

硝酸产能释放正当时， 安赛蜜拉开增长序幕

投资要点：

● 食品添加剂行业快速发展，安赛蜜受益替代

2004-2010 年我国食品和饲料添加剂产值复合增长率高达 42.5%，全行业毛利率维持在 20% 多水平。在食品饮料行业发展的带动下，未来食品添加剂的前景将日益广阔。

安赛蜜未来将受益两方面的替代，一个是对蔗糖的替代；另一个是安赛蜜凭借着自身的性价比优势在甜味剂内部的替代。如仅对国内糖精和安赛蜜进行一半的替代，就将新增需求 4.25 万吨。有关研究预计 2013 年安赛蜜需求将突破 7 万吨，而目前全球的市场规模仅 1.8 万吨，未来成长潜力巨大。

● 安赛蜜下半年或有超预期表现

一般来说，每年 9 月份后安赛蜜原材料价格会大幅下降 15% 左右，有利于安赛蜜下半年毛利率的提高。另一方面，北京一家安赛蜜企业由于环保等因素将会搬迁，势必影响双乙稀酮的需求，进而有利于原材料价格的下降。再次，明年公司自建双乙稀酮项目有助于毛利率提升 5-10 个点。

● 硝酸、三聚氰胺投产正当时

公司新增 15 万吨硝酸、3 万吨三聚氰胺项目于 4 月份投产，正好享受到产品涨价的利好。随着硝酸价格的上涨，硝酸价格将得到支撑，硝酸价格每上涨 100 元，增厚公司 EPS0.13 元。

● 投资建议

不考虑硝酸铵钙对公司业绩贡献的情况下，我们预计公司 11-13 年全面摊薄后 EPS 分别为 1.73 元、2.19 元和 2.55 元，对应目前股价 PE 分别为 18.8 倍、14.8 倍和 12.7 倍。公司自建项目、募投项目产能逐渐释放，安赛蜜受益产品替代，公司盈利将稳步增长，合理估值区间 40-45 元，给予推荐评级。关注公司未来整合动向。

● 主要风险因素：公司募投项目未按时投产、经济下滑的风险

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1316.7	1625.7	2171.5	2490.6	2758.8
收入增长率%	12.1%	23.5%	33.6%	14.7%	10.8%
净利润(百万元)	81.9	130.2	231.0	292.3	339.8
摊薄 EPS(元)	0.82	1.30	1.73	2.19	2.55
PE	53.2	33.1	18.7	14.8	12.7
PB			4.5	3.5	2.7

资料来源：中国银河证券研究部

金禾实业 (002597.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间 40-45 元

分析师

袁孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091551

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

特此鸣谢

胡 昂

☎: (8621) 20252671

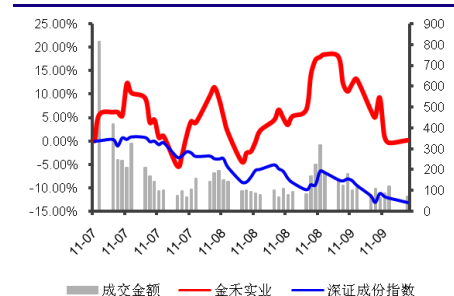
✉: huang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.09.13

A 股收盘价(元)	32.48
A 股一年内最高价(元)	40.10
A 股一年内最低价(元)	29.25
上证指数	2471
市净率	3.9
总股本(万股)	13350
实际流通 A 股(万股)	2680
限售的流通 A 股(万股)	10670
流通 A 股市值(亿元)	8.70

相对深证成指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、食品添加剂行业发展迅速

近年来我国食品饮料工业发展迅速，也带动了与之配套的食品添加剂行业快速的增长态势。自 2002 年以来，我国食品饮料产值每年以 20% 以上速率高速增长，2009 年产值更是达到 16684.3 亿元；2004-2010 年我国食品和饲料添加剂产值复合增长率高达 42.5%，产值从 112.6 亿元增长至 1347.1 亿元，全行业毛利率维持在 20% 多水平。在食品饮料行业发展的带动下，未来食品添加剂的前景将日益广阔。

2、安赛蜜短期受益成本下降，长期受益替代

安赛蜜未来将受益两方面的替代，一个是对蔗糖的替代；另一个是安赛蜜凭借着自身的性价比优势在甜味剂内部的替代。如仅对国内糖精和安赛蜜进行一半的替代，就将新增需求 4.25 万吨。有关研究预计 2013 年安赛蜜需求将突破 7 万吨，而目前全球的市场规模仅 1.8 万吨，未来成长潜力巨大。

一般来说，每年 9 月份后安赛蜜原材料价格会大幅下降 15% 左右，有利于安赛蜜下半年毛利率的提高。另一方面，北京一家安赛蜜企业由于环保等因素将会搬迁，影响双乙稀酮的需求，进而有利于原材料价格的下降。

3、硝酸、三聚氰胺投产正当时

新增 3 万吨三聚氰胺和 15 万吨硝酸产能于今年 4 月份顺利投产，新增产能正好赶上产品价格的上涨，有利于业绩的大幅增长。随着硝酸价格的上涨，硝酸价格也将会得到支撑；并且从硝酸的需求来看，MDI、TDI、己二酸以及染料等需求逐步回升，将带动硝酸需求增长。硝酸价格每上涨 100 元，增厚公司 EPS0.13 元。

我们与市场不同的观点:

下半年安赛蜜有望受益于成本降低，盈利会增强，明年自建双乙稀酮项目有助于毛利率提升 5-10 个点。公司新增 15 万吨硝酸、3 万吨三聚氰胺项目于 4 月份投产，正好享受到产品涨价的利好。

估值与投资建议:

不考虑硝酸铵钙对公司业绩贡献的情况下，我们预计公司 11-13 年全面摊薄后 EPS 分别为 1.73 元、2.19 元和 2.55 元，对应目前股价 PE 分别为 18.8 倍、14.8 倍和 12.7 倍。公司自建项目、募投项目产能逐渐释放，安赛蜜受益产品替代，公司盈利将稳步增长，合理估值区间 40-45 元，给予推荐评级。关注公司未来整合动向。

股价表现的催化剂:

1、公司产品安赛蜜、硝酸价格持续上涨；2、公司对配套产业链进行收购。

主要风险因素:

公司募投项目未按时投产、经济下滑的风险。

目 录

一、公司简介	1
二、食品添加剂：志做安赛蜜、麦芽酚全球龙头企业.....	2
（1）食品添加剂行业发展快速	3
（2）安赛蜜前景广阔，公司下半年将有超预期表现	4
（3）麦芽酚规模、技术优势明显，未来稳健增长	8
三、基础化工：产业链完善、贴近市场，新增项目正当时.....	10
（1）产业链完善，区位优势明显	10
（2）硝酸、三聚氰胺投产正当时	11
四、投资策略	12

图 目 录

图 2: 2010 年公司收入构成	1
图 2: 2010 年公司毛利构成	1
图 3: 公司分产品毛利率情况.....	2
图 4: 公司综合毛利率不断上升	2
图 5: 2000-2009 年我国食品饮料产值快速增长	3
图 6: 2003-2010 年我国食品级饲料添加剂产值情况	3
图 7: 甜味剂分类.....	4
图 8: 糖精历年出口量	8
图 9: 2009 年全球安赛蜜产能统计.....	8
图 10: 公司安赛蜜逐年销售情况.....	9
图 11: 全球麦芽酚产能统计	9
图 12: 公司麦芽酚逐年销售情况.....	9
图 13: 公司基础化工产业链	10
图 14: 公司区位优势明显.....	11
图 15: 硝酸价格走势	11
图 16: 三聚氰胺价格走势.....	11

表 目 录

表 1: 公司产品产能情况.....	1
表 2: 我国主要食品添加剂产量增长情况	3
表 3: 安赛蜜经济性及安全性好	3
表 4: 安赛蜜热稳定、水溶性好	3
表 5: 2008 年强力甜味剂允许使用情况	5
表 6: 甜味剂政策走向	6
表 7: 2009 年我国主要功能性甜味剂产能和产量情况.....	7
表 8: 金禾实业硝酸弹性最大.....	12

一、公司简介

金禾实业主要从事食品添加剂和基础化工产品的生产和销售。公司食品添加剂产品包括安赛蜜、甲基麦芽酚和乙基麦芽酚；基础化工产业链丰富而完善，以氨醇联产为起点，主要产品有液氨、硝酸、碳酸氢铵、三聚氰胺、甲醛、新戊二醇和季戊四醇等。

表 1: 公司主要产品产能情况

	产能 (万吨)	备注
精细化工		
安赛蜜	4000+5000 (吨)	5000 吨为募投项目
麦芽酚	4000 (吨)	
基础化工		
氨醇联产	20	实际 15-18 万吨/年
硝酸	20	15 万吨为 4 月份投产，实际总产能 22-25 万吨
三聚氰胺	5	3 万吨为 4 月份投产，外购尿素
甲醛	18	
新戊二醇	1	
硝酸铵钙	20	公司募投项目

资料来源: 公司调研, 中国银河证券研究部

公司产品种类多样, 各产品占营业收入比重相差不大, 大部分占比在 10% 上下; 安赛蜜和麦芽酚是公司主要的利润来源, 2010 年两者收入占比 27.5%, 却贡献了公司 51% 的毛利。

图 1: 2010 年公司收入构成

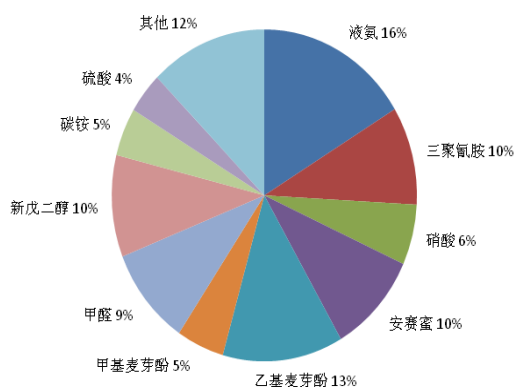
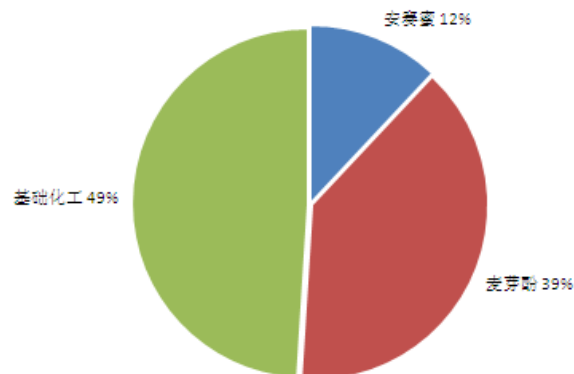


图 2: 2010 年公司毛利构成



资料来源: 中国银河证券研究部

2008-2010 年, 公司营业收入稳健增长, 由 11.75 亿元增长至 16.25 亿元, 复合增长率为 17.6%; 在营收稳定增长的情况下, 公司净利润大幅提高, 从 0.54 亿元增长至 1.30 亿元, 复合增长率高达 55.4%。

公司食品添加剂毛利率一直保持较高水平，安赛蜜毛利率稳定在 20%的水平，麦芽酚毛利率在 30%左右；随着食品添加剂产品规模的扩大，公司综合毛利率也逐年上升。

图 3: 公司分产品毛利率情况 (%)

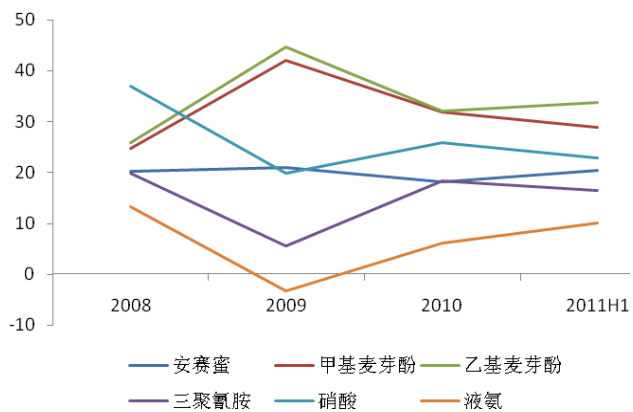
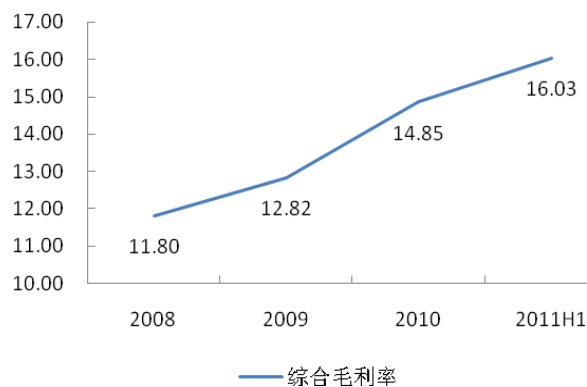


图 4: 公司综合毛利率不断上升 (%)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

二、食品添加剂：志做安赛蜜、麦芽酚全球龙头企业

(1) 食品添加剂行业发展快速

食品添加剂是指为改善食品品质和色、香、味以及为防腐和加工工艺的需要而加入食品中的化学合成或天然物质。

在全球，食品添加剂品种有 25000 多种，常用的添加剂品种有 5000 多种。目前我国食品添加剂有 23 个类别，2000 多个品种，包括酸度调节剂、抗结剂、消泡剂、抗氧化剂、漂白剂、膨松剂、着色剂、护色剂、酶制剂、增味剂、营养强化剂、防腐剂、甜味剂、增稠剂、香料等。允许使用的食品添加剂产品中既有合成的化工类产品，也有天然提取物质、微生物发酵产品、医药类产品。

近年来我国食品饮料工业发展迅速，也带动了与之配套的食品添加剂行业快速的增长态势。自 2002 年以来，我国食品饮料产值每年以 20% 以上速率高速增长，2009 年产值更是达到 16684.3 亿元；2004-2010 年我国食品和饲料添加剂产值复合增长率高达 42.5%，产值从 112.6 亿元增长至 1347.1 亿元，毛利率维持在 20% 水平。

图 5：2000-2009 年我国食品饮料产值快速增长

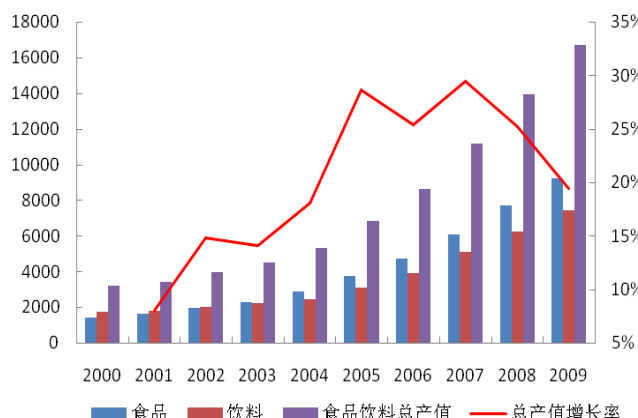
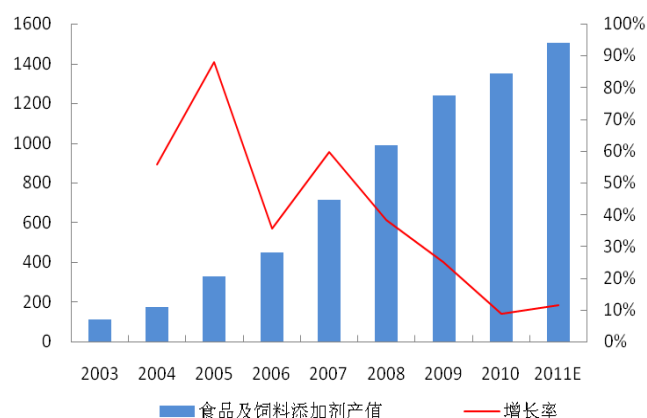


图 6：2003-2010 年我国食品级饲料添加剂产值情况



资料来源：中国银河证券研究部

表 2：我国主要食品添加剂产量增长情况（万吨）

	2000	2005	2010	复合增长率
着色剂	3.1	6.2	35	27.4%
乳化、增稠及品质改良剂	14.9	21.2	62	15.3%
化学合成高效甜味剂	4.25	8.25	12	10.9%
其他营养性甜味剂	18.6	62.5	118	20.3%
防腐抗氧化剂	7	11.5	24.5	13.3%
香精、香料	3.8	6	12.1	12.3%
味精、柠檬酸等其他	140.1	209.6	448.4	12.3%
产量	191.75	325.25	712	14.0%

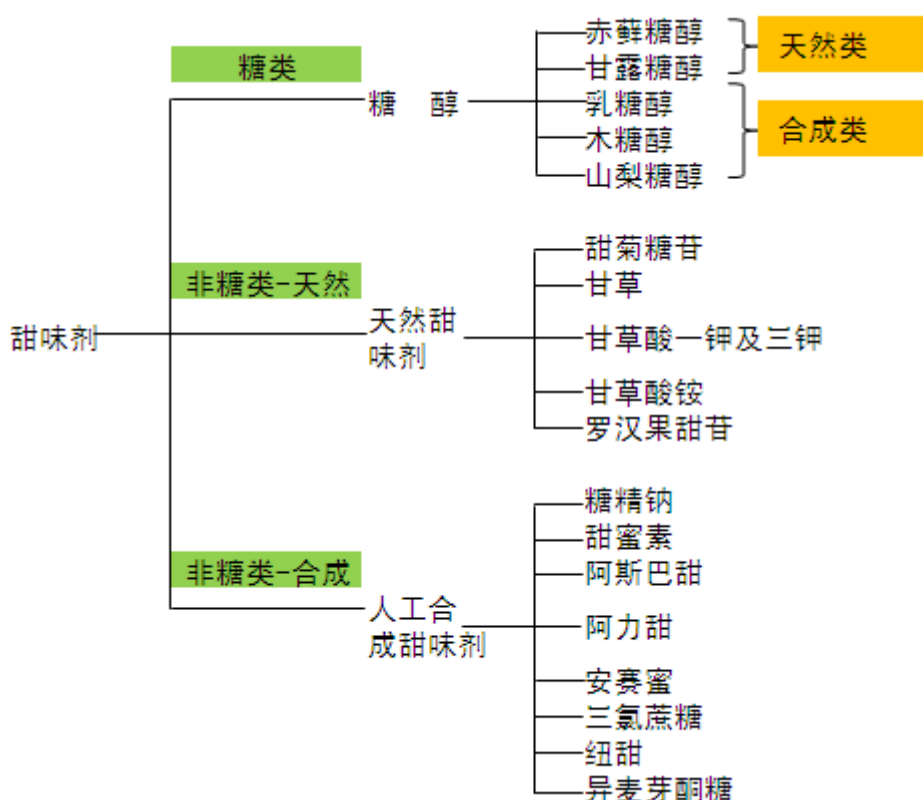
资料来源：中国银河证券研究部整理

(2) 安赛蜜前景广阔，公司下半年将有超预期表现

安赛蜜是第四代甜味剂，性价比高，将受益替代

甜味剂是指赋予食品以甜味的食品添加剂，目前世界上广泛使用的甜味剂约 20 种，主要有糖精、甜蜜素、安赛蜜和阿斯巴甜等，我国已批准使用的甜味剂约 15 种。甜味剂有不同的分类方式，按其化学结构和性质分类可分为糖类和 non 糖类甜味剂；按其来源则可分为天然甜味剂和人工合成甜味剂。

图 7：甜味剂分类



资料来源：中国银河证券研究部

安赛蜜（又称 AK 糖）是目前世界上第四代合成的一种健康新型高强度甜味剂，口感、热和酸稳定性好，其甜度大约是 3% 蔗糖液甜度的 200 倍。世界上已有 80 多个国家包括美国、英国、德国、日本等批准 AK 糖用于食品，我国卫生部于 1992 年 5 月正式批准安赛蜜用于食品、饮料、口腔卫生、化妆品等领域，国际权威组织 FAO/WHO 将其评定为 A 级食品添加剂。

安赛蜜广泛应用于食品、医药、化妆品等行业。食品方面用于饮料、糖果、糕点、冰淇淋、果酱、布丁、烘烤食品和餐桌甜包、奶制品等几乎所有甜味产品中。

随着经济的发展、社会的进步，人们越来越重视饮食健康。优良理想的甜味剂应具备以下几个特征：甜度高；安全性好；良好的味觉；较高的稳定性；较好的水溶性；相对较低的价格。

经过长达 15 年的实验和检查，世界卫生组织、美国食品药品监督管理局、欧共体等权威机构一致认为安赛蜜对人和动物是安全无害的。与其他甜味剂相比，安赛蜜在安全性、性价比、稳定性等方面均表现出优良的性能，且使用国家范围更广。

表 3：安赛蜜经济性及安全性好

名称	价格(元/KG)	甜度倍数	价甜比	安全性	易用性
糖精	33	350	0.09	不够好，有引致肿瘤的风险	较易控制
甜蜜素	13	50	0.26	不够好，有引发多种疾病的风险、已在美国、日本等多个国家被禁用	较易控制
阿斯巴甜	110	200	0.55	有质疑，苯丙酮尿症患者不宜使用	较易控制
安赛蜜	50	200	0.25	15 年的实验和检查，完全无害	较易控制
三氯蔗糖	1100	650	1.69	较好，无显著不良反应报告	较难控制
纽甜	3000	6000	0.5	较好，无显著不良反应报告	不易控制
甜菊糖	220	200	1.1	有质疑，尚处于论证期	较易控制

资料来源：中国银河证券研究部

表 4：安赛蜜热稳定、水溶性好

	稳定性	水溶性	味觉
糖精	酸性条件加热易分解	100g/100ml，易溶解	浓度高时带有后苦味。
甜蜜素	对热、酸及碱皆稳定	易溶于水（20g/100ml），几乎不溶于乙醇等有机溶剂，	甜味来得较慢，但持续时间较长。甜蜜素风味良好，无异味。
阿斯巴甜	不耐酸热	可溶于水，难溶于乙醇（0.26%），不溶于油脂。	甜感清爽、类似蔗糖；无人工甜味剂通常具有的苦涩味或金属后味。
安赛蜜	对光、热（225℃）均稳定	易溶于水（270g/L，20℃），难溶于乙醇等有机溶剂	安赛蜜甜味感觉快，没有不愉快的后味
纽甜	干燥条件下性质稳定	12.6 克/升，完全满足正常的生产需要	比蔗糖甜 6000~10000 倍，比阿斯巴甜甜 30~60 倍。
甜菊糖	易溶于水及有机溶剂	易溶于水、乙、甲醇，不溶于苯、醚及氯仿等有机溶剂	甜叶菊甙的口感差，有甘草味，浓度高时有苦味

资料来源：中国银河证券研究部

表 5：2008 年强力甜味剂允许使用情况

	中国大陆	香港	澳门	台湾	CAC	美国	加拿大	欧盟	日本	俄罗斯
糖精	*	*	*	*	*	*		*	*	*
甜味素	*	*	*	*	*			*		*
阿斯巴甜	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
安赛蜜	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
三氯蔗糖	*	*		*	*	*	*	*	*	*
纽甜	*			*	*	*	*			
甜菊糖	*		*	*						*

资料来源：中国银河证券研究部

未来安赛蜜将受益两方面的替代，一个是对蔗糖的替代，主要是在糖价逐渐走高的态势下，不少人开始转向价格低廉、甜度极高的甜味剂，加上糖尿病发病人数逐年提高，无热量、不参与新陈代谢的功能性代糖食品市场需求必然越来越强烈。另一个是安赛蜜凭借着自身的性价比优势在甜味剂内部的替代。

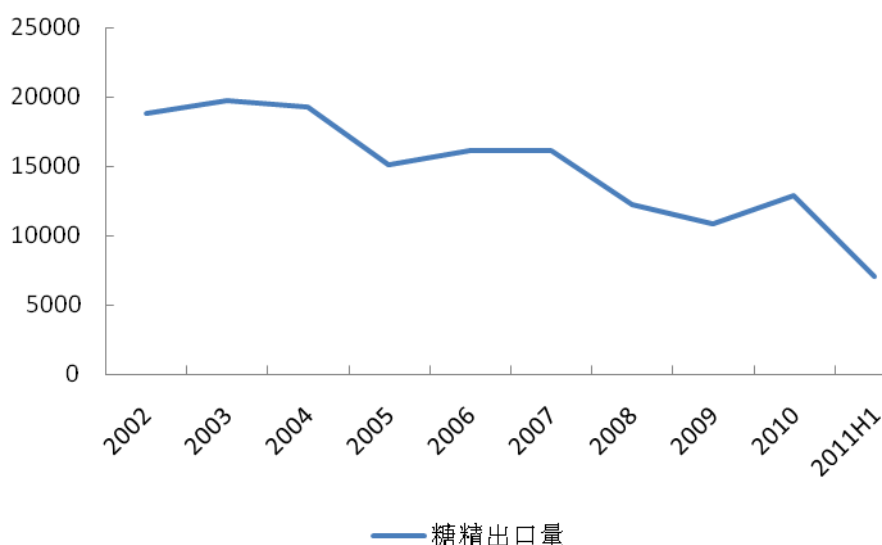
表 6: 甜味剂政策走向

	糖精	甜蜜素	安赛蜜	阿斯巴甜
第一阶段	1958 年，美国食品药品监督管理局（FDA）开始对食品添加剂的使用进行管理，糖精已经能够在美国广泛使用了，被列入最早的 675 种“公认安全”（GRAS）的食品原料名单之中	1949 年美国在食品中使用，1960 年工业化生产，在美国曾成为一种消费量很大的人工甜味剂，公认为安全物质。		1970 年，多份报告指出，阿斯巴甜对人体有重大危害。1975 年，美国食品药品监督管理局（FDA）组织一个特别调查组，重新审查 G.D. Searle 公司之前提交的实验。怀疑其实验结果是“被操纵”。
第二阶段	1972 年，美国 FDA 根据一项长期大鼠喂养实验的结果决定取消糖精的“公认安全”资格。 1977 年，加拿大的一项多代大鼠喂养实验发现，大量的糖精可导致雄性大鼠膀胱癌。为此，美国 FDA 提议禁止使用糖精，但这项决定遭到国会反对，并通过一项议案延缓禁用。	1969 年，美国国家科学院研究委员会收到有关甜蜜素为致癌物的实验证据，美国食品与药物管理局（FDA）立即发布规定严格限制使用，并于 1970 年 8 月发出了全面禁止使用的命令。		1983 年起参考更多的实验结果后美国食品药品监督管理局逐渐放宽阿斯巴甜的使用限制，直至 1996 年终于取消所有限制。但日本从 1983 年就已通过阿斯巴甜可作为食品添加剂。
第三阶段	1991 年，美国 FDA 根据一些研究结果撤回了禁止糖精使用的提议。但由于上述原因，在美国使用糖精仍需在标签上注明“使用本产品可能对健康有害，本产品含有可以导致实验动物癌症的糖精”。	1982 年 9 月，Abbott 实验室和能量控制委员会以最新的研究事实证明了甜蜜素的食用安全性，许多国际组织也相继发表大量评论明确表示甜蜜素为安全物质，但 FDA 仍禁止使用甜蜜素		1991 年，国立卫生研究院发布了关于阿斯巴甜糖毒性的警告，并附上了 167 种害处。1994 年，美国健康与人类服务部发布了因阿斯巴甜毒性造成的 88 种症状。
目前	2010 年 12 月，美国环保局按照美国资源保护和回收法（RCRA），将糖精及其盐类从有害成分以及处理过或即将被处理的有害商业化工产品列表中移除。欧美国糖精的使用量不断减少。	日本、加拿大、美国等国家禁止使用，全球 80 多个国家允许使用，国际标准允许使用。	多个国际组织和国家权威机构经 20 多年的毒理学试验和严格审查未发现有任何安全问题，在国际上已使用 20 多年也从未发现有不不良反应，全球 100 多个国家允许使用。	被全球近 100 个国家批准作为食品添加剂的甜味素和增味剂，一些国家批准使用已超过 20 年。
我国	我国政府也采取“定点生产，限制使用”政策，并规定不允许在婴儿食品中使用。一般产品用量不高于 0.15g/kg	允许按规定使用，一般产品添加量不高于 0.65g/kg	允许按规定使用，一般产品添加量不高于 0.3g/kg	按照规定在食品中使用阿斯巴甜是安全的。

资料来源：中国银河证券研究部

尽管 2010 年美国将糖精从有害成分以及处理过或即将被处理的有害商业化工产品列表中移除，但是糖精对人体有害的观点逐渐深入人心，需求会逐渐减少。从糖精出口量的数据看，出口有逐年下降的趋势，这也说明海外市场对糖精的使用量是在逐渐减少的。我国也加大力度实行糖精的限产限销，严禁新建和改扩建糖精项目。因此未来糖精的市场受政策和替代，生产空间是逐渐被挤压的。而甜蜜素在日本、加拿大、美国等国家是被禁止使用的，我国仅允许按规定使用，甜蜜素使用的空间范围受到限制。

图 8: 糖精历年出口量 (吨)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

如仅对国内糖精和安赛蜜进行一半的替代，就将新增需求 4.25 万吨。有关研究预计 2013 年安赛蜜需求将突破 7 万吨，而目前全球的市场规模仅 1.8 万吨，未来成长潜力巨大。

表 7: 2009 年我国主要功能性甜味剂产能和产量情况 (万吨)

名称	产能	产量	销量
糖精	9.0	4.5	4.4
甜蜜素	10.0	7.0	6.9
阿斯巴甜	2.5	2.0	2.1
安赛蜜	1.5	1.4	1.4
三氯蔗糖	1.0	0.7	0.6
纽甜	0.4	0.4	0.3
甜菊糖	0.5	0.3	0.3
合计	24.9	16.3	16.0

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司将成为全球安赛蜜龙头，下半年原料成本有望下降

近年来，公司逐渐加大安赛蜜产能建设，目前公司是国际第二大安赛蜜生产商，产能 4000 吨/年，今年产量可达 4500-4800 吨，预计销量在 4300-4500 吨的水平。

图 9: 2009 年全球安赛蜜产能统计 (吨/年)

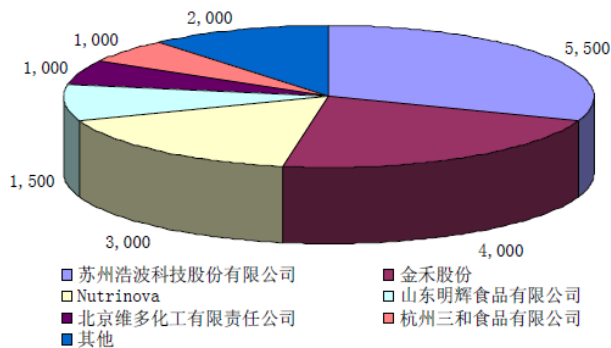
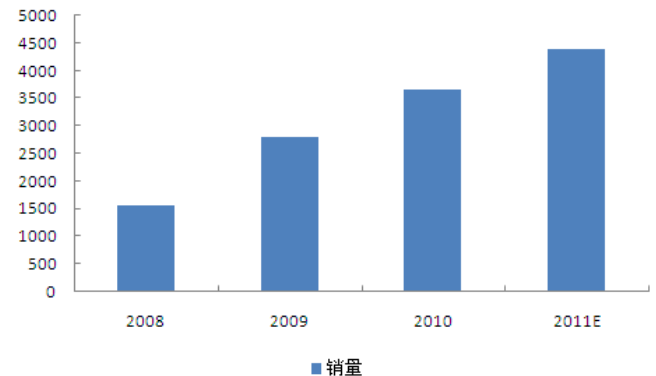


图 10: 公司安赛蜜逐年销售情况 (吨)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

公司安赛蜜销售构成中, 约有 50% 用于出口, 主要是欧盟、美国和印度的中间商; 40% 靠国内大企业招标。安赛蜜价格主要按照招标价, 周期为半年至一年, 公司上半年实现价格较去年平均价格有 20-30% 的增长。

安赛蜜成本构成中, 原材料双乙烯酮占比 30%, 其上半年价格上涨对冲了一部分由于安赛蜜价格上涨对毛利率水平的贡献。今年上半年安赛蜜毛利率为 20.31%, 同比提高了 5.99 个百分点。

一般来说, 每年 9 月份后安赛蜜原材料价格会大幅下降 15% 左右, 有利于安赛蜜下半年毛利率的提高。更为利好的是, 北京一家安赛蜜企业由于环保等因素将会搬迁, 1-2 年内的产量势必会受到影响。安赛蜜不同于大宗商品的容量, 竞争格局类似寡头垄断, 竞争对手有限, 但均会对市场有一定影响。如果搬迁的话, 一方面是减少了安赛蜜的市场供给, 另一方面市场对双乙烯酮的需求会减少, 有利于双乙烯酮价格的下降。

因此, 我们判断下半年公司安赛蜜的价差会扩大, 毛利率水平较上半年会提高。按照全年 4300-4500 吨销量, 下半年公司安赛蜜的销量也会较上半年有 15% 左右的增长。价差的扩大和销量的增加将会带动下半年业绩的增长。

自建双乙烯酮提高自给率, 达产后将提高毛利率 5-10%

目前国内双乙烯酮规模在 2-2.2 万吨, 均为小厂家。公司计划自建 1 万吨双乙烯酮, 基本能满足安赛蜜产能约 50% 的需求 (加上募投安赛蜜项目的需求), 有利于规避双乙烯酮价格波动对公司盈利的影响。该项目建设期约半年, 预计投产后会增加 5%-10% 的毛利率水平。

(3) 麦芽酚规模、技术优势明显, 未来稳健增长

麦芽酚是香料香精的一种, 可分为甲基麦芽酚和乙基麦芽酚。甲、乙基麦芽酚的应用范围很广, 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。

我国是糠醛最大的生产国, 糠醛占麦芽酚成本的 20%, 凭借着技术和原材料优势, 麦芽酚产能基本集中在我国。

图 11: 全球麦芽酚产能统计 (吨/年)

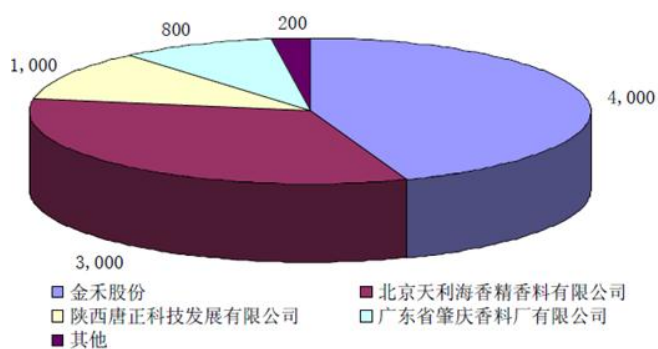
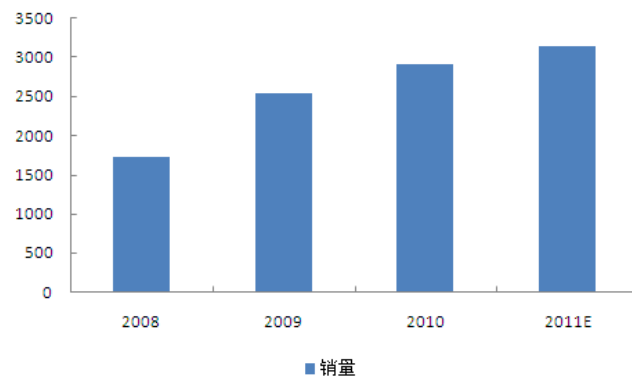


图 12: 公司麦芽酚逐年销售情况 (吨)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

目前, 麦芽酚的需求较稳定, 我国 60% 的产量用于出口。公司上半年麦芽酚的销量为 1500 吨, 含税价约 12 万元/吨, 毛利率同比出现下滑, 但甲基麦芽酚盈利好于乙基麦芽酚。下半年公司甲基麦芽酚的销量会有所增加。总体上看, 麦芽酚业务盈利未来基本保持稳定。

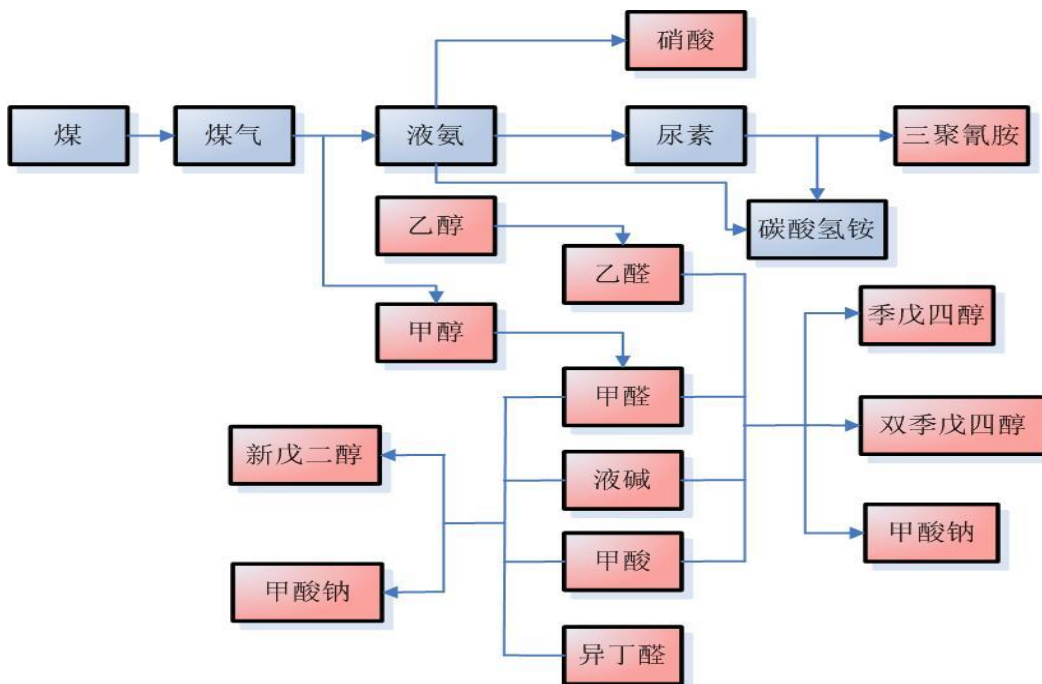
三、基础化工：产业链完善、贴近市场，新增项目正当时

（1）产业链完善，区位优势明显

公司基础化工产品丰富，主要以块煤为原料，使用联醇法以实现氨醇联产，然后分别以合成氨和甲醇为起点，不断向下延伸产业链。一条产业链是以合成氨为原料来生产硝酸、三聚氰胺和碳酸氢铵；另一条链是以甲醇为原料来制得甲醛、新戊二醇和季戊四醇，同时又是生产甲、乙基麦芽酚的原料之一。

产业链延伸的好处就是能够根据各种产品的供需情况来合理优化配置资源，提高公司的盈利或抗风险的能力。基础化工和精细化工也逐渐实现协同发展，公司采取硫磺制酸的技术生产硫酸，中间产物三氧化硫正是安赛蜜重要的原材料，产业链协同发展有利于产品成本的降低。

图 13：公司基础化工产业链

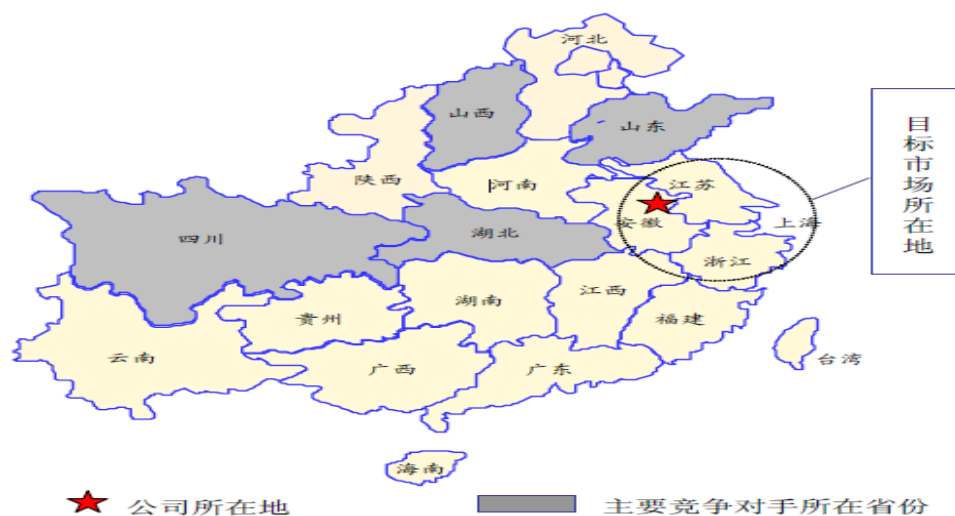


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司基础化工产业链以块煤为原料，外购块煤价格 1400-1500 元/吨，氨醇联产 20 万吨/年，实际 15-18 万吨/年。目前，公司拥有硝酸产能 20 万吨，实际有 22-25 万吨的生产能力，三聚氰胺产能 5 万吨，甲醛 18 万吨，新戊二醇 1 万吨。

公司产品液氨、浓硝酸、甲醛等运输及存储费用高，具有销售半径限制，区域性较强，那接近消费市场的企业则更具优势。公司位于长江三角洲地区，毗邻江浙沪这一大的消费市场，比竞争对手更接近终端市场。

图 14: 公司区位优势明显



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

(2) 硝酸、三聚氰胺投产正当时

公司致力于做大做强基础化工产业链, 新增 3 万吨三聚氰胺和 15 万吨硝酸产能于今年 4 月份顺利投产, 新增产能正好赶上产品价格的上涨, 有利于业绩的大幅增长。

图 15: 硝酸价格走势

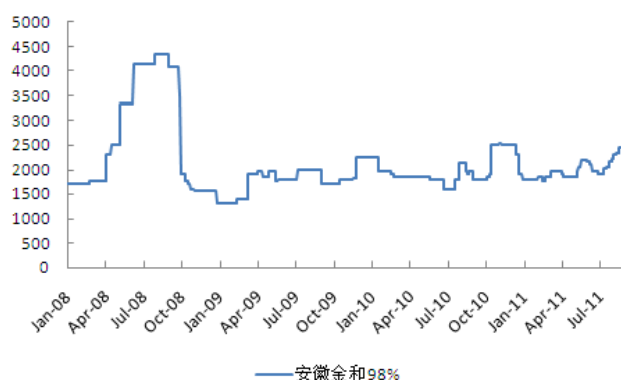
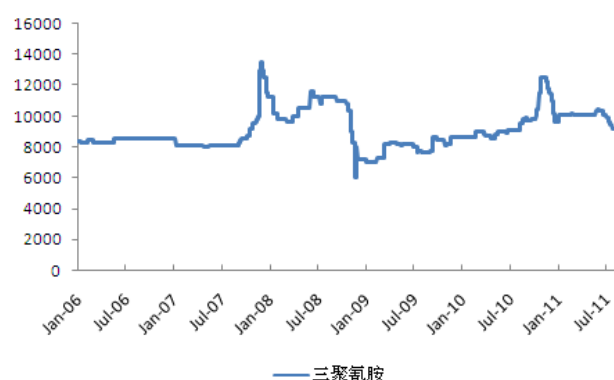


图 16: 三聚氰胺价格走势



资料来源: 百川资讯, 中国银河证券研究部

目前安徽地区硝酸报价约 2450 元/吨, 至 7 月初以来, 已累计上涨 28.9%。这主要是因为, 一方面硝酸企业停产检修以及部分装置转产硝酸铵, 致硝酸供给偏紧; 另一方面原料价格上涨形成成本支撑。

2007 年我国硝酸铵产能约为 450 万吨, 2008-2010 年行业扩产 150 万吨, 2010 年底硝酸铵产能达到 590 万吨, 产能增加 31%。根据行业协会统计, 2010 年我国硝酸铵产量为 418.8 万吨, 同比增加 22%, 31 家硝酸铵企业的产能利用率在 86%左右。我国硝酸铵下游需求主要集中在炸药、硝基复合肥以及出口三个市场。炸药方面, 在煤炭、冶金和有色行业、高速公路、

机场、核电站等产业建设的带动下，2011 年炸药所需硝酸铵将比 2010 年同比增长 10-15%，未来在民爆行业的带动下预计增长将会加速。出口方面，预计较去年有近 30% 的增长。而 2011、2012 年硝酸铵产能释放对压力较小，加上上游原材料成本的支撑，预计硝酸铵价格稳中有升。

随着硝酸铵价格的上涨，硝酸价格也将会得到支撑。并且从硝酸的需求来看，MDI、TDI、己二酸以及染料等需求逐步回升，将带动硝酸需求增长。

我们预计硝酸供给偏紧局面将维持，特别是到下游聚氨酯旺季来临，硝酸需求有望提升，价格将持续上涨。

表 8：金禾实业硝酸弹性最大

公司	硝酸产能（万吨）	股本（亿股）	每上涨 100 元增厚 EPS
金禾实业	20	1.335	0.13
联合化工	28	2.230	0.11
兴化股份	10	3.584	0.02

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

四、投资策略

公司未来发展的策略是做精做细精细化工产品，做大做强基础化工产业链。公司计划五年内精细化工营收做到 10 个亿以上，主要思路还是发展食品添加剂；基础化工方面，公司将采取收购兼并的方式来做大做强，拓展的领域将依旧不会脱离公司现有业务。

下半年安赛蜜有望受益于成本降低，盈利会增强，明年自建双乙稀酮项目有助于毛利率提升 5-10 个点。由于替代糖精、甜蜜素可能性较大，安赛蜜需求空间广阔，公司募投项目将受益。公司新增 15 万吨硝酸、3 万吨三聚氰胺项目于 4 月份投产，正好享受到产品涨价带来的利好。

不考虑硝酸铵钙对公司业绩贡献的情况下，我们预计公司 11-13 年全面摊薄后 EPS 分别为 1.73 元、2.19 元和 2.55 元，对应目前股价 PE 分别为 18.8 倍、14.8 倍和 12.7 倍。公司自建项目、募投项目产能逐渐释放，安赛蜜受益产品替代，公司盈利将稳步增长，合理估值区间 40-45 元，给予推荐评级。关注公司未来整合动向。

表 9：分产品假设和盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销量（万吨）					
安赛蜜	2797	3659	4500	4900	7000
甲基麦芽酚（吨）	817	768	1050	1200	1300
乙基麦芽酚（吨）	1720	2156	2100	2300	2400
三聚氰胺	20048	19238	40000	50000	50000
硝酸	54693	57392	160000	200000	200000
甲醛	131093	131783	120000	120000	120000
硫酸		171222	220000	240000	260000
碳酸氢铵	160605	136237	200000	200000	200000

液氨	95595	111834	100000	100000	100000
双乙稀酮（吨）					6000
平均售价（元/吨）					
安赛蜜	51072	43551	52,000	52,500	53,000
甲基麦芽酚	111000	106200	101,200	101,200	101,200
乙基麦芽酚	104300	95500	98,152	98,152	98,152
三聚氰胺	6754	8046	8,376	8,550	8,600
硝酸	1505	1657	1,700	1,795	1,840
甲醛	918	1171	1,306	1,324	1,342
硫酸		376	530	540	540
碳酸氢铵	533	556	720	730	730
液氨	2093	2355	2,900	2,910	2,910
双乙稀酮					10000
销售收入（百万元）					
安赛蜜	143	159	234	257	371
甲基麦芽酚	91	82	106	121	132
乙基麦芽酚	179	206	206	226	236
三聚氰胺	135	155	335	428	430
硝酸	82	95	272	359	368
甲醛	120	154	157	159	161
硫酸		64	117	130	140
碳酸氢铵	86	76	144	146	146
液氨	200	263	290	291	291
双乙稀酮					60
其他			150	200	250
合计			2,172	2,491	2,759
毛利率（%）					
安赛蜜	21.0%	18.1%	24.3%	25.0%	25.8%
甲基麦芽酚	42.1%	32.0%	28.9%	28.9%	28.9%
乙基麦芽酚	44.6%	32.1%	33.8%	33.8%	33.8%
三聚氰胺	5.5%	18.4%	18.8%	20.5%	20.9%
硝酸	19.9%	25.9%	23.5%	26.5%	28.3%
甲醛	-5.4%	4.6%	2.8%	3.3%	3.9%
硫酸		10.4%	28.3%	27.8%	27.8%
碳酸氢铵	-8.4%	-7.2%	4.0%	4.0%	4.0%
液氨	-3.2%	6.1%	9.0%	10.0%	10.0%
双乙稀酮					20.0%
其他	6.7%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%
合计			18.4%	19.6%	20.2%

资料来源：中国银河证券研究部

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	57	201	221	243	营业收入	1625.7	2171.5	2490.6	2758.8
应收款项	102	108	156	179	增长率	23.5%	33.6%	14.7%	10.8%
存货净额	84	135	160	168	营业成本	1384.3	1771.4	2002.9	2200.7
其他流动资产	93	85	120	148	营业成本/营业收入	85.2%	81.6%	80.4%	79.8%
流动资产合计	335	529	657	738	营业税金及附加	4.8	9.4	10.7	11.9
固定资产	342	477	715	957	销售费用	42.1	54.3	59.8	60.7
无形资产及其他	41	38	37	36	销售费用/营业收入	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%
投资性房地产	9	13	13	13	管理费用	38.9	53.2	49.8	49.7
长期股权投资	2	2	2	2	管理费用/营业收入	2.4%	2.5%	2.0%	1.8%
资产总计	729	1059	1423	1745	财务费用	5.7	3.9	3.0	1.3
短期借款	67	34	51	1	投资收益	(0.2)	0.0	0.0	0.0
应付款项	115	140	178	216	资产减值	3.2	5.0	5.0	5.0
其他流动负债	105	83	146	162	其他收入	(6.4)	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	286	257	375	379	营业利润	146.6	284.4	369.4	439.5
长期借款及应付债券	7	36	36	36	增长率	63.7%	94.0%	29.9%	19.0%
其他长期负债	35	30	30	30	营业外净收支	6.2	5.0	5.0	5.0
长期负债合计	42	66	66	66	利润总额	152.8	289.4	374.4	444.5
负债合计	328	323	441	445	增长率	60.8%	89.4%	29.4%	18.7%
少数股东权益	11	11	26	52	所得税费用	19.9	43.4	56.2	66.7
股东权益	391	725	956	1248	少数股东损益	2.7	15.0	26.0	38.0
负债和股东权益总计	729	1059	1423	1745	归属于母公司净利润	130.2	231.0	292.3	339.8
					增长率	59.0%	77.4%	26.5%	16.3%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.30	1.73	2.19	2.55	经营活动现金流	142	283	394	486
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(204)	(280)	(321)	(363)
每股净资产	7.25	7.16	9.35	11.89	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	8%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(204)	(280)	(321)	(363)
ROE	18%	24%	23%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	15%	18%	20%	20%	负债净变化	29	0	0	0
EBIT Margin	10%	13%	15%	16%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	18%	20%	其它融资现金流	147	17	(50)	(1)
收入增长	23%	34%	15%	11%	融资活动现金流	206	17	(50)	(1)
净利润增长	59%	77%	27%	16%	现金净变动	144	20	22	122
资产负债率	32%	33%	28%	27%	货币资金的期初余额	57	201	221	243
息率		0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	201	221	243	365
P/E		18.7	14.8	12.7	企业自由现金流	(33)	7	76	125
P/B		4.5	3.5	2.7	权益自由现金流	143	21	23	123
EV/EBITDA	0.5	14.3	10.5	8.7					

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部预测

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、李国洪，石油化工行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当(咨询证券投资顾问)并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-66568888

传真: 010-66568641

网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区联系人: 傅楚雄 010-83574171

上海地区联系人: 于淼 021-20257811

深广地区联系人: 詹璐 0755-83453719