2020 年 08 月 30 日

证券研究报告•公司研究报告

金禾实业（002597）化工

买入（首次）

当前价：35.43 元

目标价：43.93 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

打造健康生活的食品添加剂细分龙头

投资要点

- **推荐逻辑：**公司是甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖和香料甲、乙基麦芽酚的全球龙头，无糖正成为新的消费趋势，人工甜味剂市场前景广阔。公司成本优势明显，不惧行业周期波动持续扩张。定远基地开启新的成长，围绕糠醛产业链，完善原料供应，延伸下游呋喃系列产品。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 8、11、13 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **“无糖”饮品新趋势，人工甜味剂空间大。**人工甜味剂是一种产生甜味但不产生热量的食品添加剂，全球无糖可乐中广泛使用，元气森林让国内饮料重新刮起“无糖”风。人工甜味剂市场空间大，食品添加中甜味剂市场 400 亿美元，人工甜味剂 36 亿美元，只占 9%。三氯蔗糖是第 5 代人工甜味剂，口感最接近蔗糖，随着三氯蔗糖价格降至 20 万元/吨，甜价比提高，未来将逐步替代其他甜味剂。公司拥有三氯蔗糖产能 4000 吨，预计年底扩张至 9000 吨，还拥有第四代甜味剂安赛蜜产能 1.2 万吨，是人工甜味剂全球龙头。

- **低成本扩张的食品添加剂细分龙头。**公司从化肥业务转型为食品添加剂细分龙头，领先行业的成本优势保障公司在周期波动中稳步成长，成本优势主要来自：1）产业链一体化优势，糠醛、氯化亚砜、双乙烯酮、三氧化硫、甲醇以及蒸汽等原料配套；2）长期积累的有机合成技术，生产工艺持续优化，甲、乙基麦芽酚、安赛蜜以及三氯蔗糖产品生产收率是国内最高水平；3）化工业务准确再定位，剥离华尔泰，提升整体竞争力。

- **定远项目开启新成长。**一期项目计划投资 8-10 亿元，围绕糠醛等产品进行横向、纵向一体化建设，发挥协同作用：1）糠醛是现有产品甲乙基麦芽酚原料，也是规划项目呋喃系列的上游原料，糠醛渣用于生物质发电；2）完善三氯蔗糖原料氯化亚砜，佳乐麝香、呋喃铵盐丰富公司香料、医药布局。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 8、11、13 亿元，我们给予公司 2021 年 23 倍 PE，目标价 43.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**项目投产或不及预期、产品价格或大幅波动等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3972	3915	5166	6110
增长率	-3.89%	-1.43%	31.94%	18.29%
归属母公司净利润（百万元）	809	811	1069	1250
增长率	-11.28%	0.27%	31.78%	16.94%
每股收益 EPS（元）	1.45	1.45	1.91	2.24
净资产收益率 ROE	18.03%	16.42%	18.28%	18.16%
PE	24	24	19	16
PB	4.42	4.01	3.39	2.88

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杨林

执业证号：S1250518100002

电话：010-57631191

邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文

执业证号：S1250517070002

电话：0755-23614278

邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春

执业证号：S1250519080005

电话：021-58351839

邮箱：zfc@swsc.com.cn

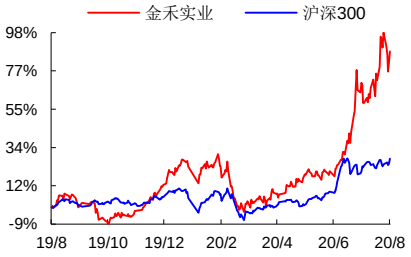
分析师：薛聪

执业证号：S1250520070004

电话：010-58251919

邮箱：xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通 A 股(亿股)	5.57
52 周内股价区间(元)	17.58-37.43
总市值(亿元)	197.97
总资产(亿元)	61.29
每股净资产(元)	7.85

相关研究

目 录

1 稳健成长的食品添加剂细分龙头 1

1.1 公司基本情况 1

1.2 公司财务表现 3

2 “无糖”风潮已成趋势，人工甜味剂前景广阔 5

2.1 甜蜜的糖也是“负担” 5

2.2 带来无热量的甜蜜，人工甜味剂前景广阔 7

2.3 口味影响甜味剂需求，三氯蔗糖效果最理想 9

2.4 三氯蔗糖发展迅速，替代市场空间可观 11

3 食品添加细分龙头，成本领先优势明显 12

3.1 安赛蜜：享受行业高景气 12

3.2 三氯蔗糖：成本领先不惧供应压力 14

3.3 甲、乙基麦芽酚：巩固技术优势，布局原料糠醛 16

3.4 调整基础化工业务战略定位，围绕精细化工发挥配套作用 17

4 定远项目开启新一轮成长 18

5 打造品牌“爱乐甜”，进军国内 toC 市场 19

6 盈利预测与估值 20

7 风险提示 21

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构 1
图 3：公司各产品在产业链中的关系 3
图 4：公司 2008 年以来营业收入（亿元）及增速 4
图 5：公司 2008 年以来净利润（亿元）及增速 4
图 6：公司收入结构 4
图 7：公司毛利结构 4
图 8：全球糖产量及增速 5
图 9：全球各地区和国家人均食糖量（kg/年） 5
图 10：全球糖尿病患者人数（亿人） 5
图 11：全球糖尿病患病率 5
图 12：甜味剂产品划分 7
图 13：全球甜味剂市场结构 8
图 14：人工甜味剂下游主要应用 8
图 15：全球高倍甜味剂消费分布 8
图 16：全球高倍甜味剂生产分布 8
图 17：可口可乐无糖系列 9
图 18：元气森林无糖系列 9
图 19：口味是消费选择甜味剂的重要影响因素 9
图 20：饮料、食品厂家看重甜味剂口味 9
图 21：厂家看重提供配方技术的甜味剂供应商 10
图 22：健康的重要性正在超过口味 10
图 23：人工甜味剂各品种市场份额 11
图 24：厂家倾向于增加三氯蔗糖使用量 11
图 25：2018 年全球食品饮料新品中排名前五位的甜味剂 12
图 26：安赛蜜生产流程 12
图 27：安赛蜜价格走势（万元/吨） 13
图 28：三氯蔗糖生产流程 14
图 29：三氯蔗糖价格走势（万元/吨） 15
图 30：甲、乙基麦芽酚生产流程 16
图 31：国外超市货架上的 Splenda 品牌 19
图 32：京东上架的爱乐甜产品 20

表 目 录

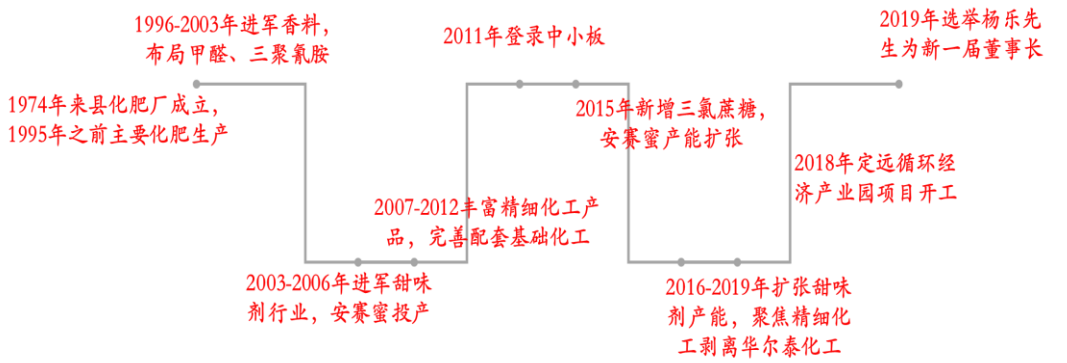
表 1：公司现有产品产能梳理 2
表 2：全球实施含糖饮料税政策的国家和地区 6
表 3：500ml 规格的碳酸饮料对应含糖量超出世卫组织建议每日食糖标准 6
表 4：全球实施含糖饮料税政策的国家和地区 10
表 5：常见高倍甜味剂甜味特征 11
表 6：不同替代程度下安赛蜜及三氯蔗糖需求量(单位：万吨) 11
表 7：国内安赛蜜生产企业及产能 13
表 8：安赛蜜成本优势 14
表 9：国内三氯蔗糖生产企业及产能 15
表 10：国内甲、乙基麦芽酚生产企业及产能 16
表 11：公司产品布局时间表 17
表 12：定远循环经济一、二期项目产品 18
表 13：分业务收入及毛利率 20
表 14：可比公司估值 21
附表：财务预测与估值 22

1 稳健成长的食品添加剂细分龙头

1.1 公司基本情况

公司成立于 1974 年来安县化肥厂，从事煤化工，主营产品尿素、碳酸氢铵等化肥产品，2003 年进入香料领域，2006 年进入甜味剂领域，完善基础化工业务布局，2011 年在深交所中小板挂牌上市。公司主营食品添加剂及配料、食用及日化香精香料、中间体、新材料及大宗化学品，是甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖和香料甲、乙基麦芽酚的主要生产企业，下游面向食品饮料、日用消费、医药健康、农业环保及先进制造业等领域。

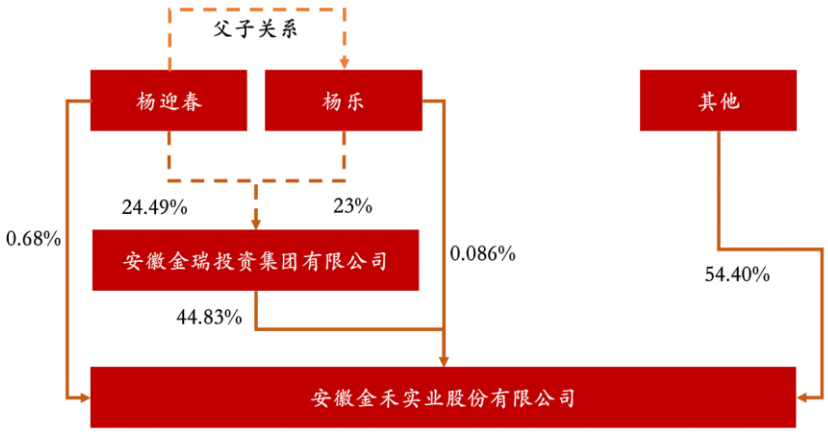
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司实际控制人是杨迎春、杨乐父子，截至 2020 年一季报合计持有公司 22.06%的股份。2019 年杨乐先生成为新一届董事长，公司开启二次创业。2019 年 8 月公司实施员工持股计划，员工购买价格为 16 元/股，分为两年解锁，进一步调动员工积极性。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司总部位于安徽滁州，拥有安徽来安及定远盐化工园两处生产基地，在合肥及南京分别设立研究院、应用研发及运营中心。拥有 9 家全资子公司、2 家控股子公司。公司业务板块分为食品添加剂、大宗化工原料、功能性化工品及中间体，食品添加剂包括甜味剂系列的安赛蜜、三氯蔗糖，香料系列的甲、乙基麦芽酚，产能全球领先。大宗化工原料包括双氧水、液氨、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸等。功能性化工品及中间体包括新戊二醇、季戊四醇、双乙烯酮等。

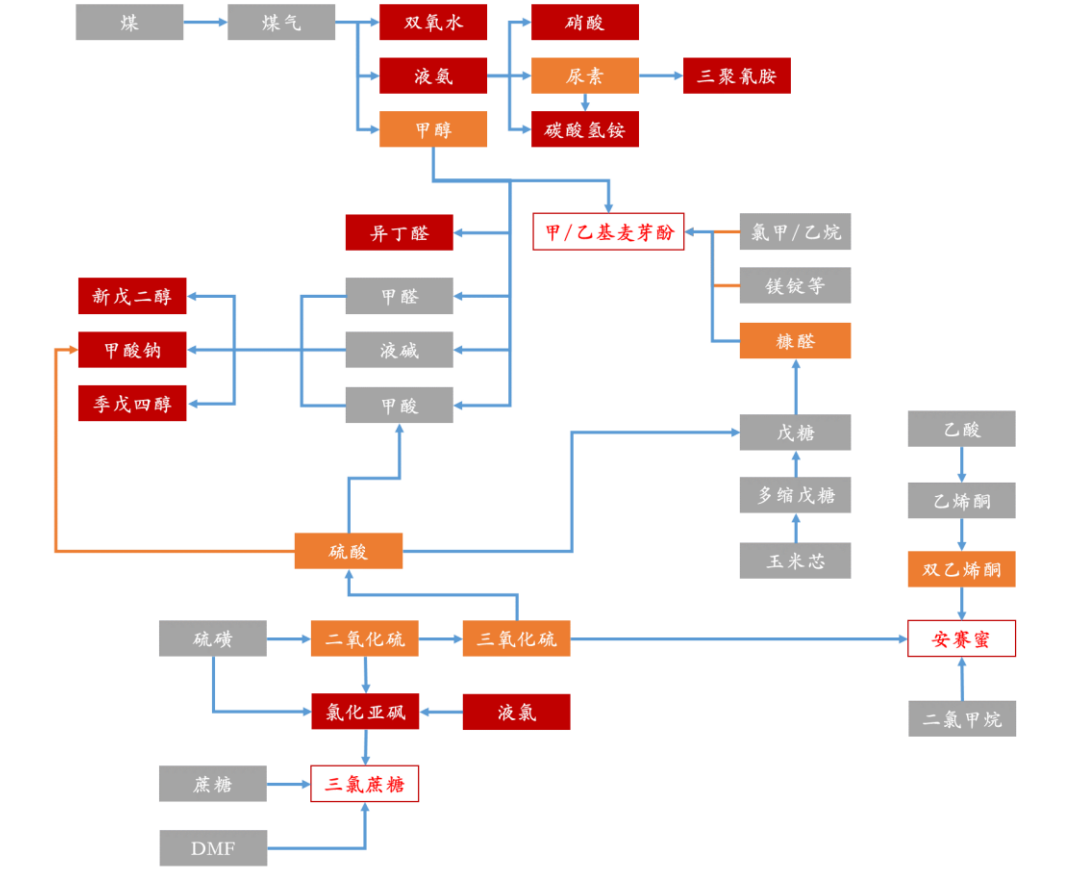
表 1：公司现有产品产能梳理

行业分类	产品分类	产能(吨/年)	备注
甜味剂	安赛蜜	1.2 万吨	
甜味剂	三氯蔗糖	3000	2020 年底预计增 5000 吨
甜味剂	甜菊糖	100	
香料	甲乙基麦芽酚	5000	
功能性化工品及中间体	新戊二醇	2.3 万吨	
功能性化工品及中间体	季戊四醇	2 万吨	
中间体	氯化亚砜	4 万吨	定远二期规划新增 4 万吨
中间体	糠醛	1 万吨	定远二期规划新增 1 万吨
中间体	双乙烯酮	1 万吨	定远二期规划新增 3 万吨
基础化工	氯乙烷	1.2 万吨	
基础化工	双氧水	35 万吨	
基础化工	碳铵	35 万吨	
基础化工	浓硫酸	30 万吨	
基础化工	甲醛	20 万吨	
基础化工	液氨	18 万吨	
基础化工	硝酸	12 万吨	
基础化工	三聚氰胺	6 万吨	其中 3 万吨关停
医药中间体	乙酰乙酸甲酯		

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司通过横向和纵向延伸搭建产品平台，煤化工向下延伸的基础化工，从传统甲醇到液氨、硫酸、双氧水、甲醛等，提升产业链附加值。同时部分基础化工品保障了精细化工原料供应，例如安赛蜜的核心原材料三氧化硫和双乙烯酮均由公司的硫酸和双乙烯酮生产线提供，并且双乙烯酮也可以通过生产医药中间体双乙甲酯和双乙乙酯外售。另外，发电副产蒸汽循环利用，产品灵活布局等提升了公司综合实力。

图 3：公司各产品在产业链中的关系



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 公司财务表现

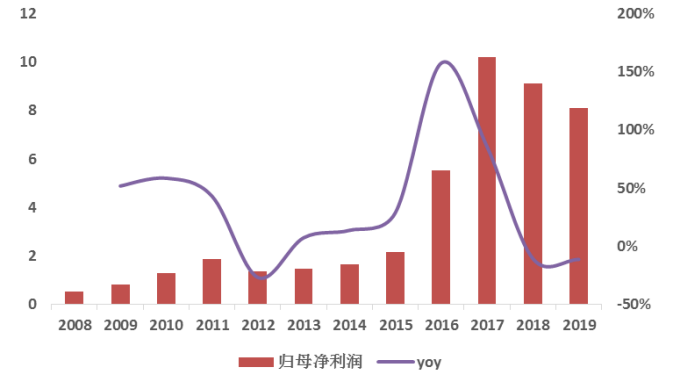
2008~2015 年公司收入从 12 亿增长至 33 亿，公司基础化工产业链不断延伸，同时甜味剂和香料业务快速成长，即使在 2012~2015 年行业低迷竞争加剧期间，公司依靠自身成本优势保持成长，2016 年开始随着行业格局稳固，供给侧改革推动产品价格明显上涨，公司三氯蔗糖产品投产，收入从 2015 年 33 亿增长至 2019 年 40 亿元，归母净利润从 2 亿增长至 8 亿元。2018 年公司剥离华尔泰减少基础化工业务，叠加大宗产品价格回落导致公司收入和利润有所下滑。

图 4：公司 2008 年以来营业收入（亿元）及增速



数据来源：wind，西南证券整理

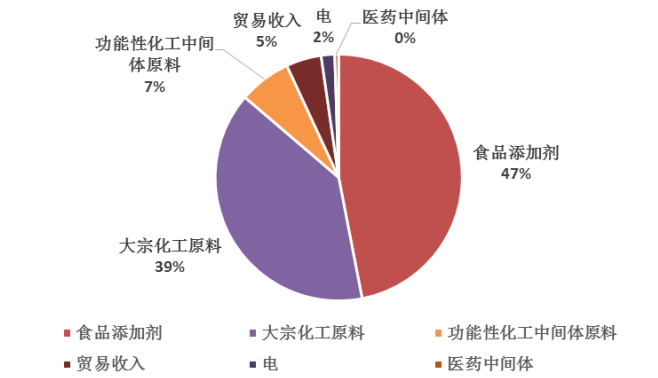
图 5：公司 2008 年以来净利润（亿元）及增速



数据来源：wind，西南证券整理

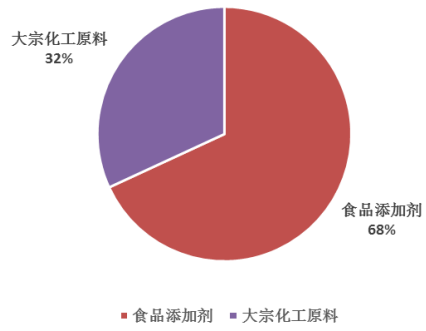
公司主要业务已经从基础化工转变为精细化工，2019 年收入结构看，公司食品添加剂收入占比 47%，已经超过大宗化工原料成为第一大主业，从毛利结构看，食品添加剂毛利占比达到 68%。

图 6：公司收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

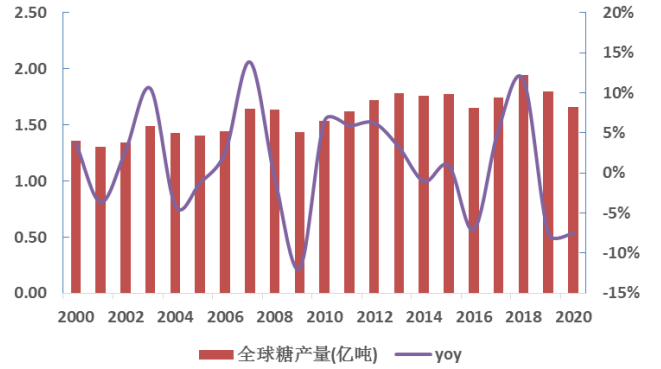
2018 年公司启动定远循环产业园一期项目，安徽定远盐化工业园为安徽省省级工业园区，并被国务院纳入国家级发展战略《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，定位为“皖江新材料产业基地”，相应的区位、配套、土地和税收优惠到位，为公司新一轮腾飞提供支持。2019 年定远一期项目中的 1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砜、生物质热电联产项目均已投产。未来佳乐麝香、三氯蔗糖、甲、乙基麦芽酚、呋喃酮等项目打开公司成长。

2 “无糖”风潮已成趋势，人工甜味剂前景广阔

2.1 甜蜜的糖也是“负担”

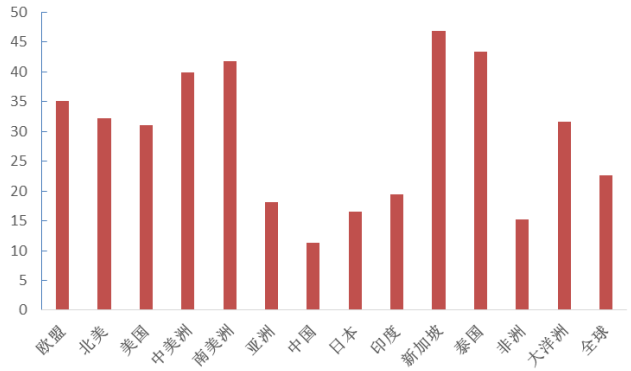
甜味带给人们幸福感，但无节制的摄糖正严重威胁人类健康，全球糖产量 1.7 亿吨，过去 10 年复合增速 1.8%，欧洲、美国、巴西、泰国等国家地区人均食糖 35kg 以上。世卫组织将糖列为癌症三大诱因之一，并证实过度食糖会增加糖尿病、脂肪肝、心脏病、肥胖等疾病的发生几率。2014 年全球估计有 4.22 亿成人患有糖尿病，1980 年仅 1.08 亿人，并且糖尿病患病率提高近一倍，成人从 4.7%上升至 8.5%。

图 8：全球糖产量及增速



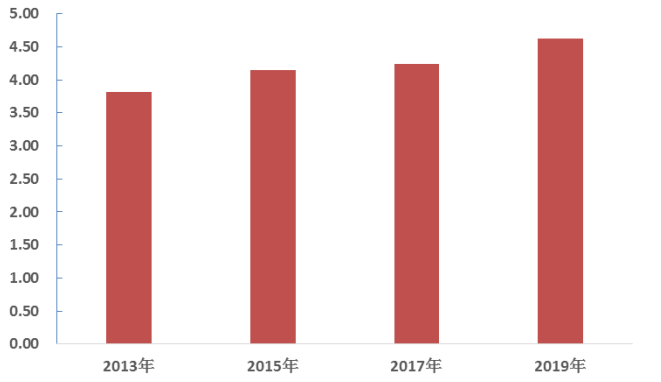
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：全球各地区和国家人均食糖量（kg/年）



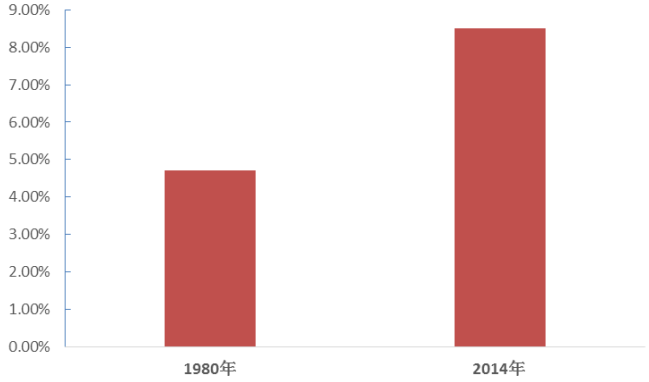
数据来源：ISO，西南证券整理

图 10：全球糖尿病患者人数（亿人）



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：全球糖尿病患病率



数据来源：wind，西南证券整理

软饮料中含有大量糖，造成较高的血糖负荷，一瓶普通碳酸苏打水含有 40 克以上的糖，相当于 10 茶匙的蔗糖，8.3%的美国人患有糖尿病，35.7%的美国人患有肥胖症。世卫组织认为过量食糖是导致肥胖、糖尿病等生活方式疾病流行的原因之一，建议每人每日耗糖量以每千克体重为 0.5 克左右最佳，例如体重为 60 千克的成年人，每人每日则为 30 克，同时建议对含糖饮料征税，减少食糖消费和预防肥胖。全球已经有数十个国家和地区实施“糖税”，主要是针对含糖碳酸饮料征收消费税，帮助减少糖消费量。

表 2：全球实施含糖饮料税政策的国家和地区

时间	征收糖税的国家和地区
2001 年	萨摩亚
2002 年	波利尼西亚
2004 年	密克罗尼西亚联邦、拉脱维亚、马绍尔群岛共和国
2007 年	瑙鲁
2011 年	芬兰、匈牙利
2013 年	汤加
2014 年	智利、库克群岛、基里巴斯、墨西哥、圣海伦娜
2015 年	巴巴多斯、多梅尼卡、瓦努阿图
2016 年	比利时、厄瓜多尔、斐济、毛里求斯、
2017 年	巴林、文莱、法国、印度、葡萄牙、沙特阿拉伯、斯里兰卡、泰国、阿联酋
2018 年	百慕大群岛、爱沙尼亚、爱尔兰、挪威、秘鲁、菲律宾、南非、英国
2019 年	马来西亚、阿曼、卡塔尔、塞舌尔
-	美国已经有七个城市已经通过并实施含糖饮料税

数据来源：公开资料，西南证券整理

2017 年国务院发布的《国民营养计划（2017-2030 年）》提出积极推进“三减三健”的全民健康生活方式，减糖是其中之一。2019 年国务院印发《国务院关于实施健康中国行动的意见》，鼓励全社会参与减盐、减油、减糖，研究完善盐、油、糖包装标准。修订预包装食品营养标签通则，推进食品营养标准体系建设。

表 3：500ml 规格的碳酸饮料对应含糖量超出世卫组织建议每日食糖标准

饮料类型	名称	含糖量（克/100ml）	500ml 规格对应含糖量（克）
碳酸饮料	百事可乐	11.20	56
	芬达	11.10	56
	雪碧	11.00	55
	可口可乐	10.60	53
	健力宝	6.50	33
植物饮料	加多宝	8.90	45
	王老吉	8.40	42
	和其正	7.50	38
	椰树牌椰汁	7.00	35
	露露	6.80	34
	六个核桃	3.70	19
功能饮料	红牛	13.30	67
	东鹏特饮	11.10	56
	佳得乐	6.00	30
	脉动	4.80	24
茶饮料	统一冰红茶	9.20	46
	小茗同学	10.00	50

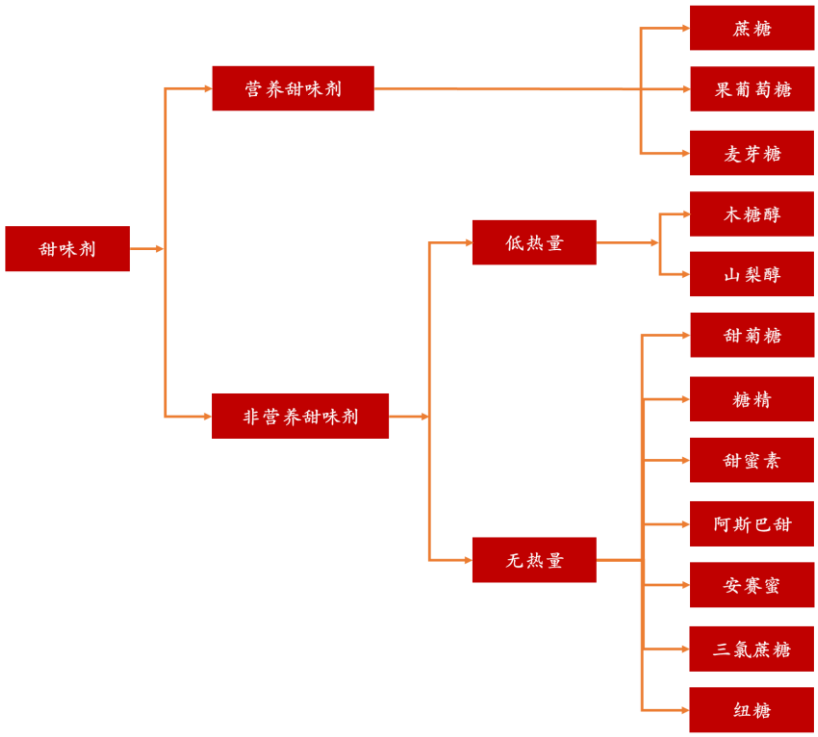
饮料类型	名称	含糖量（克/100ml）	500ml 规格对应含糖量（克）
	茶 π	8.00	40
	康师傅绿茶	5.40	27
	统一绿茶	4.00	20

数据来源：西南证券整理

2.2 带来无热量的甜蜜，人工甜味剂前景广阔

甜味剂是能够赋予食品以甜味的添加剂，可以划分为营养甜味剂和非营养甜味剂，营养甜味剂指我们日常食用的蔗糖、果糖、葡萄糖、麦芽糖、乳糖，是甜味剂主要市场。非营养甜味剂市场可以按照低热量甜味剂和无热量甜味剂划分，摄入人体后不参与代谢过程，不被人体消化和吸收，不产生或者产生较低的热量，起到代糖作用。低热量包括山梨醇、木糖醇、甘露醇等，木糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇，因具有抗龋齿作用用于口香糖中。无热量也叫做高倍甜味剂，可以分为天然和人工甜味剂，天然主要是甜菊糖等，人工合成有糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜。

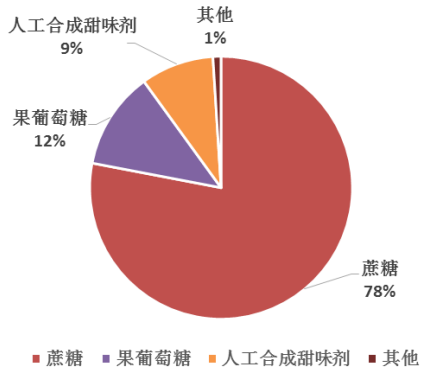
图 12：甜味剂产品划分



数据来源：公司公告，西南证券整理

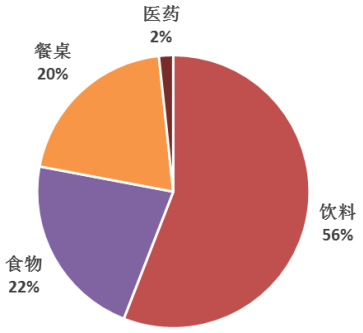
人工合成甜味剂在食品和饮料行业的应用日益广泛，包括软饮料，调味料，口香糖，果冻，调味料，烘焙食品，糖果，果汁，冰淇淋等。整个配料甜味剂市场规模大约 400 亿美元，蔗糖占据 78%，果葡萄糖为 12%，人工合成甜味剂占 9%，对应市场规模 36 亿美元，相较于蔗糖 320 亿美元规模仍有巨大市场空间。

图 13：全球甜味剂市场结构



数据来源：LuxResearch，西南证券整理

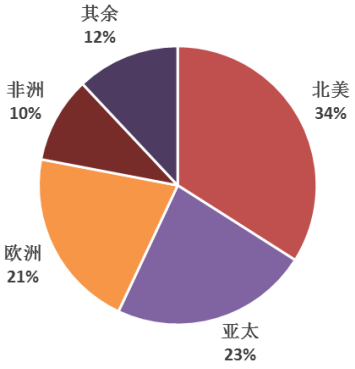
图 14：人工甜味剂下游主要应用



数据来源：Boroe，西南证券整理

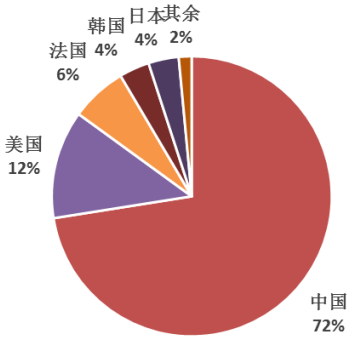
全球高倍甜味剂消费方面，北美是高倍甜味剂主要消费地区，全球占比 34%，预计需求增速 4%，三氯蔗糖是主要消费高倍甜味剂；亚太地区全球占比第二为 23%，预计需求增速 6%，阿斯巴甜和糖精是主要消费高倍甜味剂；欧洲全球占比第三为 21%，预计需求增速 4%，阿斯巴甜是主要消费高倍甜味剂。同时，中国是全球主要的高倍甜味剂供应国，占全球生产的 72%，其次是美国 12%。

图 15：全球高倍甜味剂消费分布



数据来源：Beroe，西南证券整理

图 16：全球高倍甜味剂生产分布



数据来源：Beroe，西南证券整理

近年来国际巨头饮料公司陆续推出无糖饮料产品，引领无糖消费新趋势，进一步促进了人工合成甜味剂市场增长。可口可乐是全球最大碳酸饮料公司，拥有 4100 多款饮料产品，包含软饮料到果汁，茶到咖啡，运动饮料到水，并积极推动低糖和无糖产品开发，目前其 40%的饮料属于低糖或者无糖产品，在美国市场提供的 800 多种产品内有 250 种是低糖或者无糖，例如零糖可乐、健怡可乐、零度雪碧等。近期国内主打无糖概念软饮料元气森林成为爆款，市面上无糖软饮料新品陆续增加，同时其他非饮料市场也意识到无糖产品商机，有望加速食品领域的无糖趋势。

图 17：可口可乐无糖系列



数据来源：西南证券整理

图 18：元气森林无糖系列

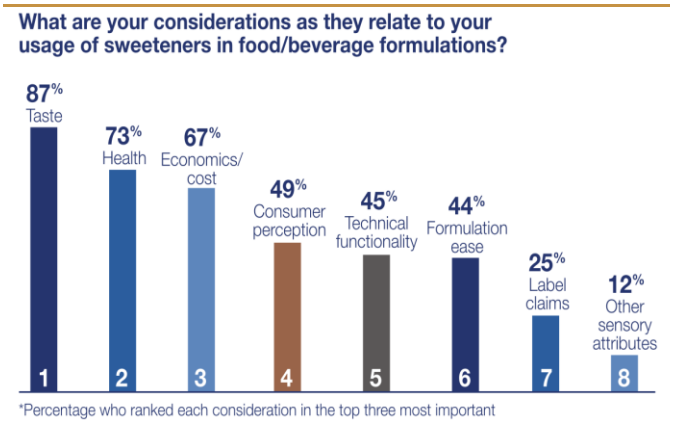


数据来源：西南证券整理

2.3 口味影响甜味剂需求，三氯蔗糖效果最理想

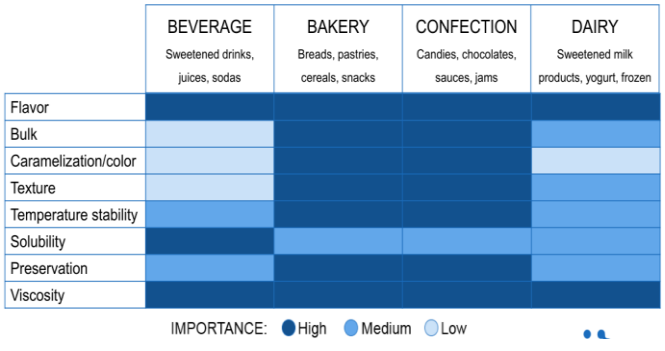
口味是影响消费者和厂家选择人工甜味剂的重要因素。根据 2015 年泰莱公司调研，消费者购买软饮料第一考虑的因素是口味，第二因素才是健康，LuxResearch 研究报告中也看到饮料、面包糕点、甜品、乳品厂家认为口味因素很重要。目前尚未出现哪一款代糖可以完全达到蔗糖的口味，厂家主要采用复配方案，可以达到增强甜味和风味、弥补或掩盖补不良口味的作用，通过持续优化配方使复配甜味剂口感无限接近蔗糖，例如国内无糖碳酸饮料常见的甜味剂组合是“阿斯巴甜+安赛蜜+三氯蔗糖”，因此饮料厂家也非常重视具备开发甜味剂配方能力的代糖供应商。不过，随着人们健康意识增强、各国和地区的法规要求以及饮料巨头销售增速放缓，厂家和消费者对健康元素的关注度正持续提高。

图 19：口味是消费选择甜味剂的重要影响因素



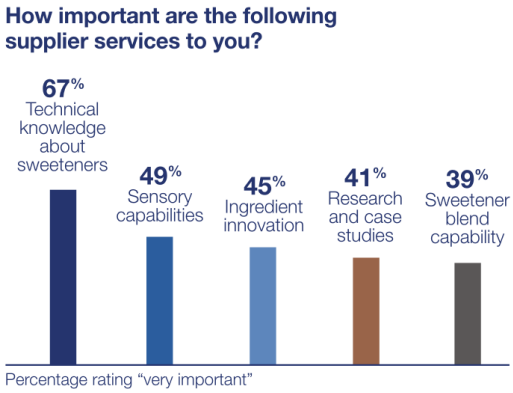
数据来源：泰莱官网，西南证券整理

图 20：饮料、食品厂家看重甜味剂口味



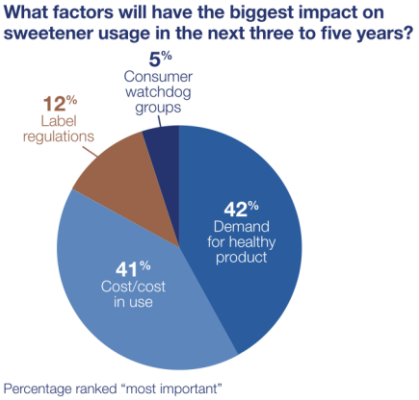
数据来源：LuxResearch，西南证券整理

图 21：厂家看重提供配方技术的甜味剂供应商



数据来源：泰莱官网，西南证券整理

图 22：健康的重要性正在超过口味



数据来源：泰莱官网，西南证券整理

人工合成甜味剂有糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜六个品种，分别对应六代产品，从甜度、价格、安全性等方面各有优劣。糖精存在健康隐患，很多地区禁止使用，但因为价甜比极低，在许多欠发达地区仍然使用较多，纽甜是新一代产品，但是甜度太高导致调配不稳定。甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖价甜比相差不大，其中甜蜜素有安全隐患，美国、日本、韩国等国家禁用，国内对其使用添加有严格的标准。阿斯巴甜受到一定质疑，而且随环境变化不稳定，随着安赛蜜出现后阿斯巴甜则一直被替代。三氯蔗糖近年来发展迅速，口味更接近蔗糖，正在替代安赛蜜，替代蔗糖方面也更容易被市场接受。

表 4：全球实施含糖饮料税政策的国家和地区

名称	系列	甜度	价格(元/kg)	价甜比(元/甜度)	全球应用	存在问题
糖精	第一代	500	40	0.1	低端市场	引致肿瘤风险；西方多国禁用，后苦味严重，难调配
甜蜜素	第二代	50	13	0.3	低端市场	引发多种疾病风险，西方多国禁用
阿斯巴甜	第三代	200	80	0.4	软饮料	受到一定质疑；苯丙酮尿症患者不宜使用；仅酸性常温下稳定
安赛蜜	第四代	200	55	0.3	利用价格优势替代糖精、甜蜜素的中低端市场	安全性较好，无显著不良反应报告，金属味，需要复配其他甜味剂
三氯蔗糖	第五代	650	200	0.3	发展迅速，逐步占据主导	安全性较好，无显著不良反应报告，成本较高
纽甜	第六代	6000	300	0.1	全球量少，推广还需时间	安全性较好，无显著不良反应报告，成本高，不易调配
蔗糖（对比）		1	5.4	5.4	普遍使用	安全，但是使用时会产生大量热量。不适用于糖尿病人、肥胖人士等使用

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：常见高倍甜味剂甜味特征

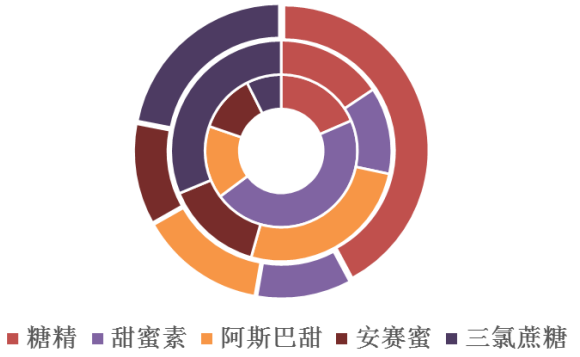
名称	甜味特征	口感指数（越高越好）
糖精	甜味强烈持久，有类似金属的苦涩感	1 星
甜蜜素	甜感不强烈，略有苦味，甜感较慢且持续时间长	3 星
阿斯巴甜	甜味迅速强烈持久，清润爽口，有轻微水果香味	4 星
安赛蜜	甜味愉快，甜感迅速而强烈，有轻微后苦味	3 星半
三氯蔗糖	甜味纯正清爽，甜感稍慢，甜味强烈持久	4 星半
甜菊糖	甜味强烈持久，有特殊香味以及后苦涩味	2 星半
蔗糖	甜味纯正，协调顺口，甜感迅速，甜味持续时间短，无不良后味	5 星

数据来源：知网，西南证券整理

2.4 三氯蔗糖发展迅速，替代市场空间可观

全球市场中在用的人工甜味剂主要是糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖，糖精因为价甜比低，在欠发达地区仍在使用，根据甜度折合成蔗糖量，糖精市场份额占 40%以上，其次是第五代甜味剂三氯蔗糖，因为口感接近蔗糖发展迅速，市场份额超过阿斯巴甜、安赛蜜。从市场规模看，甜蜜素占 40%以上，主要应用在低端市场，部分国家已经对其禁用，而且随着三氯蔗糖价格回落，甜蜜素的价甜比优势下降，未来将进一步被其他甜味剂代替。根据 2015 年泰莱调查，厂商未来倾向更多选择天然甜味剂、三氯蔗糖、安赛蜜使用。

图 23：人工甜味剂各品种市场份额



数据来源：公司公告，西南证券整理；备注：外圈、中圈和内圈分别按折蔗糖量、产量、销售额作为市场份额划分标准

图 24：厂家倾向于增加三氯蔗糖使用量

How do you expect your usage of the following sweeteners to change over the next three years?

	Next 3 years	
	Increase substantially/ somewhat	Decrease substantially/ somewhat
Stevia	64%	7%
Monk Fruit Extract	45%	12%
Erythritol	40%	12%
Sucralose	36%	18%
Ace-K	16%	32%
Aspartame	11%	48%
Saccharin	9%	44%

数据来源：泰莱公司，西南证券整理

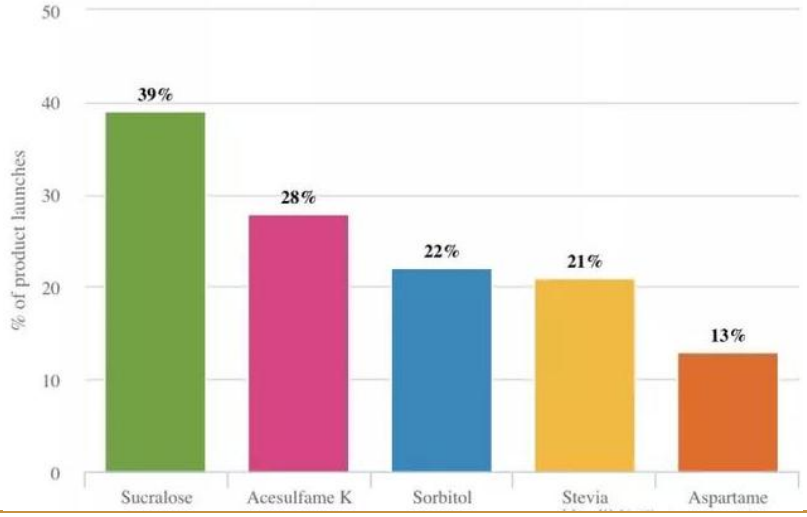
目前国内糖精和甜蜜素等传统甜味剂的产能约 9.5 万吨，在暂不考虑甜味剂市场对成品糖的替代作用、成分构造的替代性以及甜味剂行业的内生增长的情况下，从行业内部产品更替的角度，预测在中性情况下，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的新型甜味剂国内市场至少有 2-3 倍的空间。

表 6：不同替代程度下安赛蜜及三氯蔗糖需求量(单位：万吨)

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

数据来源：可转债说明书，西南证券整理

图 25：2018 年全球食品饮料新品中排名前五位的甜味剂



数据来源：Innova，西南证券整理

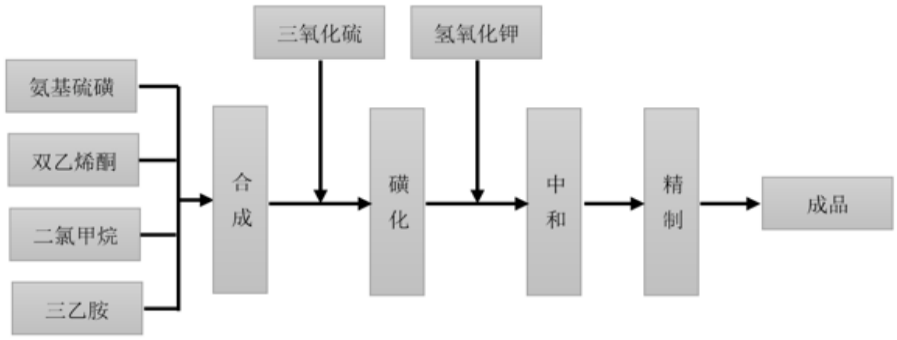
3 食品添加细分龙头，成本领先优势明显

3.1 安赛蜜：享受行业高景气

安赛蜜，又名 AK 糖，化学名为乙酰磺胺酸钾，无营养，无热量，甜度约为蔗糖的 200 倍，耐酸耐热，口感爽口，风味良好，已被广泛的科学实验证明其安全性。1967 年首次被合成，1983 年欧盟批准安赛蜜使用，1988 年美国批准其使用，1992 年我国批准其使用。安赛蜜是公认的性价比高、使用安全的甜味剂，目前全球已有 100 多个国家正式批准安赛蜜用于食品、饮料、口腔保健、化妆品及药剂等领域中。根据《食品添加剂使用标准》规定饮料类、冷冻饮品、糕点、果酱、蜜饯等食品最大使用量为 0.3g/kg。

安赛蜜主流合成路线双乙烯酮-三氧化硫法，国内厂家普遍采用这种工艺，具体是用氨基磺酸在三乙胺作催化剂下与双乙烯酮缩合反应生产乙酰氨基磺酸，用三氧化硫脱水磺化，再用氢氧化钾中和制得安赛蜜，经浓缩、脱色、结晶、烘干得成品包装。

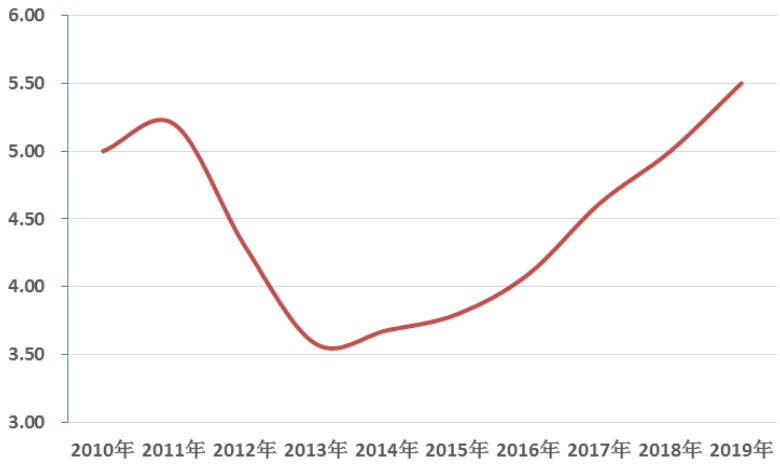
图 26：安赛蜜生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

2005 年塞拉尼斯子公司 Nutrinova 的安赛蜜专利到期后，国内安赛蜜产能快速增长，随着产能急剧扩张 2011~2013 年行业进入底部，价格从 5 万元/吨下降至 2.8 万元/吨，直到 2015 年随着苏州浩波破产重组，行业格局恢复稳定。2016~2017 年环保督察导致原料供应紧张，江苏天成、宁波王龙停产导致双乙烯酮价格从 8000 元/吨上涨至 1.5 万元/吨，另外竞争对手苏州浩波供应缩减，安赛蜜价格稳步上涨，目前价格在 6 万元/吨，行业格局相对稳固。

图 27：安赛蜜价格走势（万元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

安赛蜜行业经历过激烈的价格战，现有企业在成本方面各自具备一定优势，而新进入者需要时间磨合，而且安赛蜜作为食品添加剂需要国家相关审批认证，提高了行业进入壁垒。目前主要进入者是山东亚邦，2019 年投产 5000 吨，但实际产量不足 3000 吨，对市场冲击暂时不明显。另外一家南通宏信计划建设 1.5 万吨，母公司醋化股份能够保证双乙烯酮、醋酸供应，但实际进度较慢。

表 7：国内安赛蜜生产企业及产能

类型	企业	产能（吨/年）	备注
现有产能	金禾实业	12000	
	苏州浩波	4000	退出
	山东亚邦	5000	实际不足 3000 吨
	德国 Nutrinova	3500	计划搬迁
	山东明辉	1500	
	北京维多	1500	
	江西北洋	1000	开工不正常
拟在建产能	山东亚邦	5000	未动工
	南通宏信	15000	计划建设
	杭州三和	5000	计划建设

数据来源：产业信息网，西南证券整理

全球安赛蜜产能大约 2 万吨，金禾实业是安赛蜜行业绝对龙头，产能 1.2 万吨，占据市场份额 60%。公司专注技术改进，安赛蜜收率 85%达到行业最高水平，蒸汽循环利用降低成本，原料双乙烯酮公司拥有产能 1 万吨，保障关键原料供应，同时可以外售和生产下游医

药中间体双乙甲酯和双乙乙酯等。公司安赛蜜整体成本优势明显，使得公司抵御住价格战并不断扩张市场份额，在行业格局稳定后享受景气。

表 8：安赛蜜成本优势

原材料	单耗（受收率影响）	成本优势
双乙烯酮	0.7	自有配套产能 1 万吨
三氧化硫	3	配套产能
蒸汽	15	硫酸副产蒸汽
电	400kwh	部分自发电

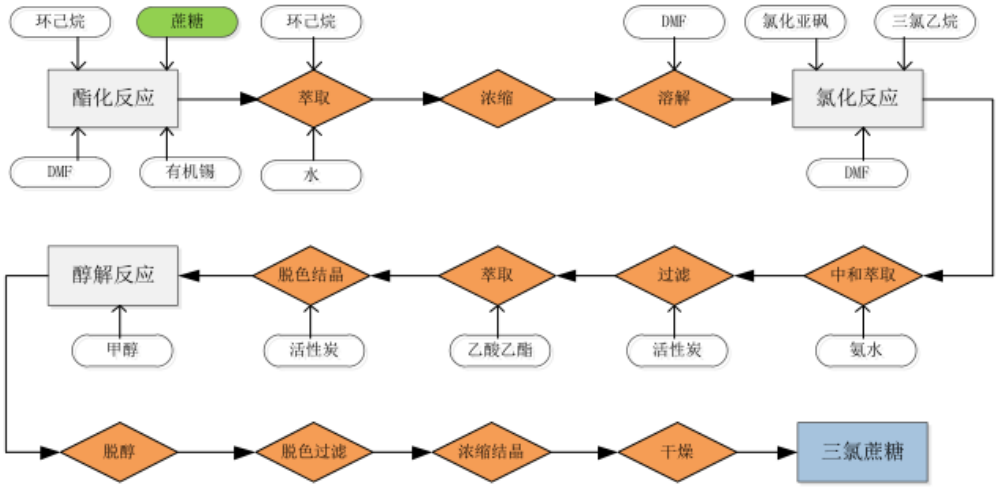
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 三氯蔗糖：成本领先不惧供应压力

三氯蔗糖又名三氯半乳蔗糖、蔗糖素，由英国和美国共同研制的白色粉末状产品，无异味、无吸湿性、对光、热、PH 均稳定，极易溶于水，以蔗糖为原料经氯代制得，甜度约为蔗糖的 600-650 倍，甜味接近白糖。三氯蔗糖是以蔗糖为原料的功能性甜味剂，并具有较好的溶解性和稳定性，对涩味、苦味、酒味等味道有掩盖效果，在食品和保健品领域应用广泛，与其他甜味剂复配也有显著增效作用，根据《食品添加剂使用标准》规定可用于饮料类、水果罐头、酱油、复合调味料、配制酒等食品，最大使用量为 0.25g/kg。

三氯蔗糖的主要工艺合成方法有单基团保护法和全基团保护法两大类，全基团保护法工艺复杂，没有工业化生产价值。单基团保护法通过化学方法，使蔗糖中葡萄糖分子上的 6 位羟基生成单脂，再经氯化、脱肽基，提纯得到三氯蔗糖。该工艺关键是制备蔗糖-6-乙酸酯以及三氯蔗糖-6-乙酸酯的氯代，氯代试剂需要氯化亚砜和三氯乙烷，三氯蔗糖单吨消耗氯化亚砜约 4.5 吨。金禾实业已掌握单基团化学保护法，工艺成熟稳定，具备原料氯化亚砜自给能力，完全成本约 16 万元/吨，成本水平领先行业。

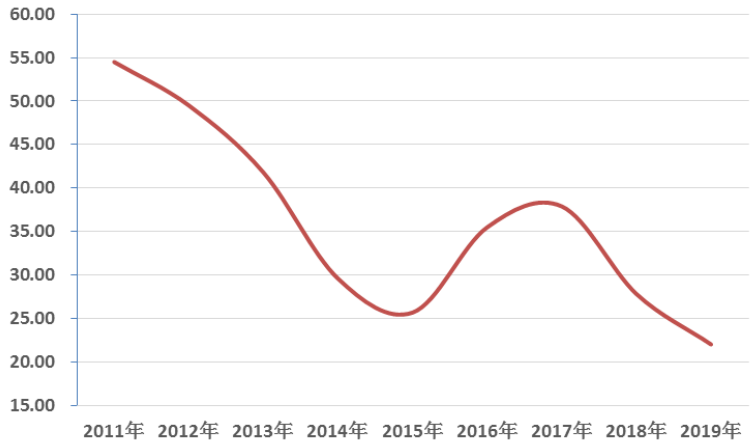
图 28：三氯蔗糖生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

全球三氯蔗糖产能 2 万吨左右，实际产量 1 万多吨，主要生产企业有英国泰莱、金禾实业、山东康宝、山东中怡等。2016~-2017 年因为环保督察，牛塘、盐城捷康生产供给受到影响，叠加英国泰莱新加坡 2500 吨产能搬迁，三氯蔗糖价格从 25 万元/吨大幅上涨至 50 万元/吨。高盈利吸引新进入者，原有企业也紧随其后扩产，供给增加导致三氯蔗糖价格回到 20 万元/吨，目前已经处于部分企业的盈亏平衡位置。

图 29：三氯蔗糖价格走势（万元/吨）



数据来源：公司公告，中国食品报网，西南证券整理

三氯蔗糖生产工艺流程长，技术工艺掌握程度决定产品成本水平，当前 20-22 万元/吨的价格下部分企业已经不盈利，规模小、开工不足的企业基本不具备成本优势。虽然看到目前计划扩产量大，但实际落地会非常有限，未来真正的增量产能可能是金禾实业 5000 吨，预计 2020 年底投产，新和成一期 2000 吨。

表 9：国内三氯蔗糖生产企业及产能

类型	企业	产能（吨/年）	备注
现有产能	英国泰莱	3500	
	金禾实业	4000	
	山东康宝	2700	
	山东中怡	2000	
	新琪安	1500	出现过环保问题
	盐城捷康	1000	出现过环保问题
	三和维信	500	开工率低
	科宏生物	300	开工率低
	广业清怡	300	开工率低
拟在建产能	金禾实业	5000	预计 2020 年底
	新和成	6000	
	盐城捷康	4000	计划技改扩建
	三和维信	3000	
	科宏生物	1500	
	广业清怡	700	

数据来源：产业信息网，西南证券整理

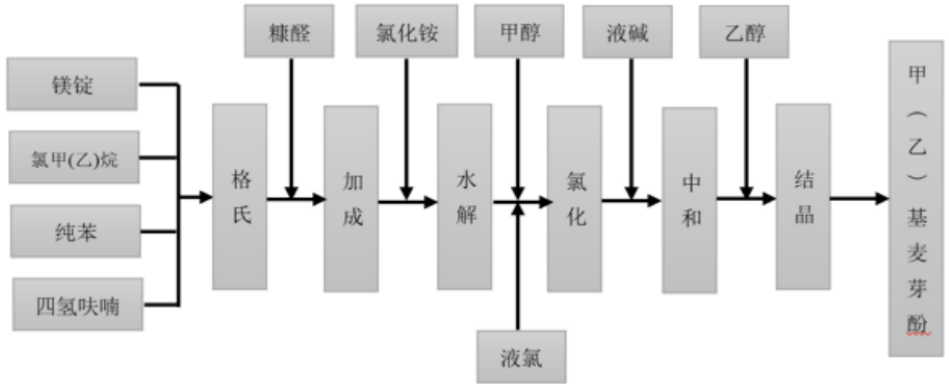
公司三氯蔗糖产能 4000 吨，采用单基团保护法工艺，通过持续改进优化，收率水平领先行业，2020 年底公司将新投产 5000 吨三氯蔗糖，根据环评资料其反应收率达到 55%，单位成本有望进一步下降。氯化亚砜是三氯蔗糖的主要原材料之一，单吨三氯蔗糖消耗氯化亚砜约 4.5 吨，2019 年公司定远一期项目投产氯化亚砜 4 万吨产能，2020 年三氯蔗糖投产后也基本能够保证自给。公司成本优势领先，随着 5000 吨三氯蔗糖项目投产，加上氯化亚砜原料自给，成本优势更加凸显。

3.3 甲、乙基麦芽酚：巩固技术优势，布局原料糠醛

甲基麦芽酚又称麦芽酚，是一种广谱香味增效剂，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，具有增香、固香、增甜的作用，可配制食用香精、化妆品香精等，还可以制造医药中间体。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，因为乙基麦芽酚能使食品中原有香味得到调和、改良和提升而经常被用作香味改良剂，同时还具有去除原料杂味，保持长久清香的功效，减少冷冻肉与鲜肉口感风味上的差异。

公司麦芽酚采用糠醛路线，镁与卤代烷在无水乙醚或四氢呋喃溶剂存在下进行反应，合成格氏试剂，然后格氏试剂与糠醛加成反应，再经水解得糠基醇中间体。分离溶剂后的糠基醇中间体在甲醇水溶液中低温用氯气，然后再在酸性介质中加热水解重排，得麦芽酚粗制品。粗制品经升华提纯再在乙醇中重结晶，晶体干燥后得成品。

图 30：甲、乙基麦芽酚生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

全球麦芽酚总产能约 1.25 万吨，需求 1 万吨左右，主要有金禾实业、万香国际、北京天利海、肇庆香料厂、陕西唐正科技，2017 年北京天利海安全事故导致麦芽酚价格大幅上涨，甲基麦芽酚从 9 万元/吨提高至 15 万元/吨，乙基麦芽酚从 8.3 万元/吨提高至 15 万元/吨，随着天利海复产以及万香国际新增产能投放，供给恢复正常后价格均陆续回落。

表 10：国内甲、乙基麦芽酚生产企业及产能

类型	企业	产能（吨）	备注
现有产能	金禾实业	5000	
	北京天利海	3000	事故频发
	肇庆香料	2500	

类型	企业	产能（吨）	备注
	陕西唐正	1500	
	万香国际	6000	
拟在建产能	金禾实业	5000	
	新和成	3000	建设推迟

数据来源：产业信息网，西南证券整理

金禾实业是全球最大的甲、乙基麦芽酚生产商，现有甲、乙基麦芽酚实际产能 5000 吨，下游客户包括全球香精香料巨头奇华顿、德之馨以及国内饮料企业娃哈哈等。公司拥有多项相关专利，并通过持续优化甲、乙基麦芽酚生产工艺，降低生产成本。公司充分利用循环经济，麦芽酚生产中，氯化水解反应过程中溶剂甲醇和盐酸会发生副反应，产生大量氯甲烷从釜中逸出，公司采用恒压收集，再经过洗涤净化，加压冷凝得到成品氯甲烷，减少污染物的排放，发挥经济效益。公司计划以自筹资金 5.2 亿建设 5000 吨甲乙基麦芽酚，进一步巩固市场龙头地位。糠醛是甲、乙基麦芽酚主要原材料之一，单吨麦芽酚消耗糠醛约 1.5-1.7 吨，2019 年公司定远一期项目投产糠醛 1 万吨产能，公司成本进一步下降。

3.4 调整基础化工业务战略定位，围绕精细化工发挥配套作用

战略性调整基础化工业务定位，以精细化工业务为主，发挥配套作用打造成本竞争优势。公司以化肥、合成氨业务起家，2000 年开始布局香料、甜味剂产品，涉足精细化工领域。经过多年发展，公司已形成了以合成氨工艺为核心的三聚氰胺、硝酸、双氧水等产品线以及以甲醇为核心的甲醛、新戊二醇和季戊四醇等产品线的完善基础化工产品体系。受益于此，公司部分精细化工产品可实现自给自足，保障供应和降低成本。

公司重点发展精细化工品种以及围绕精细化工打造配套产业链，基础化工业务比重逐步下降。2017 年．公司转让持有子公司华尔泰全部 55%股权，实现基础化工业务瘦身。我们认为公司战略转型非常坚定，并且保留了配套基础化工品，成本竞争优势得到保障。

表 11：公司产品布局时间表

产品/时间	1994	1995	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2015	2019	2020-2022
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							√	√	√	√	√	√	√	√
新戊四醇								√	√	√	√	√	√	√
硫酸									√	√	√	√	√	√

产品/时间	1994	1995	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2015	2019	2020-2022
吡啶盐										√	√	√	√	√
双氧水											√	√	√	√
三氯蔗糖												√	√	√
糠醛													√	√
氯化亚砜													√	√
佳乐麝香														√
呋喃系列														√

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 定远项目开启新一轮成长

随着来安生产基地产能陆续达到满产状态，2017 年公司出于战略发展角度，在定远盐化工园区建设“金禾实业循环经济产业园”，开发现有化工产品上游原料，实现产业链的垂直一体化整合，发挥成本优势，同时在食品添加剂、医药中间体、新材料等精细化工、生物科技领域内相关领域新的拓展。

安徽定远盐化工业园为安徽省省级工业园区，是全省四大新型化工产业基地，并被国务院纳入国家级发展战略《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，定位为“皖江新材料产业基地”。安徽定远盐化工业园地理位置优越，来安县本部厂区相对较近，能保证公司原有技术人员互相支持、合理调节人力资源配置。盐化工业园现已配套齐全的蒸汽、道路、给排水等市政设施，提供土地及税收等优惠产业政策，有助于公司项目顺利推进。

公司定远项目实施主体为安徽金轩科技，一期项目建设用地约 450 亩，计划总投资 8-10 亿元，建设年产 2 万吨糠醛配套燃烧糠醛渣及生物质热电联装置；利用盐化工氯气为原料，建设 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；年产 8 万吨氯化亚砜装置；配套建设 1500t/d 的污水处理厂及配套危废焚烧装置。2019 年 1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砜、生物质热电联装置顺利投产。定远项目将围绕糠醛等产品打通上下游产业链，实现横向、纵向一体化建设，进一步发挥协同作用：1）糠醛是现有产品甲乙基麦芽酚原料，也是规划项目呋喃系列的上游原料，同时糠醛渣用于生物质发电；2）氯化亚砜是三氯蔗糖原料；3）佳乐麝香是日化香料，呋喃铵盐是头孢呋辛原料药关键中间体，丰富公司在香料和医药领域的布局。

表 12：定远循环经济一、二期项目产品

项目期	项目内容
一期（8-10 亿，500 亩地）	2 万吨糠醛配套 2x75t/h 锅炉
	8 万吨氯化亚砜
	配套 3000t/d 污水处理厂
	4500 吨佳乐麝香溶液
	5000 吨 2-甲基呋喃
	3000 吨 2-甲基四氢呋喃
	1000 吨呋喃铵盐项目
二期（10-12 亿，1000 亩地）	10 万吨木薯制工业酒精

项目期	项目内容
	4 万吨谷元粉、4 万吨面粉
	3 万吨酒精制乙醛
	2 万吨乙醛制巴豆醛
	3 万吨双乙烯酮
	3 万吨山梨酸钾
	以硫磺为原料的系列化工产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 打造品牌“爱乐甜”，进军国内 toC 市场

甜味剂是代糖食品添加剂，甜味剂生产厂家以供应商角色为食品厂商供应产品，同时也可以打造品牌，通过商超等渠道直接销售给终端消费者。Splenda 是美国知名甜味剂品牌，也是全球甜味剂第一大品牌，产品面向终端消费者，用于咖啡、饮料、烹饪中替代蔗糖，主要使用了高倍甜味剂三氯蔗糖。三氯蔗糖主要是英国泰莱公司供应，双方建立了长期合作伙伴关系。同时，Splenda 品牌旗下的甜味剂产品不断丰富，推出了天然甜味剂等系列，不断拓宽甜味剂市场份额。我们认为甜味剂具备消费品属性，而当前国内的甜味剂 toC 市场仍是蓝海。

图 31：国外超市货架上的 Splenda 品牌



数据来源：西南证券整理

2019 年公司借助互联网渠道推出爱乐甜品牌，并相应组建销售团队，针对 toB 端与多个茶饮、烘焙连锁企业进行对接。同时开始涉足 toC 市场，在京东、天猫等主流网上商城推出 100g、350g、500g、640g 共 4 款规格产品，对应价格分别为 19.9 元、42.9 元、49.9 元、69.9 元，主要配套赤藓糖醇、膳食纤维、甜菊糖苷、三氯蔗糖、食用香料，标签“0 糖、0 脂肪、0 卡路里”、“直接替代白砂糖使用”能够精准表达产品定位和作用，从而有效快速的

占据消费者心智。金禾实业从甜味剂生产到推出爱乐甜品牌，战略眼光引领行业，未来随着国内人工甜味剂 toC 市场打开，公司消费属性有望得到凸显。

图 32：京东上架的爱乐甜产品



数据来源：京东，西南证券整理

6 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：安赛蜜价格维持坚挺，2021-2022 年三氯蔗糖价格下降 1-2 万元/吨，2022 年甲、乙基麦芽酚下降 0.5 万元/吨；2021-2022 年基础化工及中间体盈利恢复至疫情前。

假设 2：2020 年销量 4000 吨，年底三氯蔗糖项目投产，2021 年销量 6000 吨，2022 年销量 8000 吨；甲、乙基麦芽酚 2021 年增加销量 1500 吨、2022 年增加销量 2500 吨；2021 年定远项目再增加 4 万吨氯化亚砜和 1 万吨糠醛产能，2021 年 4500 吨佳乐麝香溶液投产。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 13：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
食品添加剂	收入	18.58	18.58	23.27	28.10
	YoY	6%	0%	25%	21%
	毛利率	43%	45%	45%	42%
基础化工及中间体	收入	16.95	14.68	15.54	15.54
	YoY	-19%	-13%	6%	0%
	毛利率	24%	20%	24%	24%
定远基地	收入	0.5	2.2	9.15	13.78
	YoY	-	340%	316%	51%
	毛利率	42%	31%	30%	31%
其他	收入	3.69	3.69	3.69	3.69
	YoY	32%	0%	0%	0%
合计	收入	39.72	39.15	51.66	61.10
	YoY	-4%	-1%	32%	18%
	毛利率	31%	31%	33%	33%

数据来源：Wind，西南证券

我们采用可比估值，选取食品添加剂和精细化工企业保龄宝、晨光生物、醋化股份、新和成、华宝股份、安迪苏、皇马科技进行对比，2020-2022 年平均 PE 为 29、22 和 18。金禾实业是细分领域食品添加剂龙头，无糖成为全球消费新趋势，三氯蔗糖市场前景广阔，成本优势使得公司能够持续稳定扩张，同时定远基地围绕糠醛产业链打开成长。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 8、11、13 亿元，公司是细分食品添加剂龙头，拥有宽厚的成本护城河，给予公司 2021 年 23 倍 PE，目标价 43.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002286	保龄宝	17.10	0.10	0.28	0.51	0.81	179	61	34	21
300138	晨光生物	17.19	0.38	0.51	0.64	0.82	45	34	27	21
603968	醋化股份	19.02	1.08	1.32	1.54	1.75	18	14	12	11
002001	新和成	32.65	1.01	1.87	2.13	2.44	32	17	15	13
300741	华宝股份	53.00	2.01	2.06	2.18	2.36	26	26	24	22
600299	安迪苏	14.89	0.37	0.54	0.60	0.69	40	28	25	22
603181	皇马科技	26.15	0.91	1.11	1.41	1.73	29	23	19	15
平均值								29	22	18

数据来源：Wind，西南证券整理

7 风险提示

项目投产或不及预期、产品价格或大幅波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	3915	5166	6110
营业成本	2729	2697	3463	4111
营业税金及附加	31.90	32.36	43.03	50.46
销售费用	130.76	125.29	175.63	207.75
管理费用	85.56	195.76	284.11	336.06
财务费用	-18.90	4.77	30.40	26.20
资产减值损失	-13.03	-10.00	0.00	0.00
投资收益	29.43	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	6.21	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	939.82	940.20	1238.99	1448.83
其他非经营损益	-2.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	937.15	940.20	1238.99	1448.83
所得税	128.79	129.28	170.36	199.21
净利润	808.36	810.92	1068.63	1249.61
少数股东损益	-0.41	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	809	811	1069	1250

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	808	811	1069	1250
折旧与摊销	235	161	161	161
财务费用	-18.90	4.77	30.40	26.20
资产减值损失	-13.03	-10.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	267.12	596.54	66.70	72.72
其他	-373.14	-55.71	-73.25	-69.09
经营活动现金流净额	905.75	1507.20	1253.17	1440.13
资本支出	-323.24	0.00	0.00	0.00
其他	-913.34	70.00	70.00	70.00
投资活动现金流净额	-1236.58	70.00	70.00	70.00
短期借款	-79.86	-100.14	0.00	0.00
长期借款	-0.61	0.00	0.00	0.00
股权融资	-16.36	0.00	0.00	0.00
支付股利	-201.16	-161.75	-162.18	-213.73
其他	-38.68	-196.96	-30.40	-26.20
筹资活动现金流净额	-336.66	-458.85	-192.59	-239.93
现金流量净额	-657.35	1118.35	1130.58	1270.20

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1775.56	2893.91	4024.49	5294.69
应收和预付款项	293.46	257.39	345.58	413.12
存货	372.64	363.91	472.09	559.81
其他流动资产	1558.76	1038.17	1066.23	1087.42
长期股权投资	3.53	3.53	3.53	3.53
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1827.58	1684.24	1540.90	1397.56
无形资产和开发支出	103.60	91.45	79.30	67.14
其他非流动资产	214.19	209.01	203.82	198.63
资产总计	6149.33	6541.60	7735.92	9021.89
短期借款	100.14	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	985.90	1021.79	1299.00	1540.07
长期借款	0.61	0.61	0.61	0.61
其他负债	580.52	579.46	590.13	599.15
负债合计	1667.17	1601.85	1889.74	2139.82
股本	558.77	558.77	558.77	558.77
资本公积	394.75	394.75	394.75	394.75
留存收益	3365.55	4014.72	4921.16	5957.05
归属母公司股东权益	4482.06	4939.65	5846.09	6881.98
少数股东权益	0.09	0.09	0.09	0.09
股东权益合计	4482.16	4939.74	5846.18	6882.07
负债和股东权益合计	6149.33	6541.60	7735.92	9021.89

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-3.89%	-1.43%	31.94%	18.29%
营业利润增长率	-11.60%	0.04%	31.78%	16.94%
净利润增长率	-11.32%	0.32%	31.78%	16.94%
EBITDA 增长率	-11.49%	-4.38%	29.34%	14.38%
获利能力				
毛利率	31.28%	31.12%	32.95%	32.72%
三费率	4.97%	8.32%	9.49%	9.33%
净利率	20.35%	20.71%	20.69%	20.45%
ROE	18.03%	16.42%	18.28%	18.16%
ROA	13.15%	12.40%	13.81%	13.85%
ROIC	30.72%	36.93%	61.54%	76.41%
EBITDA/销售收入	29.11%	28.24%	27.68%	26.77%
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.62	0.72	0.73
固定资产周转率	2.57	2.30	3.31	4.31
应收账款周转率	20.59	19.42	23.83	22.20
存货周转率	7.82	7.26	8.21	7.93
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.85%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.11%	24.49%	24.43%	23.72%
带息债务/总负债	35.99%	31.20%	26.45%	23.36%
流动比率	3.56	4.30	4.39	4.60
速动比率	3.23	3.95	4.04	4.25
股利支付率	24.87%	19.95%	15.18%	17.10%
每股指标				
每股收益	1.45	1.45	1.91	2.24
每股净资产	8.02	8.84	10.46	12.32
每股经营现金	1.62	2.70	2.24	2.58
每股股利	0.36	0.29	0.29	0.38

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1156.27	1105.65	1430.07	1635.71
PE	24.48	24.41	18.53	15.84
PB	4.42	4.01	3.39	2.88
PS	4.98	5.06	3.83	3.24
EV/EBITDA	15.14	14.73	10.60	8.49
股息率	1.02%	0.82%	0.82%	1.08%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn