

强烈推荐-A (维持)

金禾实业 002597.SZ

目标估值: NA-NA 元

当前股价: 31.5 元

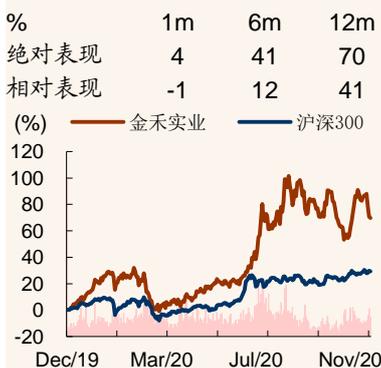
2020年12月01日

食品添加剂细分龙头，无糖化带来发展新机遇

基础数据

上证综指	3392
总股本(万股)	56083
已上市流通股(万股)	55909
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	176
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	15.3
资产负债率	26.9%
主要股东	安徽金瑞投资集团有
主要股东持股比例	44.66%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金禾实业(002597)一三季度业绩短期承压,新项目带来确定性增长》2020-10-31
- 2、《金禾实业(002597)一二季度业绩环比大幅改善,新项目快速推进》2020-08-28
- 3、《金禾实业(002597)一业绩受疫情影响同比下滑,食品添加剂产品价格保持稳定》2020-04-27

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

曹承安

caochengan@cmschina.com.cn
S1090520080002

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

公司是全球人工甜味剂行业龙头,无糖化带来发展新机遇,香精香料产品麦芽酚竞争力强,公司成本优势明显,同时不断加强产业链一体化,横向纵向延伸,新项目打开成长空间。预计2020~2022年公司归母净利润分别为7.19亿、9.54亿、11.49亿元,当前股价对应PE分别为25、19、15倍,维持“强烈推荐-A”评级。

- 全球人工甜味剂行业龙头,无糖化带来发展良机。公司甜味剂产品主要为安赛蜜和三氯蔗糖。经过多年洗牌,目前公司安赛蜜处于寡头垄断地位,自2016年以来一直掌握市场定价权,全球市场份额超过60%。目前公司重点发展三氯蔗糖业务,现有产能3000吨/年,稳居全球第二,在建5000吨/年产能即将投产,市场控制力将大幅增强。随着食品饮料无糖化趋势发展,人工甜味剂需求快速提升,公司是代糖赛道最优质企业,成本竞争力强,同时不断加强“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设,持续拓展终端市场。
- 麦芽酚行业竞争趋激烈,公司持续巩固优势地位。麦芽酚行业经过多年洗牌后公司竞争地位大幅提升,2018年全球市场份额超过50%,公司现有产能4000吨/年,工艺技术不断优化,各项指标领先。近年以来麦芽酚行业新进入者增多,由于部分新产能投产不顺利且部分产能可能退出,公司计划新建5000吨/年甲乙基麦芽酚产能,进一步巩固其在麦芽酚行业的优势地位。
- 不断加强产业链一体化,新项目打开成长空间。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横向纵向延伸,完善原材料配套,提高产品附加值。公司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,为进一步延伸糠醛产业链,公司布局了香精香料、农药及医药中间体等项目。随着一系列新项目陆续建成投产,有望再造新金禾。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。预计2020~2022年公司归母净利润分别为7.19亿、9.54亿、11.49亿元,EPS分别为1.29、1.71、2.06元,当前股价对应PE分别为25、19、15倍,维持“强烈推荐-A”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。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4133	3972	3714	4947	5754
同比增长	-8%	-4%	-6%	33%	16%
营业利润(百万元)	1063	940	850	1127	1356
同比增长	-13%	-12%	-10%	33%	20%
净利润(百万元)	912	809	719	954	1149
同比增长	-12%	-11%	-11%	33%	20%
每股收益(元)	1.63	1.45	1.29	1.71	2.06
PE	19.3	21.8	24.5	18.4	15.3
PB	4.5	3.9	3.6	3.1	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司是食品添加剂领域优质企业.....	5
1、依托基础化工拓展食品添加剂.....	5
2、经营业绩总体保持较好水平.....	6
3、良好的激励政策利好公司发展.....	7
二、不断发展壮大人工甜味剂业务.....	8
1、人工甜味剂市场发展前景广阔.....	8
2、公司将持续引领全球安赛蜜市场.....	12
3、三氯蔗糖打开公司甜味剂发展空间.....	13
(1) 全球三氯蔗糖市场需求快速增长.....	13
(2) 公司行业地位有望进一步提升.....	14
三、持续巩固麦芽酚行业龙头地位.....	16
1、国内香精香料市场快速增长.....	16
2、不断延伸产业链提高竞争力.....	17
四、强化基础化工品配套功能定位.....	20
五、倾心打造定远基地再造新金禾.....	21
六、关键假设和投资建议.....	22
1、关键假设.....	22
2、投资建议.....	23
七、风险提示.....	23

图表目录

图 1: 公司历史发展进程.....	5
图 2: 公司上下游产业链图.....	6
图 3: 公司近几年营业收入情况.....	7
图 4: 公司近几年归母净利润情况.....	7
图 5: 2019 年公司营业收入构成.....	7
图 6: 近几年公司主营业务毛利率.....	7
图 7: 2020H1 公司股权结构图.....	8
图 8: 常见甜味剂分类及产品.....	9
图 9: 全球及中国糖尿病患者人数.....	9

图 10: 全球甜味配料市场构成	11
图 11: 甜味剂下游应用领域分布	11
图 12: 2018 年全球人工甜味剂产值占比	11
图 13: 2018 年全球和中国人工甜味剂产量	11
图 14: 安赛蜜生产工艺流程图	12
图 15: 公司安赛蜜收入成本及毛利率	13
图 16: 公司安赛蜜销量价格及单位成本	13
图 17: 全球三氯蔗糖产能产量及产能利用率	13
图 18: 全球三氯蔗糖需求量及同比增速	13
图 19: 我国三氯蔗糖出口额及增速	14
图 20: 我国三氯蔗糖出口量及出口价格	14
图 21: 三氯蔗糖生产工艺流程图	14
图 22: 全球香精香料市场规模及增速	17
图 23: 中国香精香料市场规模及增速	17
图 24: 中国香精香料产量及增速	17
图 25: 中国香精香料需求量及增速	17
图 26: 麦芽酚生产工艺流程图	18
图 27: 天利海停产整顿前后麦芽酚价格变化	18
图 28: 金禾实业和万香国际主要原料成本比较	19
图 29: 公司甲乙基麦芽酚收入成本及毛利率	20
图 30: 公司甲乙基麦芽酚销量价格及单位成本	20
图 31: 公司基础化工业务收入毛利及毛利率	20
图 32: 近几年公司基础化工品产销量及库存	20
图 33: 无烟块煤和动力煤价格走势	21
图 34: 硫磺和尿素价格走势	21
图 35: 硝酸/硫酸/双氧水/甲醛价格走势	21
图 36: 液氨和三聚氰胺价格走势	21
图 37: 金禾实业历史 PE Band	24
图 38: 金禾实业历史 PB Band	24
表 1: 公司现有产品种类及产能情况	6

表 2: 全球部分国家和地区含糖饮料征税情况.....	9
表 3: 常见甜味剂品种性能指标比较	10
表 4: 常见低糖饮料及其添加的甜味剂种类	11
表 5: 全球安赛蜜生产企业及产能情况.....	12
表 6: 单基因保护法生产步骤及方法特点	15
表 7: 公司三氯蔗糖与同行生产指标对比	15
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.....	19
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: 销售收入结构预测.....	23
表 14: 估值对比表	23
附: 财务预测表	25

一、公司是食品添加剂领域优质企业

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，主要从事基础化工品和精细化工品研发、生产和销售的企业，是甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖和香精香料麦芽酚的主要供应商，主要服务于食品饮料、日用消费、医药健康等领域，目前公司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、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。

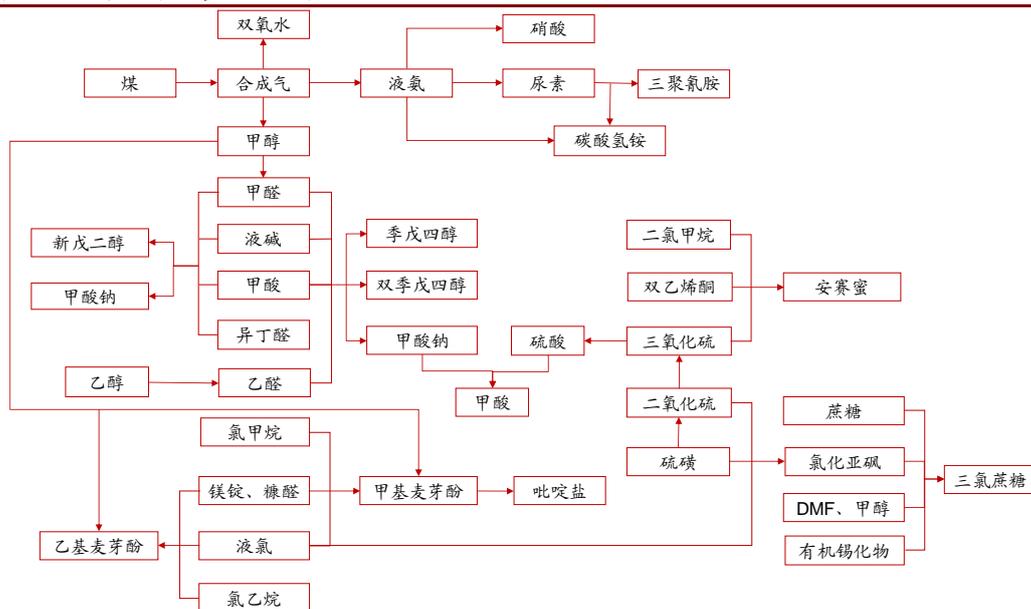
图 1：公司历史发展进程



资料来源：公司公告、招商证券

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，减小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、招商证券

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。公司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，进一步扩充产能，不断丰富产品线。

表 1: 公司现有产品种类及产能情况

厂商	总部所在地	产能	备注
精细化工品	安赛蜜	1.2	技改进一步提升产能
	三氯蔗糖	0.3	在建产能 5000 吨/年
	甲乙基麦芽酚	0.4	计划新建产能 5000 吨/年
	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	
	三聚氰胺	6	
	双氧水	35	
基础化工品	浓硫酸	30	
	硝酸	12	配套为主，部分外卖
	碳铵	35	
	新戊二醇	2.3	
	季戊四醇	2	
	液氨	18	
	甲醛	20	

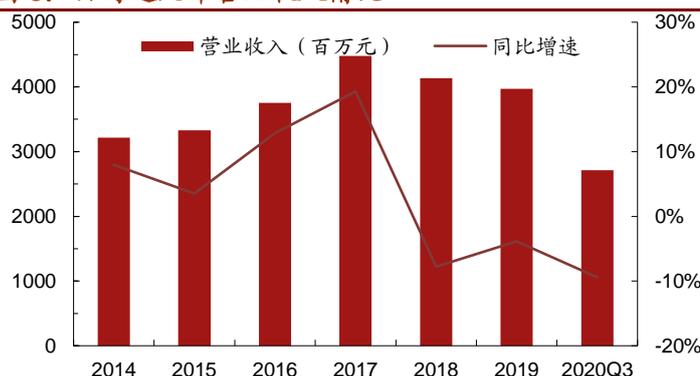
资料来源: 公司公告、招商证券

2、经营业绩总体保持较好水平

近几年公司业绩迈上新台阶，目前仍维持较好水平。近几年公司始终坚持以食品添加剂

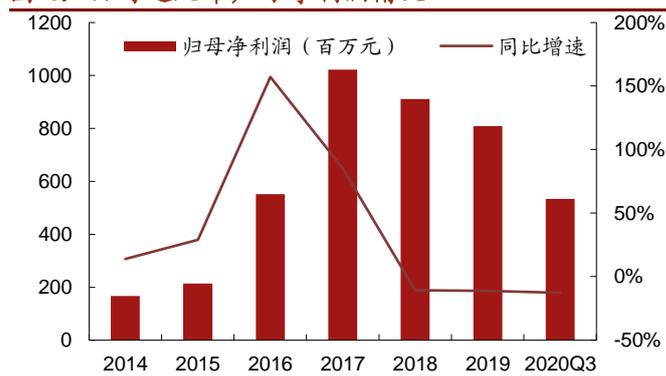
为优先发展方向，不断提高自身工艺技术水平，取得了丰硕成果。2019 年公司营业收入 39.7 亿，2014 年以来年均增长 4.3%，其中 2017 年公司剥离了华尔泰化工；归母净利润 8.1 亿元，2014 年以来年均增长 37.2%，其中 2016、2017 年同比分别增长 157%、85%，主要是食品添加剂价格大涨以及大宗化学品周期上行。受三氯蔗糖及麦芽酚价格下跌及大宗化学品景气度下降影响，2018 年开始公司收入和利润均下滑，2020 年前三季度公司实现收入 27.1 亿元、归母净利润 5.3 亿元，同比分别下降 9.4%、12.7%，随着新项目陆续投产及周期品价格上涨，公司业绩有望触底反弹。

图 3: 公司近几年营业收入情况



资料来源: Wind 资讯、招商证券

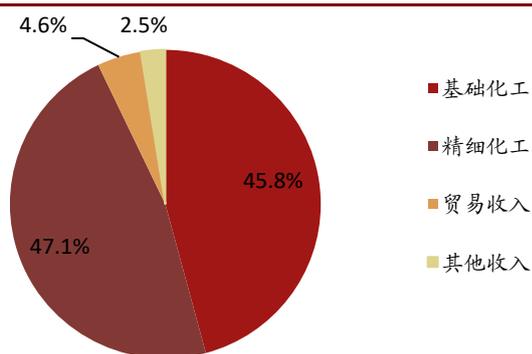
图 4: 公司近几年归母净利润情况



资料来源: Wind 资讯、招商证券

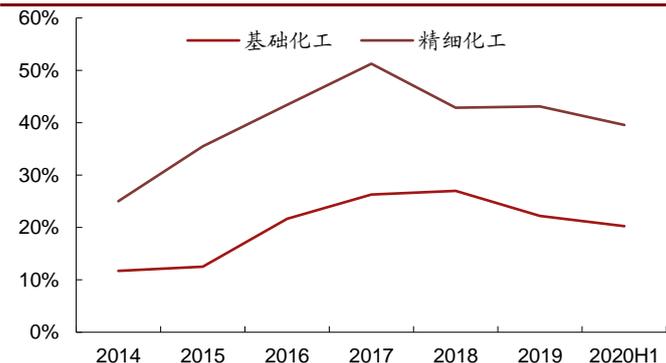
精细化工比重大幅提高，毛利率有所回落。经过近年来的产品结构调整，公司精细化工业务得以快速发展，目前已经成为公司业绩支柱。2019 年公司精细化工业务收入占比 47.1%，较 2014 年提高 30 pct，毛利润占比提高到 65%，对公司业绩具有决定性影响。2019 年公司精细化工毛利率同比提升 0.24 pct 至 43.1%，2020 年上半年受新冠肺炎疫情等因素影响，毛利率有所下滑。2020 年上半年公司基础化工业务毛利率 20.3%，同比提升 0.06 pct，尽管价格下跌明显，但盈利能力基本保持平稳。

图 5: 2019 年公司营业收入构成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 近几年公司主营业务毛利率



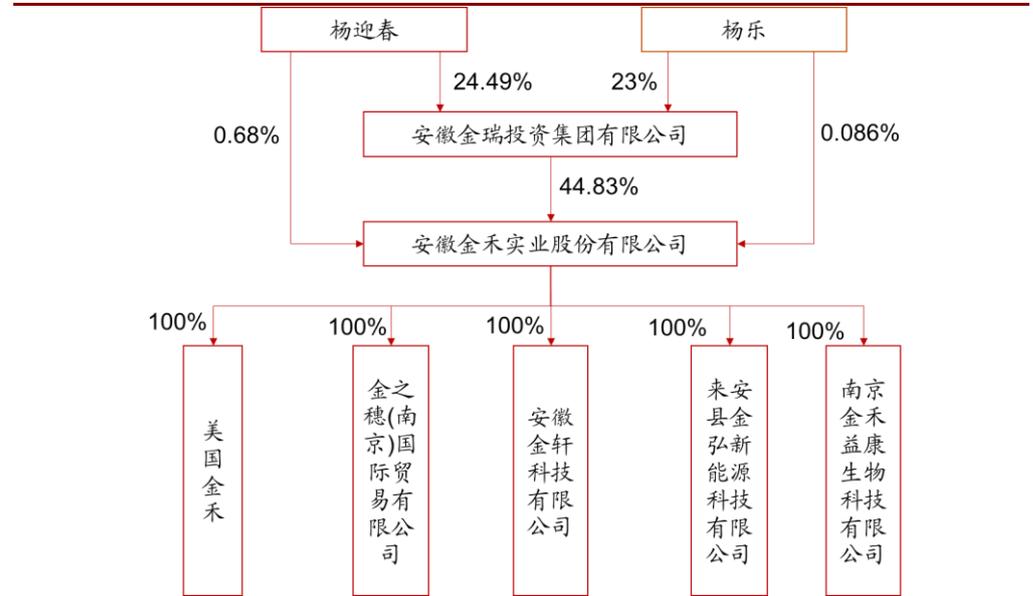
资料来源: 公司公告、招商证券

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。截至 2020 年 6 月底公司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。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，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 7：2020H1 公司股权结构图



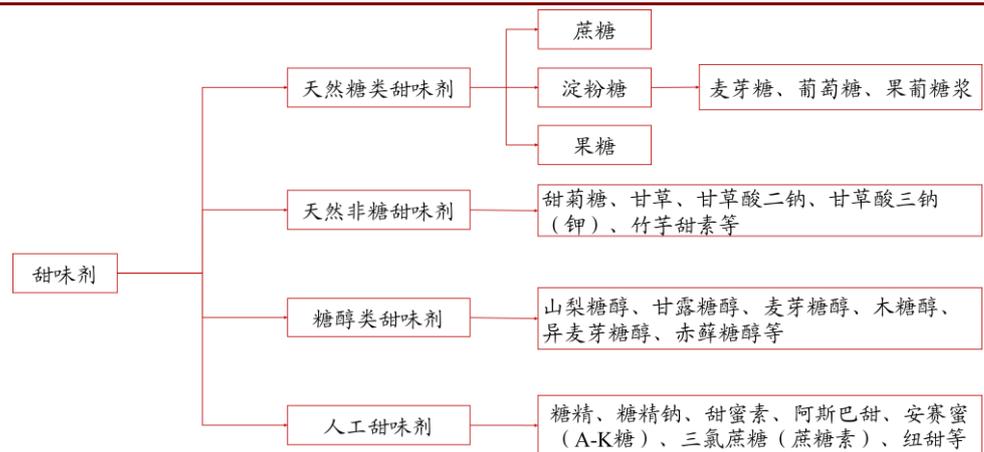
资料来源：公司公告、招商证券

二、不断发展壮大人工甜味剂业务

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，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。

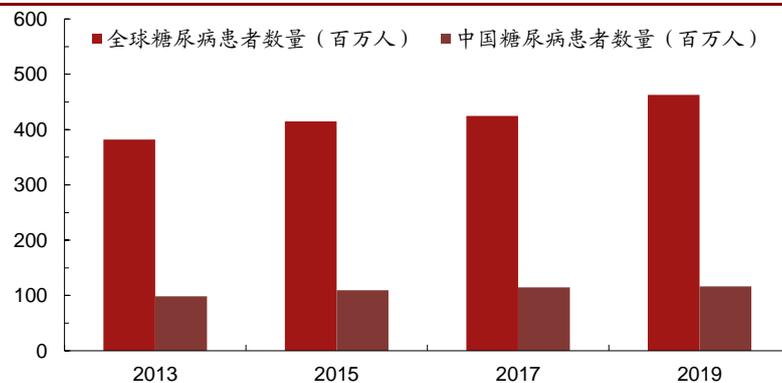
图 8: 常见甜味剂分类及产品



资料来源: 公开资料整理、招商证券

人工甜味剂有望部分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。2019 年全球糖尿病患者人数 4.63 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, 2019 年全球占比约 25%。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: Wind 资讯、招商证券

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	饮料种类	税种	税率
法国	2011 年	添加糖和含糖饮料、	消费税	7.5€/100 L
匈牙利	2011 年	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
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	10~14 mg/100 mL, 1 泰铢; 14~18 mg/100 mL, 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、招商证券

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。

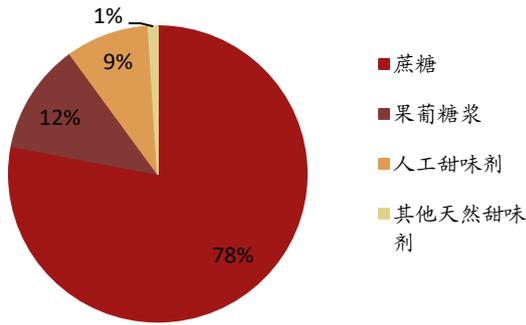
表 3: 常见甜味剂品种性能指标比较

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
赤藓糖醇	0.7	20	0.035	安全性较好,甜度较低需复配	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	200	3.25	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、招商证券

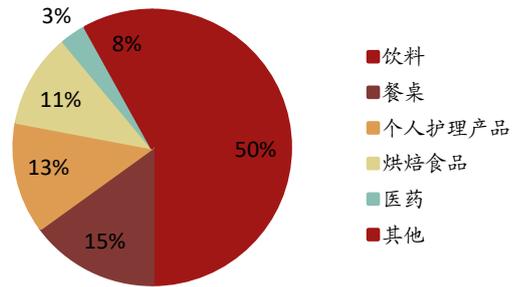
人工甜味剂市场占比较低,未来增长潜力巨大。2018 年全球人工甜味剂市场规模约 36 亿美元,其中国内人工甜味剂市场规模约 90 亿元,随着全球食品饮料少糖化趋势发展,人工甜味剂市场规模有望不断扩大。当前全球甜味配料市场中蔗糖和果葡糖浆合计占比约 90%,人工甜味剂占比仅 9%,未来增长空间充足。甜味剂下游市场主要有饮料、餐桌、个人护肤品、烘焙食品等,占比分别为 50%、15%、13%、11%,可口可乐和百事可乐先后推出以新型人工甜味剂为代糖的低糖、无糖饮品,近年来常规甜度可乐产量以每年近 3%的速度下降,而低糖可乐产量增长较快。

图 10: 全球甜味配料市场构成



资料来源: LuxResearch、招商证券

图 11: 甜味剂下游应用领域分布



资料来源: 智研咨询、招商证券

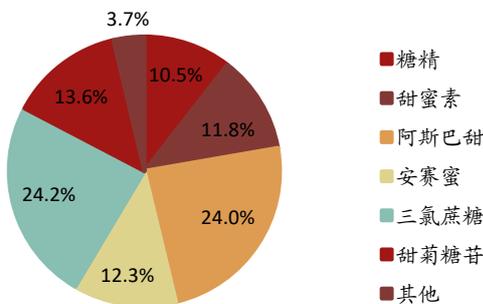
表 4: 常见低糖饮料及其添加的甜味剂种类

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
七喜	安赛蜜、三氯蔗糖
美年达	安赛蜜、三氯蔗糖
娃哈哈 AD 钙奶	三氯蔗糖

资料来源: 公开资料整理、招商证券

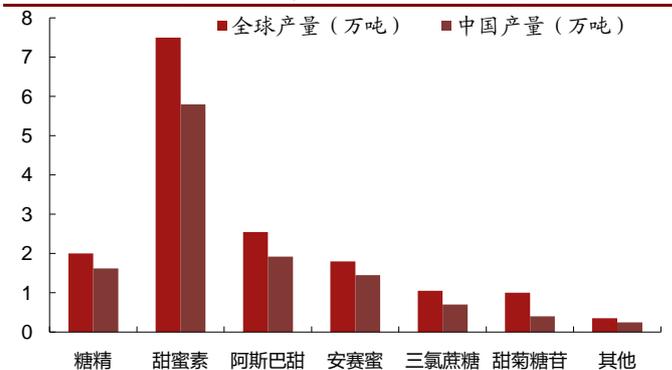
新型人工甜味剂快速发展, 市场占比将逐步提升。传统人工甜味剂糖精、甜蜜素、阿斯巴甜因存在安全性或稳定性等问题, 正逐步被新型人工甜味剂替代, 2018 年全球人工甜味剂市场中三氯蔗糖、安赛蜜产值占比分别为 24.2%、12.3%。2018 年全球糖精、甜蜜素、阿斯巴甜产量合计约 12 万吨, 按相同甜度计算, 传统人工甜味剂若全部被安赛蜜替代, 则安赛蜜新增需求 9.4 万吨; 若全部被三氯蔗糖替代, 则三氯蔗糖新增需求 2.9 万吨。如果考虑人工甜味剂对蔗糖等天然糖类物质的加速替代及行业每年 6%-8% 的内生增长, 新型人工甜味剂市场需求增速将更快。在我国《食品添加剂使用标准》中, 阿斯巴甜有 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 12: 2018 年全球人工甜味剂产值占比



资料来源: 智研咨询、招商证券

图 13: 2018 年全球和中国人工甜味剂产量



资料来源: 智研咨询、招商证券

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，公司拥有市场定价权。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 年以来维持单寡头垄断地位，市场份额超过 60%，拥有较强的市场定价权，行业格局短期有望延续。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，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 和北京维多可以稳定运行，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、产业链长、环保处理难度大，新进入者门槛较高。

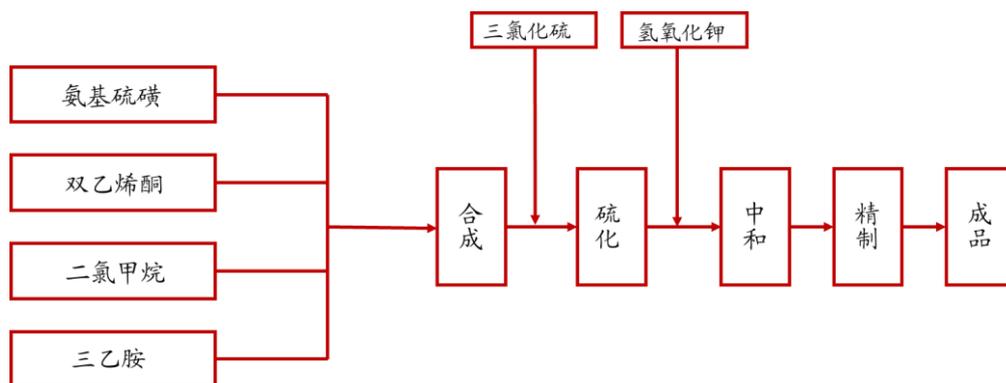
表 5：全球安赛蜜生产企业及产能情况

生产商	产能（吨/年）	备注
金禾实业	12000	成本优势明显，技改扩产
苏州浩波	6000	已破产，完全退出
山东亚邦科技	3000	开工率较低
德国 Nutrinova	3500	高端产品，价格高
山东明辉	1500	长期停产
北京维多	1500	生产成本偏高
江西北洋	1000	时开时停
杭州三和	1000	未开车

资料来源：中国产业信息网、招商证券

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 14：安赛蜜生产工艺流程图



资料来源：公司公告、招商证券

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 3000 吨/年安赛蜜产能已经建成，但开工率较低，醋化股份安赛蜜项目具有一定的不确定性。目前安赛蜜价格 6~6.5 万元/吨，盈利水平较高，随着工艺技术持续改进，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，价格维持较好水平，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%，目前公司安赛蜜装置满负荷运行，同时正通过技改进一步提升产能。随着落后产能退出，2014 年开始安赛蜜价格触底反弹，并在一系列突发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，毛利率水平持续提高。

图 15: 公司安赛蜜收入成本及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 16: 公司安赛蜜销量价格及单位成本



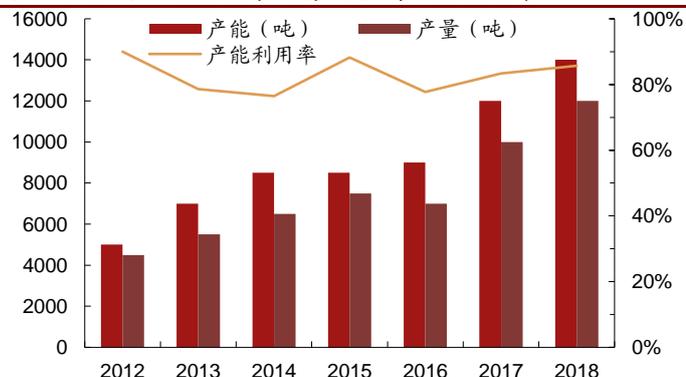
资料来源：公司公告、招商证券

3、三氯蔗糖打开公司甜味剂发展空间

(1) 全球三氯蔗糖市场需求快速增长

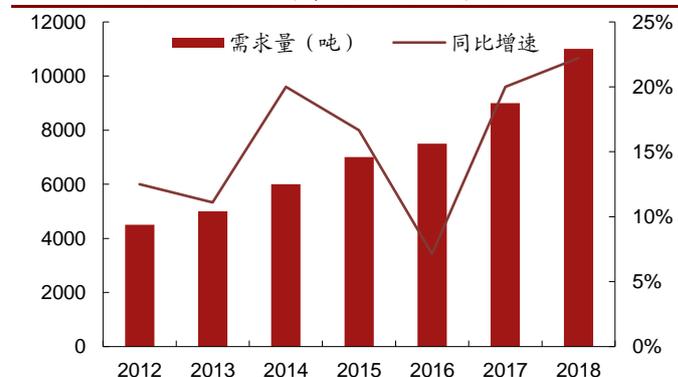
全球三氯蔗糖市场规模不断扩大，需求量快速增长。近几年全球三氯蔗糖产能产量及市场需求量持续增长，已经成为甜味配料市场中需求增速最快的品种。2018 年全球三氯蔗糖有效产能 1.4 万吨/年，产量 1.2 万吨，2012 年以来年均分别增长 18.7%和 17.8%，有效产能利用率达到 86%。2018 年全球三氯蔗糖市场需求量 1.1 万吨，同比增长 22.2%，2012 年以来年均增长 14.9%。

图 17: 全球三氯蔗糖产能产量及产能利用率



资料来源：华东理工大学、招商证券

图 18: 全球三氯蔗糖需求量及同比增速

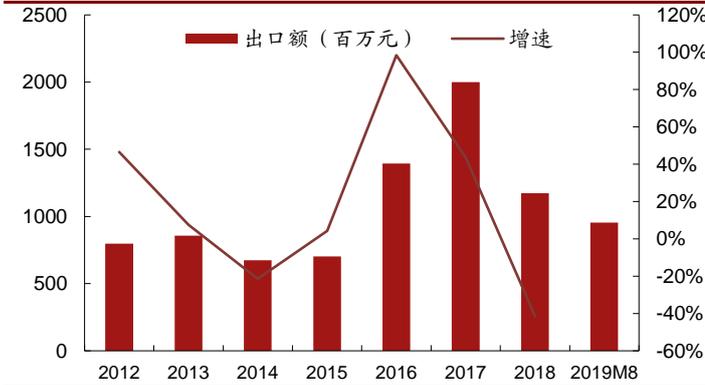


资料来源：华东理工大学、招商证券

我国是全球三氯蔗糖最大生产国和出口国，出口增长快速恢复。2018 年我国三氯蔗糖出口量 4922 吨，年均增速达 20.5%，约占全球需求量 45%，出口价格在经历 2016-2017

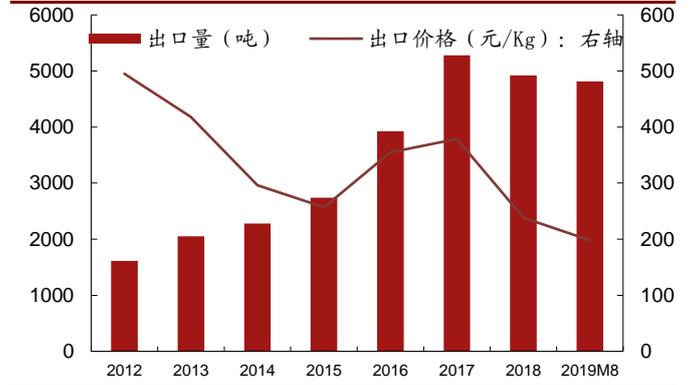
年持续上涨后开始回落。2016-2017 年因盐城捷康环保被查、英国泰莱新加坡工厂 2500 吨/年产能关停，三氯蔗糖价格大幅上涨，导致 2018 年出口量大幅下滑。由于市场供给逐步增加，三氯蔗糖价格回落，2019 年出口量快速增长，前 8 个月出口量约 4800 吨，接近 2018 年全年，当前三氯蔗糖价格位于约 20 万元/吨的底部水平，有助于加速三氯蔗糖对其他甜味剂品种的替代。

图 19: 我国三氯蔗糖出口额及增速



资料来源: 华东理工大学、招商证券

图 20: 我国三氯蔗糖出口量及出口价格



资料来源: 华东理工大学、招商证券

(2) 公司行业地位有望进一步提升

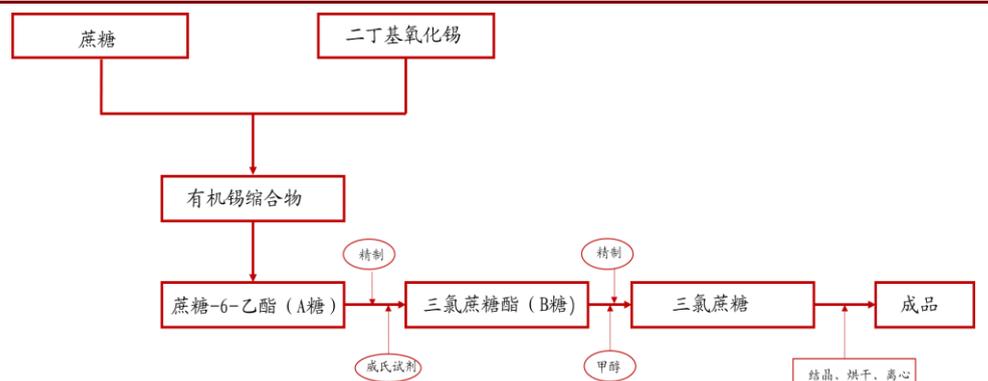
公司三氯蔗糖工艺成熟稳定，产品收率高。三氯蔗糖合成工艺主要有单基团保护法和全基团保护法两类，全基团保护法没有工业化价值，公司突破了单基团保护法工艺，目前技术成熟稳定。公司 2016 年开始批量化生产三氯蔗糖，通过工艺技术的不断优化，产品收率提高至 45%，远高于国内平均 30%-35% 的收率，仅次于英国泰莱的 50%。公司三氯蔗糖工艺主要分为酯化、氯化 and 醇解三个阶段：

(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 $PH \geq 7$)，即生成三氯蔗糖和乙酸甲酯。

图 21: 三氯蔗糖生产工艺流程图



资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 单基因保护法生产步骤及方法特点

生产商	产能 (吨/年)	备注
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
蔗糖-6-乙酯氯化	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
	氯化亚砷/吡啶法	剂量难控制、后处理困难、成本高
三氯蔗糖-6-乙酸酯醇解	威氏试剂法	制备容易、选择性好、收率高
	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、招商证券

公司三氯蔗糖竞争优势明显, 各项指标全面领先。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。

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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
主要原材料消耗指标	蔗糖	1.25	1.453	-14.0%
	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、招商证券

进一步扩充三氯蔗糖产能, 提升行业龙头地位。目前公司三氯蔗糖产能 3000 吨/年, 稳居国内第一、全球第二, 全球市场份额约 25%, 投资 8.6 亿元新建的 5000 吨/年产能有望 2020 年四季度投产。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, 其他主要生产企业大多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。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, 同时加强“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设, 进一步拓展终端市场, 有望继续领跑三氯蔗糖行业。

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，未再新建
金禾实业	3000	在建产能 5000 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
产业清怡有限公司	2500	2017 年 5 月广东清怡收购南通常
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、招商证券

三、持续巩固麦芽酚行业龙头地位

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。

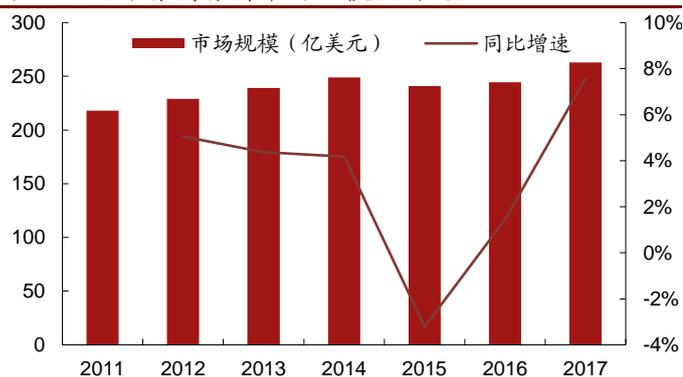
表 9：甲乙基麦芽酚特点及应用范围

公司名称	类别	特点	主要添加范围
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
	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，还具有抗菌、防腐功能。	饮料、果汁、化妆品、香烟等
乙基麦芽酚	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
			肉制品，可使罐装熟肉呈现粉红色
			高档火腿、盐水火腿、高档肉肠

资料来源：食品商务网、招商证券

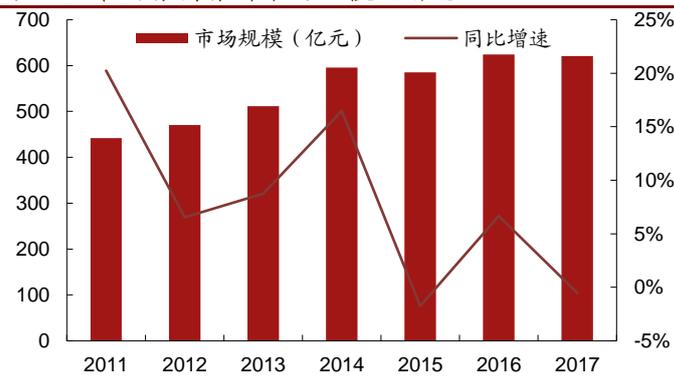
中国香精香料市场规模持续增长。2017 年全球香精香料市场规模 263 亿美元，同比增长 7.6%，主要受益于 2016 年后全球经济整体复苏，2011 年以来年均增长 3.2%。2017 年中国香精香料市场规模 621 亿元，2011 年以来年均增长 5.9%，高于全球市场规模增速。全球香精香料销售额高度集中，2017 年前十大生产企业销售额占比达 79%，基本垄断高端市场，主要分布在欧洲、美国以及日本，由于发达国家市场接近饱和，海外香精香料产业开始向发展中国家转移。

图 22: 全球香精香料市场规模及增速



资料来源: 智研咨询、招商证券

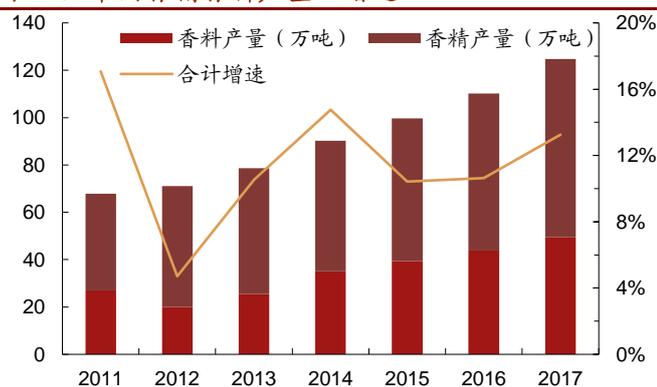
图 23: 中国香精香料市场规模及增速



资料来源: 智研咨询、招商证券

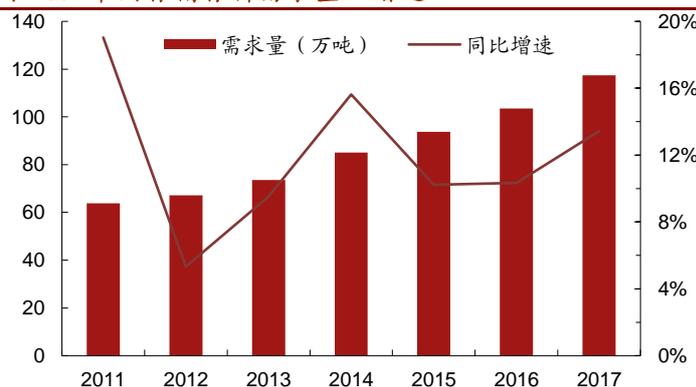
我国香精香料产量增长较快,集中度有待提升。2017 年中国香精香料产量 124.8 万吨,同比增长 13.2%, 2011 年以来年均增长 10.7%。随着国内食品饮料、化妆品及化工等行业的发展,国内香精香料需求量快速增长,2017 年中国香精香料需求量 117.4 万吨,同比增长 13.4%。受制于资金、技术、人才等因素,目前国内香精香料行业仍处于成长阶段,集中度较低,规模以上企业数量占比仅 35%,多数企业以中低端市场为主,少数龙头企业不断向高端市场迈进。

图 24: 中国香精香料产量及增速



资料来源: 智研咨询、招商证券

图 25: 中国香精香料需求量及增速

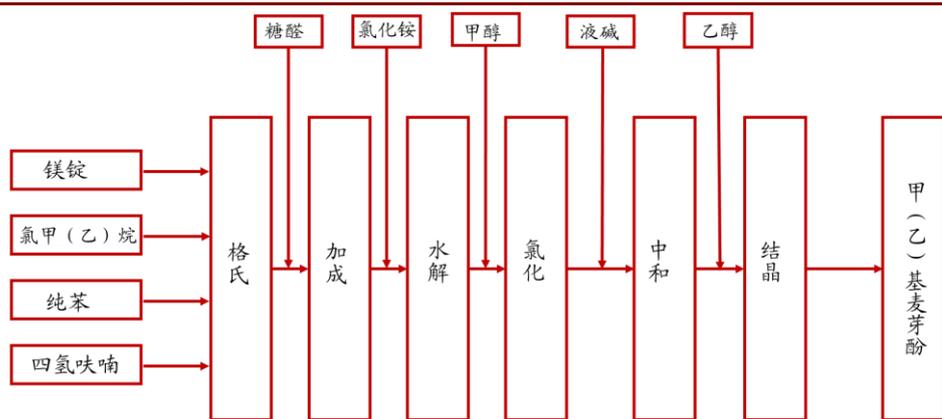


资料来源: 智研咨询、招商证券

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%。

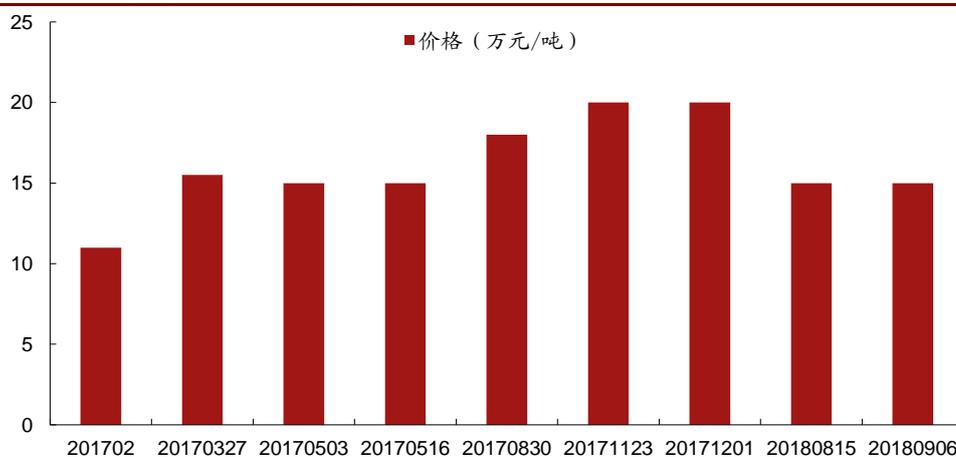
图 26: 麦芽酚生产工艺流程图



资料来源：公司公告、招商证券

麦芽酚价格因竞争对手安全事故大涨，目前回落至较低水平。全球麦芽酚产能集中在中国，2016 年以前国内仅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 9 万元、8 万元/吨左右，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 27: 天利海停产整顿前后麦芽酚价格变化



资料来源：公开资料整理、招商证券

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增多，公司不断对原有产能改进优化，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。由于万香国际进一步扩产及新和成可能进入，公司原计划不再新建麦芽酚产能，但由于新进入者开工不顺利且天利海工厂靠近北京且不在化工园区，存在退出可能，公司决定扩产 5000 吨/年甲乙基麦芽酚产能，目前处于项目审批阶段，未来行业地位将进一步提升。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。

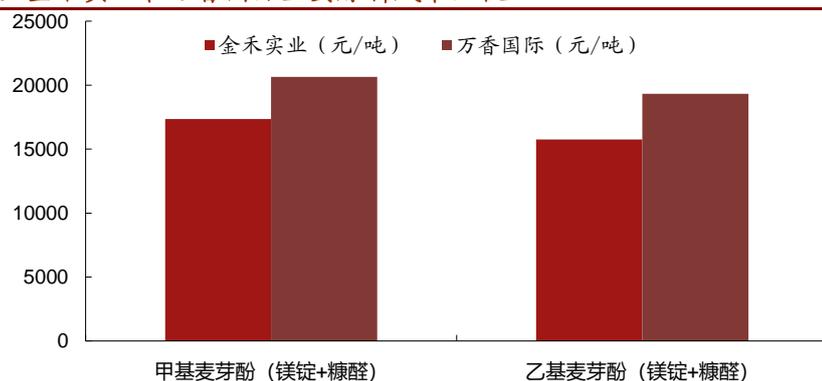
表 10: 国内主要麦芽酚生产企业及产能

	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
现有产能	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
	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	金禾实业	1000	4000	5000	预计 2021 年开工
	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、招商证券

麦芽酚技术壁垒高, 公司成本优势强。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, 公司甲基乙基麦芽酚主要原材料糠醛和镁锭合计成本较万香国际低约 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。

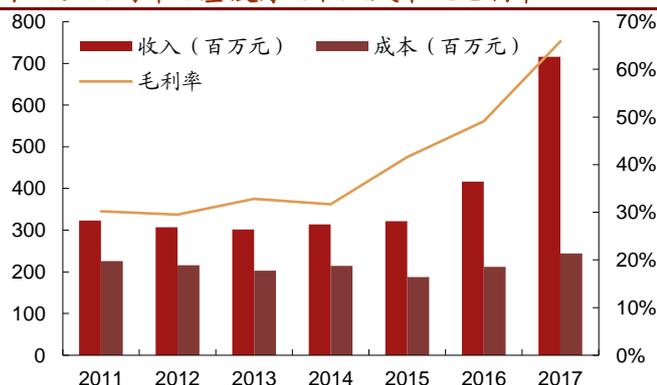
图 28: 金禾实业和万香国际主要原料成本比较



资料来源: 环评报告、招商证券

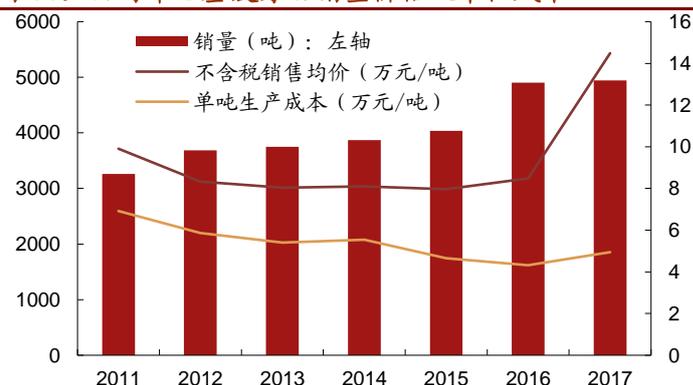
公司麦芽酚业务大幅增长, 成本竞争力不断增强。2017 年受益于价格上涨和销量提升, 公司麦芽酚收入大幅增长, 盈利能力提升明显。2017 年公司麦芽酚收入 7.2 亿元, 同比增长 72%, 主要是麦芽酚价格同比上涨 71%, 销量同比持平, 但较 2015 年提高 22.4%, 实际开工负荷有所提升。公司麦芽酚工艺技术不断优化, 2011-2016 年单位生产成本累计下降 37.6%, 2017 年由于原材料涨价而同比提高 14.4%; 2015-2017 年在价格上涨及成本下降情况下, 公司麦芽酚毛利率持续提高达到 66%。2018 年以来麦芽酚价格持续下跌, 目前已跌至底部区域, 公司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 29: 公司甲基麦芽酚收入成本及毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 公司甲基麦芽酚销量价格及单位成本

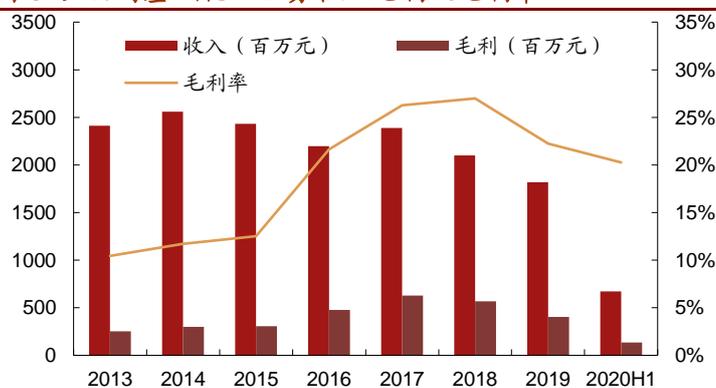


资料来源: 公司公告、招商证券

四、强化基础化工品配套功能定位

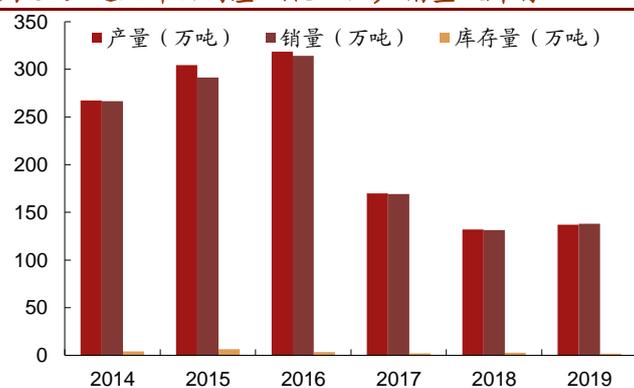
受益于行业周期景气上行,公司基础化工品盈利大幅提升。公司基础化工品以煤化工产品为主,产品种类丰富,2017年公司对基础化工业务进行了瘦身,剥离了华尔泰化工,减小了周期波动对整体业绩带来的影响。公司基础化工品主要有液氨、双氧水、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸等,部分产品在华东甚至全国市场占有率处于领先地位。2019年公司基础化工收入和毛利润分别为18.2亿和4.04亿元,同比分别下降13.4%和28.6%,基础化工品销量138万吨,同比增长5%。2020年上半年公司基础化工品收入和毛利润6.7亿、1.36亿元,同比分别下降25%、24.8%,主要受疫情影响大宗化学品周期持续下行,产品价格大幅下跌。

图 31: 公司基础化工业务收入毛利及毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 近几年公司基础化工品产销量及库存



资料来源: 公司公告、招商证券

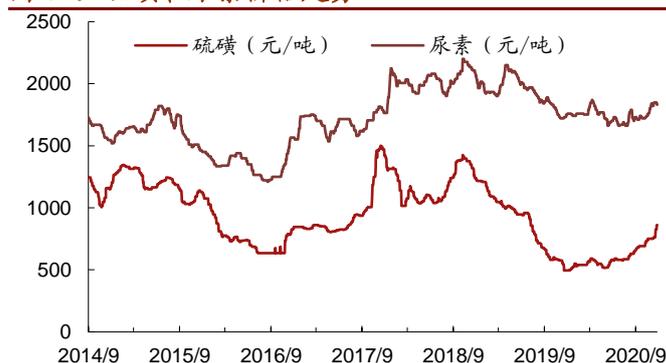
原材料价格下跌,基础化工品成本有所下降。2019年公司基础化工品主要原材料块煤、硫磺、尿素采购量分别为24.7万、12.2万、17.1万吨,同时公司配备热电厂,2019年粉煤采购量21万吨,主要用于锅炉燃烧产生蒸汽及发电。公司基础化工品的原材料价格周期性也较强,2020年1-11月无烟块煤、硫磺、尿素市场均价分别940元、610元和1746元/吨,同比分别下跌14.8%、29.3%和9.6%,成本下降明显。

图 33: 无烟块煤和动力煤价格走势



资料来源: Wind 资讯、招商证券

图 34: 硫磺和尿素价格走势



资料来源: Wind 资讯、招商证券

公司基础化工品将以配套精细化工业务为核心。受新冠肺炎疫情及周期下行影响,2020 年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。2020 年 1-11 月硝酸、硫酸、双氧水、甲醛、液氨、三聚氰胺市场均价分别为 1517 元、149 元、1000 元、968 元、2992 元、5096 元/吨,同比分别下跌 10.8%、43.8%、11.1%、21%、5%、11.5%,四季度下游市场需求向好,价格大幅反弹。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技术企业,降低宏观经济波动对公司业绩的影响。

图 35: 硝酸/硫酸/双氧水/甲醛价格走势



资料来源: Wind 资讯、招商证券

图 36: 液氨和三聚氰胺价格走势



资料来源: Wind 资讯、招商证券

五、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/年甲乙基麦芽酚和 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,麦芽酚项目变更至金沃科技建设,定远二期项目计划投资 10-12 亿元。

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
------	-----	--------

一期	年产 2 万吨糠醛及锅炉配套 年产 5000 吨甲基麦芽酚 年产 8 万吨氯化亚砷 配套 1500t/d 的污水处理厂 年产 10 万吨工业酒精 年产 4 万吨谷元粉、4 万吨面粉 年产 3 万吨乙醛	8.62 亿元	一期 1 万吨产能已投产 变更至金沃科技, 投资 5.2 亿元 一期 4 万吨/年已投产 一期 1 万吨产能已投产
二期	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, 开发系列产品	10-12 亿元	具体项目有待调整

资料来源: 公司公告、招商证券

不断向产业链下游延伸, 新项目投产有望再造新金禾。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, 该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 月成功并网发电。根据发展实际情况需要, 2019 年 12 月公司董事会同意对循环经济产业园一期部分规划项目进行调整, 将原规划投资建设的年产 5000 吨高效食品添加剂甲基麦芽酚装置, 变更为投资 3.6 亿元建设年产 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, 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, 为进一步延伸糠醛产业链。从目前规划看, 定远循环经济产业园项目、甲基麦芽酚项目、三氯蔗糖项目等将带来确定性增长, 打开公司未来成长空间。

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	项目建设情况
金轩新能源	生物质热电联产项目 年产 600 吨呋喃酮	2.5 亿元	2019 年 7 月已建成运行
金轩科技	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	3.56 亿元	2020 年底部分产品有望投产

资料来源: 公司公告、招商证券

六、关键假设和投资建议

1、关键假设

- 1、假设 2020~2022 年公司安赛蜜技改后产能进一步提升, 销量分别为 1.3 万、1.4 万、1.5 万吨, 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、5.5 万元、5.2 万元/吨;
- 2、假设 2020~2022 年公司三氯蔗糖产能顺利释放, 销量分别为 3500 吨、6500 吨、8000 吨, 随着市场供需增加, 产品价格小幅下跌后企稳, 含税销售均价分别为 21 万元、20 万元、20 万元/吨;
- 3、假设 2020~2022 年公司甲基麦芽酚新产能顺利投产, 产品销量提升, 价格有所下跌, 甲基麦芽酚销量分别为 1700 吨、1900 吨、2300 吨, 含税销售均价分别为 9.25 万元、9 万元、8.5 万元/吨; 乙基麦芽酚销量分别为 4500 吨、5500 吨、8000 吨, 含

税销售均价分别为 8.25 万元、8 万元、7.5 万元/吨。

2、投资建议

表 13、销售收入结构预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4133	3972	3714	4947	5754
精细化工	1771	1871	1891	2857	3548
基础化工	2100	1819	1589	1817	1930
贸易	203	182	73	76	80
其它	59	100	162	195	195
收入增长率	-8%	-4%	-6%	33%	16%
精细化工	8%	6%	1%	51%	24%
基础化工	-12%	-13%	-13%	14%	6%
贸易	-45%	-10%	-60%	10%	10%
其它	-26%	70%	62%	20%	0%
毛利率	33%	31%	31%	32%	33%
精细化工	43%	43%	40%	37%	37%
基础化工	27%	22%	20%	23%	24%
贸易	3%	3%	3%	3%	3%
其它	55%	26%	43%	51%	51%

资料来源: 公司数据、招商证券

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和新项目投产, 成长确定性较强, 我们预计 2020~2022 年公司归母净利润分别为 7.19 亿、9.54 亿、11.49 亿元, EPS 分别为 1.29、1.71、2.06 元, 当前股价对应 PE 分别为 25、19、15 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

表 14: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E			
万华化学	600309.SH	3.2	2.7	4.2	-35%	-16%	53%	26.0	30.9	20.2	6.0	17.2%	2634
扬农化工	600486.SH	3.8	4.0	4.9	19%	7%	21%	30.9	28.9	23.9	6.3	19.5%	362
万润股份	002643.SZ	0.6	0.6	0.8	14%	5%	32%	34.2	32.7	24.7	3.5	9.9%	174
新和成	002001.SZ	1.0	1.9	2.1	-30%	85%	14%	31.5	17.1	14.9	3.7	18.2%	683
平均		2.1	2.3	3.0				30.6	27.4	20.9	4.9	16.2%	

资料来源: Wind 一致预期、招商证券

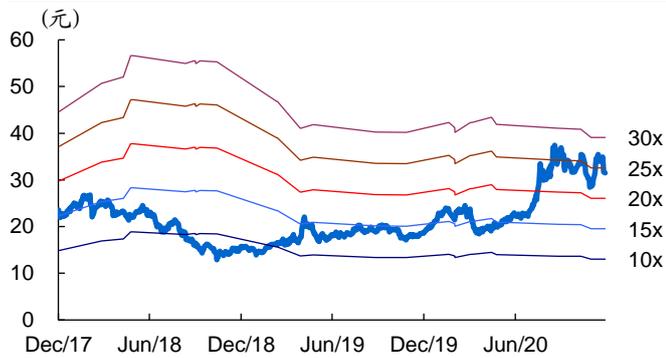
七、风险提示

1、产品价格大幅波动风险。目前公司主营的食品添加剂产品价格相对平稳, 但随着后期新产能逐步释放, 如果市场需求不足以消化可能出现价格下跌情形。公司基础化工品主要是大宗化学品, 周期性较强, 价格波动容易对公司业绩产生一定影响。

2、原材料成本上升。公司对外主要采购块煤、硫磺、尿素、粉煤等, 大宗原材料容易受到行业供需、政策等多方面影响, 具有较强的周期性, 如果未来原材料价格上涨, 公司将承受成本上升压力。

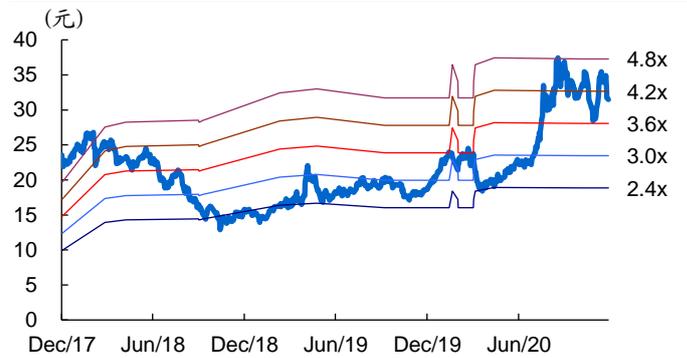
3、新项目投产不及预期。公司未来新建项目较多，主要是进行产业链延伸，除了扩产项目还有新建项目，扩产项目容易受到审批、政策、调试等影响，新建项目能否顺利投产存在一定不确定性，如果新项目投产不及预期，将会影响公司业绩预期。

图 37: 金禾实业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 38: 金禾实业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3840	4000	3869	4497	5209
现金	1976	1776	1748	1995	2462
交易性投资	240	950	950	950	950
应收票据	655	0	0	0	0
应收款项	166	220	189	252	293
其它应收款	11	8	7	10	11
存货	311	373	344	452	518
其他	483	674	631	839	975
非流动资产	1854	2149	2551	2895	3189
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	1315	1774	2197	2558	2868
无形资产	91	104	93	84	76
其他	445	267	257	249	242
资产总计	5695	6149	6420	7391	8398
流动负债	1287	1125	979	1212	1356
短期借款	180	100	0	0	0
应付账款	779	716	676	887	1018
预收账款	36	39	36	48	55
其他	292	269	267	277	283
长期负债	488	543	543	543	543
长期借款	1	1	1	1	1
其他	487	542	542	542	542
负债合计	1775	1667	1521	1754	1898
股本	559	559	559	559	559
资本公积金	566	521	521	521	521
留存收益	2795	3402	3819	4558	5421
少数股东权益	0	0	(0)	(1)	(1)
归属于母公司所有者权益	3920	4482	4899	5638	6501
负债及权益合计	5695	6149	6420	7391	8398

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	963	906	926	1070	1358
净利润	912	809	719	954	1149
折旧摊销	209	235	279	338	388
财务费用	34	(18)	(6)	(10)	(13)
投资收益	(58)	(29)	(128)	(67)	(67)
营运资金变动	(135)	(93)	62	(156)	(106)
其它	2	2	0	11	7
投资活动现金流	(402)	(1237)	(557)	(618)	(618)
资本支出	(507)	(415)	(685)	(685)	(685)
其他投资	105	(821)	128	67	67
筹资活动现金流	(605)	(337)	(396)	(206)	(274)
借款变动	(160)	(161)	(101)	0	0
普通股增加	(5)	0	0	0	0
资本公积增加	(94)	(45)	0	0	0
股利分配	(339)	(201)	(302)	(216)	(286)
其他	(7)	70	6	10	13
现金净增加额	(44)	(667)	(27)	246	467

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4133	3972	3714	4947	5754
营业成本	2767	2729	2574	3380	3879
营业税金及附加	38	32	30	40	46
营业费用	130	131	134	173	201
管理费用	80	86	104	119	138
研发费用	86	137	145	173	201
财务费用	35	(19)	(6)	(10)	(13)
资产减值损失	(17)	(17)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动收益	9	6	76	15	15
其他收益	14	44	38	38	38
投资收益	58	30	14	14	14
营业利润	1063	940	850	1127	1356
营业外收入	1	6	1	1	1
营业外支出	7	8	8	8	8
利润总额	1058	937	842	1120	1349
所得税	146	129	124	166	200
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	912	809	719	954	1149

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-8%	-4%	-6%	33%	16%
营业利润	-13%	-12%	-10%	33%	20%
净利润	-12%	-11%	-11%	33%	20%
获利能力					
毛利率	33.0%	31.3%	30.7%	31.7%	32.6%
净利率	22.1%	20.4%	19.3%	19.3%	20.0%
ROE	23.3%	18.0%	14.7%	16.9%	17.7%
ROIC	22.9%	17.2%	14.6%	16.8%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	31.2%	27.1%	23.7%	23.7%	22.6%
净负债比率	3.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	3.6	4.0	3.7	3.8
速动比率	2.7	3.2	3.6	3.3	3.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	8.9	8.0	7.2	8.5	8.0
应收帐款周转率	4.8	7.6	18.2	22.5	21.2
应付帐款周转率	3.2	3.6	3.7	4.3	4.1
每股资料 (元)					
EPS	1.63	1.45	1.29	1.71	2.06
每股经营现金	1.72	1.62	1.66	1.91	2.43
每股净资产	7.02	8.02	8.77	10.09	11.63
每股股利	0.36	0.54	0.39	0.51	0.62
估值比率					
PE	19.3	21.8	24.5	18.4	15.3
PB	4.5	3.9	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.5	15.2	15.6	12.0	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

曹承安：招商证券基础化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。