

新和成 (002001.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 22.61 元

新和成: 不断成长的精细化工品龙头

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.49
已上市流通 A 股(亿股)	21.21
总市值(亿元)	485.81
年内股价最高最低(元)	22.77/19.61
沪深 300 指数	3947
中小板综	9222



公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.35	1.43	1.12	1.18	1.44
每股净资产(元)	11.04	7.53	8.08	8.67	9.39
每股经营性现金流(元)	1.01	1.70	0.98	1.48	1.67
市盈率(倍)	28.22	10.48	20.93	19.90	16.31
净利润增长率(%)	41.72%	80.64%	-21.97%	5.19%	21.98%
净资产收益率(%)	12.21%	19.04%	13.83%	13.57%	15.29%
总股本(百万股)	1263.92	2148.66	2148.66	2148.66	2148.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **在建及新上环评项目投资超百亿, 巨大动能在酝酿:** 未来公司将新建 25 万吨蛋氨酸项目、黑龙江生物发酵项目、2X2 万吨营养品项目以及年产 11000 吨营养品及 9000 吨精细化学品项目, 合计投资超过百亿, 未来成长潜力巨大。我们认为随着营养品产业链的延伸以及香精香料的逐步接力, 公司的周期属性将有所弱化, 未来有望成为一体化方案解决商。
- **帝斯曼整合能特科技极大改善行业竞争格局, VE 有望走向慢牛:** 公司拥有 2 万吨 VE 油产能, 位居全球第二。今年行业最大的边际变化在于帝斯曼整合能特科技, 我们认为随着该事件的逐步落地, 行业格局将得到极大改善, 叠加近一轮扩产周期接近尾声, VE 粉价格中枢有望上移至 50-60 元/Kg, 预计该产品 2019/2020/2021 年收入分别为 10.72/12.13/14.67 亿元。
- **蛋氨酸行业位于底部, 反倾销助力行业景气度向上:** 公司拥有 5 万吨产能, 计划新增 25 万吨产能, 完全达产后公司将步入全球蛋氨酸第一梯队。目前蛋氨酸行业处于底部位置, 短期来看, 中国蛋氨酸的反倾销调查可能会给行业带来刺激, 产品价格中枢有望上移至 20-30 元/Kg; 长期来看, 随着行业不断洗牌, 集中度不断提升, 叠加扩产逐步步入尾声, 未来有望迎来反转, 预计该产品 2019/2020/2021 年收入分别为 6.40/11.50/25.00 亿元。
- **VA 行业垄断格局有望延续, 产品高景气度有望维持:** 公司目前拥有 1 万吨 VA 产能, 产能位居全球第一。由于行业的高技术壁垒, 行业竞争格局十几年来一直保持稳定, 虽然行业仍有扩产, 但我们认为行业垄断格局有望延续, 产品高景气度有望维持, 短期内 VA 粉价格中枢有望维持在 300 元/Kg, 预计该产品 2019/2020/2021 年收入分别为 15.34/11.62/10.77 亿元。
- **香精香料品类不断扩充, 新材料布局稳步推进:** 经过多年发展, 香精香料业务贡献了公司的稳定利润来源。未来公司会不断拓宽新的品类, 随着新产能的不断投产, 该业务有望持续保持高增长。新材料板块, 公司目前拥有 1.5 万吨/年的 PPS 及 1000 吨/年的 PPA 产能, 未来计划新增 1.5 万吨/年的 PPS 及 9000 吨/年的 PPA 产能, 随着产能的逐步释放, 该板块有望成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 24.02/25.27/30.83 亿元, 对应 PE 分别为 20.93/19.90/16.31 倍, 公司成长动能巨大, 给予 20 倍估值, 对应目标价为 23.6 元。首次覆盖, 给予增持评级。

风险提示

- 产品价格下跌; 公司产能建设及投放进度不及预期; 上游原材料价格波动

蒲强

分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

内容目录

一、多产品共振向上助力公司业绩向好	4
1.1 依托营养添加剂应用市场，搭建综合服务供应平台	4
1.2 维生素需求呈现平稳增长态势，非洲猪瘟影响边际逐步减弱	6
1.3 维生素 E：产能扩充接近尾声，行业位于历史底部区域，产品价格有望受益于格局提升	8
1.3.1 行业扩产接近尾声，DSM 整合能特后竞争格局有望显著改善	8
1.3.2 公司维生素 E 主要用于出口，国内猪瘟影响较小	9
1.4 维生素 A：原料、技术构建竞争壁垒，一体化产业链优势凸显	10
1.4.1 工艺关键在于原材料柠檬醛的配套，一体化产业链企业优势明显	10
1.4.2 行业寡头垄断格局有望延续，高盈利有望维持	11
1.4.3 公司产品出口占比大，出口量的大幅增长有利于减少非洲猪瘟所带来的影响	12
1.5 蛋氨酸：反倾销提供行业机遇，加速扩产争夺垄断市场	13
1.5.1 扩产加速洗牌，寡头格局延续	13
1.5.2 需求稳步增长，猪瘟影响边际逐步减弱	13
1.5.3 进口替代空间巨大，若反倾销成立，产品价格有望触底回升	14
1.5.4 固蛋先行，液蛋跟进	15
1.6 香精香料：产品种类不断丰富，业务占比不断提升	16
1.6.1 全球竞争格局高度集中，中国集中度有望提升，高端市场存在巨大机会	16
1.6.2 市场规模逐年扩大，新兴市场增长潜力巨大	17
1.6.3 产品贡献公司稳定利润来源，新增产能贡献业绩增量	18
二、新和成：不断拓展布局的精细化工龙头	20
2.1 公司发展历程	20
2.2 公司业绩稳步增长，香精香料占比逐步提升	21
三、多维度布局产业链，未来有望成为一体化解决方案供应商	23
3.1 产业链延伸、销售渠道共享，实现多维布局	23
3.2 研发是公司成长的压舱石	25
3.3 依靠研发优势，延伸新材料业务	27
四、投资建议及盈利预测	28
4.1 投资建议	28
4.2 核心假设	28
4.3 盈利预测	29
五、风险提示	30

图表目录

图表 1：营养性饲料添加剂主要客户及价值链框架	5
图表 2：维生素主要品种的竞争格局	5
图表 3：新和成与 DSM 主要营养品品种	6
图表 4：维生素下游需求	6
图表 5：全球饲料产量及增速	6
图表 6：2019 年维生素 1-7 月出口累计同比	7
图表 7：历年维生素出口量与产量情况（万吨）	7
图表 8：头猪高盈利有助于驱动补栏加速	7
图表 9：近期养猪支持政策	7
图表 10：帝斯曼能特整合前维生素 E 竞争格局	8
图表 11：帝斯曼能特整合后维生素 E 竞争格局	8
图表 12：维生素 E 扩产情况（万吨）	9
图表 13：维生素 E 价格情况	9
图表 14：维生素 E 下游需求	9
图表 15：新和成 VE 出口量占其产量比例	10
图表 16：2019 年中国 VE 出口增速	10
图表 17：维生素 A 不同工艺对比	10
图表 18：维生素 A 合成工艺	10
图表 19：维生素 A 原料柠檬醛市场格局	11
图表 20：维生素 A 价格变化情况	11
图表 21：2007 年维生素 A 行业格局	12

图表 22：2018 年维生素 A 行业格局.....	12
图表 23：维生素 A 下游需求.....	12
图表 24：主要维生素 A 厂家出口量占总出口量比例.....	12
图表 25：新和成 VA 出口量占其总产量比例.....	13
图表 26：2019 年中国 VA 出口增速.....	13
图表 27：2018 年蛋氨酸行业竞争格局.....	13
图表 28：2021 年蛋氨酸行业竞争格局.....	13
图表 29：我国养殖业限制氨基酸种类.....	14
图表 30：全球蛋氨酸行业需求变化情况.....	14
图表 31：我国蛋氨酸产品进口数量变化.....	14
图表 32：我国蛋氨酸进口企业高度集中.....	14
图表 33：2017 年我国蛋氨酸进口国家分布情况.....	15
图表 34：中国蛋氨酸供需格局.....	16
图表 35：固蛋液蛋产能利用率.....	16
图表 36：2019 年全球蛋氨酸生产厂家.....	16
图表 37：全球香精香料市场格局.....	17
图表 38：香精香料下游情况.....	17
图表 39：食品香精香料下游情况.....	17
图表 40：全球香精香料市场规模（亿美元）.....	18
图表 41：我国香精香料销售收入（亿元）.....	18
图表 42：新和成香精香料盈利情况（亿元）.....	18
图表 43：新和成香精香料产能情况.....	19
图表 44：甲、乙基麦芽酚产能情况.....	19
图表 45：麦芽酚市场格局（投产后）.....	20
图表 46：甲基麦芽酚和乙基麦芽酚价格走势（万元/吨）.....	20
图表 47：新和成成长路径.....	21
图表 48：营业收入情况.....	21
图表 49：归母净利润情况.....	21
图表 50：公司营业收入构成.....	22
图表 51：公司毛利构成.....	22
图表 52：主要产品毛利率.....	22
图表 53：公司业务板块及产品和产能介绍.....	23
图表 54：公司营养品板块和香精香料板块布局.....	24
图表 55：主要维生素的供求关系及竞争格局.....	24
图表 56：新和成产品产业链.....	25
图表 57：新和成研发成果.....	25
图表 58：公司承担的国家项目.....	26
图表 59：研发在营业收入中的占比情况（%）.....	26
图表 60：甲酰化反应延伸.....	26
图表 61：新和成高分子材料产品情况.....	27
图表 62：PPS 下游需求.....	27
图表 63：PPS 供需情况（万吨）.....	27
图表 64：PPS 主要生产厂商情况.....	27
图表 65：新和成主要新项目.....	28
图表 66：新和成主要产品营收情况.....	29

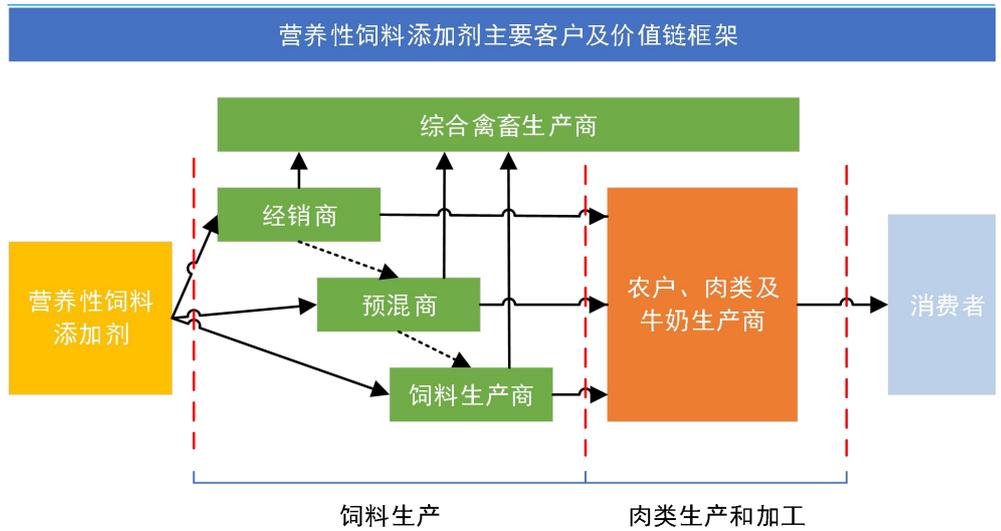
一、多产品共振向上助力公司业绩向好

- **营养品贡献公司主要利润及弹性：**新和成成立于 1999 年，目前已形成营养品、香精香料、新材料、原料药四大业务板块，并在维生素、蛋氨酸、香精香料、新材料领域具有广泛影响力。公司主营收入主要来源于营养品和香精香料，二者占营业收入的 90% 以上，其中营养品是公司最大的收入来源，占比 70%。从利润来看，公司的净利润更多呈现周期性，主要是由于公司维生素等相关产品价格周期波动剧烈。
- **猪料需求已经进入底部区域，需求触底回升的概率逐步加大：**公司营养品主要是维生素，其中维生素 12% 的需求来自于猪饲料，2018 年至今，全球非洲猪瘟蔓延，极大地影响了生猪养殖行业，从而使得猪饲料以及维生素行业的需求面临压力。虽然短期内需求难以得到提高，但我们认为猪料需求已经进入底部区域，受益于头猪高盈利、政策的强力支持及养殖集中度的快速提升，需求触底回升的概率逐步加大，这将给维生素行情带来强支撑。
- **VA 价格有望维持强势，VE、蛋氨酸具备较强向上动能：**从中期角度看，我们认为 VA 价格有望维持强势，VE、蛋氨酸行业位于底部，具备较强的向上动能，香精香料有望成为公司利润的稳定来源，具体来说：
 - **维生素 A：**行业虽有扩产，但寡头格局延续，高盈利有望维持。另外，公司产品出口占比大，出口量的大幅增长有利于减少非洲猪瘟所带来的影响。
 - **维生素 E：**行业扩产接近尾声，DSM 整合能特后竞争格局有望显著改善且目前产品价格位于历史底部，产品价格中枢有望显著抬升，价格向上弹性大。另外，公司产品主要用于出口，出口的良好增长态势有助于减少非洲猪瘟所带来的影响。
 - **蛋氨酸：**行业虽有扩产，但扩产后 CR4 占比仍达到 80% 以上，寡头垄断格局有望延续。由于蛋氨酸生产、技术壁垒较高，我国蛋氨酸供给仍然不足，进口替代空间巨大，若反倾销成立，产品价格有望触底回升。
 - **香精香料：**每年盈利保持高速增长，现已成为公司利润的稳定来源。与此同时，公司也在不断扩大其他产品的涉猎，未来将新增麦芽酚产能，香精香料产品将不断丰富。

1.1 依托营养添加剂应用市场，搭建综合服务供应平台

- **营养板块持续拓展，依托下游客户进行多品类综合布局。**公司成立以来依托维生素下游营养添加剂领域多年的市场扩展和客户合作，公司在夯实现有产品产业链布局的基础上，不断扩充营养品种类；依托多元化产品，集中化应用的链条设计，积极向营养添加剂综合服务供应商进行发展。
- 一般而言，动物营养添加剂消费群体主要包括综合性禽畜养殖商、饲料预混商、饲料生产商以及经销商。在产品成本优化、环保要求趋严以及非洲猪瘟等多重因素的推动下，综合性禽畜养殖商的集中度有望持续提升，规范化的发展亦将带来营养添加剂的一体化需求，综合服务方案供应体系的构建有望带动公司业务板块的持续发展。

图表 1：营养性饲料添加剂主要客户及价值链框架



来源：公司公告，国金证券研究所

- 依托公司生产工艺体系，率先扩展合成工艺类维生素及氨基酸产品。营养类添加剂产品的下游应用领域较为集中，主要应用于饲料、医药及食品三大领域。公司多年的产品布局使得公司合成类工艺及技术方面具有较为深厚的积累，面对多元化的发展布局，公司依托现有的维生素合成工艺，率先进行合成工艺类维生素及氨基酸产品布局，2017年，公司蛋氨酸一期产线投产，进一步丰富了现有的营养品板产品结构。
- 维生素行业单一产品格局相对稳定，多品类综合发展优势有望凸显。维生素行业经过多年的并购整合以及产业转移，已经形成了中国、德国巴斯夫以及荷兰帝斯曼三足鼎立格局。对于单一品种来说，技术壁垒较高，创新难度提升，产品竞争格局相对稳定；而由于营养添加剂产品使用量较小，市场规模有限，难以在单一产品生产过程中形成成本优势，也就是说想在单一品种上通过行业洗牌胜出的难度较大，因而我们认为未来行业的竞争可能会从单一产品竞争上升至多品种的竞争，企业要想获得更强的竞争优势需要往多品类战略甚至多维走。

图表 2：维生素主要品种的竞争格局

品种	产能 (吨)	需求 (吨)	主要供应商	CR3 份额 (%)	补充	集中度
维生素 C	>200000	120000	东北制药、石药集团、华北制药、江山制药、鲁维制药	<45	天力、拓洋	一般
维生素 E 油	127500	70000	荷兰帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、新和成、能特科技、北沙制药	55	西南合成、海欣药业	一般
维生素 A (折 50 万 IU)	37100	22000	巴斯夫、荷兰帝斯曼、安迪苏、新和成、浙江医药	64	金达威	较高
泛酸钙 (维生素 B5)	26800	20000	巴斯夫、荷兰帝斯曼、亿帆医药、新发药业	71	兄弟科技、华辰	较高
维生素 B2	10000	7700	广济药业、巴斯夫、帝斯曼	83	海嘉诺, 恩贝, 宁夏启元, 圣雪	高
维生素 B6	9000	6500	天新药业、帝斯曼	>65	新发药业、华中药业、海嘉诺、江西泰森	较高
维生素 B1	10000	7300	华中药业、天新药业、兄弟科技	88	东北制药、天津中津、帝斯曼、巴斯夫	高
维生素 D3	>10000	5000	花园生物、新和成、金达威	<80	台州海盛、浙江医药、威仕生物	较高

维生素 K3	约 10000	5600	兄弟科技、陆良和平	约 67	崑尼达、重庆民丰、Oxyvit、Dirox、振华股份、山东华升	较高
--------	---------	------	-----------	------	---------------------------------	----

来源：公司公告，国金证券研究所

- **对标国际营养添加剂巨头，产品布局逐步完善。**公司现阶段已经进行了维生素 A、维生素 E、维生素 D3、生物素、蛋氨酸等产品布局，未来还将持续进行 B 族类产品扩展，通过逐步完善产品布局，逐步提升公司综合竞争实力。

图表 3：新和成与 DSM 主要营养品品种

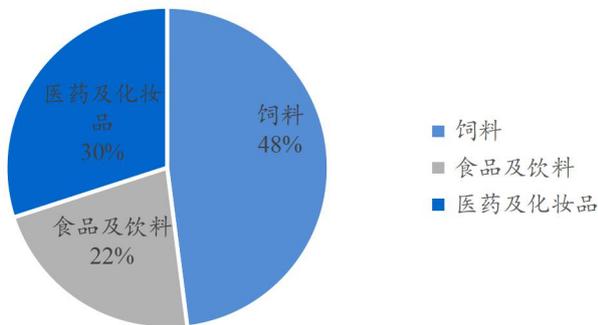
企业	维生素 A	维生素 C	维生素 E	维生素 B1	维生素 B2	维生素 B3	维生素 B5	维生素 B6	维生素 K3	维生素 D3	生物素
新和成	√		√							√	√
帝斯曼	√	√	√	√	√	√	√	√		√	

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 维生素需求呈现平稳增长态势，非洲猪瘟影响边际逐步减弱

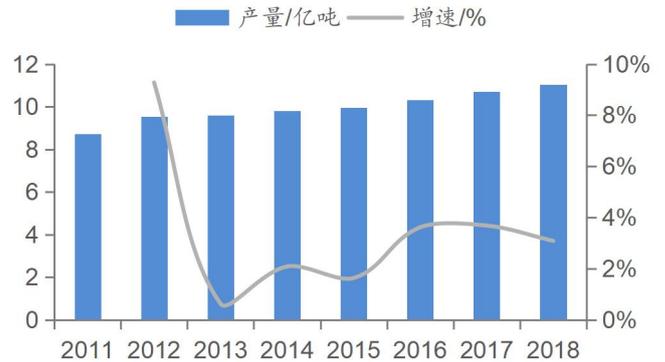
- 维生素的需求主要来自饲料及食品医药；全球维生素用量的 48% 用于饲料行业，医药及化妆品、食品及饮料应用所占比例分别为 30% 和 22%。虽然在个别年份养殖行业的冲击将短期对维生素需求产生影响，但平滑之后来看维生素需求仍呈现平稳增长态势。

图表 4：维生素下游需求



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

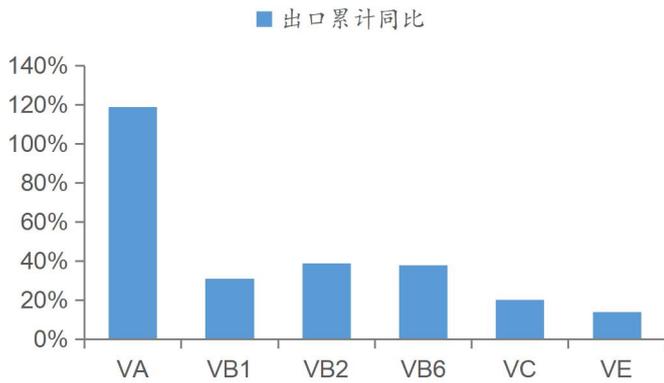
图表 5：全球饲料产量及增速



来源：奥奇特，国金证券研究所

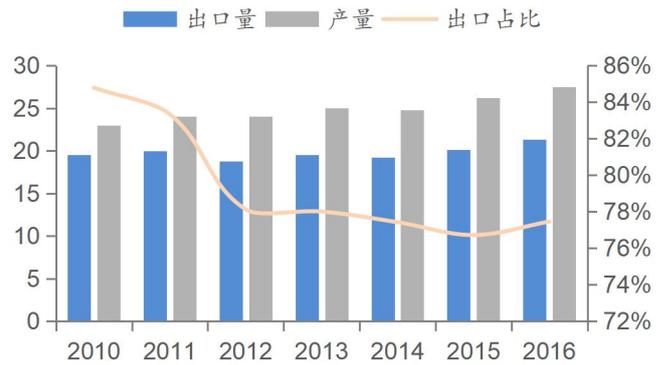
- **中国维生素主要用于出口，且今年出口量明显增长。**中国是全球维生素的主要生产国，其产量占比常年在 60% 以上，且中国 70% 以上的产量是用于出口，产品属于全球流动的产品。出口量的增长能部分对冲国内猪瘟带来的影响。

图表 6: 2019 年维生素 1-7 月出口累计同比



来源: 博亚和讯, 国金证券研究所

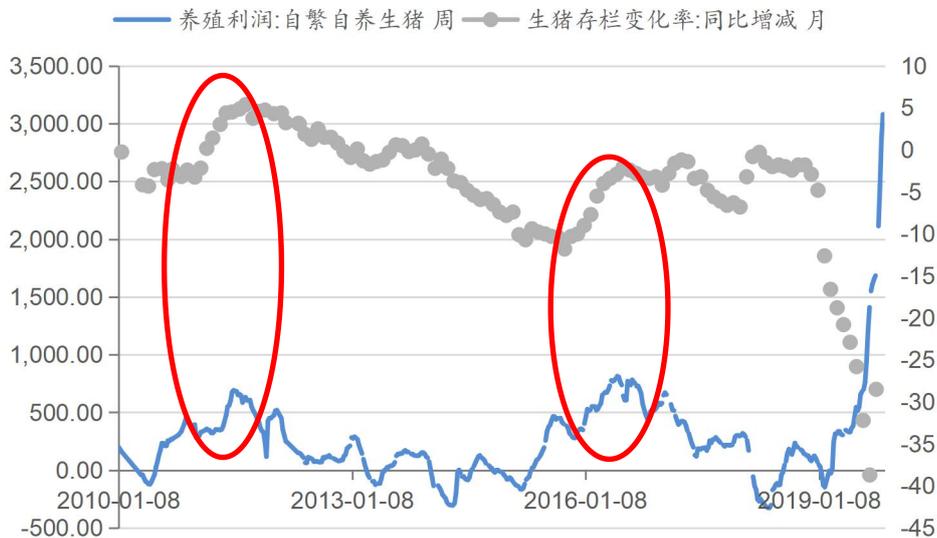
图表 7: 历年维生素出口量与产量情况 (万吨)



来源: 产业信息网, 国金证券研究所

- 猪料需求已经进入底部区域, 需求触底回升的概率逐步加大: 2018 年至今, 全球非洲猪瘟蔓延, 极大地影响了生猪养殖行业, 从而使得猪饲料以及维生素行业的需求面临压力。据我们测算, 在乐观、中性、悲观情景下, 中国猪瘟对全球饲料需求分别影响 5.09%、6.36%、7.63%; 虽然短期内需求难以得到提高, 但我们认为猪料需求已经进入底部区域, 受益于头猪高盈利、政策的强力支持及养殖集中度的快速提升, 需求触底回升的概率逐步加大, 具体来说, 目前头猪盈利高达 3079 元/头, 根据历史经验, 高头猪盈利有助于驱动补栏加速; 另外, 近期政府密集出台政策支持生猪生产, 尤其是不少地区提出复养目标, 清晰的指引有助于政策的贯彻执行; 最后, 养殖集中度的加速提升也能有效对冲猪瘟带来的影响。

图表 8: 头猪高盈利有助于驱动补栏加速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 近期养猪支持政策

时间	省市	政策
20190924	安徽	安排资金支持生猪生产, 重点支持受影响较大的生猪调出大县规模化养殖场 (户) 临时性生产救助
20190920	湘潭	五大措施确保生猪产业发展
20190920	济南	补贴+加快扩产审批
20190920	济宁	20 项措施促恢复生猪生产

20190920	北京	计划安排 8.5 亿元支持生猪产业
20190919	淮安	2431 万补贴生猪生产
20190919	岳阳	五年时间建 3 个百万头生猪项目
20190919	苏州	计划到 2020 年底，苏州全市地产生猪能力达到年出栏 50 万头
20190919	德州	五新措施保生猪生产
20190919	成都	《稳定生猪生产保障市场供应十条措施》
20190918	黑龙江	安排专项资金支持生猪生产
20190918	安徽	十部门联合，安排 1.3 亿稳定生猪生产
20190918	内江	发布了“猪十条”支持生猪生产
20190912	湖南	出台 12 条政策措施：促进生猪生产 保障市场供应
20190911	湖北	《关于稳定生猪生产保障市场供应的通知》印发
20190911	重庆	推养猪贷款贴息政策，单户养殖场最高 1000 万担保
20190911	福建	《关于稳定生猪生产保障市场供应十条措施的通知》
20190909	河北	统筹各类资金稳定生猪生产
20190907	农业农村部	关于加大农机购置补贴力度支持生猪生产发展的通知
20190906	银保监会	加大对生猪产业的信贷支持
20190906	国务院	关于稳定生猪生产 促进转型升级的意见

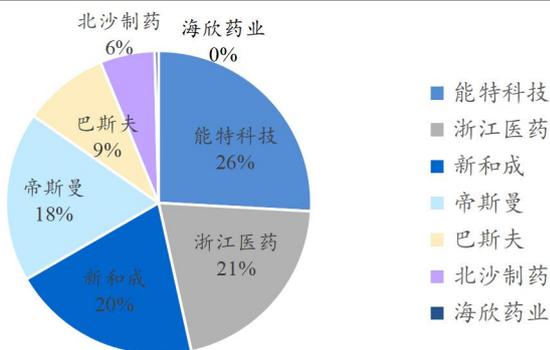
来源：博亚和讯，国金证券研究所

1.3 维生素 E：产能扩充接近尾声，行业位于历史底部区域，产品价格有望受益于格局提升

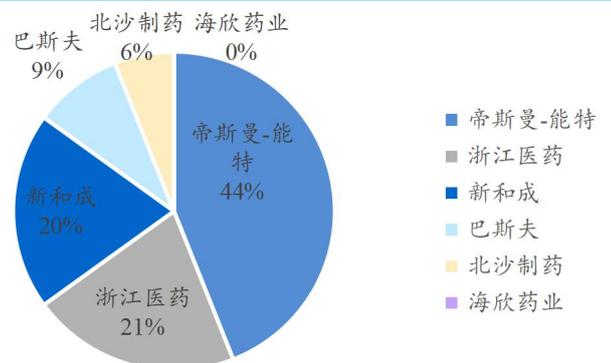
1.3.1 行业扩产接近尾声，DSM 整合能特后竞争格局有望显著改善

- 维生素 E 又称生育酚，是最主要的抗氧化剂之一。维生素 E 的产能集中度较高，目前全球 VE 油产能为 12.75 万吨，其中能特科技、帝斯曼、新和成、浙江医药四家控制了全球 85% 的供给。行业近年来由于扩产及新工艺的突破，竞争格局有所弱化，但我们认为行业拐点将至，具体来说：一、行业扩产周期接近尾声，未来新进入者概率小；回顾行业发展史，行业经历了四轮扩产周期，近一轮扩产接近尾声；二是 DSM 整合能特科技，行业格局有望明显改善。

图表 10：帝斯曼能特整合前维生素 E 竞争格局



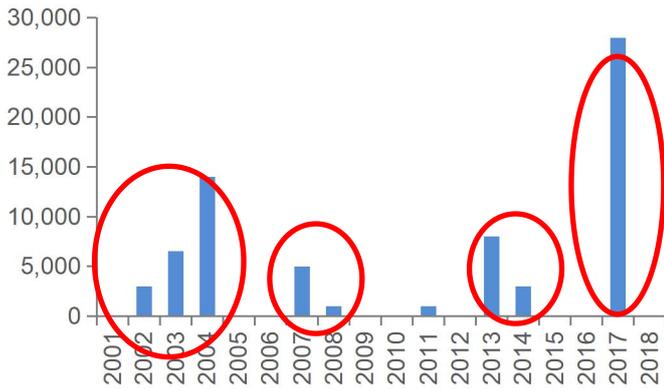
图表 11：帝斯曼能特整合后维生素 E 竞争格局



来源：公司公告，博亚和讯，国金证券研究所

来源：公司公告，博亚和讯，国金证券研究所

图表 12: 维生素 E 扩产情况 (万吨)



来源: 博亚和讯, 国金证券研究所

图表 13: 维生素 E 价格情况



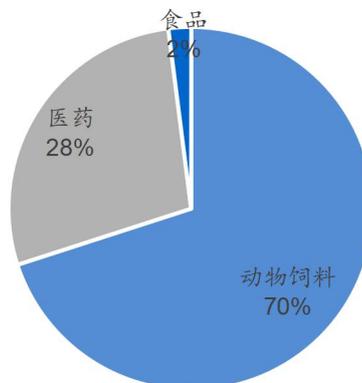
来源: Wind, 国金证券研究所

- 虽然行业产能仍过剩, 但能特作为新进入者对于行业的冲击将宣告终结, 同时行业长期处于盈亏平衡的边缘, 叠加之前的大规模扩产周期将告一段落, 因此作为寡头垄断竞争行业, 我们认为产品价格具备向上动能。虽然短期看渠道库存仍处于高位, 但不改价格趋势。
- 供给端影响产品价格大幅波动, 目前产品价格位于历史底部, 向上弹性大。维生素 E 价格近年来呈现下降趋势, 目前仍位于底部区域。回顾维生素 E 历史行情, 该品种一共经历了 5 波较大级别的行情, 这些行情无一例外都与供给端有关系, 比如: 2007-2008 年价格上行是由于中间受限+安迪苏退出, 2017 年价格上涨是由于巴斯夫不可抗力。除了由于供给端扰动引发的行情外, 产品价格已经多年横在成本线附近, 我们预计待帝斯曼与能特成立合资公司事件落地之后, 行业竞争格局将极大改善, 产品价格中枢有望显著抬升。

1.3.2 公司维生素 E 主要用于出口, 国内猪瘟影响较小

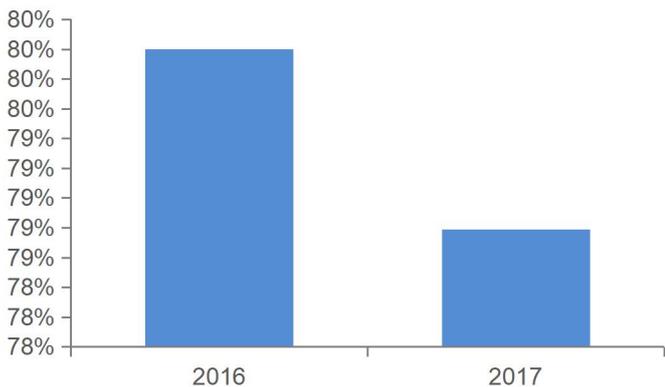
- 产品主要用于出口, 出口的良好增长态势有助于减少非洲猪瘟带来的影响。维生素 E 主要应用于饲料和食品医药, 其中饲料是主要的应用领域, 需求占比 70% 左右。虽然非洲猪瘟的蔓延给国内 VE 需求带来了压力, 但由于公司 VE 主要用于出口, 且出口的良好增长态势有助于减少非洲猪瘟带来的影响。

图表 14: 维生素 E 下游需求



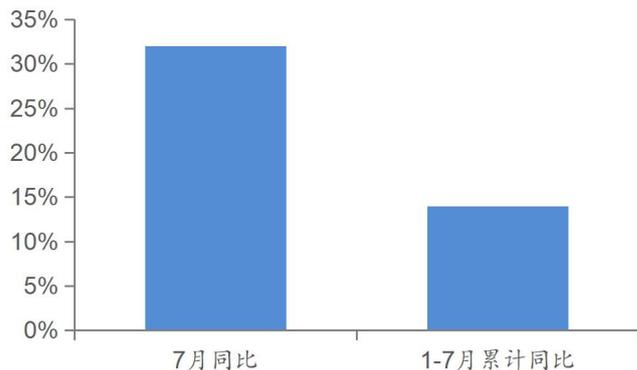
来源: 《合成维生素 E 生产现状及发展趋势》, 国金证券研究所

图表 15: 新和成 VE 出口量占其产量比例



来源: 博亚和讯, 国金证券研究所

图表 16: 2019 年中国 VE 出口增速



来源: 博亚和讯, 国金证券研究所

1.4 维生素 A: 原料、技术构建竞争壁垒, 一体化产业链优势凸显

1.4.1 工艺关键在于原材料柠檬醛的配套, 一体化产业链企业优势明显

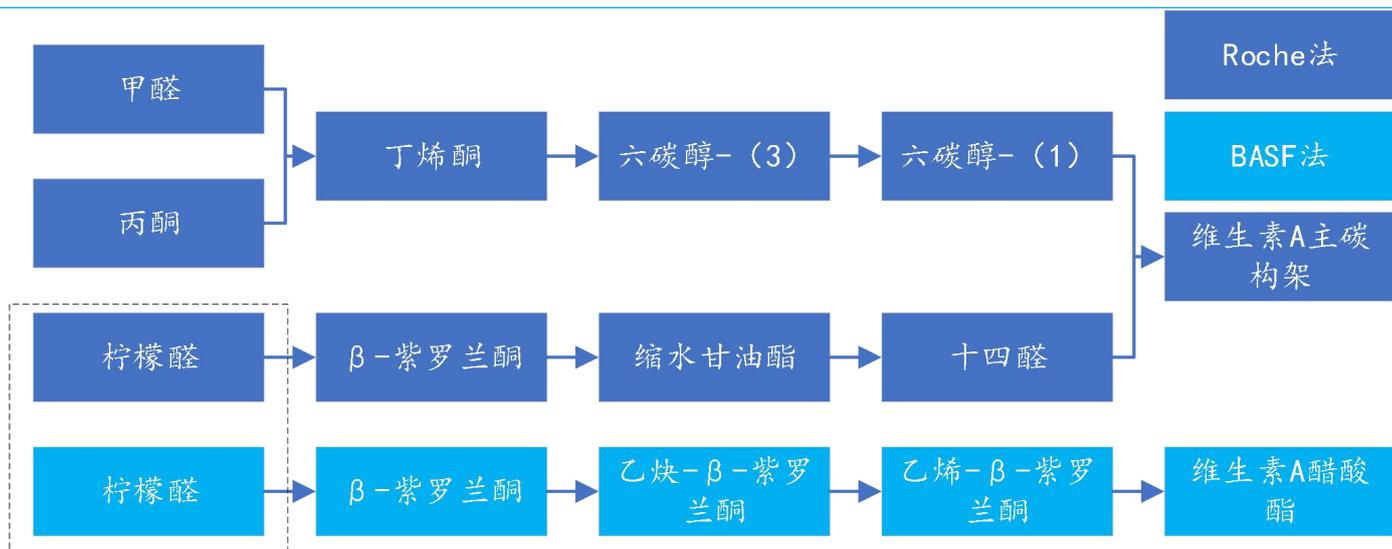
- 维生素 A 工艺技术壁垒高。目前维生素 A 采用化学合成法, 主要有两种具体工艺, 分别是 Roche 和 BASF 法。

图表 17: 维生素 A 不同工艺对比

工艺类型	优点	缺点	采用该工艺公司
BASF	工艺路线短、收率高	需要使用剧毒的光气, 对工艺和设备要求高, 较难实现	巴斯夫、安迪苏
Roche	技术成熟、收率稳定, 各反应中间体的立体构形比较清晰, 不必使用很特殊的原料	使用的原辅材料高达 40 余种, 数量较大	国内维生素 A 厂商

来源: 《维生素 A 合成工艺评述》, 国金证券研究所

图表 18: 维生素 A 合成工艺

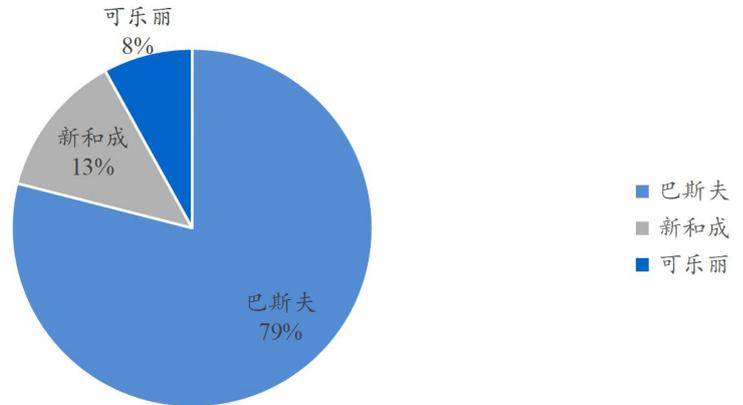


来源: 《维生素 A 合成工艺》, 国金证券研究所

- 维生素 A 原料供应寡头垄断, 一体化产业链优势明显。无论是 Roche 工艺还是 BASF 工艺都需要使用原料 β-紫罗兰酮, 该原料是由柠檬醛制备得

到，全球有三家公司生产柠檬醛，分别是巴斯夫、新和成和可乐丽，其中巴斯夫占有绝对的地位，占比近 80%，是安迪苏、金达威的主要供应商，新和成的柠檬醛生产可以满足自身维生素 A 的生产，新和成完善的一体化产业链，保障了稳定的生产，也提供了稳定的原料成本优势。

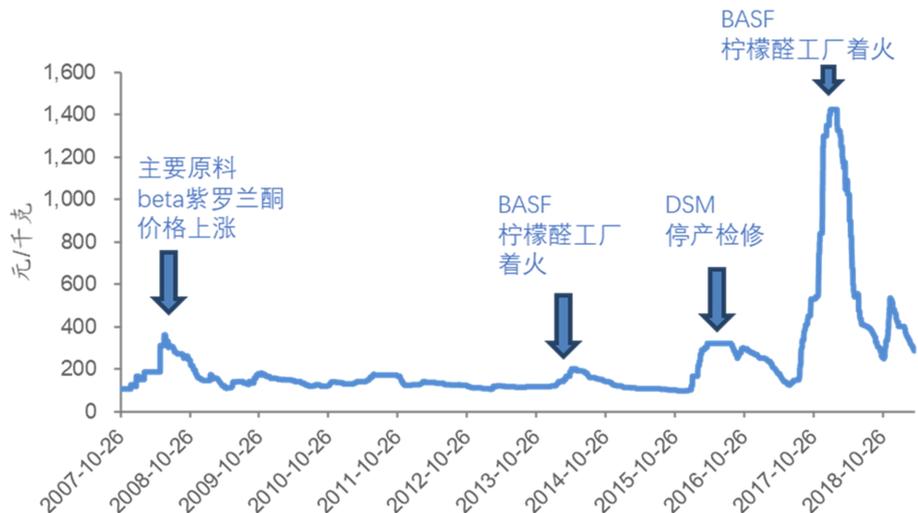
图表 19：维生素 A 原料柠檬醛市场格局



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 原料端尤其是柠檬醛供应的稳定与否是影响行业价格走势的重要因素之一。回顾维生素 A 过去十多年的历史行情，该品种经历了 4 波较大级别的行情，均是供给端冲击带来的产品涨价，其中柠檬醛短缺带来的供给收缩更受行业关注；因此我们认为原料端尤其是柠檬醛供应的稳定与否是影响行业价格走势的重要因素之一。如果企业能够配套柠檬醛产能，不但可以提升行业的把控能力，还能降低生产成本以及减少因为原材料波动对维生素 A 产品产生的影响。

图表 20：维生素 A 价格变化情况



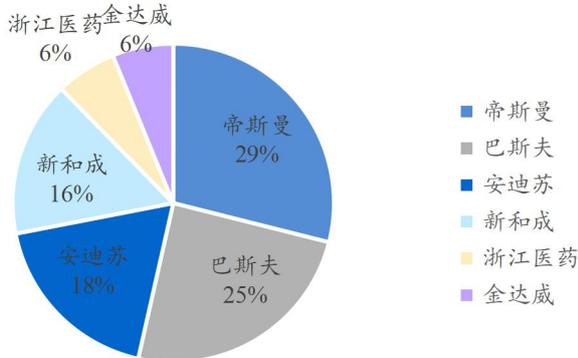
来源：Wind，国金证券研究所

1.4.2 行业寡头垄断格局有望延续，高盈利有望维持

- 维生素 A 行业高度集中，扩产来自龙头，行业竞争格局有望延续。全球共有六家厂商，分别是新和成、帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、浙江医药和金达威，由于行业的高技术壁垒，行业竞争格局十几年来一直保持稳定，虽然行业仍有扩产，但我们认为行业垄断格局有望延续，具体来说：首先，行

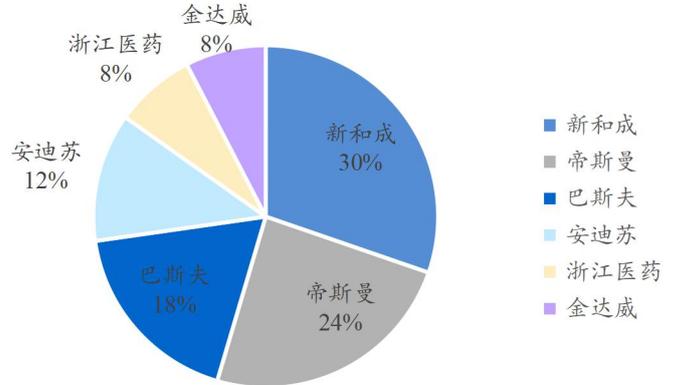
业龙头工艺了经历了几十年优化，已经形成了较高的工艺壁垒及成本优势；其次，行业虽有扩产，但新增产能仍来自龙头，格局并未改变；最后，行业需求刚性，原有企业均已建立自己的优势市场，新进入者想要打破原有的生态平衡难度将越来越大。

图表 21：2007 年维生素 A 行业格局



来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 22：2018 年维生素 A 行业格局

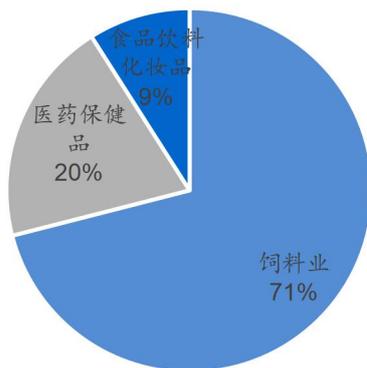


来源：博亚和讯，国金证券研究所

1.4.3 公司产品出口占比大，出口量的大幅增长有利于减少非洲猪瘟所带来的影响

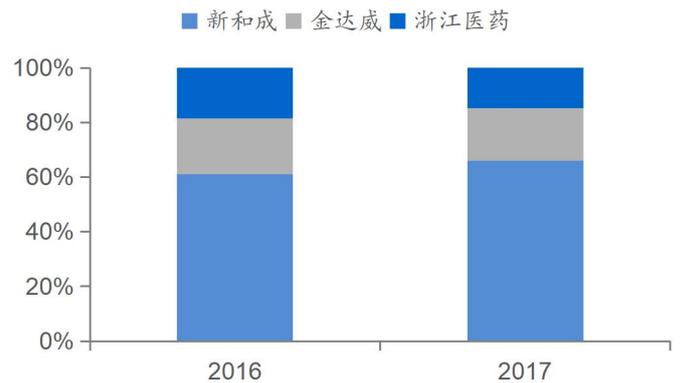
- 公司产品出口占比大，出口量的大幅增长有利于减少非洲猪瘟所带来的影响：维生素 A 下游主要有饲料业、医药保健品、食品饮料化妆品三大类，其中超过 70% 的需求来自饲料业。虽然国内非洲猪瘟的蔓延极大地影响了生猪养殖行业，从而使得国内猪饲料以及维生素行业的需求面临压力，但对于新和成来说，由于一半左右的 VA 用于出口，且今年 VA 出口呈现良好态势，我们认为 VA 出口的大幅增长有助于减轻猪瘟对于新和成 VA 总销量影响。

图表 23：维生素 A 下游需求



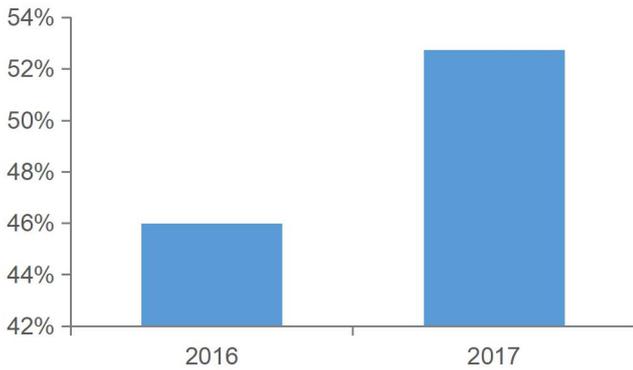
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 24：主要维生素 A 厂家出口量占总出口量比例



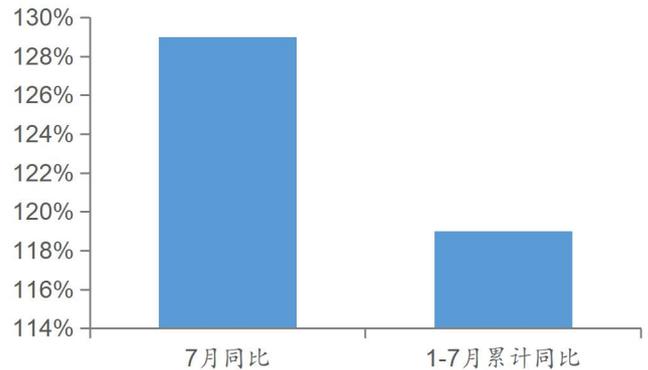
来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 25：新和成 VA 出口量占其总产量比例



来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 26：2019 年中国 VA 出口增速



来源：博亚和讯，国金证券研究所

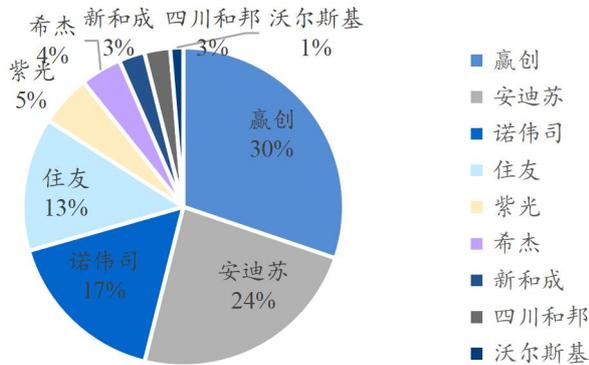
1.5 蛋氨酸：反倾销提供行业机遇，加速扩产争夺垄断市场

- 蛋氨酸是绝大部分生物生长的必须氨基酸，在饲料领域应用极为广泛。蛋氨酸即甲硫氨酸，是绝大部生物生长所需的关键氨基酸，关系到生物体内各种含硫化合物的代谢。传统的饲料原料主要采用玉米、豆粕，然而在豆粕中，蛋氨酸含量较为缺乏，难以满足下游饲养动物在生长过程中大量的生长消耗，因而蛋氨酸主要作为饲料添加剂用于饲料领域。

1.5.1 扩产加速洗牌，寡头格局延续

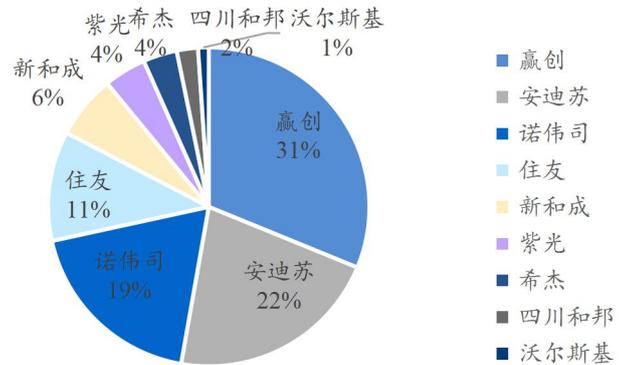
- 全球蛋氨酸市场高度集中，国际厂商主导行业价格。长久以来，蛋氨酸生产、技术壁垒较高，市场内企业数量极为有限，拥有蛋氨酸生产技术的企业不超过 10 家，其中赢创、安迪苏、诺伟司和住友四家企业占据了约 8 成以上的市场，基本主导了全球主要的蛋氨酸市场。行业虽有扩产，但是扩产后 CR4 占比仍达到 80% 以上，寡头垄断格局有望延续。

图表 27：2018 年蛋氨酸行业竞争格局



来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 28：2021 年蛋氨酸行业竞争格局



来源：博亚和讯，国金证券研究所

1.5.2 需求稳步增长，猪瘟影响边际逐步减弱

- 蛋氨酸应用领域略有侧重，行业具有持续发展空间。蛋氨酸是禽类、水产、奶牛等养殖生物的第一限制氨基酸，但却是猪的第二限制氨基酸，因而在下游养殖饲料应用领域中，蛋氨酸在家禽、水产和奶牛养殖领域中应用更为广泛，伴随着我国蛋白质消费结构性的改变，禽类、奶制品的消费量仍有持续上涨的空间，而同时随着缓释蛋氨酸的改良成功，蛋氨酸逐步在水产养殖领域获得快速渗透，形成对鱼粉等饲料的部分替代。从 2014 年以来，全球的蛋氨酸需求量就在较长时间保持约 6% 的市场需求增长，

伴随着我国的养殖行业的持续发展，蛋氨酸作为主要的饲料添加剂仍将长期保持相对稳定的增长。

图表 29：我国养殖业限制氨基酸种类

种类	第一限制氨基酸	第二限制氨基酸
猪	赖氨酸	蛋氨酸
反刍动物	以玉米为主	赖氨酸
	以大豆为主	蛋氨酸
鸡	蛋氨酸	赖氨酸
鱼	蛋氨酸	赖氨酸

来源：国金证券研究所

图表 30：全球蛋氨酸行业需求变化情况



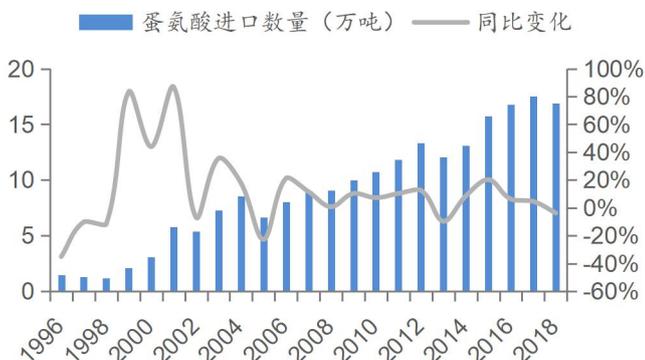
来源：产业信息网，国金证券研究所

- 2019 年来，猪瘟促使我国的生猪存栏量大幅下降，带动猪饲料及添加剂的需求也有明显下行。作为必需氨基酸，蛋氨酸在禽类、鱼类养殖应用更为集中，相比于赖氨酸，蛋氨酸受到下游需求下滑影响相对较小，然而年初以来蛋氨酸受到供给同需求的双重影响，产品价格持续下滑。

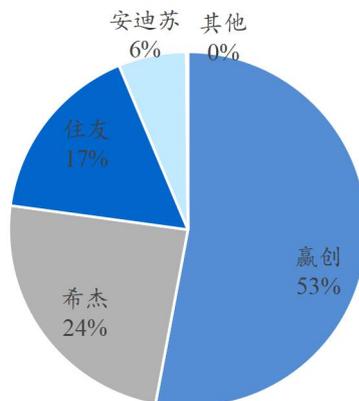
1.5.3 进口替代空间巨大，若反倾销成立，产品价格有望触底回升

- 国内养殖行业相对分散，市场需求以固态蛋氨酸为主。蛋氨酸主要分为固态蛋氨酸和液态蛋氨酸，液态蛋氨酸实质为羟基蛋氨酸，在生物体内转化为 L-蛋氨酸再逐步消化吸收。由于产品为液态，液蛋在饲料配置、加工等方面具有良好的优势，可以有效的降低成本，但也同样由于液态，在产品使用过程中需要加装液体添加系统及储存装置，固定资产投资成本相对较高。不同于海外发达国家规模较大的养殖基地，我国家禽、水产、猪等饲养行业市场极为分散，规模相对较小，且部分地区养殖周期不固定，因而在我国液态蛋氨酸使用量相对较小，市场渗透略超 2 成，较发达国家 6 成左右的市场应用占比具有较大的差异。
- 国内产能供给有限，市场需求仍大量依赖产品进口。然而在国内，经过多年的发展，国内蛋氨酸的供给仍然不足，至 2018 年，国内仅有约 30 万吨蛋氨酸产能，其中仅有一半产能生产固态蛋氨酸，远不能满足国内固态蛋氨酸的产品需求。多年来我国蛋氨酸产品长期依赖产品进口，2018 年我国进口蛋氨酸约 16.9 万吨，主要为固态蛋氨酸，供应国内一半以上的固态蛋氨酸市场需求。

图表 31：我国蛋氨酸产品进口数量变化



图表 32：我国蛋氨酸进口企业高度集中

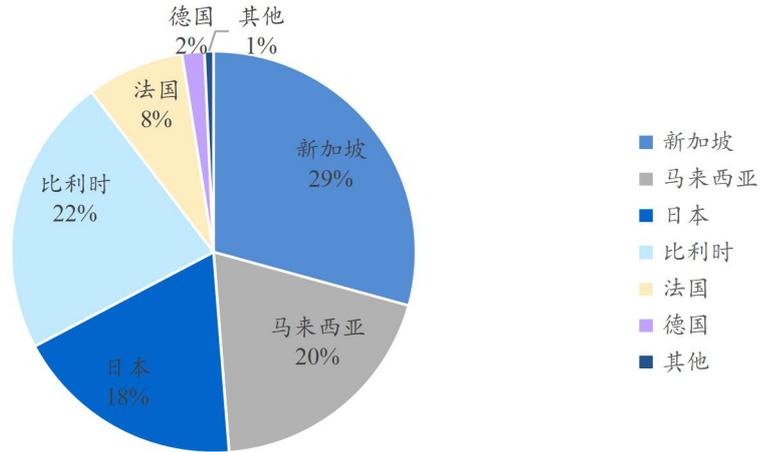


来源：Wind，国金证券研究所

来源：中国汇易网，国金证券研究所

- **反倾销调查开启，调查方向明确。**2019年4月10日，国家受理了宁夏紫光代表国内蛋氨酸行业的反倾销调查申请，决定对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口蛋氨酸进行反倾销调查。从此次调查申请的情况来看，调查的产品较为明确，主要为固态蛋氨酸产品，而考虑到全球的蛋氨酸市高度集中，可以合理判断，原产地为新加坡、马来西亚以及日本的蛋氨酸产品主要是赢创的新加坡厂、希杰马来西亚厂和住友的日本厂生产的产品。而纵观我国2017年进口的蛋氨酸产品中，其中约有67%来自于以上三个国家，市场占比极高，若反倾销调查成立，将会较大程度上影响我国蛋氨酸产品，尤其是固态蛋氨酸产品的进口。

图表 33：2017 年我国蛋氨酸进口国家分布情况



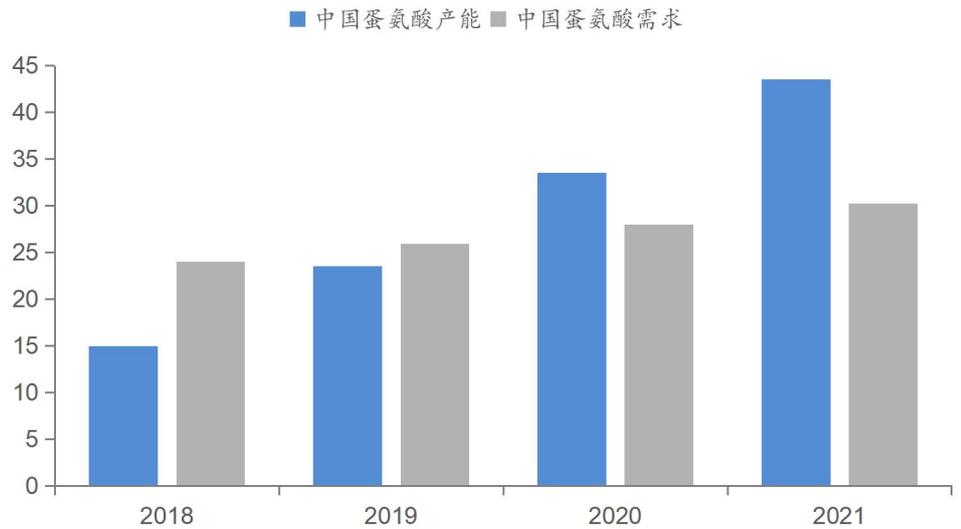
来源：海关总署，国金证券研究所

- **若反倾销成立，产品价格有望回升。**根据此次的反倾销调查期限来看，预期调查最终结果将在2020年4月前公布，若反倾销成立，可以预期国内蛋氨酸的产能不足，进口国际厂商产品受到影响，蛋氨酸的价格中枢有望上移。

1.5.4 固蛋先行，液蛋跟进

- **公司稳步扩大固态蛋氨酸产能，长远规划抢占固态蛋氨酸国内市场。**公司是国内少数供给蛋氨酸的生产企业，目前拥有5万吨固态蛋氨酸产能，后期规划于2019年第四季度新增10万吨固蛋。由于国内产能供给有限，市场需求仍大量依赖进口，公司产能的快速释放叠加反倾销提供的良机，公司有望加速抢占国内固蛋市场，同时实现量价双重提升。

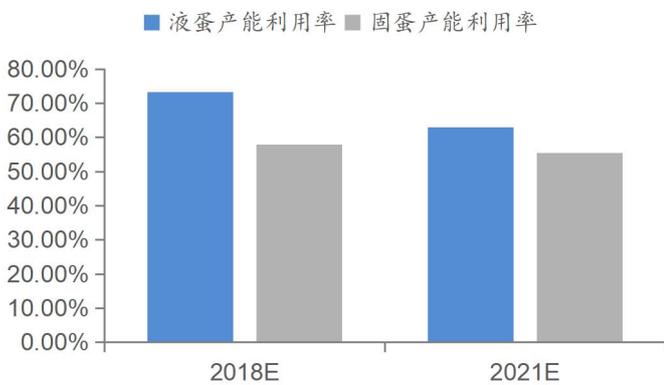
图表 34：中国蛋氨酸供需格局



来源：博亚和讯，国金证券研究所

- **公司布局液态蛋氨酸，抢占优质细分品种。**相比于固态蛋氨酸，液态蛋氨酸是相对优质的细分品种，具体体现在：其一是液蛋竞争格局好于固蛋，目前生产液蛋的厂家只有三家，分别是安迪苏、诺伟司及住友，而生产固蛋的厂家多达 8 家；其二是其性能优于固蛋。公司计划在 2020 年第四季度新增 15 万吨的液蛋产能，产能的逐步释放有助于公司切入该细分领域。

图表 35：固蛋液蛋产能利用率



来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 36：2019 年全球蛋氨酸生产厂家

固蛋生产厂家	液蛋生产厂家
赢创	安迪苏
安迪苏	诺伟司
住友	住友
希杰	
重庆紫光	
沃尔斯基	
新和成	
和邦生物	

来源：中国汇易网，国金证券研究所

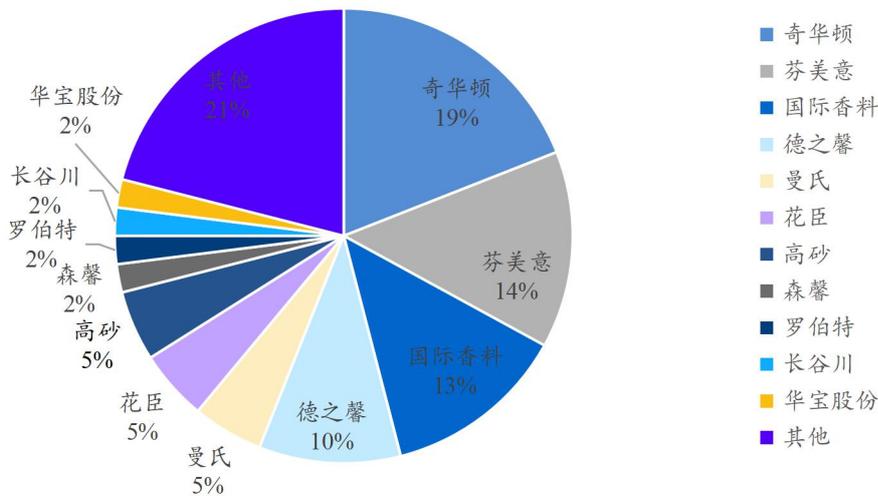
1.6 香精香料：产品种类不断丰富，业务占比不断提升

- 香精是以天然香料和合成香料为原料，通过分析技术、生物工程技术、新型分离和深加工技术等现代高科技手段萃取或混合而成的芳香类混合物。香料是一种在自然界原生态中能够被嗅觉嗅出香气或味觉尝出香味的物质，是配制香精的主要原料。

1.6.1 全球竞争格局高度集中，中国集中度有望提升，高端市场存在巨大机会

- **全球香精香料格局高度垄断。**香精香料的核心环节主要在于复配技术，技术壁垒高，因此产业集中度较高，外资企业占据了行业的主要份额。2017 年前十大生产企业市占率达 78.73%，头部公司华奇顿的全球市场份额高达 20%。

图表 37：全球香精香料市场格局



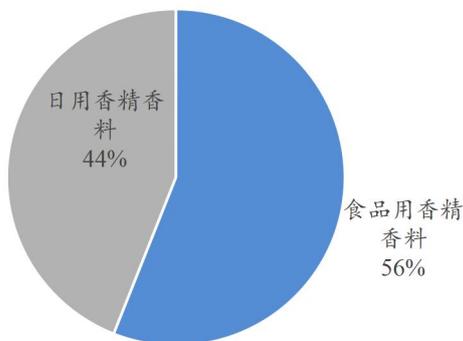
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 我国香精香料行业集中度较低，高端市场被国外占领，低端市场竞争激烈。我国共有香料香精企业 1000 余家，大多属于中小型企业，研发投入、香精配方人才的数量相较于跨国企业有一定差距，因此，我国单一香精企业的成长进程缓慢，产品大部分集中于中低端市场。香精香料产业品种众多，核心环节在于化工生产技术，综合来看，由于各种产品生产技术差异较大，产业集中度很低。
- 我国香精香料行业将逐步集中，高端市场空间巨大。短期来看，行业集中度低、集中于中低端市场的格局将延续，但是长远看，香精香料产品更新速度较快，对企业研发力度有较高要求，产业化、规模化企业将有很强的优势竞争力，随着全球香精香料生产从发达国家逐步转移至发展中国家，我国香精香料企业将面临巨大的机遇，未来产品结构将从“单一型”向“复合型”发展、从中低端市场向高端市场发展。

1.6.2 市场规模逐年扩大，新兴市场增长潜力巨大

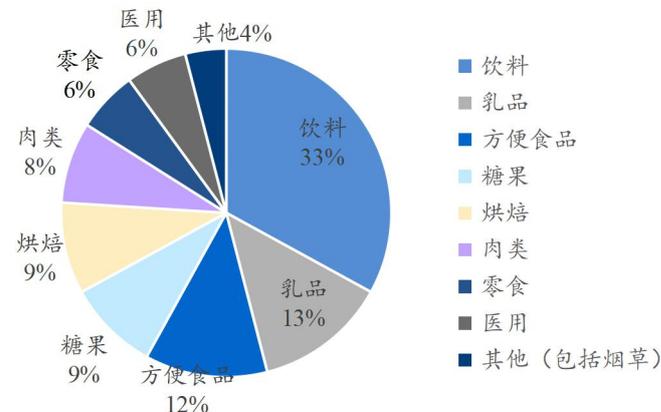
- 香精香料分为日用香精香料和食品用香精香料。其中食用香精香料主要用于食品添加剂，其中 33%用于饮料。

图表 38：香精香料下游情况



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

图表 39：食品香精香料下游情况

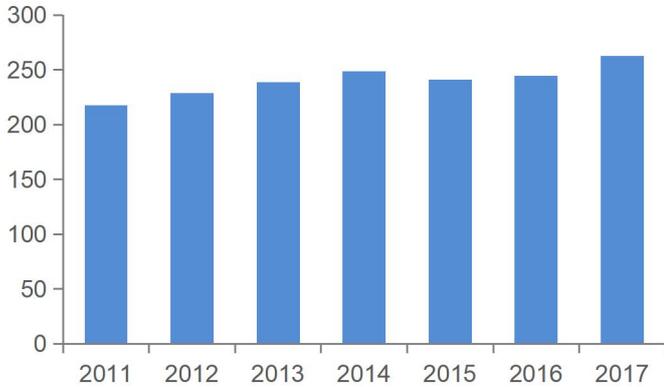


来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

- 市场规模逐年扩大，新兴市场增长潜力巨大。随着全球经济的发展，居民消费水平的日益提高，对食品及日用品品质的要求愈来愈高，香精香料行

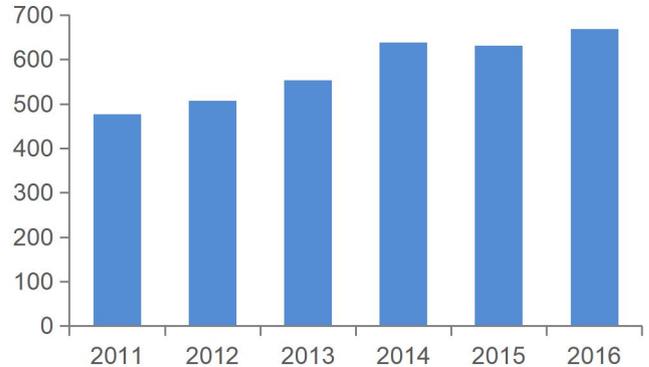
业也得到了快速发展，截止 2016 年，全球香精香料市场规模为 245 亿美元，我国的市场规模为 669 亿人民币。从消费地区看，亚洲市场是香精香料的消费最大区域，消费额约占全球市场的 41.28%，随着新兴市场需求的不断增长，香精香料的需求未来有望稳步增长。

图表 40：全球香精香料市场规模（亿美元）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 41：我国香精香料销售收入（亿元）

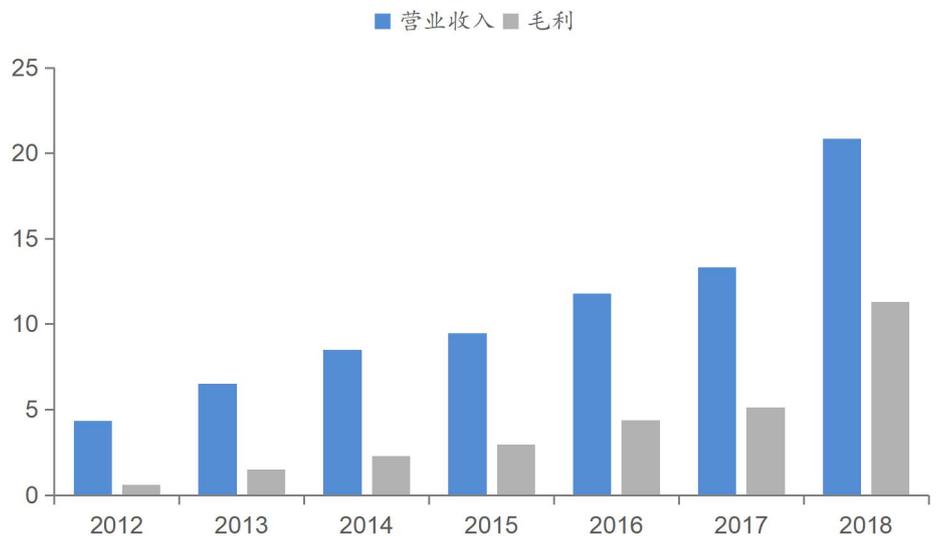


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

1.6.3 产品贡献公司稳定利润来源，新增产能贡献业绩增量

- 香精香料产品之间协同性强，积极丰富产品品类。公司从 2009 年开始大力布局香精香料板块，经过多年的努力，目前拥有多个系列的香精香料产品，其中芳樟醇产能 10000 吨，全球排名第二，柠檬醛产能 8000 吨，全球排名第二，叶醇产能 600 吨，占比 30%。盈利方面，香精香料板块每年盈利保持高速增长，现已成为公司利润的稳定来源。与此同时，公司也在不断扩大其他产品的涉猎，未来将新增麦芽酚产能，香精香料产品将不断丰富。

图表 42：新和成香精香料盈利情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：新和成香精香料产能情况

产品	公司产能/吨	备注
芳樟醇	10000	全球第二
叶醇	600	30%
柠檬醛	8000	全球第二
二氢茉莉酮酸甲酯	3000	
覆盆子酮	900	
麦芽酚		2019Q3 新增 3000 吨

来源：公司公告，国金证券研究所

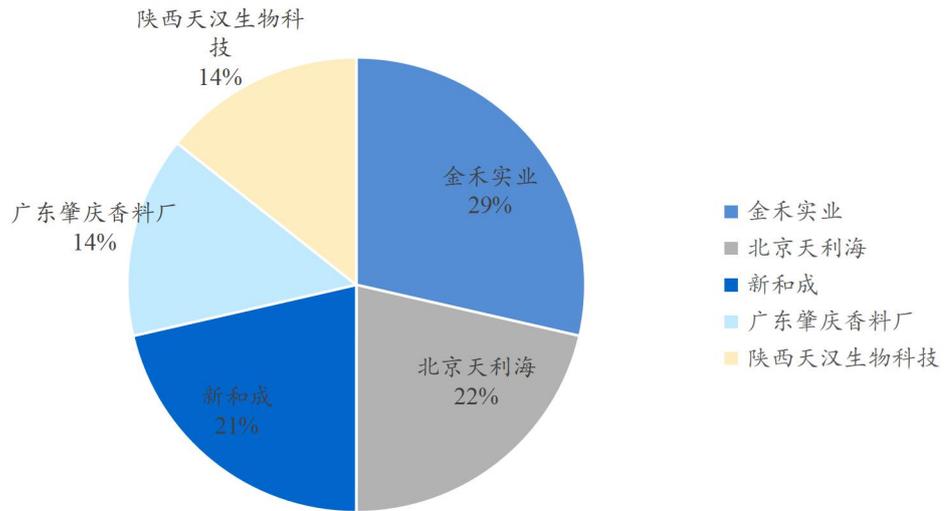
- 麦芽酚分为甲基麦芽酚和乙基麦芽酚，两者同属于香精香料。甲基麦芽酚和乙基麦芽酚具有不同的特点，风味各不相同，所以适用范围各不相同，产品之间基本无互相替代性。作为香料使用上，乙基麦芽酚较甲基麦芽酚的增香效果更好，因此乙基麦芽酚在作为香料使用时，比甲基麦芽酚应用更广；乙基麦芽酚的熔点为 90℃，甲基麦芽酚的熔点可以达到 160℃，因此，甲基麦芽酚可应用于烘焙制品上。此外，甲基麦芽酚在医药中间体制造中也有较多应用。
- 受安全环保影响，麦芽酚涨价带来行业机遇。麦芽酚的生产厂商主要有金禾实业、新和成、北京天利海和肇庆香料厂，天利海在 2016 年 4 月 9 日和 2017 年 3 月 24 日发生安全事故，随着安全环保的日益趋严，在环保督促下，天利海和肇庆香料厂受到了停产等处罚。受安全环保影响，麦芽酚价格大幅上涨，安全环保促进了行业的发展，也带来行业的机遇，新和成积极推动布局，公司将逐年增加形成 9000 吨的产能规模，届时公司将拥有稳定的产能供应，形成寡头格局。

图表 44：甲、乙基麦芽酚产能情况

现有产能情况 (吨)	甲基麦芽酚	乙基麦芽酚	合计	备注
金禾实业	1000	3000	4000	
天利海	500	4500	5000	事故多发，现已复产，正常供货
新和成		3000	3000	
广东肇庆香料	500	1500	2000	实际量小
万香国际	750	2500	3250	实际量小
合计	2750	14500	17250	
拟建产能 (吨)				
新和成			6000	

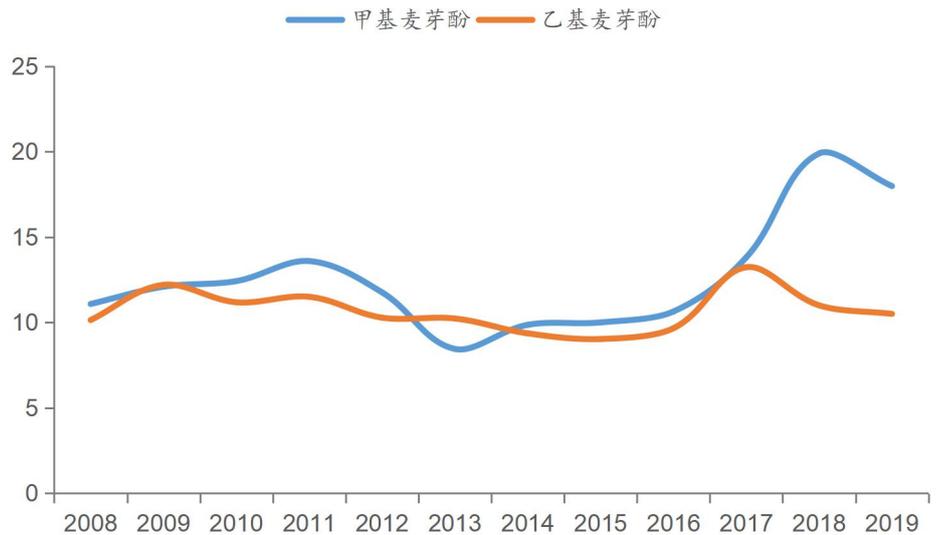
来源：金禾实业公司公告，国金证券研究所

图表 45：麦芽酚市场格局（投产后）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

图表 46：甲基麦芽酚和乙基麦芽酚价格走势（万元/吨）



来源：金禾实业公司公告，国金证券研究所

二、新和成：不断拓展布局的精细化工龙头

2.1 公司发展历程

- 新和成成立于 1999 年，2004 年 6 月在中小板上市。公司专注于精细化工，坚持创新驱动，以有机合成技术为核心，不断拓展产品线，目前已形成营养品、香精香料、新材料、原料药四大业务板块，发展成为世界四大维生素生产企业之一，并在维生素、香精香料、蛋氨酸、新材料领域具有广泛影响力。

- 公司发展至今可分为三个阶段：

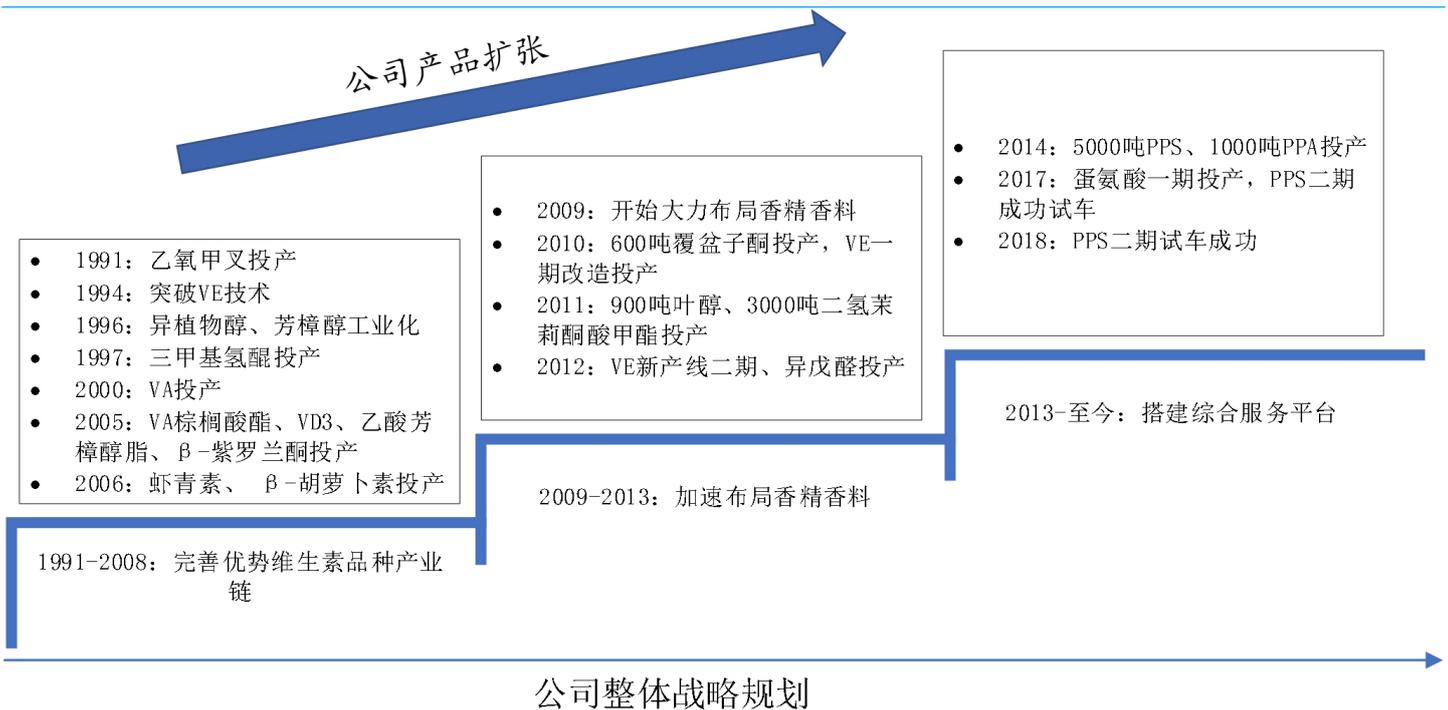
1991-2008 年：围绕维生素产业链进行布局。1991 年，公司研制出国家级新产品——乙氧甲叉，1994 年，开发出三甲基氢醌，进而打通维生素 E 产

业链，目前，公司现有维生素 A 产能 1 万吨，全球排名第一，维生素 E 乙酯油产能 2 万吨，市场占有率 16.7%。

2009-2013 年：布局香精香料领域。在这期间，公司利用产业链和市场的协同效应，开始加速布局香精香料领域。目前，公司芳樟醇、叶醇系列产品全球市场规模占比 25-40% 之间。

2013-至今：全面发展，从细分龙头成为综合方案解决供应商。营养品方面，公司 2017 年蛋氨酸一期投产，更加贴近下游终端。香精香料方面，公司不断丰富产品路线，综合来看，公司致力于发展成为营养品、香精香料综合方案解决商。此外，公司依靠强大的研发实力在 PPS 项目上实现突破，形成了自己的专有技术，以 5000 吨 PPS 及 1000 吨 PPA 投产为标志，公司在新材料领域开辟新的发展路径。

图表 47：新和成成长路径



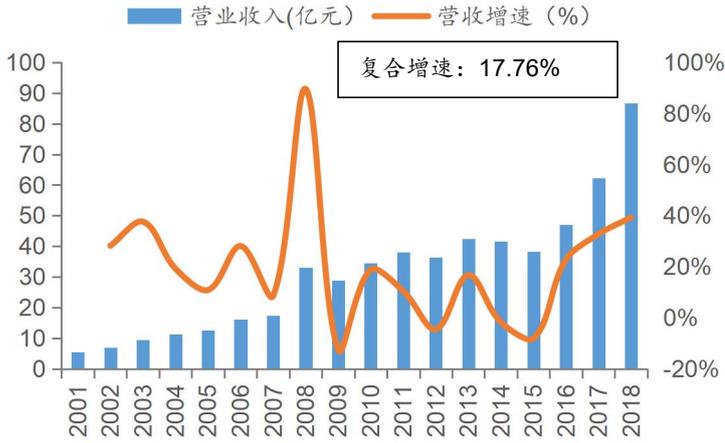
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 公司业绩稳步增长，香精香料占比逐步提升

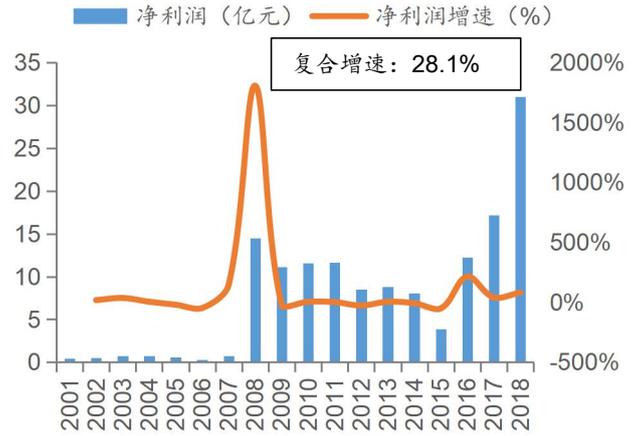
- 成立以来，公司的营业收入持续增长，主营收入主要来源于营养品和香精香料，二者占营业收入的 90% 以上，其中营养品是公司最大的收入来源，占比 70%。从利润来看，公司的净利润更多呈现周期性，主要是由于公司维生素等相关产品价格周期波动剧烈。
- 营养品提供利润弹性，香精香料贡献稳定利润增长驱动力。公司的主要毛利来源于营养品和香精香料，相关产品毛利都受价格波动影响，其中营养品贡献了公司利润的弹性部分，而香精香料的毛利增长则较为平稳，贡献了公司利润的稳定部分。公司这些年香精香料业务发展迅速，收入和毛利占比不断提升，相较于营养品，香精香料价格波动小，预计未来随着香精香料占比的不断提升，公司盈利更多体现出稳定性。

图表 48：营业收入情况

图表 49：归母净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所



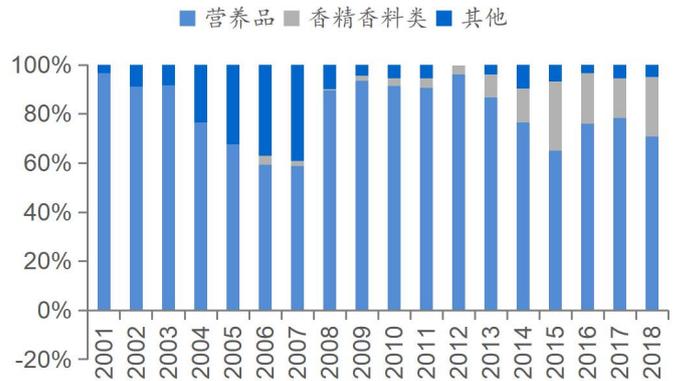
来源: wind, 国金证券研究所

图表 50: 公司营业收入构成



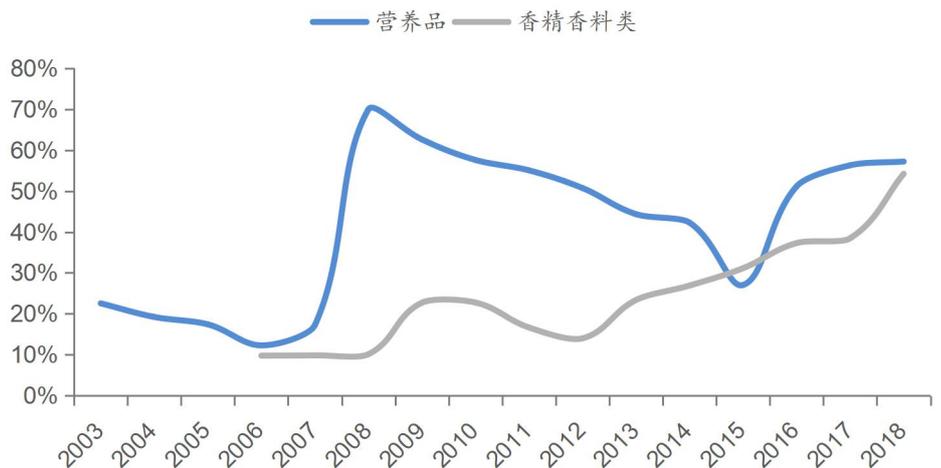
来源: wind, 国金证券研究所

图表 51: 公司毛利构成



来源: wind, 国金证券研究所

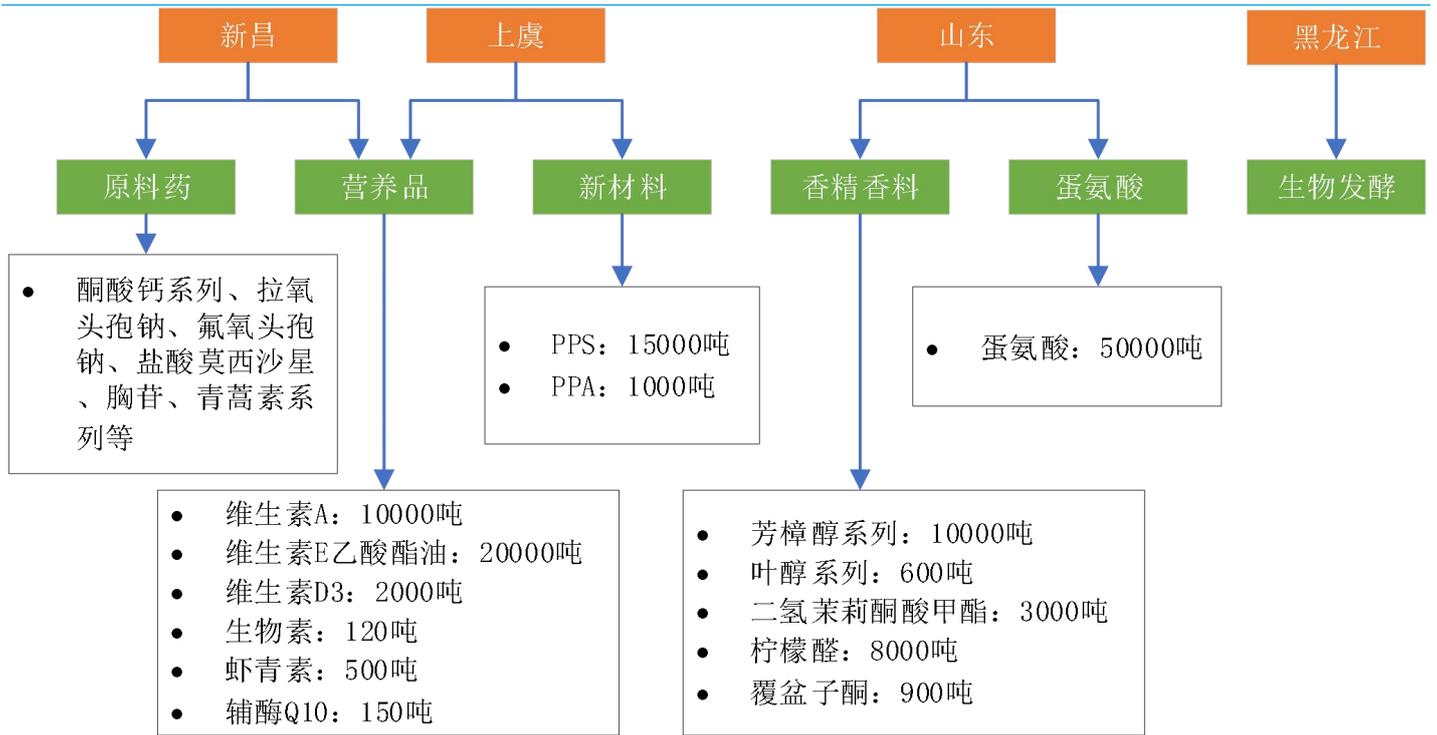
图表 52: 主要产品毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

- **四大生产基地、四大板块逐步成型。**目前公司拥有新昌、上虞、山东、黑龙江四大生产基地。新昌基地主营原料药和营养品业务；上虞基地主营营养品、新材料业务；山东潍坊基地主营香精香料、蛋氨酸业务；黑龙江基地主营生物发酵类产品。

图表 53：公司业务板块及产品和产能介绍



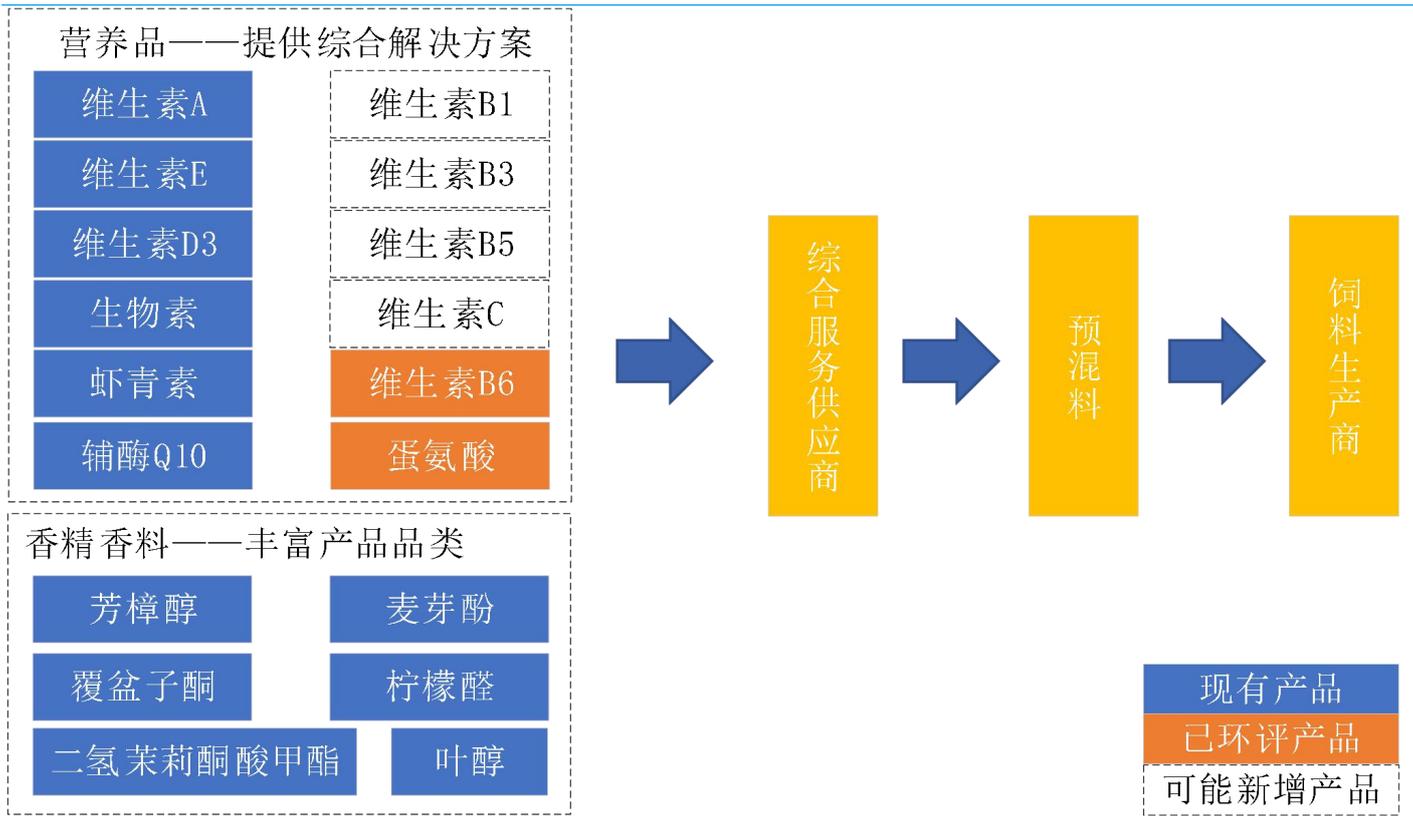
来源：公司公告，国金证券研究所

三、多维度布局产业链，未来有望成为一体化解决方案供应商

3.1 产业链延伸、销售渠道共享，实现多维布局

- 公司在营养品业务方面不断丰富产品品类，不断延伸产业链，贴近下游终端客户，提升该领域的综合竞争力，未来有望成为提供一体化解决方案的供应商。香精香料领域，公司新上麦芽酚项目，不断丰富产品路线。
- **瞄准下游客户，共享销售渠道。**由于公司的主要下游是饲料企业，公司新上的蛋氨酸业务与维生素业务可以共用销售渠道，此外，公司2018年选择在黑龙江投资生物发酵项目，该项目的残渣可以做饲料。新和成销售渠道的共享效应，大大降低了营销成本和新产品市场推广的难度，提升了公司产品的竞争力。

图表 54：公司营养品板块和香精香料板块布局



来源：国金证券研究所

图表 55：主要维生素的供求关系及竞争格局

品种	产能 (吨)	需求 (吨)	市场空间	主要供应商	CR3 份额 (%)
维生素 C	>200000	120000	24 亿	东北制药、石药集团、华北制药、江山制药、鲁维制药	<45
泛酸钙 (维生素 B5)	26800	20000	60 亿	巴斯夫、荷兰帝斯曼、亿帆医药、新发药业	71
维生素 B2	10000	7700	8 亿	广济药业、巴斯夫、帝斯曼	83
维生素 B6	9000	6500	10 亿	天新药业、帝斯曼	>65
维生素 B1	10000	7300	13 亿	华中药业、天新药业、兄弟科技	88

来源：博亚和讯，国金证券研究所

- **原料统一、形成成本优势。**以营养品板块为例，公司以由化工基础原料丙酮、乙炔等出发，经过系列反应，分别衍生出维生素 E、维生素 A 醋酸酯、异维 A 酸、β-胡萝卜素等系列产品，在单个小产品中形成成本优势。

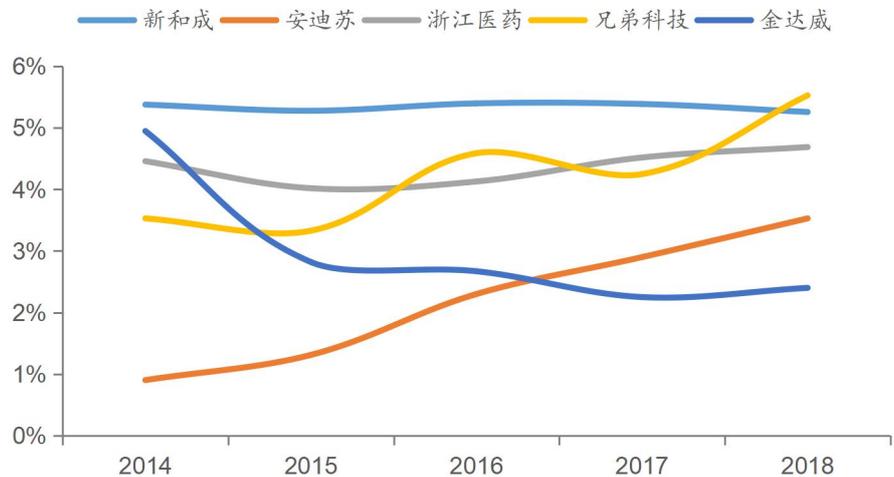
图表 58：公司承担的国家项目

项目	级别	完成项目所需时间	正常完成项目所需时间
三甲基氢醌	国家火炬计划	3 年	7-10 年
异植物醇	国家火炬计划	2 年	
香叶酯	国家火炬计划	4 年	
芳樟醇	国家火炬计划	5 年	
噻嘧啶	国家火炬计划	5 年	
青蒿琥酯	国家火炬计划	3 年	
80 吨/年双环壬烯	国家火炬计划	4 年	
年产 5000 吨 PPS 及 6000 吨复合材料	国家火炬计划	2 年	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 相较于竞争对手，公司在研发方面大量投入，其中研发强度一直维持在 5% 以上，持续的高强度研发投入为公司的发展打下良好的基础。

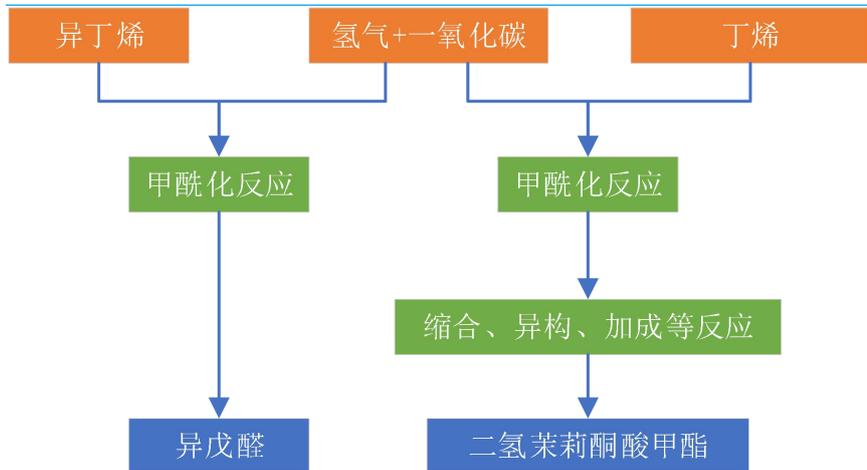
图表 59：研发在营业收入中的占比情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

- 依靠强大的研发平台，移植若干核心技术。公司依靠强大的研发平台实现产品的相互关联，一种新技术的突破可以应用于多种产品的扩展，比如：2008 年，公司攻克 C4 化合物的甲酰化反应，同时将其应用于维生素 E 的工艺升级和香精香料的生产，达到了协同延伸。

图表 60：甲酰化反应延伸



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 依靠研发优势，延伸新材料业务

- 2003年起，公司为了拓展业务范围，筹划发展高分子新材料板块，最初确定了高附加值的聚苯硫醚（PPS）和耐高温尼龙（PPA）两种材料，其中PPS具有机械强度高、耐高温、耐化学药品性、热稳定性好、电性能优良等优点，PPA能够在广的温度范围内和高湿度环境中保持其优越的机械特性—强度、硬度、耐疲劳性及抗蠕变性。经过多年的发展，公司在小试、中试不断突破，目前，公司具有PPS产能15000吨，PPA产能1000吨。

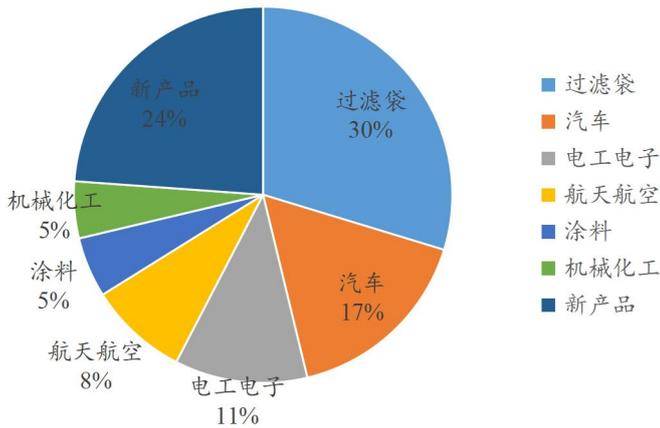
图表 61：新和成高分子材料产品情况

产品	产能/吨	新增产能
聚苯硫醚（PPS）	15000	计划新增 15000 吨
高温尼龙（PPA）	1000	

来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

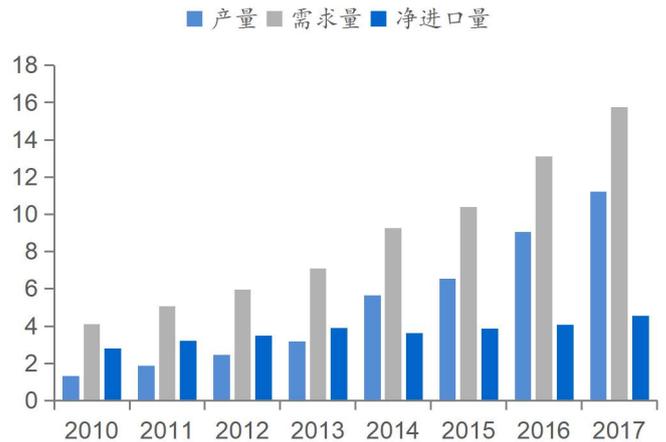
- PPS进口替代空间巨大。PPS作为一种结晶高分子热塑性塑料，广泛应用于环保、汽车、电子、石化、制药、航空航天等领域。我国PPS需求很大，但是我国PPS技术水平较低，产品种类和高端产品都与国外有很大差距。我国产量虽然逐年增长，但是并不能满足需求增长，缺口依然很大，尤其是在高端产品方面，差距较大。

图表 62：PPS 下游需求



来源：《聚苯硫醚的生产技术及市场前景》，国金证券研究所

图表 63：PPS 供需情况（万吨）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

- 目前PPS的产能主要集中在中国、日本和美国等少数几个国家。日本是PPS的最大生产国，其生产能力占世界总产能的47.7%。预计未来，随着公司在该领域研发创新的不断突破，PPS业务有望实现进口替代。

图表 64：PPS 主要生产厂商情况

国家	公司	产能/吨	在建产能/吨	占比
日本	DIC	34000	3500	21.68%
	吴羽化学	10700	5000	6.82%
	东丽集团	27600	3000	17.60%
	东曹公司	2500		
中国	敦煌西域	4000	20000	
	浙江新和成	15000		9.57%
	成都乐天	1000		
	重庆聚狮	10000	20000	
	玖源化工	3000		
	海西泓景化工	2000	8000	

美国	Fortron	15000	9.57%
比利时	索尔维	20000	12.76%
韩国	INITZ	12000	7.65%

来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

四、投资建议及盈利预测

4.1 投资建议

- 我们认为公司的核心竞争力之一在于高效的研发能力以及完善的研发体系，其是公司不断增长的动力源泉。公司多维布局产业链，未来有望成为一体化解决方案供应商。分板块来看：
- 营养品板块：我们认为未来行业的竞争可能会从单一产品竞争上升至多品种的竞争，企业要想获得更强的竞争优势需要往多品类战略甚至多维走。目前，公司正在积极完善产品布局，有望成为下一个帝斯曼。需求端：非洲猪瘟影响边际逐步减弱，我们认为猪料需求已经进入底部区域，需求触底回升的概率逐步加大；另外，维生素出口的大幅增长也能部分对冲非洲猪瘟带来的影响。具体到产品来说：
 - 维生素 A：行业虽有扩产，但寡头格局延续，高盈利有望维持。另外，公司产品出口占比大，出口量的大幅增长有利于减少非洲猪瘟所带来的影响。
 - 维生素 E：行业扩产接近尾声，DSM 整合能特后竞争格局有望得到显著改善且目前产品价格位于历史底部，产品价格中枢有望显著抬升，价格向上弹性大。另外，公司产品主要用于出口，出口的良好增长态势有助于减少非洲猪瘟所带来的影响。
 - 蛋氨酸：行业虽有扩产，但扩产后 CR4 占比仍达到 80% 以上，寡头垄断格局有望延续。由于蛋氨酸生产、技术壁垒较高，我国蛋氨酸供给仍然不足，进口替代空间巨大，若反倾销成立，产品价格有望触底回升。
- 香精香料板块：每年盈利保持高速增长，现已成为公司利润的稳定来源。与此同时，公司也在不断扩大其他产品的涉猎，未来将新增麦芽酚产能，香精香料产品将不断丰富。
- 新材料板块：公司目前拥有 1.5 万吨/年的 PPS 及 1000 吨/年的 PPA 产能，未来计划新增 1.5 万吨/年的 PPS 及 9000 吨/年的 PPA 产能，随着产能的逐步释放，该板块有望成为公司新的利润增长点。

4.2 核心假设

- 营养品板块：受非洲猪瘟影响，2019 年维生素需求有所影响，2020 年需求开始恢复，2021 年需求恢复至 2018 年水平
- 香精香料板块：假设 2019 年有所下滑，2020/2021 年年均增长率为 10%
- 新材料板块：假设 2019-2021 产能利用率分别为 66.67%，100%，100%
- 在建及环评项目：假设产能投放及销售进度符合预期

图表 65：新和成主要新项目

主要新项目	投资额/亿	主要产品	产能
25 万吨蛋氨酸项目	53.7	蛋氨酸	25 万吨
黑龙江生物发酵项目	36	叶红素	500 吨
		己糖酸	3 万吨
		淀粉	14.67 万吨
		葡萄糖	15.51 万吨
		70%山梨醇	6 万吨

2X2 万吨营养品项目	46.89 亿	饲料级 VE 粉	56000 吨
		VE 粗品	4 万吨
		异丁烯	3.7 万吨
		异戊醛	1.7 万吨
		去氢-β (3, 7-二甲基-1-辛炔-3-醇)	2.28 万吨
		异植物醇	2.8 万吨
		95%醋酸	1.77 万吨
		90%醋酸	0.8 万吨
		二甲氧基丙烷	2.9 万吨
		异佛尔酮	1.77 万吨
年产 11000 吨营养品及 9000 吨精细化学品项目	47 亿	三氯蔗糖	6000 吨
		VB6	5000 吨
		环丙乙炔	1000 吨
		环丙基甲基酮	2000 吨
		乙酰丁内酯	3000 吨
		三苯基磷	3000 吨

来源：公司环评，公司公告，国金证券研究所

4.3 盈利预测

- 综上，我们认为中短期看 VA 有望维持强势、VE 走向慢牛、反倾销利好蛋氨酸中枢上移；长期看，在建及新上环评投资超百亿，未来成长可期。我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利分别为 24.02/25.27/30.83 亿元，对应 PE 分别为 20.93/19.90/16.31 倍，公司成长动能巨大，给予 20 倍估值，对应目标价为 23.6 元。首次覆盖，给予增持评级。

图表 66：新和成主要产品营收情况

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
维生素 A	产品收入 (百万元)	963.13	1092.31	2153.85	1534.62	1162.39	1076.92
	产品毛利润 (百万元)	530.34	697.86	1764.96	1165.17	784.62	688.03
	产品毛利率 (%)	55.06%	63.89%	81.94%	75.93%	67.50%	63.89%
维生素 E	产品收入 (百万元)	1577.05	1112.82	1212.82	1071.79	1212.82	1466.67
	产品毛利润 (百万元)	656.50	337.82	387.82	288.04	387.82	641.67
	产品毛利率 (%)	41.63%	30.36%	31.98%	26.88%	31.98%	43.75%
蛋氨酸	产品收入 (百万元)	0.00	450.00	600.00	640.00	1150.00	2500.00
	产品毛利润 (百万元)	0.00	0.00	0.00	40.00	400.00	1000.00
	产品毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	6.25%	34.78%	40.00%
VH	产品收入 (百万元)	163.74	144.54	236.60	214.01	224.71	235.95
	产品毛利润 (百万元)	55.59	30.98	117.36	88.82	93.26	97.92
	产品毛利率 (%)	33.95%	21.43%	49.60%	41.50%	41.50%	41.50%
其它营养品	产品收入 (百万元)	464.35	1579.53	1534.10	1408.12	1408.12	1408.12
	产品毛利润 (百万元)	377.63	1465.22	1077.57	951.59	951.59	951.59
	产品毛利率 (%)	81.33%	92.76%	70.24%	67.58%	67.58%	67.58%
PPS	产品收入 (百万元)	105.90	158.14	398.20	410.00	645.00	675.00
	产品毛利润 (百万元)	9.63	33.94	62.62	176.30	277.35	290.25

	产品毛利率 (%)	9.09%	21.46%	15.72%	43.00%	43.00%	43.00%
香精香料	产品收入 (百万元)	1179.93	1333.63	2085.85	1986.52	2185.17	2403.69
	产品毛利润 (百万元)	439.66	512.79	1130.89	1072.72	1179.99	1297.99
	产品毛利率 (%)	37.26%	38.45%	54.22%	54.00%	54.00%	54.00%
其它	产品收入 (百万元)	348.08	364.14	461.97	461.97	461.97	461.97
	产品毛利润 (百万元)	73.68	135.24	159.58	159.58	159.58	159.58
	产品毛利率 (%)	21.17%	37.14%	34.54%	34.54%	34.54%	34.54%

来源：公司环评，公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- 产品价格下跌；公司产能建设及投放进度不及预期；上游原材料价格波动

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,696	6,235	8,683	7,727	8,450	10,228	货币资金	2,007	7,358	2,611	2,821	3,120	3,805
增长率		32.8%	39.3%	-11.0%	9.4%	21.0%	应收款项	1,305	2,234	2,265	2,840	2,857	3,297
主营业务成本	-2,563	-3,088	-4,049	-3,785	-4,216	-5,101	存货	1,241	1,555	1,446	1,540	1,727	2,117
%销售收入	54.6%	49.5%	46.6%	49.0%	49.9%	49.9%	其他流动资产	1,184	640	4,356	4,695	4,455	3,856
毛利	2,133	3,147	4,635	3,942	4,234	5,127	流动资产	5,737	11,787	10,678	11,897	12,158	13,076
%销售收入	45.4%	50.5%	53.4%	51.0%	50.1%	50.1%	%总资产	50.3%	64.8%	48.7%	44.3%	44.0%	45.0%
营业税金及附加	-75	-97	-144	-85	-118	-153	长期投资	141	213	283	305	315	330
%销售收入	1.6%	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	1.5%	固定资产	4,920	5,242	8,869	13,380	13,915	14,364
销售费用	-149	-211	-252	-232	-254	-307	%总资产	43.1%	28.8%	40.4%	49.9%	50.3%	49.5%
%销售收入	3.2%	3.4%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	490	629	1,246	1,249	1,252	1,255
管理费用	-478	-598	-351	-340	-363	-430	非流动资产	5,674	6,396	11,257	14,934	15,482	15,949
%销售收入	10.2%	9.6%	4.0%	4.4%	4.3%	4.2%	%总资产	49.7%	35.2%	51.3%	55.7%	56.0%	55.0%
研发费用	0	0	-457	-386	-423	-511	资产总计	11,410	18,183	21,935	26,831	27,640	29,025
%销售收入	0.0%	0.0%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	1,469	1,379	2,533	3,911	4,264	4,022
息税前利润 (EBIT)	1,431	2,240	3,431	2,899	3,076	3,726	应付款项	884	1,135	1,518	1,693	1,821	2,284
%销售收入	30.5%	35.9%	39.5%	37.5%	36.4%	36.4%	其他流动负债	311	561	517	386	421	503
财务费用	4	-151	-24	-152	-217	-187	流动负债	2,664	3,075	4,567	5,990	6,506	6,809
%销售收入	-0.1%	2.4%	0.3%	2.0%	2.6%	1.8%	长期贷款	501	924	388	3,288	2,288	1,788
资产减值损失	-26	-58	-10	-16	-2	-4	其他长期负债	156	188	765	129	150	181
公允价值变动收益	-1	0	-8	0	0	0	负债	3,320	4,187	5,720	9,407	8,944	8,777
投资收益	61	43	169	100	130	110	普通股股东权益	8,063	13,957	16,170	17,370	18,629	20,165
%税前利润	4.0%	2.0%	4.6%	3.5%	4.4%	3.0%	其中：股本	1,089	1,264	2,149	2,149	2,149	2,149
营业利润	1,470	2,118	3,630	2,832	2,988	3,645	未分配利润	5,674	6,638	8,621	9,820	11,080	12,615
营业利润率	31.3%	34.0%	41.8%	36.6%	35.4%	35.6%	少数股东权益	28	39	45	55	68	83
营业外收支	30	0	10	0	0	0	负债股东权益合计	11,410	18,183	21,935	26,831	27,640	29,025
税前利润	1,500	2,118	3,640	2,832	2,988	3,645	比率分析						
利润率	31.9%	34.0%	41.9%	36.6%	35.4%	35.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-275	-404	-541	-419	-448	-547	每股指标						
所得税率	18.3%	19.1%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	每股收益	1.104	1.349	1.433	1.118	1.176	1.435
净利润	1,225	1,714	3,098	2,413	2,540	3,098	每股净资产	7.404	11.043	7.526	8.084	8.670	9.385
少数股东损益	23	9	20	10	13	15	每股经营现金净流	1.093	1.006	1.704	0.980	1.481	1.665
归属于母公司的净利润	1,203	1,704	3,079	2,402	2,527	3,083	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.560	0.590	0.720
净利率	25.6%	27.3%	35.5%	31.1%	29.9%	30.1%	回报率						
							净资产收益率	14.92%	12.21%	19.04%	13.83%	13.57%	15.29%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.54%	9.37%	14.04%	8.95%	9.14%	10.62%
							投入资本收益率	11.61%	11.12%	15.25%	10.02%	10.35%	12.14%
净利润	1,225	1,714	3,098	2,413	2,540	3,098	增长率						
少数股东损益	23	9	20	10	13	15	主营业务收入增长率	22.86%	32.77%	39.27%	-11.01%	9.36%	21.04%
非现金支出	372	428	468	561	624	712	EBIT增长率	246.28%	56.52%	53.14%	-15.50%	6.12%	21.10%
非经营收益	-63	106	-63	112	69	60	净利润增长率	199.11%	41.72%	80.64%	-21.97%	5.19%	21.98%
营运资金变动	-344	-976	157	-981	-51	-291	总资产增长率	17.34%	59.35%	20.64%	22.32%	3.02%	5.01%
经营活动现金净流	1,190	1,272	3,660	2,105	3,182	3,578	资产管理能力						
资本开支	-1,219	-995	-4,888	-4,267	-1,160	-1,160	应收账款周转天数	62.5	75.2	71.4	98.0	100.0	95.0
投资	-1	-58	-49	-22	240	585	存货周转天数	165.4	165.2	135.2	150.0	151.0	153.0
其他	-371	722	-3,311	100	130	110	应付账款周转天数	103.1	93.4	82.0	95.0	93.0	94.0
投资活动现金净流	-1,590	-331	-8,249	-4,189	-790	-465	固定资产周转天数	242.5	272.1	224.9	267.4	263.3	230.0
股权募资	0	4,870	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	391	262	609	3,635	-627	-712	净负债/股东权益	-0.46%	-36.12%	1.91%	25.12%	18.35%	9.90%
其他	-253	-748	-847	-1,341	-1,466	-1,716	EBIT利息保障倍数	-325.7	14.8	141.6	19.1	14.2	19.9
筹资活动现金净流	138	4,384	-238	2,294	-2,093	-2,428	资产负债率	29.10%	23.03%	26.08%	35.06%	32.36%	30.24%
现金净流量	-262	5,324	-4,826	210	299	685							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	10	21	32
增持	2	8	9	11	13
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	1	1
评分	1.67	1.44	1.47	1.47	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH