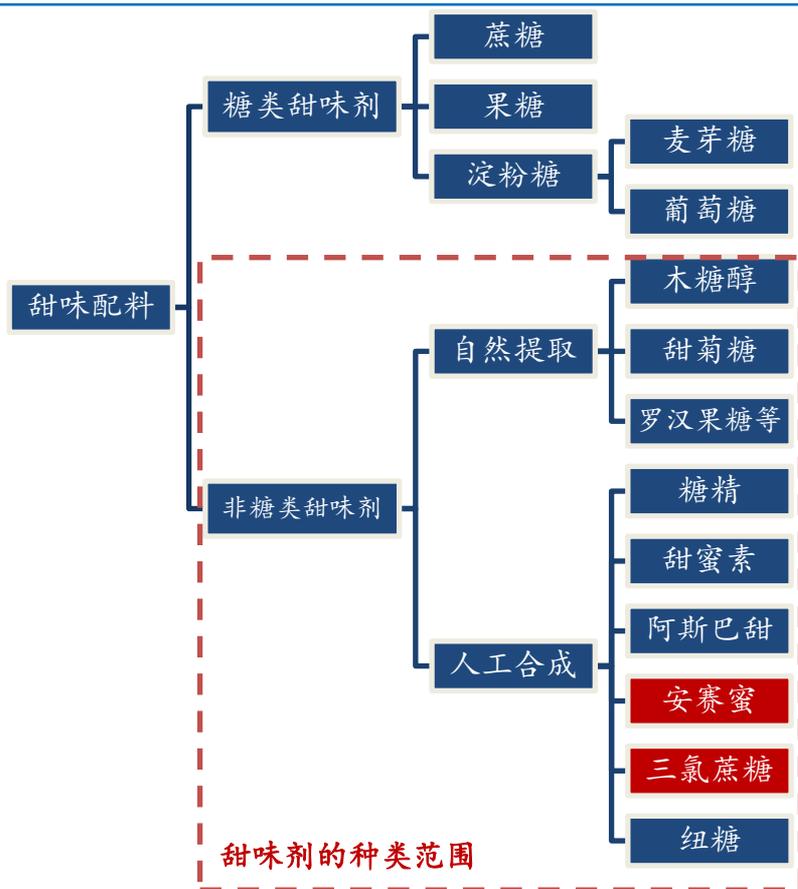


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理；管理费用包括研发费用

甜味剂分类

- 甜味剂是仅次于调味品的第二大类食品添加剂，其主要功能是赋予食品以甜味。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。通常所说的食品甜味剂包括自然提取甜味剂和人工合成甜味剂。
- 木糖醇甜味剂**：自然提取，由糖氢化，低甜度、低热量、具营养性、口感好、不引发龋齿、不影响血糖，广泛应用于口香糖等无糖食品的代糖品。
- 甜菊糖等其它甜味剂**：自然提取，具有高甜度、低热量、安全无毒等特点，是口感最接近蔗糖的天然甜味剂。
- 人工合成甜味剂**：含糖比级高，热量小，完全区别于蔗糖等糖类，多不参与人体代谢过程，常称为非营养性甜味剂，广泛应用于软饮料、酱料调料、口香糖、果冻、烘焙食品、糖果饼干等食品饮料中。

图表：常见甜味配料分类

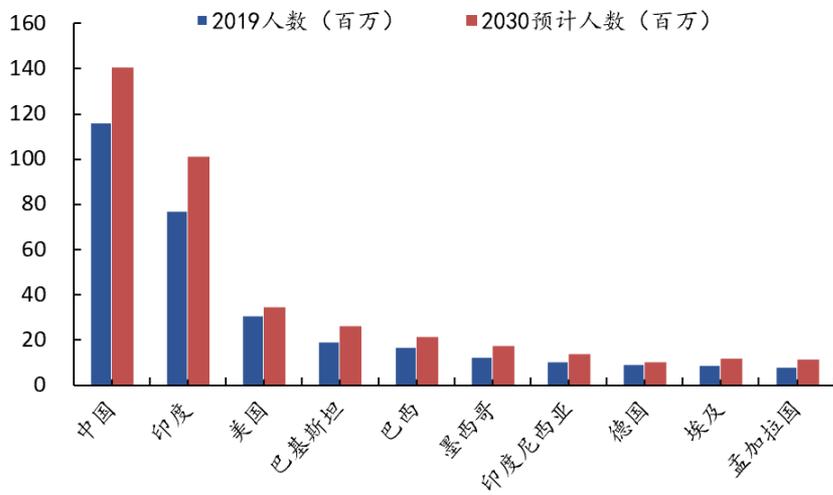


资料来源：太平洋证券研究院整理

多因素推动无糖时代到来

- 健康因素：**高糖、高能量饮食摄入导致糖尿病、超重、肥胖比率、龋齿比率不断上升，对人们的健康造成不利影响。根据国际糖尿病联盟（IDF）统计，**中国是世界上糖尿病患者人数最多的国家，约有1.16亿人，每12个人中就有一人患有糖尿病。**
- 政府因素：**多国与地区政府均已将降糖提升到强制管控层面，逐步制定和颁布高糖食品的糖税政策，**2017年7月，国务院发布了国民营养计划（2017-2030）**其中提出“积极推进全民健康生活方式行动，广泛开展以‘三减三健’（减盐、减油、减糖，健康口腔、健康体重、健康骨骼）为重点的专项行动”

图表：中国是世界上糖尿病患者人数最多的国家（20-79岁）



资料来源：国际糖尿病联盟（IDF），太平洋证券研究院整理

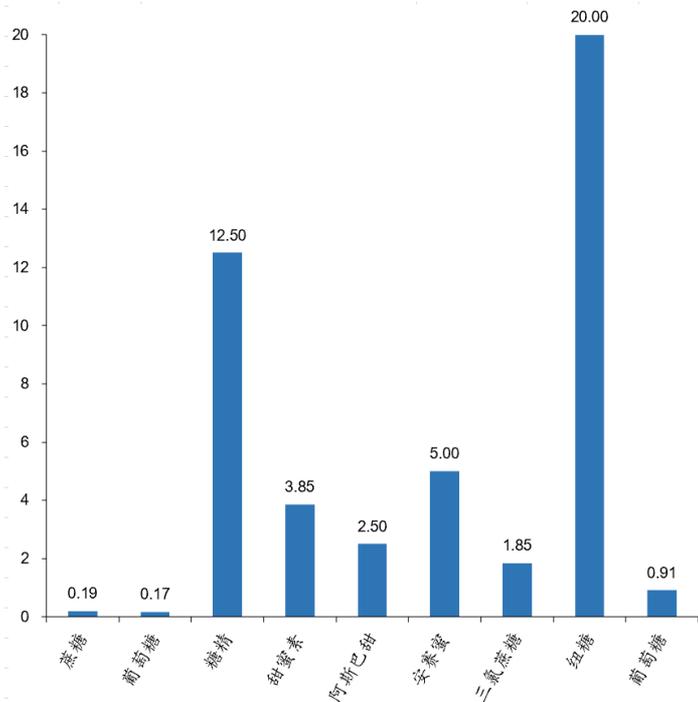
图表：多个国家开始控糖

国家	实施时间	饮料种类	税种	税率
阿联酋	2020	含糖饮料	消费税	50%
泰国	2019	含糖饮料	消费税	10-14 mg/100 mL, 征收1泰铢; 14-18 mg/100 mL, 征收3泰铢; ≥18g/100mL, 征收5泰铢
英国	2018	含糖饮料	消费税	5-8g/100ml, 征收中等税; ≥18g/100ml, 征收重税
美国费城	2017	含糖饮料	消费税	1.5美分/盎司
墨西哥	2014	软饮料	消费税	1比索/L
法国	2011	添加糖和甜味剂的饮料	消费税	7.5€ /100L
匈牙利	2011	含糖饮料、能量饮料	消费税	软饮料含糖量>8g/100ml, 征收7HUF/L; 糖浆或浓缩饮料, 征收200HUF/L
芬兰	2011	软饮料	消费税	含糖量超过5%, 0.22€ /L

资料来源：网络资料，太平洋证券研究院整理

- 成本因素：**相较于蔗糖、人工甜味剂成本低。通常情况下，甜味剂的性价比以‘甜价比’来度量，定义蔗糖的甜度为1，通过比较发现，相同价格下，**人工甜味剂甜度均在蔗糖的10倍以上**，人工甜味剂的加入可以大大降低饮料产品生产成本
- 市场因素：**为迎合消费者需求，企业纷纷推出无糖饮料。可口可乐自2018年以来，推出了近十款使用人工甜味剂代替传统白砂糖的新型健康饮品，常规可乐产量以每年近3%的速度下降，饮料无糖化的趋势明显。

图表：不同甜味配料产品价甜比



资料来源：食品商务网，太平洋证券研究院整理

图表：甜味剂在饮料中的运用，逐渐成为潮流

产品种类	产品名称	天然糖类甜味剂	人工甜味剂
可口可乐	可乐	白砂糖、果葡糖浆	-
	零度可乐	-	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
	健怡可乐	-	安赛蜜、三氯蔗糖
	雪碧	白砂糖、果葡糖浆	-
	零卡雪碧	-	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
	芬达	果葡糖浆	甜菊糖
百事可乐	可乐	白砂糖、果葡糖浆	-
	无糖可乐	-	阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖
	七喜	白砂糖、果葡糖浆	安赛蜜、三氯蔗糖
	美年达	白砂糖、果葡糖浆	安赛蜜、三氯蔗糖
果汁饮料	美汁源	白砂糖、果葡糖浆	-
	鲜橙多	-	-
茶类饮料	康师傅冰红茶	白砂糖	-
	康师傅绿茶	白砂糖	-
乳品及其他饮料	蒙牛真果粒	白砂糖、果葡糖浆	阿斯巴甜、安赛蜜
	娃哈哈AD钙奶	白砂糖	三氯蔗糖
	露露杏仁露	白砂糖	-
	养元六个核桃	白砂糖	三氯蔗糖

资料来源：太平洋证券研究院整理

安赛蜜长期保持较强的竞争优势，而三氯蔗糖代表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四个：**
 - 甜价比：**同样成本下的增甜效果；
 - 易用性：**甜度过高导致使用上难以控制甜度；
 - 安全性：**有无不良反应与致病风险；
 - 稳定性：**在不同环境下的稳定程度
- 综合来看，**糖精和甜蜜素由于安全性较差，国内已经出台了严格的限产政策，未来将逐渐退出市场；纽糖虽然性价比最为出色，但是在易用性上安赛蜜更强，具有综合竞争优势。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，代表未来发展方向。**

图表：常见甜味剂性能指标比较

产品类别	名称	甜度倍数	市场价格 (元/kg)	甜价比	易用性 (口味)	稳定性与安全性
天然糖类甜味剂	蔗糖	1	5.4	0.19	最优，为甜味剂参照指标	食用产生大量热量，不适用糖尿病及肥胖人士 安全性尚未普遍承认
	葡萄糖	0.8	4.8	0.17		
	甜菊糖	200	180	1.11	后味发苦，需复配使用	
天然糖醇类甜味剂	木糖醇	1.2	220	0.01		具有抗龋齿功效，主要用作无糖口香糖
第一代人工甜味剂	糖精	500	40	12.5	后味发苦，需复配使用	有致癌风险，西方多国禁用，在我国限制发展
第二代人工甜味剂	甜蜜素	50	13	3.85	后味发苦，需复配使用	引发多种疾病风险，西方多国禁用，我国仍合法使用
第三代人工甜味剂	阿斯巴甜	200	80	2.5	较好	稳定性差，美国FDA拒绝苯丙酮尿症患者食用，90多个国家批准使用
第四代人工甜味剂	安赛蜜	200	60	3	有严重金属味，需复配使用	公认性价比高、使用安全的甜味剂，全球100多个国家批准使用
第五代人工甜味剂	三氯蔗糖	650	220	2.95	较好	安全性好，稳定性与溶解性较高，对苦味、涩味有遮盖效果
第六代人工甜味剂	纽甜	6000	300	20	好，使用不方便	热稳定性差，过高甜度导致调配技术要求高

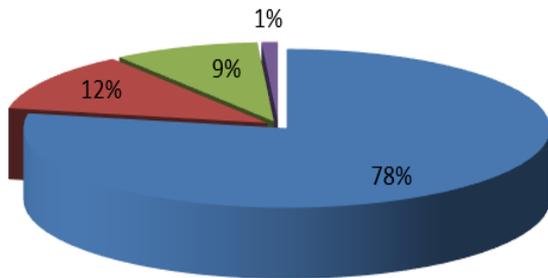
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

新型人工甜味剂市场增长空间巨大

- 2018年全球甜味配料市场中蔗糖和果葡萄糖浆合计占比约90%，人工甜味剂仅占比9%，未来增长空间充足。
- 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。2018年全球人工甜味剂市场中三氯蔗糖、阿斯巴甜、安赛蜜分别占比 24%、24%、12%，其中三氯蔗糖后来居上，微弱优势取代阿斯巴甜占据市场第一。

图表：2018全球各类甜味配料市场占比情况

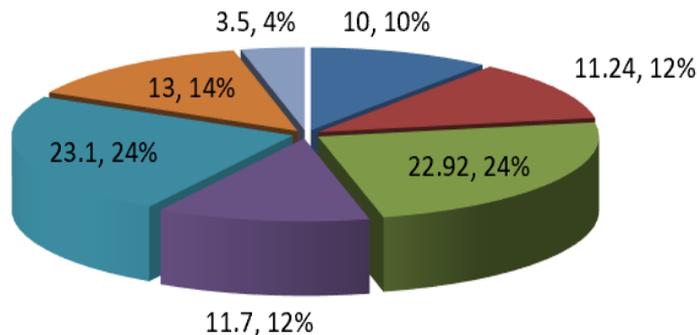
■ 蔗糖 ■ 果葡糖浆 ■ 人工合成甜味剂 ■ 其他甜味剂



资料来源：中国产业网，太平洋证券研究院整理

图表：2018全球人工甜味剂市场产值占比（亿元，%）

■ 糖精 ■ 甜蜜素 ■ 阿斯巴甜 ■ 安赛蜜 ■ 三氯蔗糖 ■ 甜菊糖 ■ 其他

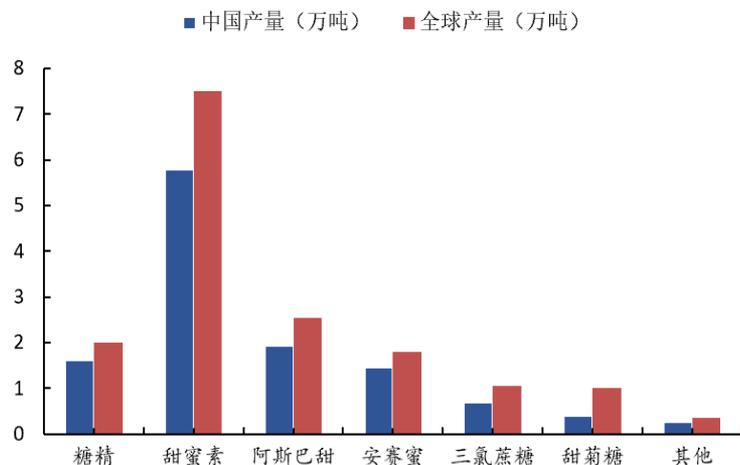


资料来源：智研资讯，太平洋证券研究院整理

新型人工甜味剂需求增速取决于：

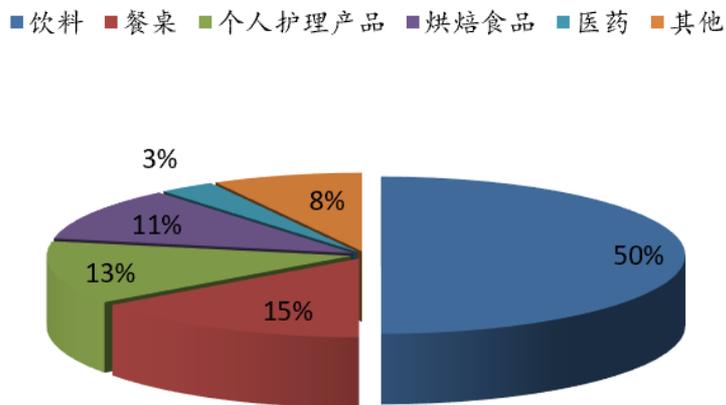
- 传统人工甜味剂的升级换代效率：**2018年我国糖精、甜蜜素、阿斯巴甜产量合计为9.3万吨，安赛蜜和三氯蔗糖产量分别为1.45万吨和0.7万吨；按相同的甜度计算，传统人工甜味剂若全部被安赛蜜替代，则安赛蜜需求为7.4万吨（增长412%），若全部被三氯蔗糖替代，需求为2.3万吨（增长226%）
- 人工甜味剂对蔗糖的加速替代：**根据食品商务网的估算，人工甜味剂对天然类甜味剂的替代以每年6-8%的速度增长。
- 地方政策的落实进度：**我国《食品添加使用标准》中，阿斯巴甜有60多项使用标准，安赛蜜和三氯蔗糖分别为20-30，使用范围仍有翻倍空间，目前公司正积极推进安赛蜜和三氯蔗糖使用标准制定，不断扩大其使用范围。

图表：2018年中国和全球人工甜味剂产量情况（万吨）



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：甜味剂下游运用领域



资料来源：智研资讯，太平洋证券研究院整理

3.1 安赛蜜：市占率60%以上，寡头垄断掌握定价权

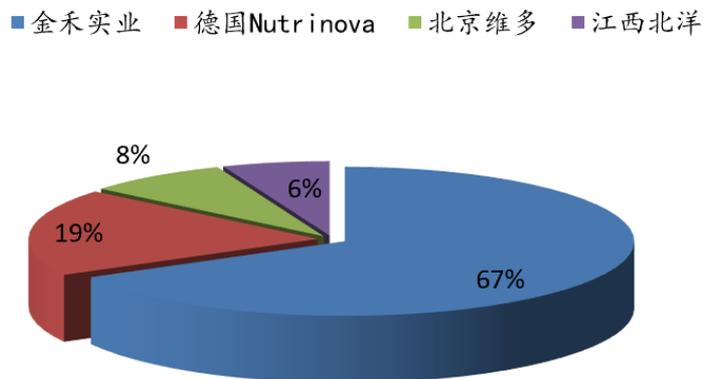
- 安赛蜜又名AK糖，化学名为乙酰磺酸钾，1967年首次合成，1983和1998年欧盟和美国分别批准其使用，国内也在1992年对其认可。广泛应用于食品、饮料、口腔卫生/化妆品（可用于口红、唇膏、牙膏和漱口水等）及药剂（用于糖浆制剂、糖衣片、苦药掩蔽剂等）等领域。
- 公司寡头地位稳定：**2015年2月行业产能第二的苏州浩波因长期亏损而破产重组，随后又遭遇环评问题，最终破产退出安赛蜜行业，造成市场供给大幅下降。目前仅金禾实业、德国Nutrinova和北京维多可稳定运行，合计产能约1.7万吨；而全球需求量为1.6-1.8万吨，考虑实际开工率，整体供需紧平衡。

图表：全球安赛蜜生产企业及产能情况

生产商	产能 (吨/年)	2016年销量 (吨/年)	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，完成退出
山东亚邦科技	3000	-	开工率低
德国Nutrinova	3500	2500	高端产品，价格高
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	-	暂未开车

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：2018年安赛蜜市场格局

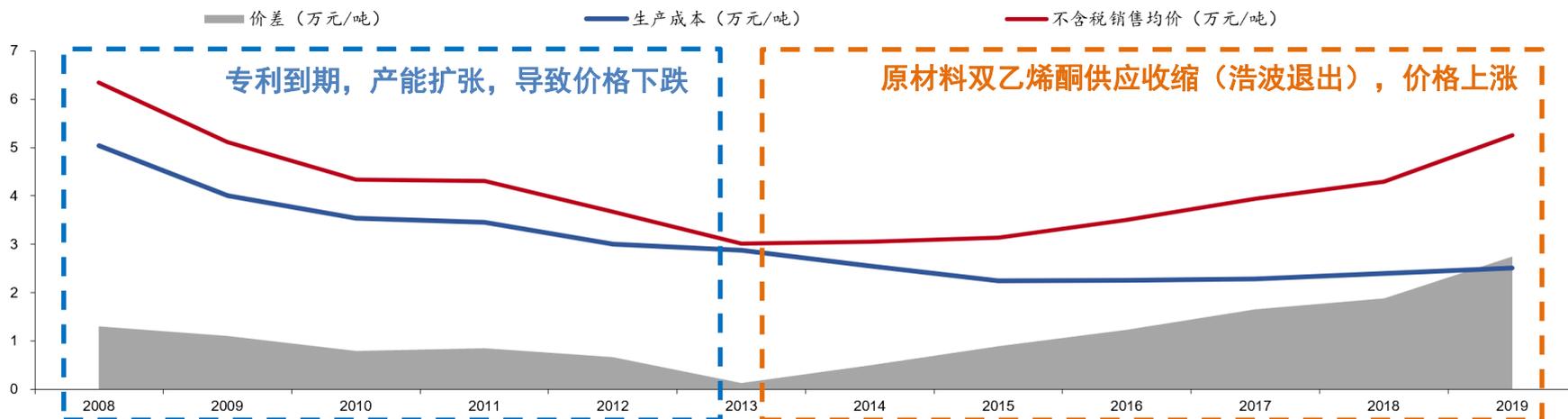


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

3.1 安赛蜜：公司从行业洗牌中脱颖而出，预计未来安赛蜜价格稳中有升

- 产能扩张恶性竞争时期已过：**2005年，德国Nutrinova安赛蜜专利到期，国内企业纷纷进入这一领域，导致产能快速增加，市场竞争加剧，公司不含税销售均价从2008年的6.35万元/吨跌至到2013年3.01万元/吨，多数中小企业在这个过程中亏损并退出行业竞争（主要竞争对手苏州浩波破产退出市场）。
- 过剩产能退出，安赛蜜价格2014年开始触底反弹，并在主要原材料双乙烯酮供给紧缩的驱动下持续上涨：**除了苏州浩波破产退出外，2014年4月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月双乙烯酮主要厂商江苏天成因环保问题退出；同年，双乙烯酮厂商宁波王龙发生泄漏事故而停产。随着化工环保标准升级，绝大部分中小型双乙烯酮生产企业将被逐步淘汰，双乙烯酮行业格局进入良性发展阶段，安赛蜜价格预计稳中有升。

图表：公司安赛蜜单位成本、销售均价及价差走势图

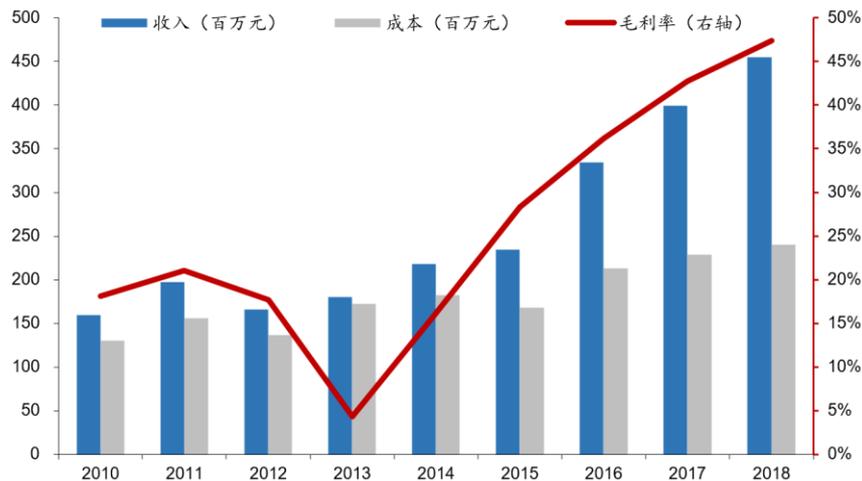


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

3.1 安赛蜜：公司营收快速增长，盈利大幅提升

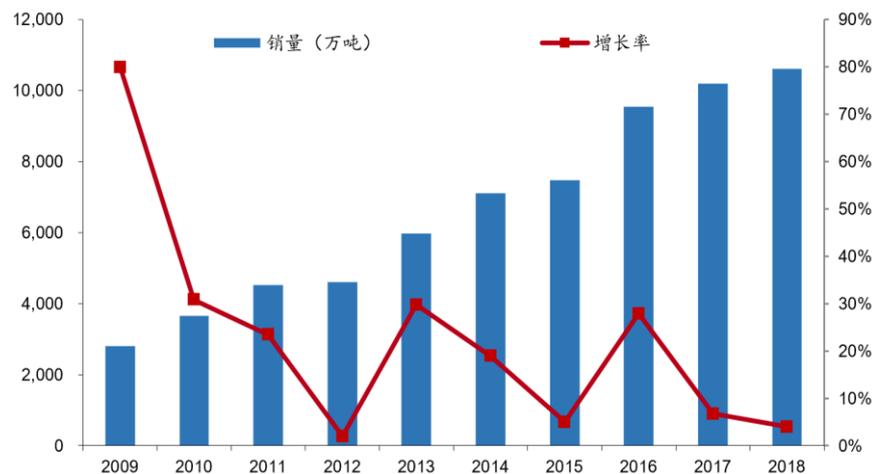
- **生产成本降低**：2010~2017年公司安赛蜜单位生产成本累计降幅达36.5%，主要是产能规模扩大和工艺技术进步。2013年开始随着价格上涨以及生产成本降低，公司安赛蜜毛利率持续提高，2017达到43.5%。
- **产能投入驱动产销量增长**：2012年7月公司IPO募投5000吨/年产能投产，导致2013年销量增长率超30%；2016年4月进一步扩产了3000吨/年产能，导致2016年销量增长率接近30%；**2019年公司安赛蜜装置满负荷运行，预计产销量同比增长10%~20%。**

图表：公司安赛蜜收入、成本与毛利率走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：公司安赛蜜销量走势图

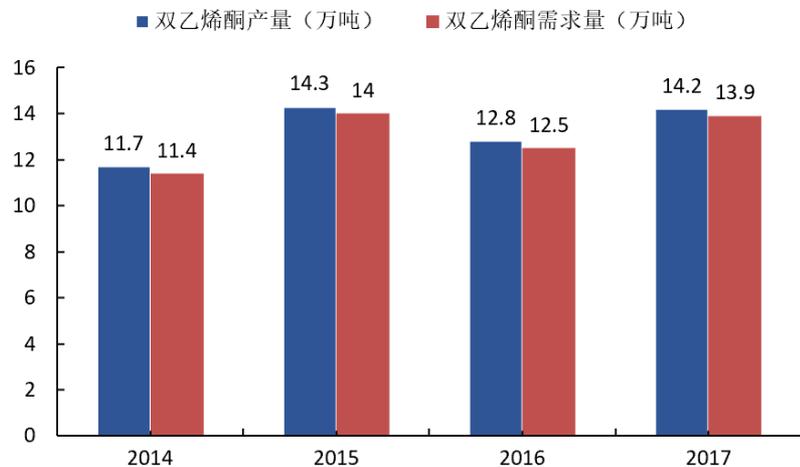


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3.1 安赛蜜：原料双乙烯酮价格对安赛蜜价格形成强支撑

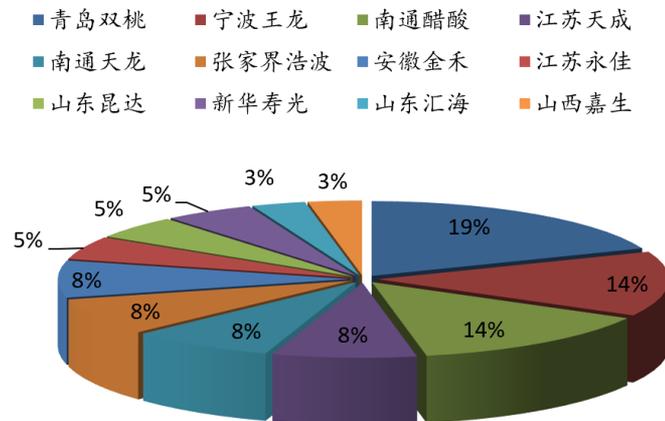
- 双乙烯酮被列为危化品，近年来事故不断，供给端逐步收缩：**江苏天成化自2016年4月以来，由于环保不达标停产整顿，2016年7月，宁波王龙由于管道泄露全面停产。2016年安赛蜜均价由2015年3.67万元/吨涨至4.1万元/吨。2017年，公司主要竞争对手江苏浩波因经营问题，产量大幅下降。受到供给端收缩的影响，安赛蜜价格持续上涨，当前价格为6.2-6.5万元/吨。
- 国家控制双乙烯酮的产能，地方小厂难以获得审批。预计未来，随着化工环保标准升级，绝大部分中小型双乙烯酮生产企业将被逐步淘汰，双乙烯酮的行业格局进入良性发展阶段。**

图表：2014-2017年全国双乙烯酮供需情况



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

图表：2017年中国主要双乙烯酮企业产能

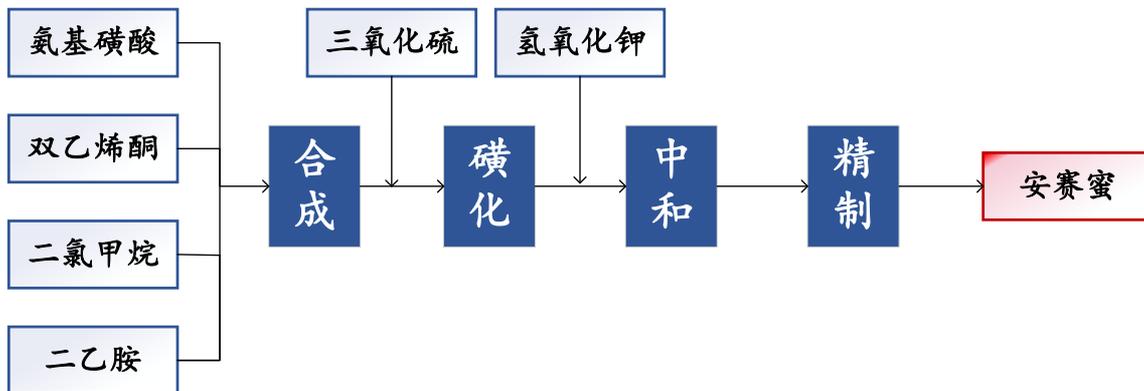


资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

3.1 安赛蜜：一体化优势与下游渠道优势造就护城河

- 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，处于国内最高水平。
- 原材料双乙烯酮壁垒较高，公司产业一体化供应稳定：**公司生产安赛蜜过程中，双乙烯酮的单耗平均为0.8左右。目前公司具备1.2万吨安赛蜜产能，需要消耗双乙烯酮约9600吨，公司现有双乙烯酮产能1万吨，完全满足公司安赛蜜的生产需求；一体化的优势使今年来公司安赛蜜生产成本始终保持全行业最低。
- 直销和经销相结合，深耕安赛蜜下游渠道：**公司的安赛蜜产品国内客户主要包括蒙牛、伊利、养元、今麦郎等大型饮料制造商，直销比例约占40%。
- 行业进入壁垒高：**安赛蜜生产难度大，攻克技术需要数年时间，另外审批流程繁琐，新建项目从审批到投产，需要1-2年时间，另外，食品添加剂申请国家认证获得审批，也需要1-2年时间，因此公司龙头地位稳固。

图表：安赛蜜生产工艺流程图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：下游主要客户

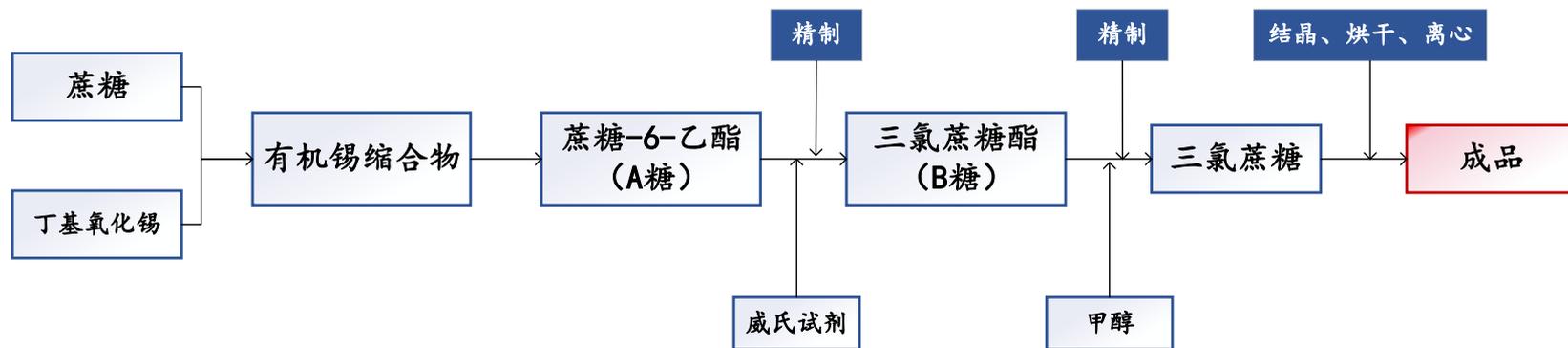
客户名称	产品
内蒙古蒙牛乳业股份有限公司	安赛蜜
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	安赛蜜
河北养元智汇饮品股份有限公司	安赛蜜
今麦郎饮品有限公司	安赛蜜
吉百利股份有限公司 (Cadbury)	安赛蜜

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

3.2 三氯蔗糖：公司工艺成熟稳定、产品收率高，在未来竞争中有望胜出

- 三氯蔗糖作为唯一一种以蔗糖为原料的甜味剂，甜度是蔗糖的600-650倍，甜味特征曲线几乎与蔗糖重叠，无苦涩味，每日容许摄入量ADI值15mg/kg安全性较高；且热值低、不会引起血糖波动、不会引起龋齿，可供糖尿病患者以及老年人使用；加上其溶解性好、耐酸碱、耐高温，适用范围十分广阔，被誉为新一代最佳的甜味剂
- **公司突破了单基团保护法工艺，技术已成熟稳定：**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2016年开始使用单基团保护法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有以下三个阶段：
 - 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糖进行选择性的氯化，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 $\text{PH} \geq 7$ ），即生成三氯蔗糖和乙酸甲酯。

图表：三氯蔗糖生产工艺流程图



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院整理

3.2 三氯蔗糖：公司产业链一体化，三氯蔗糖综合成本优势明显

- 氯化亚砷实现自给：**生产1吨的三氯蔗糖需要消耗12-15吨氯化亚砷，公司现有3000吨/年三氯蔗糖产能，公司于2019年9月定远项目一期完成了上游配套的4万吨/年氯化亚砷原料已投产，**完全实现生产原料自给。**
- 公司三氯蔗糖的收率、各项消耗指标领先于国内同行：**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，更具竞争优势。

图表：公司三氯蔗糖与同行生产指标对比

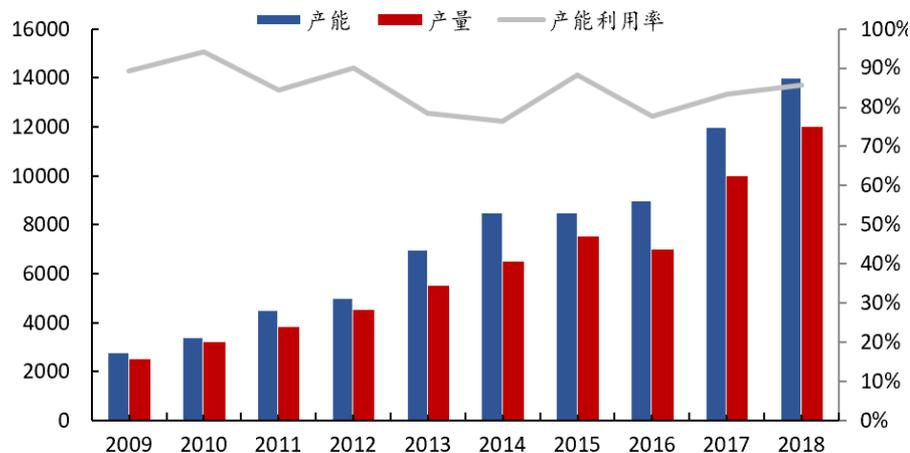
		金禾实业	江苏捷康	金禾优势
原材料指标	二丁基氧化锡	0.001	0.077	-98.70%
	DMF	0.37	0.27	37.04%
	三氯乙烷	0.14	0.17	-17.65%
	氯化亚砷	3.42	4.52	-24.34%
污染物排放指标	废气	2.18	2.35	-7.23%
	废水	14.82	15.01	-1.27%
	固废	0.34	0.88	-61.36%
能耗指标	水	15.5	16.23	-4.50%
	电	396.00	472	-16.10%
	蒸汽	28.8	37.5	-23.20%

资料来源：环评报告，太平洋证券研究院整理；当前3000吨/年规模预计指标更优。

3.2 三氯蔗糖：市场需求高速增长

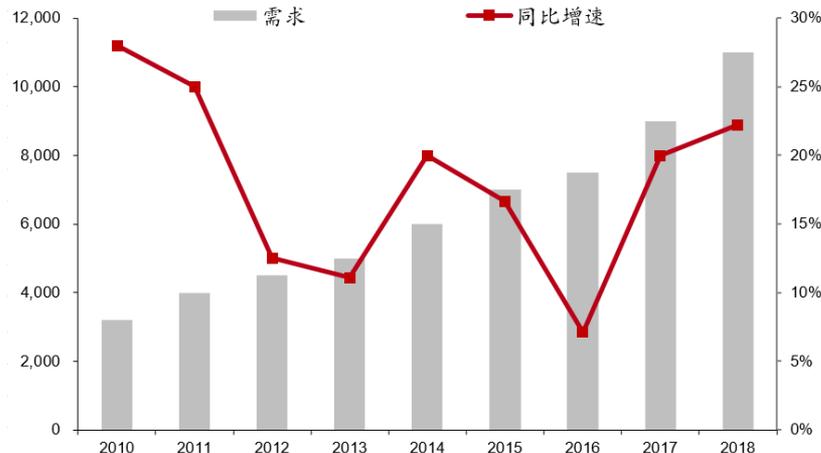
- 近几年全球三氯蔗糖产能产量及市场需求量稳步增长，已经成为甜味配料市场中需求增速最快的品种。2018年全球三氯蔗糖有效产能1.4万吨/年，产量1.2万吨，10年间均增长了约4倍，CAGR分别为17.46%、16.98%，10年间有效产能利用率约为80%。
- 全球三氯蔗糖的需求量从2009年的2500吨增至2018年的11000吨，10年间增长4倍以上。2010年至2018年的CAGR=15.97%，市场发展趋势向好，全球有120多个国家批准三氯蔗糖用于食品、保健品、医疗和日化产品等领域。
- 中国三氯蔗糖市场在2008年开始发展，到2018年市场需求量已接近3000吨，占全球总市场的30%左右，也是近年来全球市场增速最快的区域。目前，我国是三氯蔗糖生产和出口大国，产品80%出口，约20%内销；产能的进一步扩张，将进一步带动需求，三氯蔗糖发展前景可期。

图表：全球三氯蔗糖产能-产量-需求量（吨）



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：全球三氯蔗糖需求及同比增速

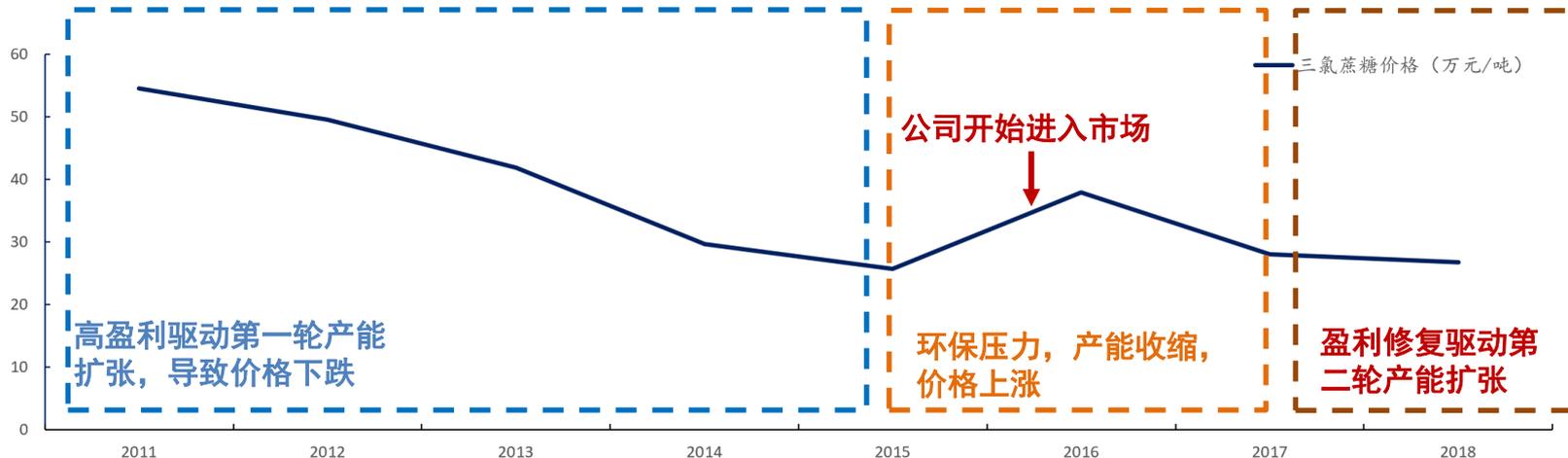


资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

3.2 三氯蔗糖：高利润驱动产能扩张，未来行业面临洗牌

- **产能扩张阶段：**2008年，我国进入三氯蔗糖市场，高盈利状态下驱动企业投资，三氯蔗糖价格一路下跌。2015年三氯蔗糖市场价格在25万元/吨左右，部分中小企业处于亏损状态。
- **产能紧缩阶段：**2016年3月，因连续超标排污，常州牛塘500吨装置的运行受到影响。4月，英国泰莱关闭新加坡2500吨产能进行搬迁。8月，盐城捷康因为环保问题停产整顿，一系列事件导致行业供给大幅收缩，库存紧张。2016年均价为35.5万吨，较2015年同比上涨38.1%，盈利好转使众多企业纷纷投建产能，开启第二轮产能快速扩张。
- 公司自从2016年开始进入三氯蔗糖市场，**最初产能仅有500吨；**公司对三氯蔗糖的技术路线进行了不断优化，2017年**新建1500吨三氯蔗糖项目；**公司在原有年产1500吨三氯蔗糖项目的基础上，**通过技改和扩建的方式将产能提升至3000吨，**在2019年2月建设完毕全面达产。**同时，公司拟扩建5000吨三氯蔗糖产能，预计2021年初建成投产，龙头地位进一步稳固。**

图表：三氯蔗糖出口价格走势



资料来源：海关总署，太平洋证券研究院整理

3.2 三氯蔗糖：公司产能持续扩张，将跃居全球第一

- 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%。
- 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，生产企业主要为康宝生化、广业清怡、山东中怡、盐城捷康，其余厂商大多经营效益较差或开工不正常
- 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，跃居全球第一。

图表：全球三氯蔗糖生产企业产能情况

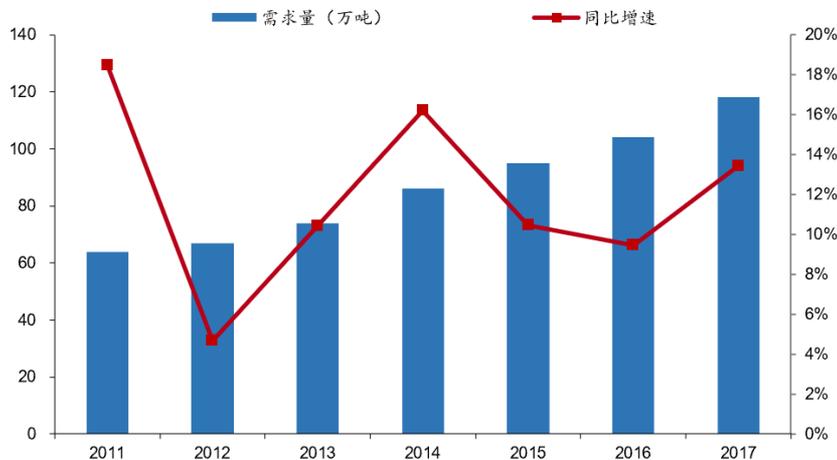
公司名称	所在地	产能（吨）	备注
英国泰莱	美国	3500	三氯蔗糖鼻祖
金禾实业	安徽滁州	3000	2021年底预计新增5000吨
康宝生化	山东东营	2700	实际约2000吨/年，难以完全达产
广业清怡	广东广州	2500	2017年5月广业清怡收购南通常海
山东中怡	山东临沂	2000	开工不稳定
新琪安	江西吉安	1500	存在环保问题，难以达产
盐城捷康	江苏盐城	1500	2016年8月因环保问题停产整顿
巨邦制药	江苏溧阳	500	
科隆化工	江苏常州	500	
三和维信	山东新泰	500	
科宏生物	福建永安	300	

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

3.3 麦芽酚：中国香精香料市场规模持续增长

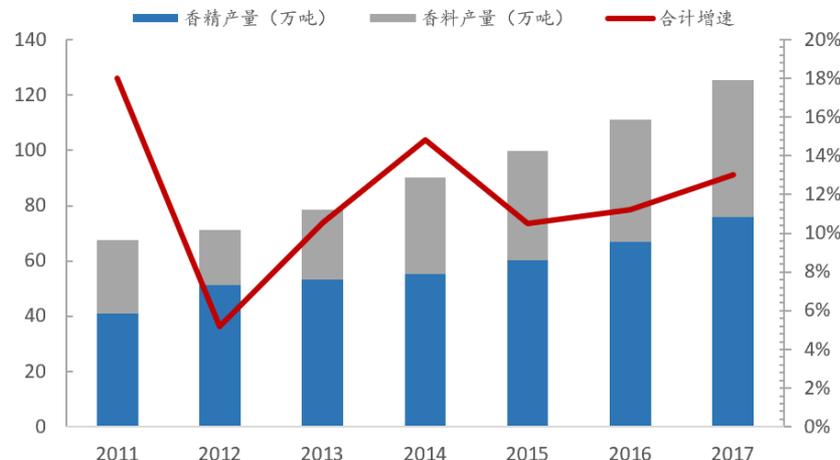
- 我国香精香料产量与需求量增长较快，集中度有待提高：**2017年中国香精香料产量为125万吨，同比增加13.2%，2011年以来的CAGR=9.22%，随着国内食品饮料、化妆品及化工等行业的发展，国内香精香料需求量达117万吨，同比增长13.4%，2011年以来的CAGR=9.13%。受限于资金、技术、人才等因素，**目前国内香精香料行业仍处于成长阶段，集中度较低，规模以上企业数量占比仅为35%**，多数企业以中低端市场为主，对高端市场的覆盖较少。

图表：中国香精香料需求量及增速



资料来源：香料香精化妆品工业协会，太平洋证券研究院整理

图表：中国香精香料产量及增速



资料来源：香料香精化妆品工业协会，太平洋证券研究院整理

3.3 麦芽酚：是重要的香料品种，应有广泛

- 甲、乙基麦芽酚适用范围不同，无交互替代性：**乙基麦芽酚属于人造香料，其稀释溶液具有水果香味，在香料适用上应用广泛，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。甲基麦芽酚因为熔点高的特点主要运用在烘焙上，此外在医药中间体制作中也有较多应用
- 麦芽酚市场需求稳中向好，公司积极开拓应用领域：**公司自1997年开始布局乙基麦芽酚产能，2003年在乙基麦芽酚的基础上攻克甲基麦芽酚技术，进入甲基麦芽酚市场。经过多年的发展，公司积累了丰富的下游客户。目前，公司甲、乙基麦芽酚的客户中包括国内大型的**食品制造商娃哈哈、有友**，也包括**国际大型香精公司奇华顿、德之馨**等。客户范围广，其中有**70%以上的产品出口到国外**。另外还向下游延伸**生产医药中间体 PHC（吡啶盐）**，扩大麦芽酚的应用领范围，预计麦芽酚需求将呈现稳中向好的局面。

图表：甲乙基麦芽酚特点与应用范围

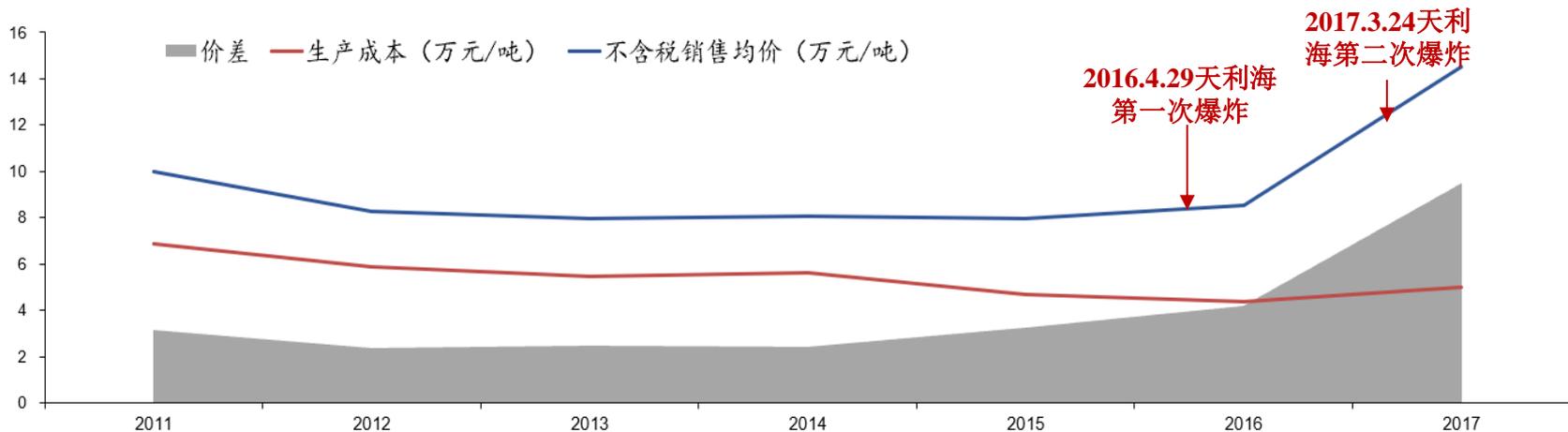
产品		特点	应用范围
甲基麦芽酚		天然等同香料，具有焦奶油硬糖的味道，稀释液可释放出草莓芬芳，熔点更高	烘焙产品、医药领域
乙基麦芽酚	纯香型	人造香料，增香效果更好，应用范围更广，可使整体香味更加统一，具有抗菌、防腐功能	水果香味突出，可抑制苦涩味
	淡焦香型		有浓厚的焦糖香味，可增强香甜鲜味
	增强焦香型		焦香味醇厚浓郁，受热溶解后余韵悠长
			饮料、果汁、化妆品、香烟等
			可使罐装熟肉呈粉红色
			高档火腿、肉肠

资料来源：食品商务网，太平洋证券研究院整理

3.3 麦芽酚：竞争格局良好

- 2016年以前国内仅北京天利海和金禾实业能够稳定生产，呈现双寡头垄断格局。2016年天利海发生第一次事故，因为生产厂商及下游客户库存能够支撑，与2015年相比，价格没有明显上涨，公司甲、乙基麦芽酚的销售均价分别为10.63万元/吨和9.66万元/吨。
- 2017年天利海第二次发生事故之后，供给明显紧张，产品市场报价一路走高，公司甲、乙基麦芽酚分别提价至15.5万元/吨和15万元/吨，产品的毛利率大幅提升。2018年，公司甲、乙基麦芽酚价格进一步上涨，随后正常回归。2020年以来，甲、乙基麦芽酚价格约为12-13万元/吨、10万元/吨，预计保持基本稳定。

图表：公司甲乙基麦芽酚单位成本、销售均价及价差



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

3.3 麦芽酚：公司生产工艺行业领先

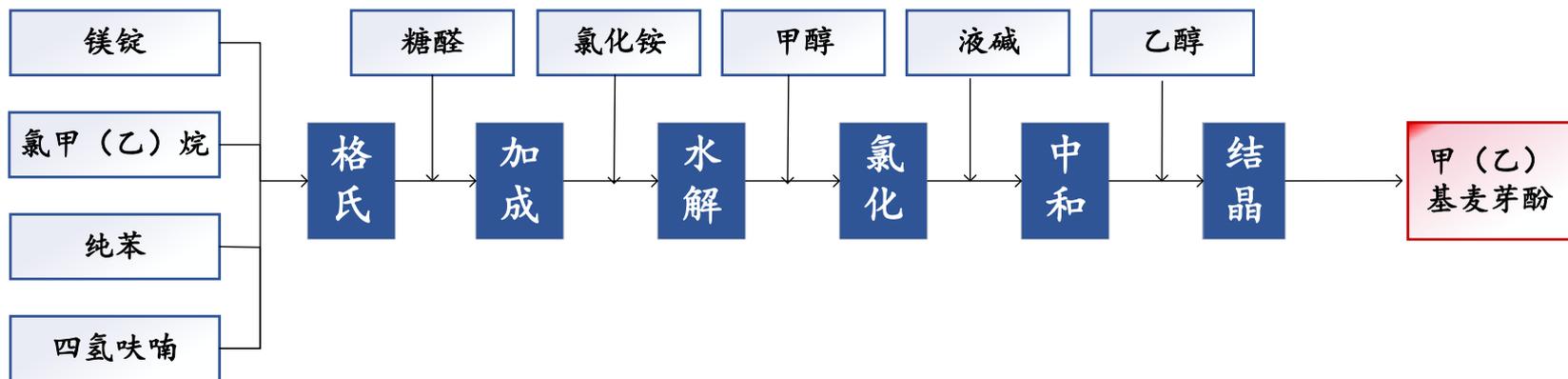
□ 公司采用糠醛路线生产麦芽酚，收率可达到 50%~60%:

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。

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%。

□ 定远项目提供原材料自给自足：甲基麦芽酚生产的糠醛单耗约为1.40，乙基麦芽酚约为1.26，目前公司具备甲基麦芽酚产能2000吨，乙基麦芽酚产能4000吨，合计需要对应糠醛产能7840吨，公司定远项目拟建设20000吨糠醛产能，足以实现原材料自己自足，在未来竞争激烈环境中保持成本优势。

图表：麦芽酚生产工艺流程图

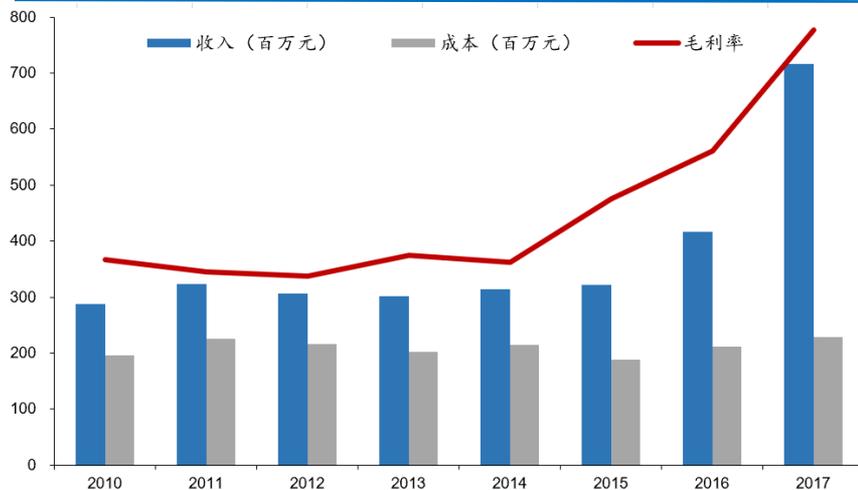


资料来源：公告资料，太平洋证券研究院整理

3.3 麦芽酚：具有一定技术壁垒，公司成本优势大

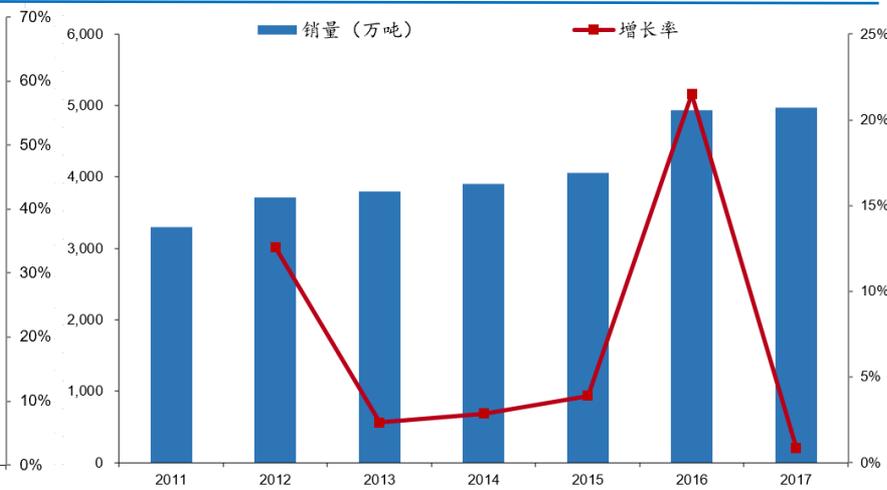
- 麦芽酚具有一定技术壁垒：**2016-2017年天利海连续两次发生重大安全事故，宁夏万香国际和新和成在生产和试车时均曾出现问题，表明麦芽酚生产有一定的技术壁垒；**公司具有良好的环保与安全系统，生产稳定。最近三年内，公司未收到环保处罚；为预防安全隐患，2017年公司1000吨/年甲乙基麦芽酚安全隐患整改项目完工。**
- 工艺优化带来成本优势：**公司麦芽酚项目建设较早，投资成本较低且折旧基本计提完成；公司原材料单耗较低，生产成本低于竞争对手20%，若考虑公司近年来的技术工艺优化及上游原材料配套，实际成本优势更加突出。
- 公司麦芽酚业务大幅增长，盈利丰厚：**近几年受益于价格上涨和销量提升，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。

图表：甲乙基麦芽酚收入成本及毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表：公司甲乙基麦芽酚销量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

3.3 麦芽酚：公司拟扩建5000吨/年产能，稳固龙头地位

- **计划扩建5000吨/年产能，做大做强：**公司目前是全球最大的生产厂商，扩建5000吨/年麦芽酚项目预计总投资约52,051.33万元，资金来源为金沃科技自筹资金。其中项目建设投资约为49,985.43万元，项目铺底流动资金约2,065.90万元。本次扩建一方面是增强自身在行业的龙头地位，同时也考虑到最大竞争者天利海可能退出市场带来的供给缺口。**天利海生产工厂不在化工园区内，未来有退出市场的可能性。**
- **新进入者造成冲击需要一定时间：**1.同行的麦芽酚基本是单一产品，没有形成有效的**循环产业经济**；2.香精香料是**下游客户粘性很高**的行业，如果产品价格没有20-30%的优势，下游客户很难切换供应商。

图表：麦芽酚产能分布

状态	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
现有产能	金禾实业	2000	4000	6000	
	北京天利海	500	4500	5000	未来可能退出
	宁夏万香国际	750	2500	3250	2018年底建成
	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
在建及规划产能	金禾实业			5000	建设期1年
	新和成	3000	6000	9000	3月12日公司表示一期3000吨待工艺完善、审批流程完成后再进行试车

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

3.4 “B端+C端”两手抓：延伸C端市场，打造爱乐甜品牌

- 公司在2018年底推出零售代糖产品“爱乐甜”：在甜味剂2B端，公司获得大量可口可乐公司的订单。同时，公司利用自身渠道优势，布局2C业务进行品牌建设，一方面有助于减少下游销售渠道的对外依赖，弱化产品降价压力；另一方面将提高终端客户的黏性与终端消费市场偏好的嗅觉。

图表：爱乐甜产品

- 定位为健康代糖：**该产品是基于公司生产的三氯蔗糖产品作为主要甜味来源，开发的0糖、0脂肪又低热量的代糖产品，适用于喜爱甜味，但又忌于糖分，碳水化合物摄入的人群，糖尿病人亦可食用。
- 零迁移和学习成本几乎：**通过调配各成分的相对添加量，使产品口感与白砂糖非常接近，且甜度比为1:1，使用户可以在不改变用糖习惯的前提下使用。
- 电商平台销量冠军：**自2019年7月上线以来已稳居淘宝网销量冠军宝座，市场反响良好；与1:1甜度的同类产品相比，公司产品在单价上具有一定优势。



资料来源：“爱乐甜”天猫旗舰店，太平洋证券研究院整理

3.4 “B端+C端”两手抓：O2O模式，扩大线下销售范围

- **吸纳优质营销研发团队，加大资源投入：**2020年公司计划投入1000万的费用进行爱乐甜推广。短期目标：**1.通过公司的大力推广，培养下游用户的消费习惯；2.制定行业用糖标准，为公司后续推广打下基础；3.整合建立渠道和零售团队。**
- **线上线下载局的战略定位：**扩大销售范围，让消费者形成习惯，以三个市场进行切入
 - 零售市场：**天猫旗舰店等线上平台已经取得一定市场份额，线下零售如全家、盒马、永辉超市也在计划中。
 - 快消行业：**公司积极沟通咖啡与奶茶品牌，如奈雪の茶与Coco已经开始试用公司的甜味剂。
 - 传统客户：**食品饮料行业

图表：爱乐甜营养成份

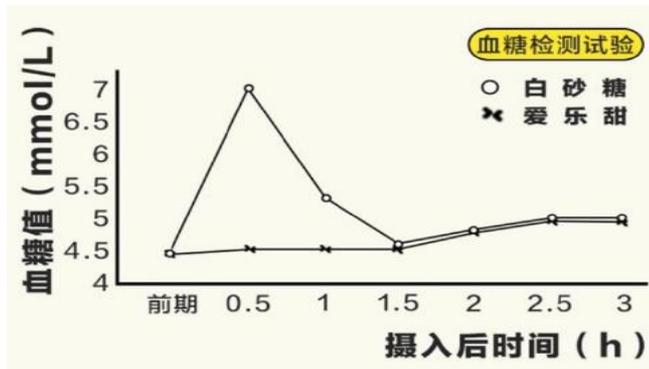
营养成分表		
项目	每100克(g)	NRV%
能量	0千焦(kJ)	0%
蛋白质	0克(g)	0%
脂肪	0克(g)	0%
碳水化合物	98.9克(g)	33%
——糖	0克(g)	
钠	0毫克(mg)	0%

* 按照GB28050问答说明，赤藓糖醇能量系数为0kJ/g

* 此碳水为无效碳水，不参与代谢

资料来源：“爱乐甜”天猫旗舰店，太平洋证券研究院整理

图表：摄入“爱乐甜”后血糖变化

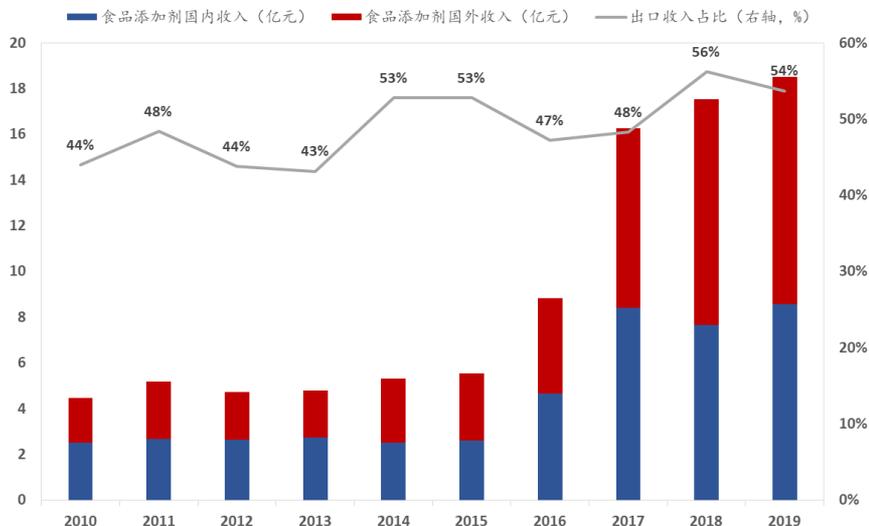


资料来源：“爱乐甜”天猫旗舰店，太平洋证券研究院整理

3.5 食品添加剂出口占据半壁江山

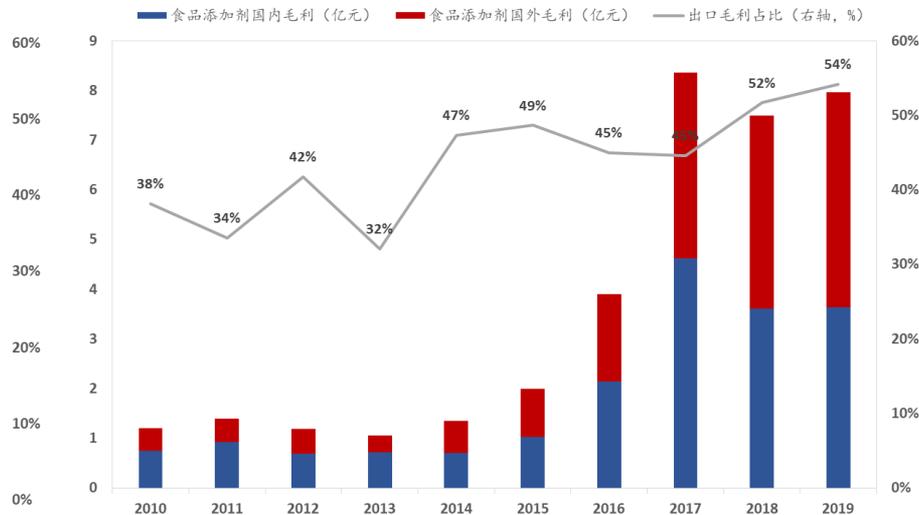
- **营收结构：**公司出口产品基本为食品添加剂，经推算，我们预计公司2019年食品添加剂出口占比54%。
- **毛利结构：**食品添加剂出口毛利占比与营收占比基本匹配，2019年为54%。
- **2020年公司获得大量可口可乐公司订单**

图表：食品添加剂营收国内外结构



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：食品添加剂毛利润国内外结构



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

剥离华尔泰化工，公司轻装上阵

- 公司发挥资源的综合利用优势，经过多年的拓展发展，逐渐形成完整的化工产品产业链，生产的基础化工产品主要为硝酸、三聚氰胺、液氨、碳铵、硫酸、新戊二醇、季戊四醇、甲醛、双氧水等，部分产品在华东地区市场占有率处于领先地位。
- 2017年公司对基础化工业务进行了瘦身，剥离了华尔泰化工，减少了周期波动对整体业绩带来的影响。现有基础化工主要服务于精细化工品业务。

图表：公司基础化工产能结构（万吨/年）

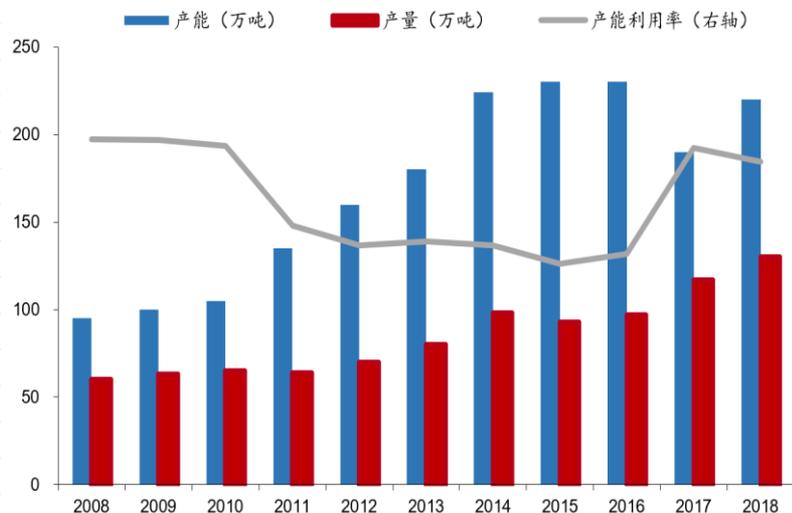
产品	原产能	现产能（剥离华尔泰）	未来计划
液氨	30	18	暂无
硝酸	45	12	暂无
三聚氰胺	8	6	暂无
新戊二醇	2.3	2.3	暂无
浓硫酸	90	30	暂无
碳铵	45	30	暂无
季戊四醇	2	2	暂无
甲醛	20	20	暂无
双氧水	35	35	暂无

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

三聚氰胺仍处于景气低谷，预计减少生产

- 三聚氰胺又称蜜胺，是一种以尿素为原料的重要有机化工中间体，下游主要面向板材家具等轻工领域，包括浸渍纸、板材、塑料、涂料等；是公司液氨-尿素-三聚氰胺产业链产品之一，公司在剥离华尔泰后仍有三聚氰胺产能6万吨。
- **供给宽松，需求端疲弱：**三聚氰胺行业产能近220万吨，开工率低。受环保政策、楼市走低、关税贸易的影响，下游人造板行业已几经淘汰洗牌，上一轮的环保已致使下游作坊式企业无复产机会，目前在产装置多基本达标，但环保及安全检查仍在继续，中期看需求面不会有明显的提升。

图表：三聚氰胺产能与产量情况



资料来源：百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表：三聚氰胺与尿素价格趋势

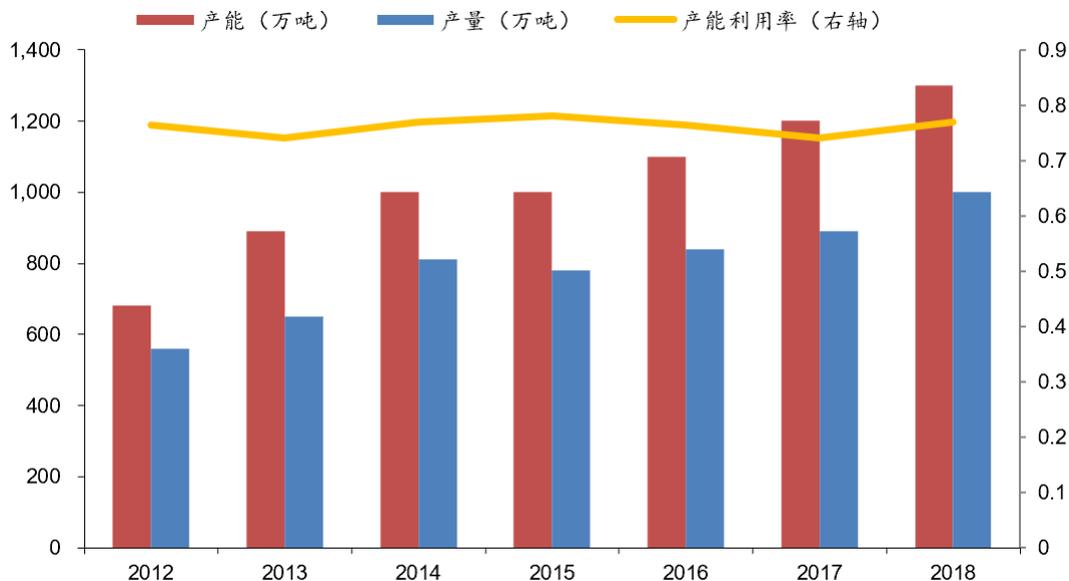


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

双氧水：供给增加，景气度回归正常水平

- 过氧化氢(H₂O₂), 是一种强氧化剂, 可任意比例与水混合, 水溶液俗称双氧水, 为无色透明液体。化学工业用作生产过硼酸钠、过碳酸钠、过氧乙酸、亚氯酸钠、过氧化硫脲等的原料, 酒石酸、维生素等的氧化剂。医药工业用作杀菌剂、消毒剂, 以及生产福美双杀虫剂和40抗菌剂的氧化剂, 还可用于电镀液及漂白; 公司产能为35万吨。
- 行业供给增加:** 自2010年以来我国双氧水产能扩张迅速, 每年以百万吨的以上的速度增长, 2018年双氧水价格涨至高位, 更是刺激了新增产能的投放速度, 2019年年底统计, 2019年新投产双氧水产能已经达到92.5万吨(折27.5%), 退出产能合计57万吨, 截止2019年12月, 目前国内双氧水产能已经达到了1476万吨
- 供过于求压力:** 2020年中国双氧水计划新增产能超400万吨, 上半年仅划定地区预计投产200万吨。

图表：双氧水产能与产量情况



资料来源：百川资讯，太平洋证券研究院整理

双氧水：供给增加，景气度回归正常水平

□ **价格回落，开工率同步下滑：**2019年1-12月27.5%双氧水均价为1079元/吨，2018年1-12月份27.5%双氧水均价为1242元/吨，同比下降13.12%。据百川盈孚统计，2019年我国双氧水平均开工率为75%，相对去年降低。

□ **产能分散，行业集中度较低：**由于双氧水易燃易爆等特点，销售半径集中于300-500公里范围内，造成了国内双氧水产能分布广，厂家众多的特点。目前国内双氧水厂家超百家，集中于山东、湖北、江苏、浙江等化工大省。当前规模在10万吨以下厂家仍有三四十家之多，规模在20万吨以内厂家23家，而超大规模厂家数量较少。**公司所处区域竞争较为缓和，公司具有区域优势。**

图表：双氧水价格走势（元/吨）

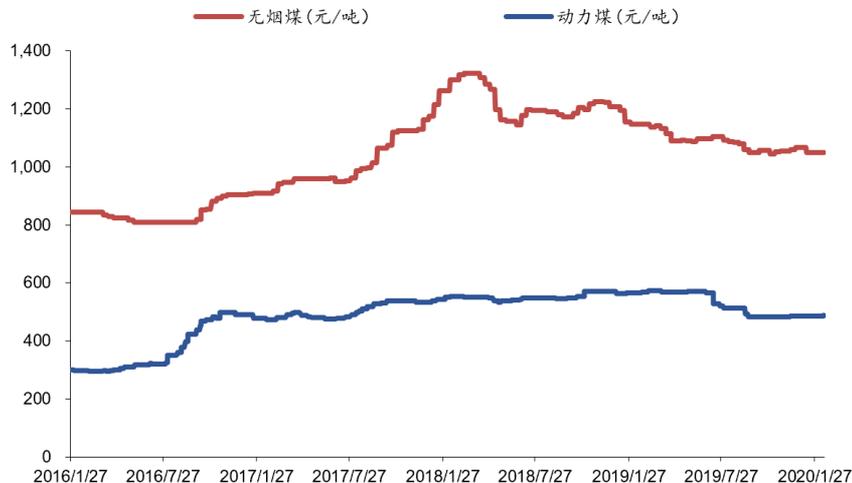


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

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1-12月无烟块煤、硫磺、尿素市场均价分别1099元、829元和1943元/吨，同比分别下跌10.18%、29.78%和6.08%，成本下降明显。

图表：无烟煤与动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：硫磺与尿素价格（元/吨）

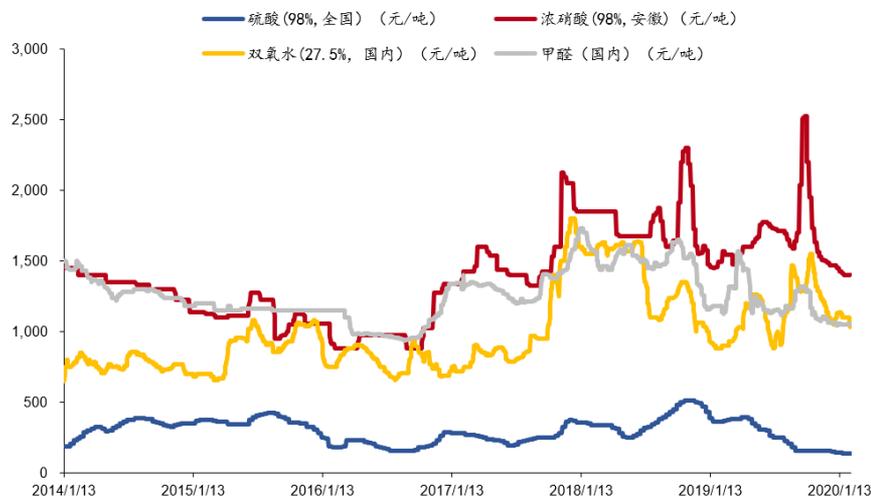


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

公司基础化工品将以服务配套精细化工业务为核心

- 基础化工品价格全线下跌：**2019年1-12月硫酸、硝酸、双氧水、甲醛市场均价分别为272元/吨、1654元/吨、1126元/吨、1207元/吨，同比分别下跌27.02%、7.49%、19.42%、20.59%；液氨、三聚氰胺市场均价分别为2891元、5716元、同比分别下跌8.42%、28.09%。
- 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。

图表：硫酸、硝酸、双氧水及甲醛价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：液氨及三聚氰胺价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

聚焦精细化工，拓宽护城河

- 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。

图表：公司定远循环经济产业园项目规划

项目	具体内容	投资额	项目建设情况
一期	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		改为发展糠醛产业链 麦芽酚移至二期
	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		
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			

图表：定远项目规划图



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

产业链上游延伸，实现原材料自给

- 公司通过定远项目，逐步解决安赛蜜原材料双乙烯酮、三氯蔗糖主要原材料氯化亚砷、麦芽酚主要原材料糠醛的供给不足问题。**通过产业链的上游延伸，公司可以有效减少原料交易成本，提高原材料供应链稳定性**
- **双乙烯酮**：是安赛蜜最主要的制备原料，它的供给能够直接影响安赛蜜的价格走势，公司来安县现有产能1万吨/年，刚好满足现有生产所需，定远二期计划扩能3万吨/年，预计2020年6月前开工，建设周期2年。同时，**双乙烯酮具有广泛应用范围**，下游可合成医药中间体、饲料添加剂、染料中间体、高分子中间体等，为公司后续布局提供原料支撑。
- **氯化亚砷**：是三氯蔗糖最主要的制备原料，目前定远一期已完成4万吨/年氯化亚砷的新建产能，可以完全补足现有三氯蔗糖的生产所需，预计将三氯蔗糖生产成本降低约4700元/吨，定远项目预计再新增4万吨产能，**以配备未来三氯蔗糖进一步扩产的生产需求。**
- **糠醛**：是甲基乙基麦芽酚的重要原材料，2019年9月，公司定远项目一期已经完成10000吨/年糠醛的产能建设，解决了麦芽酚生产自给问题。同时，**糠醛是一种应用非常广泛的精细化学品**，直接或间接下游产品达1600多种，应用涉及医药、农药、日化、树脂等众多领域。新建糠醛产能可作为定远项目其他产品原材料，为公司后续布局提供原料支撑。

图表：主要产品原材料自给生产前后的成本差异

产品	配套原料	单耗（吨/吨产品）	原料价格（不含税，元/吨）	成本降低（元/吨）
安赛蜜	双乙烯酮	0.80	6974	3483
三氯蔗糖	氯化亚砷	3.42	2807	4720
麦芽酚	糠醛	1.63	6579	1571

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

产业链下游延伸，精细化工多元化

- 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，公司拟投资3.56亿元进一步延伸了糠醛产业链。
- **佳乐麝香 (HHCB)** :是一种多环类人工合成麝香，被广泛应用于化妆品和其他个人护理品的生产过程中。香水中佳乐麝香的浓度最高，其使用度占了欧盟和美国麝香市场份额的95%。佳乐麝香主要有美国IFF公司(商品名称 Galaxolide)、英国 BBA 公司(商品名称 Abbalide)、以及日本的花王公司和以色列的 Ag-衄公司生产。
- **2-甲基咪喃**: 一种重要的有机化工中间体，以它为原料可以合成一系列有机化学品，如戊二烯、戊二醇、乙酞丙醇及酮类。医药中主要用作制取维生素B1，抗痢疾药磷酸氯哇、磷酸伯氨喳等。在工业上通过糠醛催化加氢来获得，属于糠醛的高附加值衍生物。公司的二甲基咪喃设计产能共5000吨，其中3000吨用于自用，主要用于生产2-甲基四氢咪喃。
- **2-甲基四氢咪喃**: 一种重要的有机中间体和优良的溶剂，可以应用到很多有机金属反应中，目前正作为一种新型溶剂被广泛应用于工业生产中。另外还可作为汽车燃料添加剂代替部分汽油，其优点是可与汽油以任意比互溶，具有优异的氧化和蒸汽压等性质。
- **咪喃铵盐**: 生产头孢咪辛钠和头孢咪辛酯的重要中间体。随着国内的用量逐渐增加，国内头孢咪辛酯和头孢咪辛钠生产技术的日益成熟，头孢咪辛的市场发展前景十分广阔。

图表：金轩科技项目规划

金轩科技项目	产能 (吨/年)	项目总投资 (亿元)	规划营收 (亿元)
佳乐麝香溶液	4500	3.56	10.9
2-甲基咪喃	5000 (40%外售)		
2-甲基四氢咪喃	3000		
咪喃铵盐	1000		

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

预测基础:

- 1.假设安赛蜜满产满销，价格稳定。
- 2.假设三氯蔗糖2021-2022年新增5000吨产能逐渐释放。
- 3.假设甲乙基麦芽酚2021年下半年新增5000吨产能逐渐释放。
- 4.定远一期项目生产稳定，4500吨麝香与呋喃等项目于2022年逐渐投产。

图表：盈利预测基础表

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
食品添加剂									
销售收入（亿元）	5.31	5.56	8.84	16.26	17.53	18.51	18.73	22.00	25.02
增长率	10.40%	4.59%	59.12%	83.88%	7.80%	5.56%	1.20%	17.46%	13.73%
毛利率	25%	36%	44%	51%	43%	43.04%	43.97%	45.25%	44.61%
销售成本（亿元）	3.97	3.56	4.93	7.90	10.04	10.54	10.49	12.05	13.86
大宗化工原料									
销售收入（亿元）	18.578	18.549	17.033	19.511	17.15	15.50	14.88	15.62	16.40
增长率	6.30%	-0.16%	-8.17%	14.54%	-12.11%	-9.63%	-4.00%	5.00%	5.00%
毛利率		13%	24%	29%	32%	24.08%	25.00%	25.20%	25.20%
销售成本（亿元）	16.476	16.093	12.983	13.837	11.619	11.76	11.16	11.68	12.27

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

预测结果及评级：

- 考虑本次新冠疫情影响，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为8.11亿元、9.76亿元、11.54亿元，对应EPS 1.45元、1.75元、2.06元，PE 13.7、11.4、9.6倍。**考虑公司为食品添加剂细分行业三氯蔗糖和安赛蜜（甜味剂）、甲基麦芽酚（香料）隐形冠军，在建定远基地聚焦高毛利精细化工项目，加深并拓宽护城河，给与2021年16倍估值，对应目标价28元，维持“买入”评级。**

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,972	4,053	4,585	5,398
(+/-%)	-3.9%	2.0%	13.1%	17.7%
净利润(百万元)	809	811	976	1,154
(+/-%)	-11.3%	0.3%	20.3%	18.2%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.45	1.75	2.06
市盈率(PE)	13.7	13.7	11.4	9.6

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- 宏观经济下滑；
- 原料采购价格波动及产品价格大幅下跌；
- 新建产能投产及销售不及预期；
- 环保及安全生产的风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566