

投资评级 优于大市 首次覆盖

国内甜味剂龙头，新项目陆续投产培育新的盈利增长点

股票数据

09月25日收盘价(元)	31.65
52周股价波动(元)	17.34-39.50
总股本/流通A股(百万股)	559/557
总市值/流通市值(百万元)	17685/17630

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.8	1.0	39.2
相对涨幅(%)	-5.8	-0.4	28.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@htsec.com

证书:S0850517110003

投资要点:

- **公司是国内甜味剂龙头，基础化工与精细化工协同效应明显。**公司甜味剂产品主要为安赛蜜和三氯蔗糖，分别属于第四代、第五代高倍甜味剂，均具有无能量、甜度高、口感纯正、安全性高等特点。其中安赛蜜产能12000吨/年，三氯蔗糖产能3500吨/年。香精系列产品包括甲基麦芽酚和乙基麦芽酚，截至2017年6月甲基麦芽酚产能1000吨/年，乙基麦芽酚产能3000吨/年。公司部分基础化工产品华东区域内具有显著的规模优势，基础化工与精细化工协同效应明显，一方面公司精细化工产业能够充分利用公司的辅助生产系统，从而降低了生产成本；另一方面，公司根据精细化工产品布局基础化工原材料，实现上下游一体化，有效降低生产成本。
- **食品添加剂营业收入占比逐渐增加，2020Q2年公司归母净利润触底回升。**2018-2020H1公司营业收入分别为41.33亿元、39.72亿元、18.29亿元，同比变化-7.75%、-3.89%、-7.53%，归母净利润分别为9.12亿元、8.09亿元、3.57亿元，同比变化-10.83%、-11.28%、-11.11%，其中2020Q2公司归母净利润2.05亿元，环比增长34.87%。我们认为随着新项目投产，公司归母净利润有望触底回升。
- **公司积极扩产食品添加剂产品，横向拓展培育新的盈利增长点。**三氯蔗糖方面，公司于2015年进军三氯蔗糖，在2018年公告扩产原有的三氯蔗糖生产线产能至3000吨后，公司于2019年12月拟以自有资金投资建设年产5000吨三氯蔗糖项目；麦芽酚方面，公司于2019年12月拟以自筹资金投资建设年产5000吨甲乙基麦芽酚项目，麦芽酚新项目有利于稳定市场供应格局；此外公司积极布局定远循环经济产业园，一期的年产4万吨氯化亚砷、年产1万吨糠醛、30MW生物质锅炉热电联产等项目已建成投产，同时公司将一期项目中年产5000吨甲乙基麦芽酚项目调整为年产4500吨佳乐麝香溶液等项目。我们认为不仅有利于实现产业链一体化建设，降低公司综合成本，同时进一步扩展公司产业链，增强公司综合竞争力。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2020-2022年归母净利润8.17亿元、9.58亿元和10.38亿元，对应EPS分别为1.46元、1.71元和1.86元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为2020年25-30倍，对应合理价值区间为36.5-43.8元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 新建项目进展不及预期；下游需求不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4133	3972	4170	5073	5633
(+/-)YoY(%)	-7.7%	-3.9%	5.0%	21.7%	11.0%
净利润(百万元)	912	809	817	958	1038
(+/-)YoY(%)	-10.8%	-11.3%	1.0%	17.2%	8.4%
全面摊薄EPS(元)	1.63	1.45	1.46	1.71	1.86
毛利率(%)	33.0%	31.3%	31.2%	30.2%	29.8%
净资产收益率(%)	23.3%	18.0%	15.2%	14.9%	13.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 金禾实业：国内食品添加剂细分龙头企业.....	5
1.1 公司是国内甜味剂龙头，基础化工与精细化工协同效应明显.....	5
1.2 食品添加剂营业收入占比逐渐增加，2020Q2 年公司归母净利润触底回升.....	5
2. 公司积极扩产食品添加剂产品，横向拓展培育新的盈利增长点.....	6
2.1 扩产三氯蔗糖，成本优势有望继续增强.....	6
2.2 扩产麦芽酚，稳定市场供应格局.....	7
2.3 布局定远循环经济产业园，培育新的盈利增长点.....	7
3. 盈利预测与估值区间.....	8
4. 风险提示.....	8
财务报表分析和预测.....	9

图目录

图 1	2018-2020H1 公司营业收入、归母净利润情况.....	6
图 2	2020H1 公司分产品收入占比情况.....	6
图 3	2020H1 年公司分产品毛利占比情况.....	6
图 4	2018-2020H1 公司销售毛利率及净利率变化（%）.....	6
图 5	三氯蔗糖制作工序与上游原料.....	7

表目录

表 1	公司主要产品及用途.....	5
表 2	金禾实业盈利预测.....	8
表 3	可比公司估值表.....	8

1. 金禾实业：国内食品添加剂细分龙头企业

1.1 公司是国内甜味剂龙头，基础化工与精细化工协同效应明显

公司是国内食品添加剂细分行业龙头，基础化工产品华东区域规模优势明显。公司精细化工产品主要是食品添加剂，包括甜味剂和香精系列产品。甜味剂产品主要为安赛蜜和三氯蔗糖，分别属于第四代、第五代高倍甜味剂，均具有无能量、甜度高、口感纯正、安全性高等特点，应用领域包括饮料、餐桌调味品、个人护理产品（如牙膏）、烘焙食品等，尤其在饮料领域应用广泛。其中安赛蜜产能 12000 吨/年，三氯蔗糖产能 3000 吨/年。香精系列产品包括甲基麦芽酚和乙基麦芽酚，甲基麦芽酚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。截至 2017 年 6 月甲基麦芽酚产能 1000 吨/年，乙基麦芽酚产能 3000 吨/年。基础化工产品方面，公司部分基础化工产品华东区域内具有显著的规模优势，公司基础化工产品主要包括硝酸、浓硫酸、双氧水、三聚氰胺等。

基础化工与精细化工协同效应明显，有效降低公司综合成本。一方面，公司基础化工生产线拥有完整的热能、电力、循环水和污水处理等辅助生产系统，公司精细化工产业能够充分利用公司的辅助生产系统，从而降低了生产成本；另一方面，公司根据精细化工产品布局基础化工原材料，实现上下游一体化，有效降低生产成本。

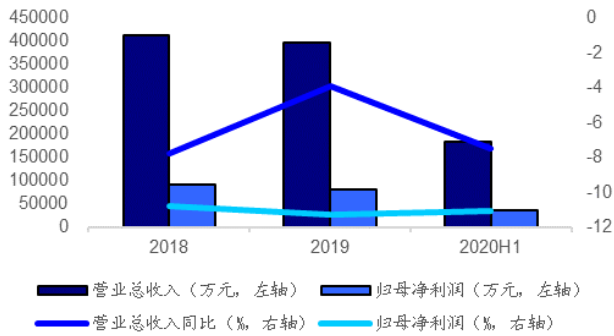
表 1 公司主要产品及用途

类别	细分产品类别	主要产品	主要用途及应用领域
食品添加剂产品	甜味剂产品	安赛蜜、三氯蔗糖	主要应用领域包括饮料、餐桌调味品、个人护理产品（如牙膏）、烘焙食品等，尤其在饮料领域应用广泛。
	香料系列产品	甲、乙基麦芽酚、 甲基环戊烯醇酮、 葡萄糖基甜菊糖苷产品、 佳乐麝香产品	广泛用于烟草、食品、饮料、肉制品、海鲜、香精、果酒、日用化妆品等。
功能性化学品及高端中间体	功能性化学品及高端中间体	季戊四醇、双季戊四醇、 糠醛、乙酰乙酸甲酯、 吡啶盐酸盐	主要用于生产高档涂料、树脂、高级润滑剂、表面活性剂、香精香料、医药中间体及生物基材料等。
大宗化学品	大宗化学品	液氨、双氧水、三聚氰胺、 甲醛、硫酸、硝酸、 双乙烯酮、氯化亚砷	部分大宗化学品在华东区域甚至在全国范围内，产能及市场占有率均达到领先地位。同时为公司功能性化学品、食品添加剂等提供稳定、高质量的原料。

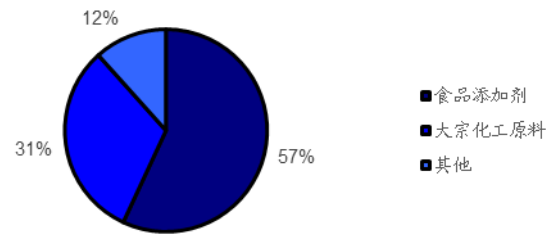
资料来源：2020 年半年度报告、海通证券研究所

1.2 食品添加剂营业收入占比逐渐增加，2020Q2 年公司归母净利润触底回升

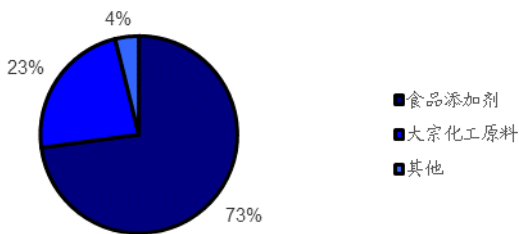
2018-2020H1 公司营业收入分别为 41.33 亿元、39.72 亿元、18.29 亿元，同比变化-7.75%、-3.89%、-7.53%，归母净利润分别为 9.12 亿元、8.09 亿元、3.57 亿元，同比变化-10.83%、-11.28%、-11.11%，其中 2020Q2 公司归母净利润 2.05 亿元，环比增长 34.87%。分产品来看，2020H1 公司食品添加剂、大宗化学品的营业收入分别占总营业收入的 56.95%、31.40%，其中公司食品添加剂占比逐步提升，2018-2020H1 分别为 42.42%、46.60%、56.95%。毛利方面，2020H1 食品添加剂、大宗化学品的毛利分别占总毛利的 72.88%、23.23%。我们认为随着新项目投产，公司归母净利润有望触底回升。

图1 2018-2020H1 公司营业收入、归母净利润情况


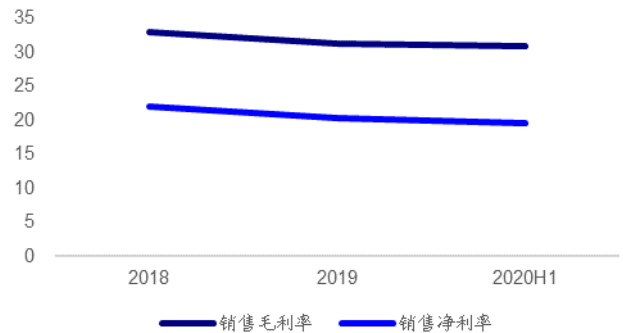
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图2 2020H1 公司分产品收入占比情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图3 2020H1 年公司分产品毛利占比情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

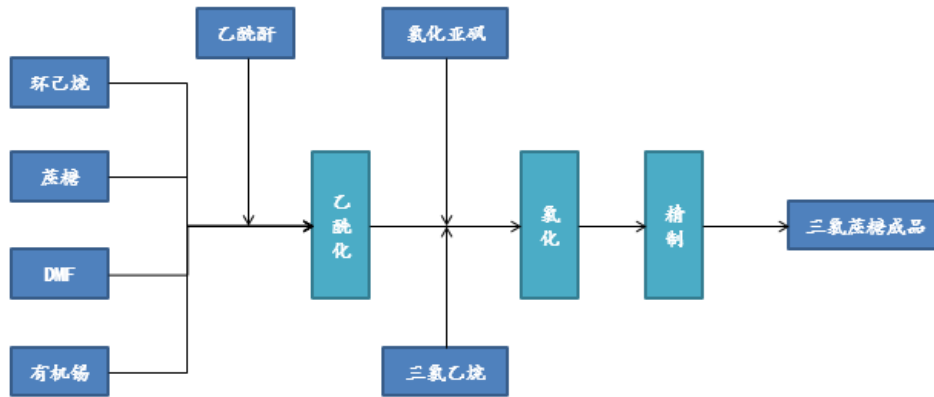
图4 2018-2020H1 公司销售毛利率及净利率变化 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

2. 公司积极扩产食品添加剂产品, 横向拓展培育新的盈利增长点

2.1 扩产三氯蔗糖, 成本优势有望继续增强

三氯蔗糖为第五代人工合成甜味剂, 以蔗糖为原料经氯化而制得, 甜度约为蔗糖的 600-650 倍, 以味质好, 储存期长, 稳定性好、无热量和安全性高等优点, 而被认为代表了目前强力甜味剂的发展方向。随着糖尿病、三高人群以及肥胖人士的逐年增多, 糖类与甜食对于人体健康的影响越来越受到人们的重视, 越来越多的人注意到要控制在饮食中摄入的糖类物质。以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的功能性甜味剂在食品饮料中的应用范围会更加广泛。

图5 三氯蔗糖制作工序与上游原料


资料来源：《安徽金禾实业股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》，海通证券研究所

三氯蔗糖持续扩产，成本行业领先。公司于2015年进军三氯蔗糖，在2018年公告扩产原有的三氯蔗糖生产线产能至3000吨后，公司于2019年12月拟以自有资金投资建设“安徽金禾实业股份有限公司年产5000吨三氯蔗糖项目”，预计整体建设周期为18个月，总投资额约为86437.50万元，项目投产后可实现年均销售收入102693.90万元。截至2020年6月30日，公司年产5000吨三氯蔗糖项目生产车间主体厂房基础部分已基本完成，相关设备已陆续完成订货。我们认为，该项目投产后将有效提高三氯蔗糖的市场占有率，进一步增强公司成本优势。

2.2 扩产麦芽酚，稳定市场供应格局

乙基麦芽酚应用领域比甲基麦芽酚广泛。麦芽酚既可应用于加工食品，又可应用于烹饪食品，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也应用较多。

截至2017年6月，公司甲、乙基麦芽酚产能合计已达4000吨/年，其中甲基麦芽酚1000吨/年，乙基麦芽酚3000吨/年，两种产品生产路线一致，可根据公司需求自行调节两种产品的生产，产能和市场占有率在全球范围内处于领先地位。公司于2019年12月拟以子公司滁州金沃生物科技有限公司自筹资金投资建设年产5000吨甲乙基麦芽酚项目，预计整体建设周期为12个月，总投资额约为52051.33万元。截至2020年6月30日，该项目正在推进相关行政审批工作。我们认为，该项目正式投产后公司麦芽酚产品产能将大幅提高，5000吨的新增产能将巩固并进一步提升公司在麦芽酚市场上现有的规模优势与地位，稳定市场供应格局。

2.3 布局定远循环经济产业园，培育新的盈利增长点

布局定远循环经济产业园，培育新的盈利增长点。2017年11月23日，公司与定远县人民政府签订《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22.5亿元建设循环经济产业园。该项目分为两期。项目一期计划建设：1) 年产1.5万吨糠醛配套燃烧糠醛渣及生物质原料为主的75t/h次高温次高压锅炉项目；2) 利用盐化工氯气为原料，新上年产5000吨高效食品添加剂甲乙基麦芽酚项目；3) 以氯气为原料，新上年产8万吨氯化亚砷项目；4) 以氯气为原料，新上高效消毒剂项目；5) 配套新上3000t/d的污水处理厂项目。目前一期的年产4万吨氯化亚砷、年产1万吨糠醛、30MW生物质锅炉热电联产等项目已建成投产，此外公司将一期项目中的年产5000吨高效食品添加剂甲乙基麦芽酚装置”调整为“年产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吨呋喃铵盐等项目”。我们认为一方面，公司扩产现有食品添加剂的上游原料，有利于实现产业链一体化建设，降低公司综合成本，提高公司竞争能力；另一方面，公司调整了原定的园内项目建设计划，着手佳乐麝香、呋喃铵盐等产品的生产，进一步扩展公司产业链，增强公司综合竞争力。

3. 盈利预测与估值区间

我们预计公司2020-2022年归母净利润8.17亿元、9.58亿元和10.38亿元，对应EPS分别为1.46元、1.71元和1.86元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为2020年25-30倍，对应合理价值区间为36.5-43.8元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表2 金禾实业盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
精细化工				
收入(亿元)	18.51	20.57	26.41	30.01
成本(亿元)	10.54	11.97	16.16	18.57
毛利率	43.04%	41.79%	38.80%	38.11%
基础化工				
收入(亿元)	15.50	15.42	16.62	16.62
成本(亿元)	11.76	11.87	12.70	12.70
毛利率	24.14%	23.03%	23.57%	23.57%
其他				
收入(亿元)	5.71	5.71	7.71	9.71
成本(亿元)	4.99	4.85	6.55	8.25
毛利率	12.61%	15.00%	15.00%	15.00%
总计				
收入(亿元)	39.72	41.70	50.73	56.33
成本(亿元)	27.29	28.69	35.41	39.52
毛利率	31.29%	31.19%	30.20%	29.84%

资料来源：公司2019年年报，Wind，海通证券研究所

表3 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600309	万华化学	69.03	3.23	2.56	3.90	21	27	18
600299	安迪苏	12.91	0.37	0.57	0.65	35	23	20
002562	兄弟科技	6.21	0.05	0.28	0.39	128	23	16
均值						61	24	18

注：收盘价为2020年9月25日价格，EPS为wind一致预期
 资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 风险提示

新建项目进展不及预期；下游需求不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3972	4170	5073	5633
每股收益	1.45	1.46	1.71	1.86	营业成本	2729	2869	3541	3952
每股净资产	8.02	9.62	11.51	13.58	毛利率%	31.3%	31.2%	30.2%	29.8%
每股经营现金流	1.62	1.83	2.02	2.21	营业税金及附加	32	36	42	48
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	131	134	165	182
P/E	21.87	21.64	18.46	17.04	营业费用率%	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%
P/B	3.95	3.29	2.75	2.33	管理费用	86	90	109	121
P/S	4.45	4.24	3.49	3.14	管理费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	10.48	14.75	12.55	11.31	EBIT	858	897	1041	1136
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-19	5	4	6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	31.3%	31.2%	30.2%	29.8%	资产减值损失	-13	-4	-9	-12
净利润率	20.4%	19.6%	18.9%	18.4%	投资收益	29	31	38	42
净资产收益率	18.0%	15.2%	14.9%	13.7%	营业利润	940	950	1113	1206
资产回报率	13.2%	11.4%	11.2%	10.3%	营业外收支	-3	-3	-3	-3
投资回报率	14.6%	12.9%	12.5%	11.5%	利润总额	937	947	1110	1203
盈利增长 (%)					EBITDA	1093	1098	1244	1338
营业收入增长率	-3.9%	5.0%	21.7%	11.0%	所得税	129	130	153	166
EBIT 增长率	-16.9%	4.6%	16.0%	9.1%	有效所得税率%	13.7%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润增长率	-11.3%	1.0%	17.2%	8.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	809	817	958	1038
资产负债率	27.1%	24.9%	24.7%	24.7%					
流动比率	3.56	3.56	3.40	3.18	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.17	3.21	3.05	2.87	货币资金	1776	2131	2812	3516
现金比率	1.58	1.72	1.79	1.81	应收账款及应收票据	220	251	347	417
经营效率指标					存货	373	357	462	504
应收帐款周转天数	20.23	22.00	25.00	27.00	其它流动资产	1632	1673	1718	1762
存货周转天数	49.83	45.40	47.62	46.51	流动资产合计	4000	4412	5340	6198
总资产周转率	0.65	0.58	0.59	0.56	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	2.24	1.85	1.91	1.72	固定资产	1774	2258	2655	3275
					在建工程	53	146	189	229
					无形资产	102	123	139	158
					非流动资产合计	2149	2746	3202	3881
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	6149	7158	8542	10079
净利润	809	817	958	1038	短期借款	100	138	237	457
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	716	781	947	1066
非现金支出	252	204	212	214	预收账款	39	38	48	52
非经营收益	-46	-21	-24	-19	其它流动负债	269	283	338	372
营运资金变动	-109	21	-16	4	流动负债合计	1125	1240	1569	1948
经营活动现金流	906	1021	1130	1237	长期借款	1	1	1	1
资产	-415	-728	-572	-775	其它长期负债	542	542	542	542
投资	-901	0	0	0	非流动负债合计	543	543	543	543
其他	79	31	38	42	负债总计	1667	1782	2111	2490
投资活动现金流	-1237	-697	-535	-733	实收资本	559	559	559	559
债权募资	100	38	98	220	归属于母公司所有者权益	4482	5376	6432	7589
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	-1
其他	-437	-7	-11	-21	负债和所有者权益合计	6149	7158	8542	10079
融资活动现金流	-337	31	87	200					
现金净流量	-657	355	682	703					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 25 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,新洋丰,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,N 上纬,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,利民股份,光华科技,万润股份,晨光新材,安道麦 A,飞凯材料,先达股份,赛轮轮胎,雅化集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。