



张凤展

021-53686158



zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号：S0870511030001

# 营养品低谷反弹，新材料业务开始发力

## ■ 投资摘要

受益于维生素价格周期上涨，营养品业务迎来好年景。

预计短期内维生素 E 价格在调整后将会稳中小幅上升为主，但上升空间有限。

维生素 A 的价格正式进入新一轮的上涨周期中，截止到 3 月 2 日，维生素 A 的价格已经达到 215 元/kg，价格超出前几年的高点。

维生素 D3 的价格已经下降到近年低点。2 月 4 日，印度 Fermenta 公司宣布自 3 月 1 日起提高 VD3 产品价格 20%，或将会成为 VD3 上涨的契机。

## 新材料成为新增长引擎

一期 5000 吨/年项目已经投产，目前基本达到设计产能。未来公司将启动二期 25000 吨 PPS 项目，建设期 1 年。按照 PPS 出厂价 6 万元/吨，未来 30000 吨项目可贡献收入 18 亿元，预计毛利率在 40%左右。

## 蛋氨酸潜在增长点

蛋氨酸项目是公司未来 2-3 年重点项目之一，总规划 10 万吨，一期建设 5 万吨。2016 年 6 月一期 5 万吨蛋氨酸能够建成。

## 盈利预测

我们预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 38、51、56 亿元，同比增长-7.8%、32.9%、10.26%；2015-2016 年的归属净利润分别为 4.0、9.2、10.75 亿元，分别同比增长-50.21%、129%、16.63%。对应每股收益分别为 0.37/0.85/0.98 元。

## ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4164.21	3839.40	5102.65	5626.19
年增长率	-1.73%	-7.80%	32.90%	10.26%
归属于母公司的净利润				
润	808.04	402.33	921.80	1075.11
年增长率	-8.40%	-50.21%	129.12%	16.63%
每股收益(元)	0.742	0.369	0.847	0.987
PER (X)	27.87	55.97	24.43	20.95

注：按增发后股本 1088 百万股计算

## 基本数据 (2015Q3)

报告日股价(元)	20.68
12mth A 股价格区间(元)	12.5/29.6
总股本(百万股)	1088.92
无限售 A 股/总股本	98.6%
流通市值(亿元)	221.9
每股净资产(元)	6.36
PBR (X)	3.25

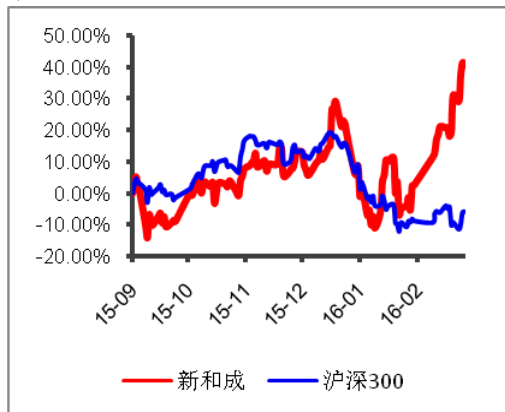
## 主要股东 (2015Q3)

新和成控股集团有限公司	56.36%
全国社保基金	0.84%

## 收入结构 (2015H1)

营养品	73%
香精香料	21%
其他	6%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：ZFZ16-CI01

首次报告日期：2016 年 3 月 4 日

相关报告：

## 目 录

一、行业背景.....	3
1.1 公司所处的行业及其简况 .....	3
二、公司分析.....	4
2.1 公司主营业务分析 .....	4
三、财务状况和盈利预测.....	18
3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析 .....	18
3.2 分业务收入和毛利预测 .....	20
四、风险因素.....	20
五、附表.....	21

## 表目录

表 1 股东结构.....	3
表 2 公司营养品类主要产能.....	5
表 3 维生素 E 全球供需情况（单位：吨） .....	5
表 4 维生素 A 全球供需情况（单位：吨） .....	10
表 5 维生素 D3 全球供需情况（单位：吨） .....	11
表 6 香料情况介绍.....	12
表 7 子公司情况介绍.....	14
表 9 预测的全球蛋氨酸设计产能情况     单位：万吨/年.....	17
表 10 预测的全球蛋氨酸供需情况     单位：万吨/年.....	18
表 10 毛利率比较（%） .....	18
表 11 净利率比较（%） .....	18
表 12 ROE 比较（%） .....	19
表 13 收入增速比较（%） .....	19
表 14 净利润增速比较（%） .....	19
表 15 应收账款周转率比较.....	19

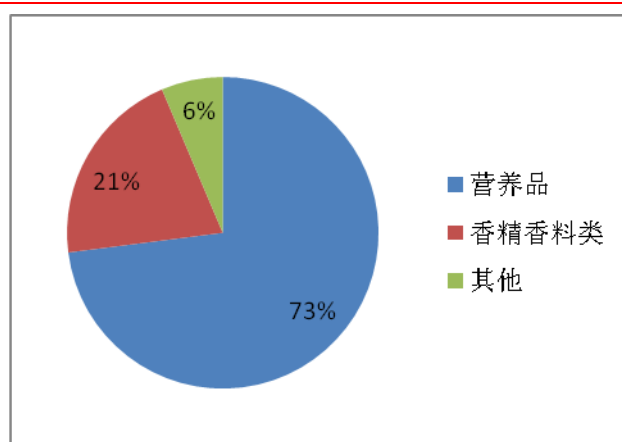
## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

新和成成立于 1999 年，2004 年在深圳中小企业板上市，公司在新昌、山东、上虞等地建立了 3 个现代化生产基地，是一家主要从事原料药、营养品、香精香料和高分子复合新材料的生产和销售的国家级高新技术企业。主导产品 VE、VA、虾青素、覆盆子酮、芳樟醇的产销量和出口量占世界前列。

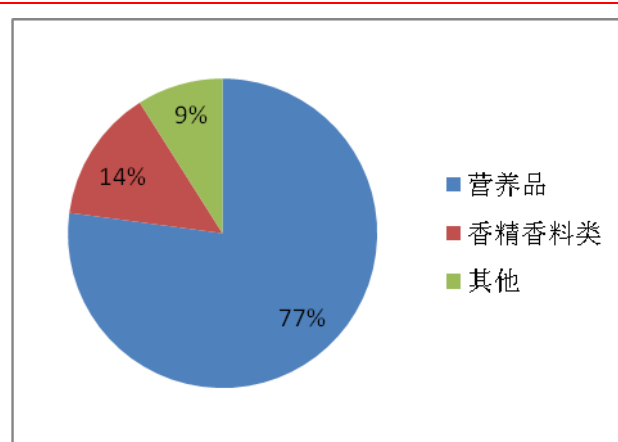
新和成成立以来，维生素营养品业务从小做到大，不断提升产品质量，拓宽产品种类，依靠深厚的技术积累，新和成在 VE、VA 领域确立了寡头地位。公司于 2009 年开始开拓新的业务，开发香精香料，目前公司仍只有香料产品，未来公司计划向下游拓展，将香料加工成香精，以提升产品的附加值，提升毛利率。2013 年进入新材料领域。

图 1 公司收入结构 (2014)



数据来源：wind 上海证券研究所

图 2 公司毛利结构 (2014)



数据来源：wind 上海证券研究所

表 1 股东结构

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
新和成控股集团有限公司	613,678,257	56.3600
BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	16,057,174	1.4700
汇添富基金-中国银行-浙江新和成股份有限公司	15,102,198	1.3900
全国社保基金四一七组合	11,445,324	1.0500
不列颠哥伦比亚省投资管	9,791,923	0.9000

理公司-自有资金		
中国建设银行股份有限公司-鹏华医疗保健股票型证券投资基金	7,999,783	0.7300
瑞典第二国家养老基金-自有资金	7,612,769	0.7000
香港金融管理局-自有资金	7,599,866	0.7000
中央汇金投资有限责任公司	7,459,400	0.6900
中国农业银行股份有限公司-鹏华医药科技股票型证券投资基金	6,499,855	0.6000
合 计	703,246,549	64.59

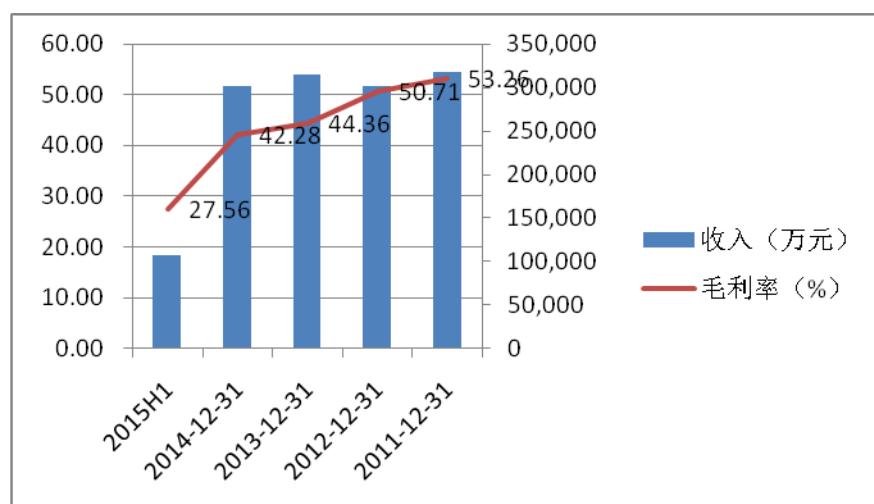
数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 二、公司分析

### 2.1 公司主营业务分析

#### 2.1.1 营养品业务：VA 价格暴涨，VD3 再次涨价，VE 价格低位向上

目前公司的主要收入和利润来源是营养品，公司的营养品业务主要有 VE、VA、VD3、VH、辅酶 Q10、虾青素等，其中 VE 产能最大，收入占比最高。

**图 3 公司营养品收入及毛利率情况**


数据来源：公司公告 上海证券研究所

**表 2 公司营养品类主要产能**

产能 (吨)	2015
VE	12000
VA (含量 50 万 IU/g)	6300
VD3	1500

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### VE：VE 业务目前处于底部区域，未来将缓慢改善

国内维生素E生产企业主要有浙江医药、新和成和北大医药，另外，吉林北沙和天新药业也有生产出口，总产量约4万吨，占全球市场份额的45%；国外主要供应商为帝斯曼和巴斯夫，占全球市场份额的55%。2015年1-7月，浙江新和成出口总量约13541吨，约占出口总量的39.63%，排名第一；第二是浙江医药，出口量约10901吨，约占出口总量的31.90%；另外，西南合成北大医药，出口量约2535吨，约占出口总量的7.42%；吉林北沙出口量约2375吨，约占出口总量的6.95%。以上主要生产企业的出口产品均以50%的饲料粉为主。

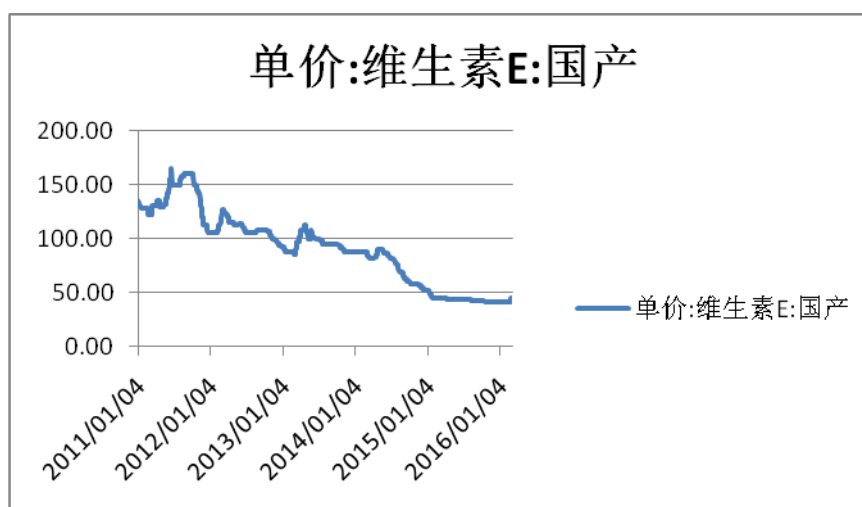
**表 3 维生素E全球供需情况 (单位：吨)**

E 油 (吨)	产能	2013 年产量	2014 年产量	2015 年产量估计
帝斯曼	25000	18000	18000	17500
巴斯夫	20000	16000	16000	15000
浙江医药	30000	11800	13000	13500

新和成	18000	11500	12000	13000
吉林北沙	10000	1300	3000	5000
西南合成	4000	3500	3500	1600
总计	107000	62100	65500	65600
全球需求		61000	63000	64500
中国需求		9500	9500	9600

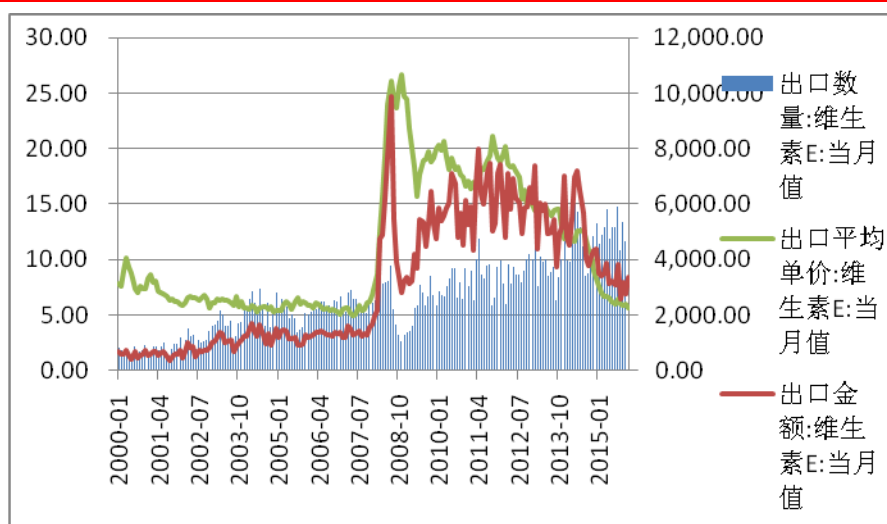
数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

图 4 VE 价格走势



数据来源：wind 上海证券研究所

图 5 我国 VE 出口情况



数据来源：wind 上海证券研究所

维生素E生产反应步骤多、工艺路线长，技术壁垒较高。其合成需要两个中间体，异植物醇（支链）和三甲基氢醌（主环）。从技术路线上来看，异植物醇的生产技术由巴斯夫发明，国内浙江医药、

新和成和北大医药先后通过自主研发掌握了该项技术，并且在质量和成本上获得了一定的竞争优势，目前工艺技术非常成熟且突破的可能性有限，关键是生产管理和清洁生产控制。关键中间体之一的三甲基氢醌的生产技术正迎来突破，是近年 VE 产业的一大技术进步，这一技术路线改变将对 VE 的行业竞争格局产生重大影响。关键中间体三甲基氢醌生产工艺的突破，维生素 E 行业的寡头垄断格局已被打破，行业内的企业分化为三股竞争力量，国外龙头巴斯夫、帝斯曼，国内龙头新和成、浙江医药，以及能特和“他的小伙伴们”（依托能特的低成本中间体新进入维生素 E 行业的企业）。

近几年来，维生素 E 的主要中间体间甲酚主要依赖进口，2013 年以前，进口数量基本稳定，进口价格也比较坚挺，2014 年开始价格开始下降，2015 年前 7 个月的进口价格只有 3.7\$/kg。这主要由于能特科技突破维生素 E 关键中间体三甲基氢醌的生产工艺。一方面，对于维生素 E 行业内的现有企业，可以通过向其供应三甲基苯酚或三甲基氢醌，使企业摆脱对进口间甲酚的依赖，同时生产成本也会有所下降；另一方面，也是最重要的，以前那些觊觎维生素 E 行业高利润率却苦于没有关键中间体工艺和供应的潜在进入者，通过直接采购能特科技的中间体，其进入的技术和投资门槛大大降低，打破行业多年来的寡头垄断格局。

目前新进入或有意进入的企业，计划产能约 7 万吨，几乎是现有产能的一倍。

图 6 甲酚进口数量及价格变化

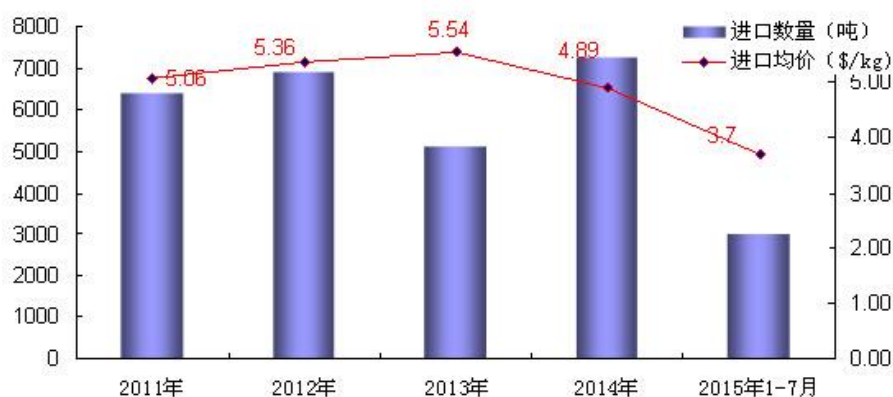


图 4 2011~2015 年 7 月间甲酚进口情况

数据来源：健康网 上海证券研究所

鉴于目前维生素 E 50% 的需求增长率，在近几年对供应并无新增要求。目前已有的 6 家维生素 E 生产商中，其中 3 家具有很强的成本优势。而这 3 家中有两家已公开表示，他们不打算放弃市场份额。这意味着，他们将积极与来自中国的任何新增产能进行竞争。



这表明，如果有小型生产企业扩产或新进入者进入市场，维生素 E 50% 饲料粉的价格将被打到 5.20 美元/公斤。汇率的变化可能对维生素 E 50% 饲料粉的市场价格产生直接影响。特别是，人民币贬值将促进中国生产的成本竞争力优于西方生产商。

大部分中间体成本已大幅度下降。未来进一步下跌的空间可能是有限的，受新环保法的影响，可能使某些原材料有一定的上涨空间。

对于设施设备已齐全的新进入者来说，想要商业化生产充满挑战。他们的维生素 E 项目是几年前验证的，而市场已发生了显著改变。全球产量的进一步增加可能导致合同价格下降到 5.2 美元以下，在这个价格水平，他们将蒙受损失，面对一个非常具有挑战性的环境。

从价格走势来看，从 2014 年下半年开始，维生素 E 价格就开始走低，进入 2015 年更是一路下滑，现在其市场价格已经逼近成本线，主要原因是生产门槛降低，大量行业新进入者涌入，使维生素 E 产品价格持续下跌。进入夏季以来，主要厂家停产检修，8 月底 DSM 全球提高维生素 E 价格上涨 10%，包括所有规格像饲料级，食品级，医药级等等。随后浙江新和成停报维生素 E 价格，跟进提高维生素 E 价格。尽管如此，价格提升有限。目前上游原料价格平稳，下游维生素 E 市场成交量增加，维生素 E 经销商开始增加采购量，下游用户反应较慢。

目前看来，维生素 E 价格已到最低，大厂联合调整维 E 价格。同时夏季高温即将度过，贸易商加大采购量，导致维生素 E 市场需求增加，预计短期内维生素 E 价格在调整后将会稳中小幅上升为主，但上升空间有限。

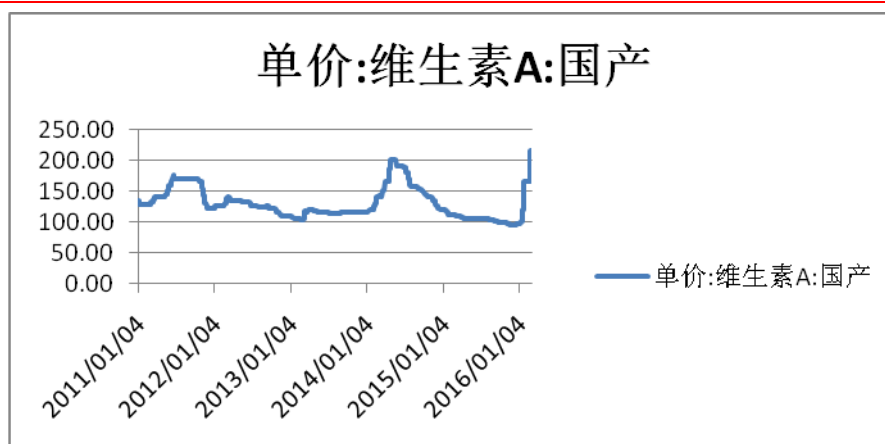
VE 曾经是公司的现金奶牛，在 VE 价格较高的 2010、2011 年，VE 为公司带来近 20 亿元的销售收入。鉴于上述对 VE 的分析我们认为 VE 价格大幅上涨的空间不大，因此公司的 VE 在没有新增产能的基础上，基本保持稳定。

### VA：价格暴涨

本轮 VA 上涨的导火线是 DSM 于 2015 年 12 月停产检修，复产时间预计在今年 2 月份，国际寡头的停产导致了维生素 A 的供应短缺，欧洲市场维生素 A 价格暴涨，由于我国企业暂不具备维生素 A 的定价权，国内维生素 A 价格跟涨。2015 年 1 月 20 日，国内 VA 龙头新和成领先上调 VA 报价，价格由不到 100 元/kg 上涨至 180 元/kg，涨幅达 80%。我国维生素 A 的价格正式进入新一轮的上涨周期中，截止到 3 月 2 日，维生素 A 的价格已经达到 215 元/kg，价格超出前几年的高点。

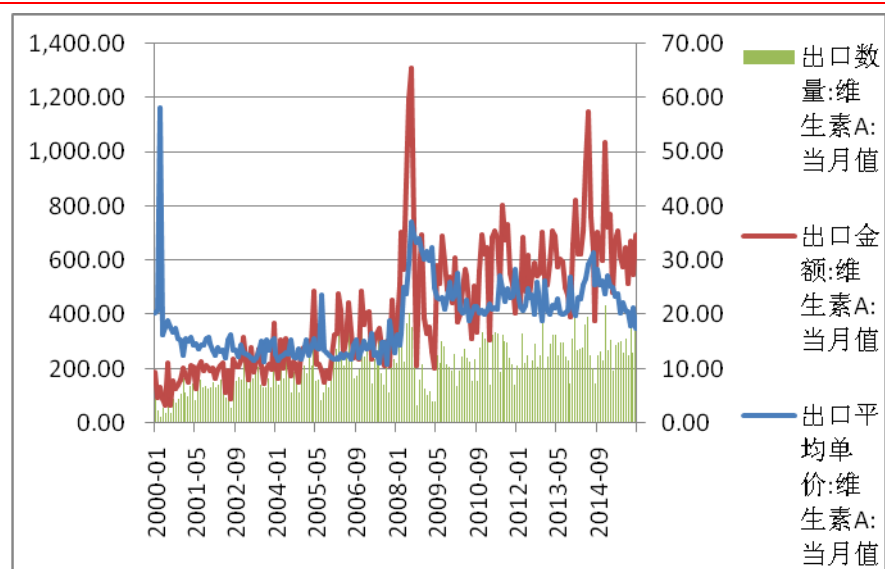


图 7 VA 价格走势



数据来源: wind 上海证券研究所

图 8 VA 出口情况



数据来源: wind 上海证券研究所

全球 VA 供需基本平衡。由于 VA 的技术壁垒难度很高，过去 10 年行业没有新的进入者，目前全球 VA 产能约为 30000 吨，需求约为 25000 吨，产能略微过量，国外产能主要集中在帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成几家公司上，分别具备约 8000 吨、6000 吨和 5000 吨产能，国内则主要有新和成，浙江医药和金达威 3 家公司生产维生素 A，分别有 6300、2700、1500 吨的产能。

表 4 维生素 A 全球供需情况 (单位: 吨)

VA (50 万 IU)	2013 年产量	2014 年产量	2015 年产量预估
帝斯曼	6800	6800	6800
巴斯夫	5500	5500	5500
新和成	5100	5000	5100
安迪苏	3800	4000	4000
金达威	2000	2200	2300
浙江医药	1500	1300	1400
合计	24700	24800	25100
全球需求	24000	24500	24700
中国需求	5400	5350	5300

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

VA 过去 2 年价格长期处于下降通道, 下游和经销商不断去库存, 目前的库存水平处于低位。此前价格已经处于亏损边缘, 行业内各个环节的利益相关者均有涨价的意愿。再加上受环保政策影响, 国内企业面临环保压力, 产能得不到完全释放; 原有产能的受限使得供需关系进一步失衡。

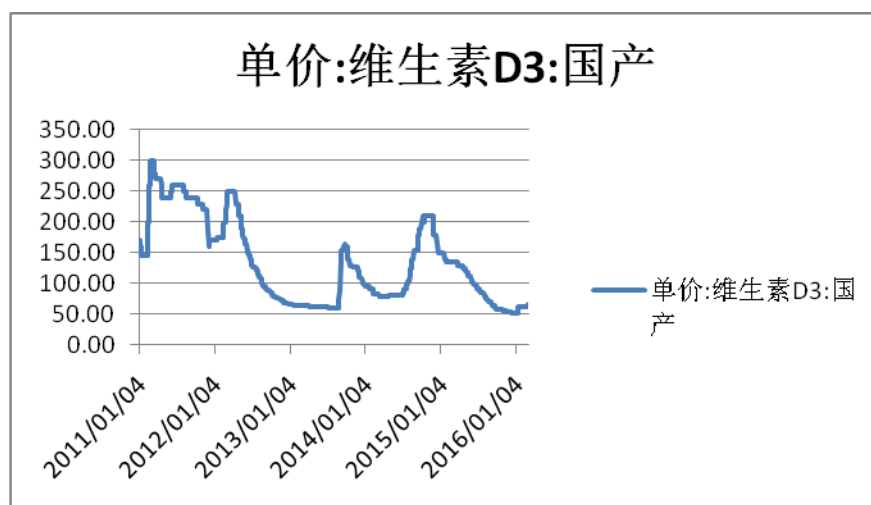
帝斯曼预计将于今年 2 月复产, 产能恢复后价格可能较快回到原有水平。巴斯夫在 2015 年决定扩产 VA 产能 25%, 未来其 VA 产能将进一步扩充, 全球总体产能过剩情况将进一步加剧, 需关注海外定价权进一步提升的风险。

### VD3: 价格再次上涨

VD3 自身的进入和退出门槛较低, 基本 2-3 年一个周期, 核心竞争力掌握在中间体企业手中。历次提价均为企业主动或被动供给收缩所引起。目前, 维生素 D3 的价格已经下降到近年低点, 除了花园生物外, 其他生产厂家基本亏损。2 月 4 日, 印度 Fermenta 公司宣布自 3 月 1 日起提高 VD3 产品价格 20%, 海外寡头的价格上涨给 VD3 未来的价格走向带来了新的变数, 或将会成为 VD3 上涨的契机。

就维生素 D3 而言, 中国目前占据了饲料级维生素 D3 产品的全球主要生产份额。全国饲料级 VD3 产能共 10000 吨左右, 其中花园生物产能 5000 吨, 占比 50%。其他主要产能包括浙江海盛制药(仙琚制药控股子公司)的产能 1800 吨, 新和成的产能 1500 吨, 以及金达威的产能 1500 吨, 其他还有若干企业具有数百吨小产能。目前食品医药级维生素 D3 产能仍主要被国外企业占据, 但花园生物、金达威国内等企业也已经通过技术研发、并购等方式拥有了一定量的产能。

图 9 VD3 价格走势



数据来源: wind 上海证券研究所

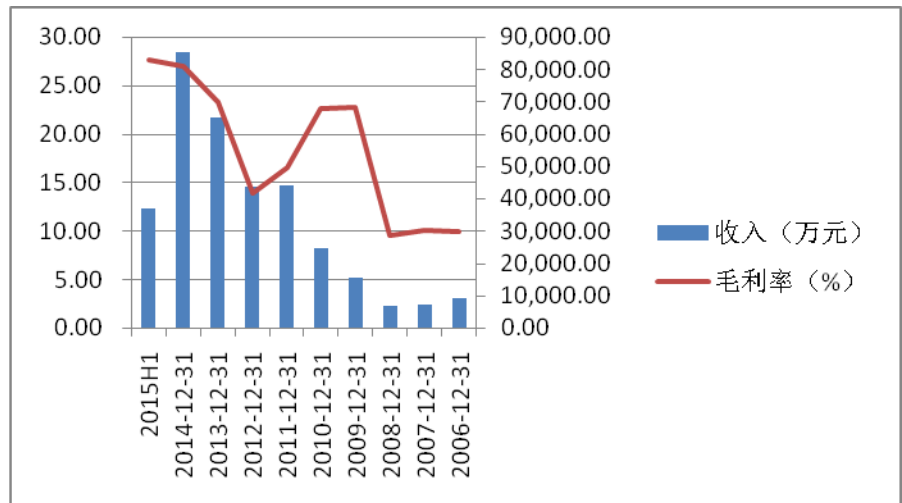
表 5 维生素 D3 全球供需情况 (单位: 吨)

D3 (折 50 万 IU), 吨	2013 年产量	2014 年产量	2015 年产量估计
花园高科	2400	1800	2200
新和成	600	650	700
台州海盛	400	800	600
金达威	650	600	550
浙江医药	30	250	250
东营天润	70	200	30
其它	70	100	50
汇总	4220	4400	4380
全球需求	5300	5500	5500
中国需求	1300	1300	1300

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

## 2.1.2 香精香料业务：稳定发展

图 10 香精香料业务发展情况



数据来源：wind 上海证券研究所

香精香料业务是公司的第二大产业,2014 年度实现销售收入 8.9 元,占公司整体销售收入的 21%。芳樟醇是 2011 年和 2012 年公司香精香料业务创收的主要品种。新产品的低产量导致了较高的固定费用,加之 2011 年起芳樟醇价格处于缓慢下滑,公司香精香料业务盈利能力较差,对公司的利润几乎没有贡献。2013 年起,公司的新产品市场开拓出现了较大起色,6000 吨/年异戊醇,3000 吨/年二氢茉莉酮酸甲酯,900 吨/年叶醇及 600 吨/年盘子酮等项目的开工率均有提升,公司香精香料业务的收入和毛利率出现了明显上行。预计 2015 年公司的香精香料业务销售额同比增长 10% 以上,由于 2015 年价格下降,因此主要是销售量带来的增长。未来公司的香精香料业务将持续增长,增速 30% 以。

目前,世界上香料品种约有 7,000 种,数量众多,其中合成香料约 6,000 多种,天然香料(国际市场有名录的)约 500 种。基本情况如下:

表 6 香料情况介绍

分类	特点	全球年均用量	数量	品种举例
合成香料	大宗常用	5,000 吨以上	100 多种	芳樟醇、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等
	一般常用	500—5,000 吨	300 多种	麝香 T、丁位十二内酯、乙偶姻、薄荷酰胺等
	次常用	20—500 吨	1,000 多种	草莓酸、丙位己内酯、硫塞唑等

不常用或 非普遍使 用	几十公斤至几吨	5,000 多 种	茶香酮、茶螺烷、糖内酯、 1-辛烯-3-醇、2,4-癸 二烯醛等
天然香料	—	约 500 种	玫瑰油、茉莉浸膏、香荚 兰酊、白兰香脂等

数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

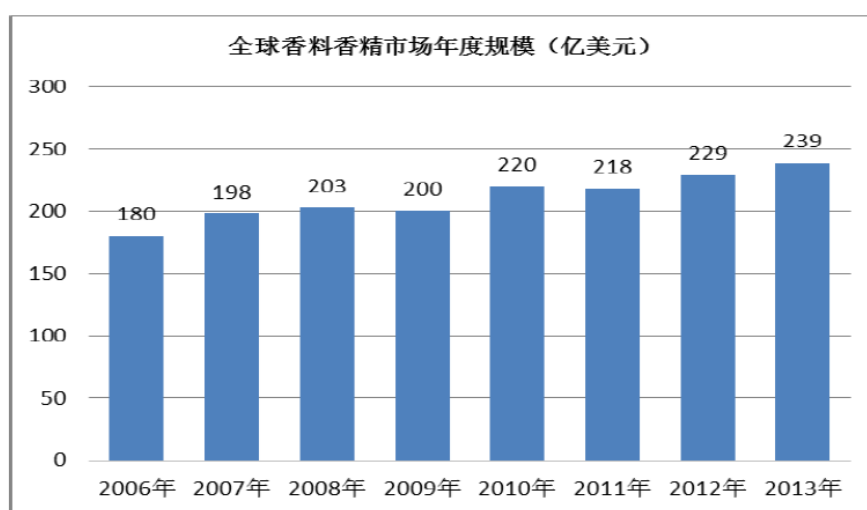
目前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，并以香精为龙头产品带动天然香料和合成香料的发展。在全球香料香精市场规模中，香料约占 1/3，香精约占 2/3（其中食用香精和日化香精约各占 50%）。同时，通过控制关键香料的品种、技术来保持其领先地位并获得垄断利润，已成为国际香料香精大公司的普遍做法。

从全球前十大香料香精公司的销售数据看，其 2013 年总销售额占全球总销售额的 79.8%，尤其是奇华顿、芬美意、IFF 和德之馨四家公司，近年来其合计市场份额均保持在 50% 以上。全球香料香精市场呈现高度垄断态势并且短期很难改变。

在发展中国家和地区中，中国系少数能在香料香精生产上与发达国家相抗衡的国家之一，全球主要香料香精公司均已来华投资建厂，有的公司在中国多处建厂，这在一定程度上推动了中国香料香精行业的快速发展。以合成香料市场为例，我国部分大宗合成香料产品已在国际市场上占有重要地位，香兰素和乙基香兰素的出口量已占全球供应量的 50% 以上，麦芽酚和乙基麦芽酚也已占据大部分国际市场，合成樟脑、洋茉莉醛、复盆子酮、苯乙醇、香豆素、合成檀香等香料品种的出口比例也很大。

一般来说，生活品质越高，人们对香料香精的消费量越大。全球香料香精 1990 年的销售额为 78 亿美元，2000 年为 129 亿美元，2005 年达到 160 亿美元，2013 年进一步增长到 239 亿美元，年复合增长率超过 5%。国际著名市场研究机构 Freedonia 的最新研究报告显示，受食品和饮料加工业需求增长以及发展中国家消费支出增加等因素刺激，未来全球香料香精市场将以年均 4.4% 的速度增长，到 2016 年市场总额将达 265 亿美元。其中，北美地区占 30%，亚太地区占 30%，西欧地区占 24%，其他地区占 16%；，食品和饮料用香料香精仍将占据全球香料香精市场最大份额。据 Freedonia 预测，未来几年全球香料香精市场需求增速最快的是发展中国家和地区，其中，亚太地区香料香精市场将以年均 5.3% 的速度增长，到 2016 年底市场总额预计为 79.5 亿美元，成为全球第二大香料香精市场。

图 11 全球香精香料市场规模



数据来源: Leffingwell &amp; Associates

数据来源: 上市公司公告 上海证券研究所

### 2.1.3 新材料: 新增长引擎

新和成从 2008 年开始关注 PPS, 通过与浙大的合作开发了 PPS 合成技术, 2012 年成立了特种材料公司, 2013 年开工建设了 PPS 产业化的项目, 报了国家项目 3 万吨 PPS, 2 万吨复合材料。通过小试、中试、产业化这个过程, 一期 5000 吨/年项目已经投产, 目前基本达到设计产能。

未来公司将启动二期 25000 吨 PPS 项目, 建设期 1 年。按照 PPS 出厂价 6 万元/吨, 未来 30000 吨项目可贡献收入 18 亿元, 预计毛利率在 40% 左右。从公告数据可以看出, 公司的 PPS 业务在 2015 年上半年已经取得 5600 多万的收入, 另外, 公司还在建设 6000 吨 PPS 改性项目, 希望能将产业链向下游延伸。

2015 年 5 月 21 日, 公司与帝斯曼 (DSM) 的合作, 建立合资公司。新和成 PPS 的聚合技术与荷兰皇家帝斯曼在应用开发与材料科学领域积累的丰富专业知识以及全球化的客户资源的结合, 将有助于快速开拓 PPS 复合物的市场并有效开发的 PPS 复合物广泛的用途。

表 7 子公司情况介绍

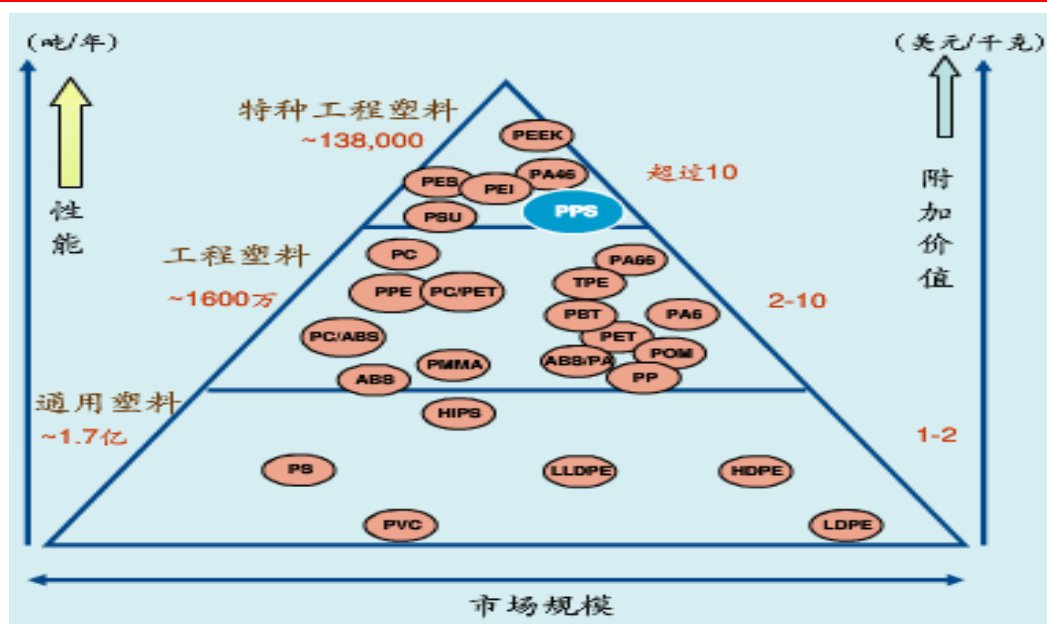
	2015H			2014 年报		2013	
	营业收入	营业利润	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
浙江新和成特种材料有限公司	56,237,512.50	-11,646,589.23	-9,656,966.74	2,395.76	-1,946.71	7.97	-1,277.37

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

2016 年 3 月 4 日

聚苯硫醚(PPS)是特种工程塑料第1大品种,被誉为继聚碳酸酯、聚酯、聚甲醛、尼龙、聚苯醚之后的“世界第6大工程塑料”,也是8大宇航材料之一。PPS因具有耐高温、耐辐射、耐腐蚀、耐磨、阻燃、高模量、高尺寸稳定性、电性能优良、成型加工性能好等特点,广泛应用于环保、汽车、电子、石化、制药等行业。

图 12 塑料产业情况



数据来源: 四川得阳 上海证券研究所

截至2012年底,全球聚苯硫醚的产能为13.55万吨/年,到2015年底,全球聚苯硫醚将新增5万吨/年产能(包括日本东丽5000吨/年,韩国sk1.2万吨/年,旭光高新材料2.5万吨/年,伊藤高科3000吨/年以及新和成5000吨/年),产能增速为36.9%。据SRI预测,2012-2015年全球聚苯硫醚的年均需求增速约为10%,到2015年累计需求增速为35.4%,与产能增速基本一致,聚苯硫醚未来面临的供应压力较小。

聚苯硫醚生产的技术门槛较高,国内市场目前PPS产品消费量以每年15%的速度增长,而市场的有效产能仅能满足需求的47%,其余均需依赖进口满足所需。



图 13 全球 PPS 需求及发展

全球 P P S 需求及发展（折纯树脂，千吨）									
地区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10-15年均增速
美国	10.1	7.0	9.0	9.2	9.5	10.1	12.1	12.6	7%
欧洲	6.5	5.5	7.5	7.8	8.2	8.6	8.9	9.3	4.5%
日本	13.8	12.3	12.3	11.0	11.9	12.8	13.9	15.0	4.0%
中国	29.4	33.4	41.2	50.7	59.7	70.9	92.5	103.9	20.3%
其他	2.0	1.0	1.0	1.04	1.08	1.12	1.17	1.22	4.0%
总计	61.8	60.19	71.0	79.7	90.4	103.5	128.6	142.0	14.9%

数据来源：四川得阳 上海证券研究所

图 14 中国 PPS 需求与发展

中国 P P S 需求及发展（折纯树脂，千吨）				
行业	2007	2008	2009	2010
电工电子	6.45	6.63	7.29	8.02
汽车	2.65	7.36	8.46	9.73
机械化工	1.35	2.75	3.08	3.45
过滤袋	3.5	10.5	11.28	13.33
航空航天	2.75	1.59	2.42	3.55
涂料	0.5	0.58	1.86	2.79
新产品	0	0	0	0.34
总计	17.2	29.4	34.4	41.2

数据来源：四川得阳 上海证券研究所

表 7 我国聚苯硫醚产能分布

公司名称	产能（吨/年）
旭光高新材料集团	30000
张家港市新盛新材料有限公司	5000
昊华西南化工有限责任公司	3000
成都乐天塑料有限公司	1000
伊藤高科	3000
新和成	5000
合计	47000

数据来源：四川得阳 上海证券研究所

### 2.1.3 蛋氨酸：协同发展，未来新增长点

蛋氨酸项目是公司未来 2-3 年重点项目之一，总规划 10 万吨，一期建设 5 万吨。预计总投资规模在 20 亿元左右。公司在山东规划了 2000 亩土地，2016 年 6 月一期 5 万吨蛋氨酸能够建成。公司对蛋氨酸生产工艺经过了长期研究，认为公司所掌握的工艺具备一定的成本和技术优势，公司在 VE 等项目上的精细化工合成技术、市场销售渠道可应用到蛋氨酸项目中，虽然面临激烈的市场竞争，但新和成依然决定投资蛋氨酸项目。

蛋氨酸最大消费市场是禽饲料，其消费量占蛋氨酸消费总量的 90% 以上。蛋氨酸是动物“必需氨基酸”之一，同时也是家禽生产第一“限制性氨基酸”。家禽无法自然合成蛋氨酸，必须通过采食摄取。在饲料中添加蛋氨酸，可以按照动物生理对氨基酸需求，均衡饲料配给，进而减少饲料成本，具有较高经济价值。全球饲料对蛋氨酸市场需求量较大，其中欧洲、日本和韩国市场趋于饱和，而东欧、亚洲（日本除外）和南美市场正在发展，中国由于生活水平提高，对肉类的需求增加，因此，中国将是世界各大生产商的主攻市场之一。根据安迪苏集团管理层预测，全球蛋氨酸市场需求增速预计为年增长率 6%。

在全球蛋氨酸市场，长期以来全球的生产由美、日、法、德等少数几家公司控制，全球前四大蛋氨酸生产商总产能超过全球蛋氨酸产能 90%。

由于全球蛋氨酸各生产商会根据市场供需情况安排生产计划，考虑到部分厂商将新增产能，2015 年预计供给过剩（超过需求）将达到 28%。

表 8 预测的全球蛋氨酸设计产能情况 单位：万吨/年

名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
EVONIK	50.5	58	58	58	58
安迪苏集团	34.7	36.3	37.7	41.3	41.3
NOVUS	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1
SUMITOMO	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
新和成				5	5
CJ	3	6	8	8	8
VOLZHSKY	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
合计	131.3	143.4	146.8	155.4	155.4

数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

表 9 预测的全球蛋氨酸供需情况 单位: 万吨/年

单位: 万吨/年					
项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
需求	102.3	108.4	114.9	121.8	129.2
供给	121.8	138.9	147.3	155.9	160.9
平衡 (供给-需求)	19.5	30.5	32.4	34.1	31.7
过剩供给与需求的比例	19%	28%	28%	28%	25%

数据来源: 上市公司公告 上海证券研究所

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司的毛利率水平和净利润水平都略高于行业平均水平, 鉴于维生素产业的涨价预期, 预计 2016 年公司的毛利率和净利率水平将有一定提升。

表 10 毛利率比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	40.05	39.91	28.10	22.79
002626.SZ	金达威	38.46	42.43	35.36	35.57
600216	浙江医药	16.42	21.50	25.32	31.26
300401	花园生物	45.63	58.10	45.13	72.22
002562.SZ	兄弟科技	22.15	18.72	15.90	13.81
	平均	32.54	36.13	29.96	35.13
002001.SZ	新和成	26.67	39.98	37.99	43.68

数据来源: wind 上海证券研究所

表 11 净利率比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	16.13	14.12	3.67	1.76
002626.SZ	金达威	13.75	23.17	15.21	15.04
600216	浙江医药	5.52	3.55	9.18	16.17
300401	花园生物	9.07	23.39	19.76	37.16
002562.SZ	兄弟科技	8.77	4.86	1.14	(7.44)
	平均	10.65	13.82	9.79	12.54
002001.SZ	新和成	10.06	19.40	20.82	23.41

数据来源: wind 上海证券研究所

表 12 ROE 比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	10.51	9.35	5.04	2.98
002626.SZ	金达威	7.68	13.68	7.75	8.01
600216	浙江医药	2.88	2.60	7.00	13.72
300401	花园生物	1.30	5.26	6.62	16.34
002562.SZ	兄弟科技	5.61	4.85	2.35	(7.40)
	平均	5.60	7.15	5.75	6.73
002001.SZ	新和成	4.11	11.52	13.43	14.05

数据来源: wind 上海证券研究所

由于维生素产业近两年的不景气, 公司的收入和利润都呈负增长态势, 预计 2016 年维生素景气度回升, 这一状况将有所改善。

表 13 收入增速比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	71.71	45.48	8.36	29.95
002626.SZ	金达威	40.47	25.08	(0.86)	16.96
600216	浙江医药	-8.83	-2.04	(6.29)	9.08
300401	花园生物	-6.59	-13.83	(18.41)	(29.59)
002562.SZ	兄弟科技	7.75	2.13	1.19	24.86
	平均	20.90	11.36	(3.20)	10.25
002001.SZ	新和成	-6.56	-1.73	16.69	(4.54)

数据来源: wind 上海证券研究所

表 14 净利润增速比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	116.09	104.24	145.63	77.32
002626.SZ	金达威	-27.83	85.97	(1.56)	(26.64)
600216	浙江医药	-105.29	-52.20	(47.29)	(15.76)
300401	花园生物	-82.71	2.56	(60.17)	(48.06)
002562.SZ	兄弟科技	67.50	11.40	43.42	(57.40)
	平均	(6.45)	30.39	16.01	(14.11)
002001.SZ	新和成	-64.15	-8.52	(4.43)	(20.90)

数据来源: wind 上海证券研究所

从运营指标来看, 公司的运营资本周转速度较慢, 低于行业平均水平。

表 15 应收账款周转率比较

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
002019.SZ	亿帆鑫富	4.26	5.63	4.30	5.09
002626.SZ	金达威	4.48	7.48	6.94	7.20
600216	浙江医药	3.53	5.50	5.34	5.93

300401	花园生物	4.90	5.07	6.35	7.53
002562.SZ	兄弟科技	4.55	6.68	6.71	6.62
	平均	4.35	6.07	5.93	6.47
002001.SZ	新和成	3.57	4.93	5.40	5.38

数据来源: wind 上海证券研究所

表 16 存货周转率比较

代码	名称	2015-9-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
002019.SZ	亿帆鑫富	3.52	4.70	3.33	3.04
002626.SZ	金达威	2.17	4.07	3.77	3.18
600216	浙江医药	3.35	4.86	4.86	4.96
300401	花园生物	0.28	0.37	0.61	0.45
002562.SZ	兄弟科技	3.52	4.75	4.23	3.13
	平均	2.57	3.75	3.36	2.95
002001.SZ	新和成	1.70	2.10	2.21	1.81

数据来源: wind 上海证券研究所

### 3.2 分业务收入和毛利预测

我们预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 38、51、56 亿元，同比增长-7.8%、32.9%、10.26%；2015-2016 年的归属净利润分别为 4.0、9.2、10.75 亿元，分别同比增长-50.21%、129%、16.63%。对应每股收益分别为 0.37/0.85/0.98 元。

盈利关键假设如下：

2016 年维生素产品价格有不同程度提升

公司香料香精业务平稳增长

公司 PPS 按照规划产能增长

蛋氨酸按照产能扩张规划发展

## 四、风险因素

产品价格波动

公司主要产品价格尤其是维生素类产品价格波动幅度较大，因此对收入和盈利的印象较大

新材料及蛋氨酸项目不达预期

## 五、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3631.42	4237.64	4164.21	3839.40	5102.65	5626.19
减：营业成本	-4.54%	16.69%	-1.73%	-7.80%	32.90%	10.26%
营业税金及附加	850.17	882.12	808.04	402.33	921.80	1075.11
营业费用	-26.99%	3.76%	-8.40%	-50.21%	129.12%	16.63%
管理费用	0.781	0.810	0.742	0.369	0.847	0.987
财务费用	0.400	0.333	0.333	0.169	0.387	0.452
资产减值损失	0.910	1.254	1.036	0.746	0.556	1.882
加：投资收益	43.68%	37.99%	39.98%	27.00%	35.43%	36.57%
公允价值变动损益	23.41%	20.82%	19.40%	10.48%	18.07%	19.11%
其他经营损益	14.05%	13.43%	11.52%	5.56%	11.92%	12.93%
<b>营业利润</b>	<b>27.57%</b>	<b>20.11%</b>	<b>17.87%</b>	<b>6.98%</b>	<b>16.35%</b>	<b>16.62%</b>
加：其他非经营损益	26.49	25.53	27.87	55.97	24.43	20.95
<b>利润总额</b>	<b>3.72</b>	<b>3.43</b>	<b>3.21</b>	<b>3.11</b>	<b>2.91</b>	<b>2.71</b>
减：所得税	0.019	0.016	0.016	0.008	0.019	0.022
<b>净利润</b>	<b>3631.42</b>	<b>4237.64</b>	<b>4164.21</b>	<b>3839.40</b>	<b>5102.65</b>	<b>5626.19</b>
减：少数股东损益	-4.54%	16.69%	-1.73%	-7.80%	32.90%	10.26%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>850.17</b>	<b>882.12</b>	<b>808.04</b>	<b>402.33</b>	<b>921.80</b>	<b>1075.11</b>

数据来源：wind 上海证券

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。