

受益维生素持续景气，B5 将投产享受高盈利

研究简报

◆ **VB1 价格强势，提供业绩安全垫：**受益行业寡头竞争格局、下游需求稳增长，2014 年来 VB1 价格持续上涨，2014-2016 年均价分别 150、200、320 元/公斤，而今年因环保督查最新涨至 550 元/公斤。基于竞争和供需格局较好、下游对其价格不敏感，我们判断 B1 价格维持强势。公司 B1 有效产能约 2500 吨，年产销约 1500 吨，B1 涨价 50 元/公斤，年化净利增厚约 0.54 亿，折合 EPS 增厚 0.10 元(按当前股本)。

◆ **VK3 受益于环保趋严及联产物滞销：**K3 报价从去年下半年 48 元/公斤快速上涨至现在 165 元/公斤，受以下因素共振影响：1) 环保趋严对 K3 生产监管力度加大；2) K3 经过低迷周期后行业得到整合；3) 联产的铬鞣剂下游皮革近年来因环保冲击需求受限，压制 K3 厂家开工意愿。我们判断以上因素中短期不会出现大的改变，K3 价格将维持坚挺。公司维生素 K3 和联产的铬鞣剂产能分别为 3000 吨(产销量约 2500 吨/年)和 5 万吨，假设 K3 销量按 2500 吨测算，K3 每涨价 50 元/公斤，年化净利增厚约 0.84 亿，折合 EPS 增厚 0.15 元(按当前股本)。

◆ **VB3 (烟酰胺) 因原料三氯吡啶供应受限，价格中枢也有上移：**由于近年来百草枯被禁使得 3-氯基吡啶(B3 的原料)供应紧张价格上涨，推动 B3 价格从去年 40 元/公斤上涨至目前 82 元/公斤。公司现有 B3 产能 5000 吨，另有 1.3 万吨 B3 和配套 2 万吨 3-氯基吡啶调试基本结束会逐步放量，满产后原料全部自给。假设公司 2017 年 B3 年产销量按 5000 吨测算，B3 每涨价 10 元/公斤，年化净利增厚约 0.36 亿，折合 EPS 增厚 0.07 元(按当前股本)。

◆ **VB5 四季度将投产，盈利想象空间巨大：**因环保督查山东新发和山东华辰开工受限(产能合占全球近 40%)，维生素 B5 价格从今年 6 月 230 元/公斤涨至现在 760 元/公斤，目前供应紧张价格强势。公司定增项目 5000 吨 B5 调试基本结束预计四季度投产，产能会有逐步释放的过程，价格仍将保持在盈利可观的位置。假设 B5 价格中枢 500 元/公斤，每 1000 吨产销对应净利为 2.4 亿，盈利空间巨大。

◆ **维持“推荐”评级：**考虑到维生素价格整体强势，同时定增项目贡献业绩增量、B5 盈利想象空间巨大。我们预计公司 2017-2018 年净利分别为 4 亿、7 亿，当前市值对应 PE 为 22 倍、14 倍，维持对公司的“推荐”评级。

◆ **风险提示：**维生素行业竞争恶化、产品价格下跌

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	905	1,063	1,646	2,451	2,789
增长率(%)	13.0	17.5	54.8	48.9	13.8
净利润(百万元)	82.2	168	441	672	799
增长率(%)	105.4	103.9	163.3	52.2	18.8
毛利率(%)	25.6	38.1	49.5	50.1	51.7
净利率(%)	9.1	15.8	26.8	27.4	28.6
ROE(%)	6.0	10.8	22.3	25.6	23.5
EPS(摊薄/元)	0.15	0.31	0.82	1.24	1.48
P/E(倍)	117.50	57.6	21.9	14.4	12.1
P/B(倍)	5.78	5.5	4.5	3.5	2.7

资料来源：新时代证券研究所

推荐(首次评级)

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.09.07

收盘价(元)：	17.85
总股本(亿股)：	5.41
总市值(亿元)：	96.64
近 3 月换手率：	297.82%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.98	26.33	11.65
绝对	8.81	36.54	26.81

相关研报

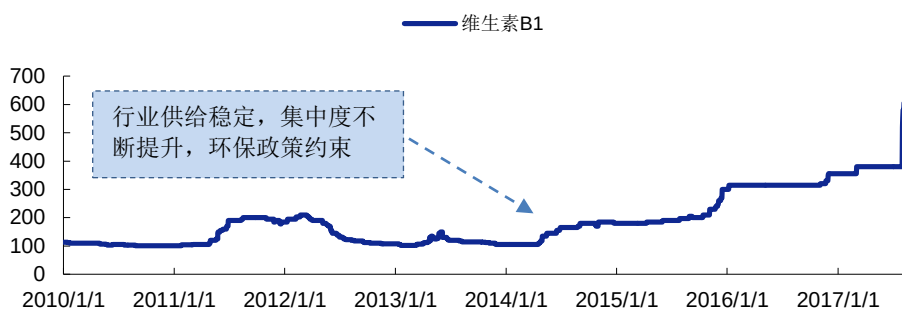
目 录

1、 VB1 维持强势，提供业绩安全垫.....	3
2、 VK3 受益于环保趋严及联产物滞销.....	3
3、 VB3 因原料三氟基吡啶供应受限，价格中枢也有上移.....	4
4、 VB5 四季度将投产，盈利想象空间巨大.....	5
5、 公司推荐评级.....	6
6、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

1、VB1 维持强势，提供业绩安全垫

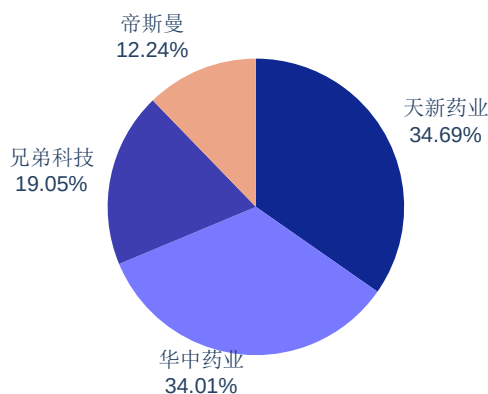
得益于行业寡头（江西天新、兄弟科技、湖北华中、帝斯曼）竞争格局较好（寡头从 2012 年和 2013 年的抢市占率导向转变为 2014 年以来的盈利最大化导向）、环保和客户壁垒等因素使行业进入壁垒高、下游需求稳增长，2014 年 4 月以来维生素 B1 价格持续上涨，2014-2016 年全年市场平均报价分别约为 150、200、320 元/公斤，今年来因环保督查市场主流报价至 550 元/公斤，目前已有厂家报价至 380 元/公斤。基于较好的竞争和供需格局（全球产能约 1.1 万吨，年需求约 8000 吨），以及下游对其价格不敏感（B1 在饲料、食品、医药等主要下游的用量少成本占比低），我们判断 B1 价格将维持强势。

图表1：VB1 历史价格走势（元/千克）



资料来源：中国饲料工业协会，饲料巴巴，新时代证券研究所

图表2：VB1 竞争格局：三分天下，控货提价（产量占比）



资料来源：公开资料整理，博亚和讯，新时代证券研究所

公司 B1 有效产能约 2500 吨，年产销量约 1500 吨。过去 3 年 B1 产品价格的持续上涨推动着公司整体业绩快速增长（2014-2016 年整体净利为 0.40 亿、0.82 亿、1.68 亿，今年上半年为 1.54 亿），考虑到长订单执行价滞后 3-6 个月，我们判断 B1 今年对公司业绩增厚将更为明显。B1 涨价 50 元/公斤，年化净利增厚约 0.54 亿，折合 EPS 增厚 0.10 元(按当前股本)。

2、VK3 受益于环保趋严及联产物滞销

维生素 K3 生产需要用到原料重铬酸钠，同时会联产铬鞣剂（产量约 1:17）。由于：1）环保趋严，对 K3 生产过程中涉及的重污染物的监管力度加大；2）受新

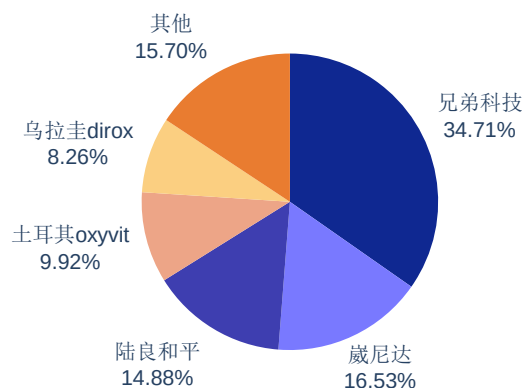
进入者影响, K3 价格从 2011 年 10 月 150 元/公斤的高位一路下滑至 2016 年 5 月的 48 元/公斤; 而经过低迷周期后行业得到整合; 3) 联产的铬鞣剂下游皮革因近年来环保冲击需求受限, 从而压制 K3 厂家开工意愿; 主要受以上因素叠加共振影响, K3 市场报价从去年下半年的 48 元/公斤快速上涨至目前的 165 元/公斤。我们判断以上因素中短期内不会出现大的改变, K3 价格将维持坚挺。

图表3: VK3 历史价格走势 (元/千克)



资料来源: 中国饲料工业协会, 饲料巴巴, 新时代证券研究所

图表4: VK3 竞争格局: 一家独大, 稳坐 VK3 全球龙头 (产量占比)



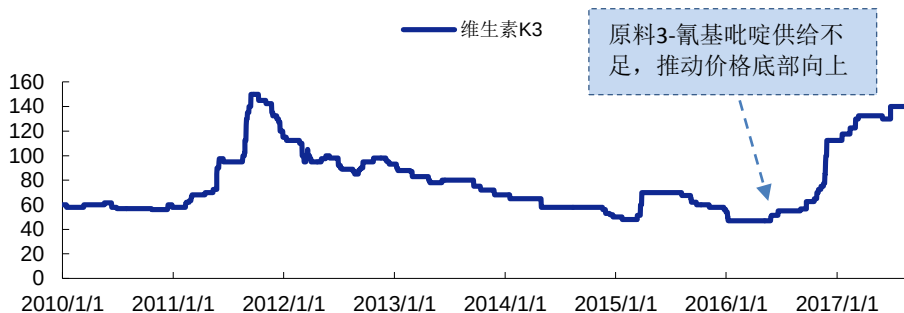
资料来源: 公开资料整理, 博亚和讯, 新时代证券研究所

公司维生素 K3 和联产的铬鞣剂产能分别为 3000 吨 (近年来产销量约 2500 吨/年) 和 5 万吨; 其中 K3 产品全球市占率第一, 具有极强价格掌控力; 而联产的铬鞣剂 (下游皮革) 由于区位优势 (地处皮革大省浙江), 产品消化明显优于竞争对手。假设公司 K3 年产销量按 2500 吨测算, K3 每涨价 50 元/公斤, 年化净利增厚约 0.84 亿, 折合 EPS 增厚 0.15 元 (按当前股本)。

3、VB3 因原料三氟基吡啶供应受限, 价格中枢也有上移

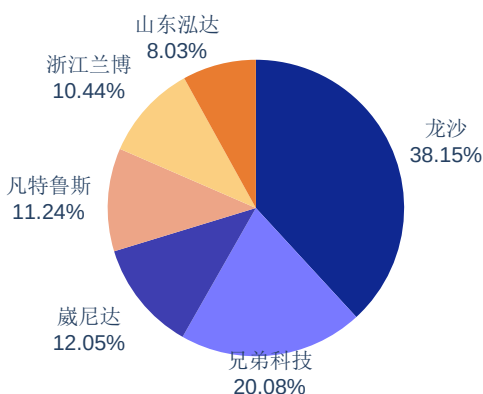
目前全球维生素 B3 (烟酰胺) 行业产能约 6 万吨 (全球总需求约 5 万吨), 主要厂家包括瑞士 LONZA (龙沙) 集团、美国 Vertellus (凡特鲁斯) 公司、印度吉友联、兄弟科技。由于近年来百草枯被禁使得 3-氟基吡啶 (B3 的原料) 供应紧张价格上涨, 从而也推动 B3 价格从去年的约 40 元/公斤上涨至目前 82 元/公斤。

图表5: VB3 历史价格走势 (元/千克)



资料来源：中国饲料工业协会，饲料巴巴，新时代证券研究所

图表6：VB3 竞争格局：外资主导，内资奋起直追（产量占比）



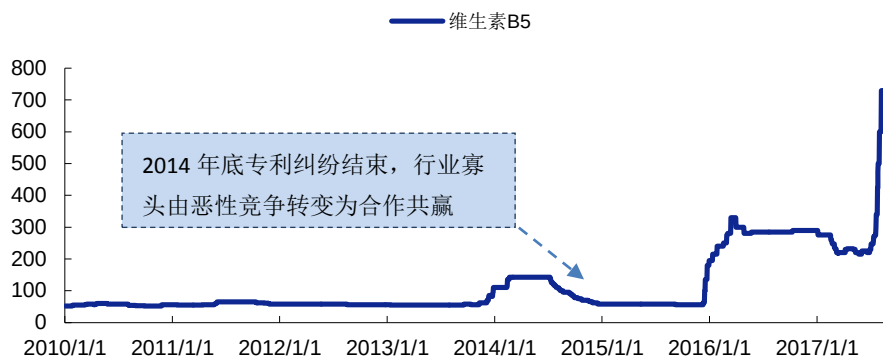
资料来源：公开资料整理，博亚和讯，新时代证券研究所

公司现有 B3 产能 5000 吨，另有 1.3 万吨 B3 和配套的 2 万吨 3-氰基吡啶调试基本结束逐步放量，未来满产后将实现 B3 的原料全部自给。假设公司 2017 年 B3 年产量按 5000 吨测算，B3 每涨价 10 元/公斤，年化净利增厚约 0.36 亿，折合 EPS 增厚 0.07 元(按当前股本)。

4、VB5 四季度将投产，盈利想象空间巨大

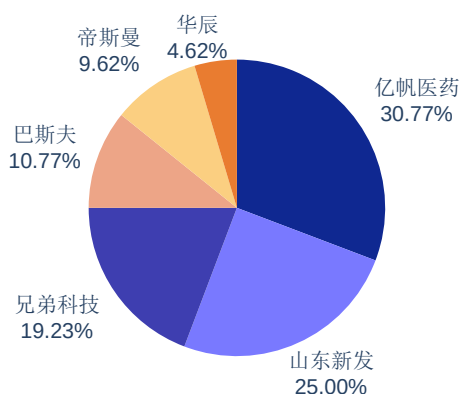
目前全球维生素 B5(泛酸钙)行业产能约 2.1 万吨(全球总需求约 1.8 万吨)，主要厂家包括亿帆医药、山东新发、山东华辰、巴斯夫、帝斯曼。因山东为环保督查重点整治的省份，山东新发和山东华辰开工受限(两家产能合计占全球近 40%)，受此影响，维生素 B5 价格从今年 6 月的 230 元/公斤一路上涨至目前约 760 元/公斤，目前供应紧张价格强势。

图表7：VB5 历史价格走势（元/千克）



资料来源：中国饲料工业协会，饲料巴巴，新时代证券研究所

图表8：VB5 竞争格局：寡头垄断，合作共赢（产量占比）



资料来源：公开资料整理，博亚和讯，新时代证券研究所

公司定增项目里的 5000 吨 B5 调试基本结束预计 4 季度正式投产，基于行业供需情况我们判断新投的 B5 会有个逐步放量的过程，产品价格仍将保持在盈利非常可观的位置。假设 B5 价格中枢 500 元/公斤，每 1000 吨产销对应净利为 2.4 亿，盈利空间巨大。

图表9：VB5 产销&价格业绩弹性

销量(吨) \ 单价(元/KG)	100	200	300	400	500	600	700	800	900
500	0.10	0.40	0.60	0.90	1.20	1.50	1.70	2.00	2.30
1000	0.20	0.80	1.30	1.90	2.40	3.00	3.50	4.10	4.60
1500	0.30	1.10	2.00	2.80	3.60	4.40	5.30	6.10	6.90
2000	0.40	1.50	2.70	3.70	4.80	5.90	7.00	8.10	9.20
2500	0.60	1.90	3.30	4.70	6.10	7.40	8.80	10.20	11.50
3000	0.70	2.30	4.00	5.60	7.30	8.90	10.60	12.20	13.80
3500	0.80	2.70	4.70	6.60	8.50	10.40	12.30	14.20	16.20
4000	0.90	3.10	5.30	7.50	9.70	11.90	14.10	16.30	18.50
4500	1.10	3.50	6.00	8.50	10.90	13.40	15.80	18.30	20.80
5000	1.20	3.90	6.70	9.40	12.10	14.90	17.60	20.30	23.10

资料来源：新时代证券研究所

5、公司推荐评级

我们预计公司 2017-2018 年净利分别为 4 亿、7 亿，当前市值对应的 PE 为

22 倍、14 倍。考虑到维生素 B1 价格维持强势提供业绩安全垫，而维生素 K3 和 B3 仍在涨价趋势中，价格业绩弹性巨大。根据测算，假设 B1、K3、B3 产销量为 1500、2500、5000 吨，分别提价 50、50、10 元/公斤对应的净利润将增厚 0.54、0.84、0.36 亿元；同时定增项目 1.3 万吨维生素 B3 和 5000 吨 B5（泛酸钙）及其相配套的主要原料（基本完全匹配）调试基本结束预计 4 季度正式投产贡献增量，B5 盈利想象空间巨大，按单价 500 元/公斤测算，1000 吨产销量对应 B5 净利润 2.4 亿元。我们维持对公司的“推荐”评级。

6、风险提示

维生素行业竞争恶化、产品价格下跌

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1352	1124	1415	1978	2774	营业收入	905	1063	1646	2451	2789
现金	777	218	351	795	1407	营业成本	674	658	832	1224	1348
应收账款	155	155	340	398	432	营业税金及附加	4	11	10	17	21
其他应收款	47	0	151	30	148	营业费用	38	53	46	69	78
预付账款	3	11	12	19	17	管理费用	74	134	208	309	352
存货	144	130	218	292	270	财务费用	-4	-8	-9	-18	-36
其他流动资产	227	610	343	445	499	资产减值损失	12	-2	0	0	0
非流动资产	707	1258	1546	1737	1852	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	21	8	10	13
固定资产	473	714	1029	1189	1325	营业利润	110	238	567	861	1038
无形资产	85	87	94	102	113	营业外收入	5	6	6	6	6
其他非流动资产	150	457	424	446	414	营业外支出	1	14	14	2	2
资产总计	2059	2382	2961	3716	4625	利润总额	114	230	571	864	1042
流动负债	301	567	694	732	792	所得税	11	39	80	118	155
短期借款	3	2	74	26	34	净利润	102	191	490	747	887
应付账款	123	271	284	206	333	少数股东损益	20	23	49	75	89
其他流动负债	175	294	337	499	425	归属母公司净利润	82	168	441	672	799
非流动负债	53	51	66	73	65	EBITDA	150	283	648	963	1147
长期借款	0	1	31	27	21	EPS (元)	0.15	0.31	0.82	1.24	1.48
其他非流动负债	53	50	35	46	44						
负债合计	354	618	760	805	857	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	34	0	49	124	212	成长能力					
股本	270	541	541	541	541	营业收入(%)	13.0	17.5	54.8	48.9	13.8
资本公积	1193	842	842	842	842	营业利润(%)	150.5	116.5	138.4	51.7	20.6
留存收益	248	416	766	1361	2009	归属于母公司净利润(%)	105.4	103.9	163.3	52.2	18.8
归属母公司股东权益	1672	1764	2151	2787	3556	获利能力					
负债和股东权益	2059	2382	2961	3716	4625	毛利率(%)	25.6	38.1	49.5	50.1	51.7
						净利率(%)	9.1	15.8	26.8	27.4	28.6
						ROE(%)	6.0	10.8	22.3	25.6	23.5
						ROIC(%)	4.7	10.1	21.1	25.4	23.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.2	25.9	25.7	21.7	18.5
						净负债比率(%)	-44.7	(11.3)	(10.8)	(25.2)	-35.6
						流动比率	4.5	2.0	2.0	2.7	3.5
						速动比率	4.0	1.8	1.7	2.3	3.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	6.4	6.9	6.7	6.6	6.7
						应付账款周转率	5.5	3.3	3.0	5.0	5.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.15	0.31	0.82	1.24	1.48
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.27	0.86	1.47	1.56
						每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.26	3.97	5.15	6.57
						估值比率					
						P/E	117.50	57.64	21.89	14.38	12.10
						P/B	5.78	5.48	4.49	3.47	2.72
						EV/EBITDA	59.96	33.6	14.7	9.4	7.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>