

化工

证券研究报告
2019年03月04日

疫情必然利空维生素需求吗？

投资评级

行业评级

上次评级

中性(调低评级)

强于大市

作者

李辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040001

hui@tfzq.com

市场普遍认为非洲猪瘟利空维生素需求

2018 年国内爆发非洲猪瘟，投资者普遍担心受疫情影响，国内生猪存栏以及饲料需求会明显下滑，进而导致维生素需求低于预期，维生素板块相关个股整体表现低迷。非洲猪瘟疫情对维生素需求必然是利空影响吗？

历史看疫情期间维生素价格表现强势

近十年全国范围内两次比较大的生猪疫情分别是 2006 年夏天至 2007 年的蓝耳病疫情和 2010 年夏到 2011 年的蓝耳病、口蹄疫和仔猪腹泻疫情。两次疫情均导致猪肉价格明显上涨。然而 2006 年 3 季度至 2007 年，VA 和 VE 价格均震荡上行，表现强势。我们认为原因主要是：1、国内疫情不影响全球肉类消费，需求保持平稳增长。2、疫情导致国内猪肉供给收缩肉价上涨，国家加大进口力度，因此疫情发生后进口猪肉数量往往大幅增长。考虑到进口猪肉养殖周期以及运输周期，国外维生素需求会提前启动，导致疫情发生时维生素价格表现强势。

VA 供给依然偏紧，VE 行业格局重塑

经过多年发展，中国维生素企业迅速崛起，VA 和 VE 产能占全球比重持续提升，目前已分别占到全球 51%和 62.5%。国内需求暂时下滑对海外业务占比较高的龙头公司，影响更加有限。VA：技术壁垒较高，近十多年没有新进入者，核心原料柠檬醛全球目前仅有巴斯夫、可乐丽和新和成能够产业化生产。18 年受巴斯夫事故和产业链去库存影响，全球 VA 产量和消费量明显下滑。18 年 10 月下游需求复苏，价格又从 10 月下旬 250 元/公斤迅速反弹至 12 月初 535 元/公斤。我们认为，经历 18 年价格大幅调整和下游去库存后，19 年下游需求回升，预计全球开工率将回升至 80%以上高位，供给依然偏紧。VE：全球产能高度集中，CR5 产能占比高达 84%。近几年，能特科技凭借发酵法异植物醇新工艺进入 VE 市场，产能大幅扩张，导致 VE 价格持续下跌目前处于历史底部区域。1 月 29 日 ST 冠福公告子公司能特科技与帝斯曼成立合资公司，帝斯曼持股 75%。根据饲料巴巴报道，交易或将于 2019 年第二季度或第三季度完成。股权转让完成后，双方将就现有设备进行改造升级。我们认为此举将对 VE 行业产生重大影响，优化行业竞争格局，VE 价格有望触底回升。

投资建议：推荐维生素行业龙头新和成，关注浙江医药

风险提示：价格超预期下跌；新工艺路线替代风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

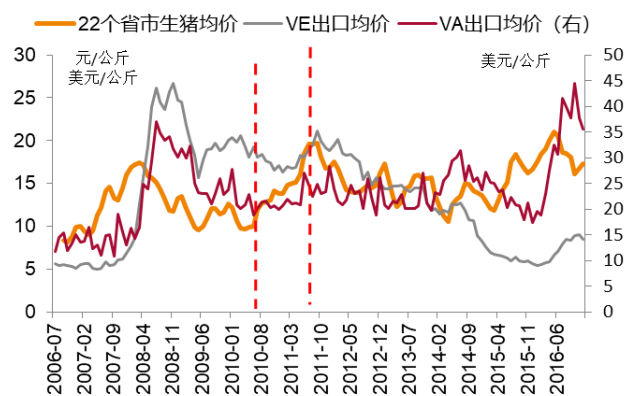
- 1 《化工-行业研究周报:MDI 和 VE 价格上涨，后续有望继续上行》 2019-03-03
- 2 《化工-行业研究周报:原油上涨叠加春节后下游复工，MDI、有机硅等价格上移》 2019-02-25
- 3 《化工-行业研究周报:MDI 价格稳步上移，原油向上突破》 2019-02-17

1. 疫情期间维生素价格表现强势

2018 年国内爆发非洲猪瘟，投资者普遍担心受疫情影响，国内生猪存栏以及饲料需求会明显下滑，进而导致维生素需求低于预期，维生素板块相关个股整体表现低迷。**非洲猪瘟疫情对维生素需求必然是利空影响吗？**

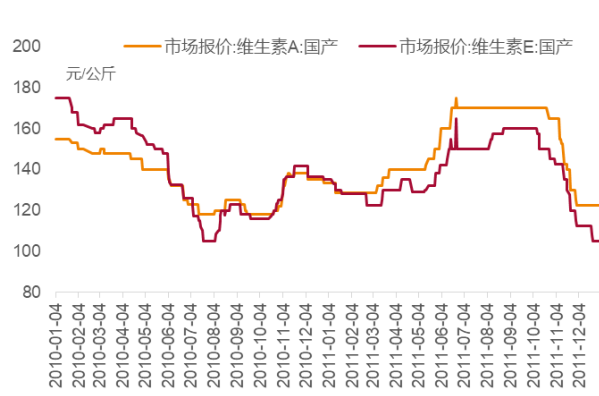
近十年两次重大疫情，维生素价格均表现强势。近十年全国范围内有两次比较大的生猪疫情分别是 2006 年夏天至 2007 年的蓝耳病疫情和 2010 年夏到 2011 年的蓝耳病、口蹄疫和仔猪腹泻疫情。两次疫情均导致猪肉价格明显上涨。然而 2006 年 3 季度至 2007 年，VA 和 VE 价格均震荡上行。06 年 7 月 VA 出口均价 11.74 美元/公斤至 07 年 8 月涨至 15 美元/公斤左右，08 年更是涨至 30 美元/公斤；VE 从 06 年 7 月 5.6 美元/公斤至 07 年 7 月维持在 5.38 美元/公斤，保持平稳，08 年上涨至 25 美元/公斤。2010 年夏天 VA 国内市场价探底至 120 元/公斤后震荡上行，至 2011 年 7/8 月涨至 170 元/公斤，VE 国内市场价从 10 年 7-8 月 105 元/公斤至 2011 年 7-8 月涨至 160 元/公斤。

图 1：维生素价格疫情期间表现强势



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：2009-2011 年国内 VA 和 VE 市场价



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

可以看出，近十年来两次重大疫情发生时，国内维生素价格均表现强势，与市场普遍认知并不相同。市场普遍认知的偏差出现在哪里？

2. 疫情对肉类消费影响不大

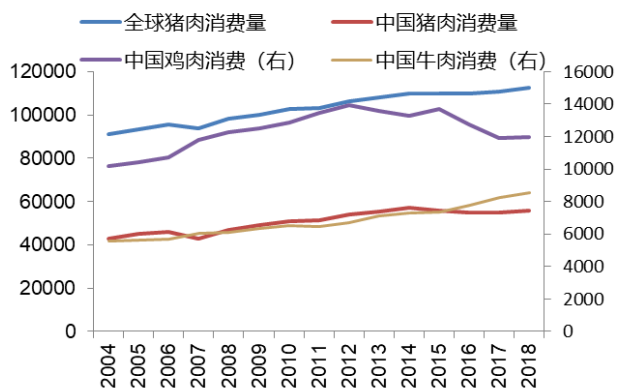
分析原因，我们认为主要是以下原因：

1、**肉类消费全球看整体保持平稳增长。**猪瘟等疫情可能导致猪肉消费出现暂时下滑，但是消费者会增加鸡肉和牛肉消费，总肉类消费依然平稳增长。

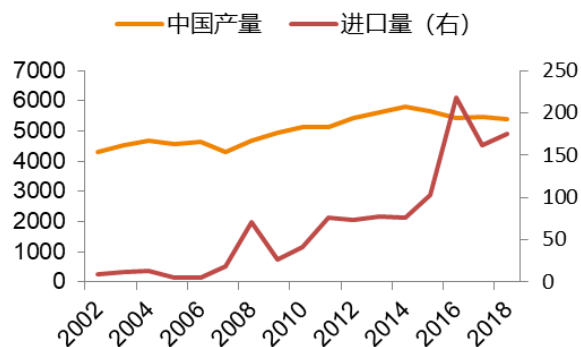
根据美国农业部统计，2007 年受蓝耳病影响，中国猪肉消费 4271 万吨（胴体当量）同比下降 7.18%，全球猪肉消费 9392 万吨同比下降 1.57%。与此同时，07 年中国鸡肉消费 1177 万吨同比增长 10.1%，牛肉消费 605.8 万吨同比增长 6.58%，增速明显提升。全球 2007 年猪牛鸡合计消费 2.29 亿吨，同比增长 2.03%，依然保持平稳增长。同样，2011 年受疫情影响，中国猪肉消费 5112 万吨同比增长 0.53%，全球猪肉消费 1.03 亿吨同比增长 0.31%，当年中国鸡肉消费 1344 万吨同比增长 4.7%，牛肉消费 645 万吨同比下滑 1.1%。因此，过去两次疫情对肉类消费整体影响不大。

图 3：中国猪肉消费下滑时鸡牛肉消费明显上升 单位：万吨

图 4：国内猪肉产量下降后进口往往大量增长 单位：万吨



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

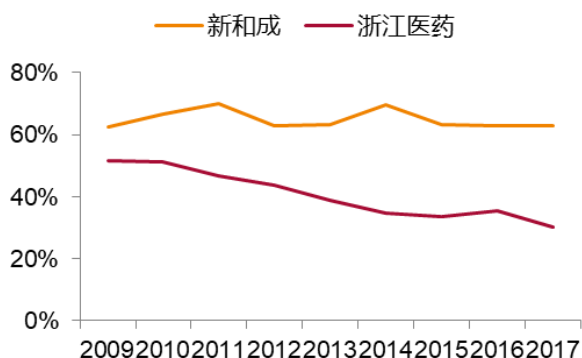
2、国内爆发生猪疫情后进口猪肉往往大幅增长。

根据国家统计局数据,07年国内蓝耳病疫情爆发,导致国内猪肉产量4308万吨同比下滑7.36%,2008年中国进口猪肉70.9万吨同比大幅增长289.6%;2010-2011年国内疫情导致2011年国内猪肉产量5132万吨同比下滑0.13%,2011年中国进口猪肉75.8万吨同比增长82.65%。我们认为,主要是疫情导致国内猪肉供给不足,肉价上涨,国家加大进口力度,因此疫情发生后进口猪肉数量往往大幅增长。考虑到进口猪肉养殖周期以及运输周期,国外维生素需求会提前启动,导致疫情发生时维生素价格表现强势。

3. VA 供给依然偏紧, VE 行业格局重塑

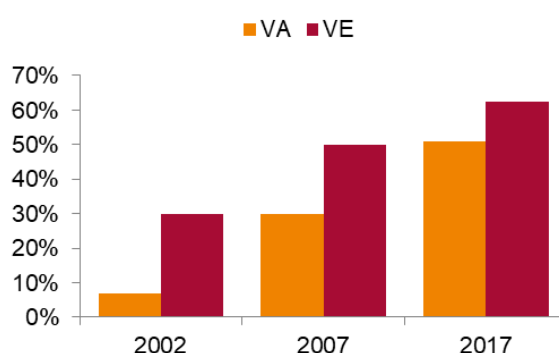
维生素价格受全球供需影响,国内需求暂时下滑影响有限。经过多年发展,中国维生素企业迅速崛起,VA和VE产能占全球比重持续提升,目前已分别占到全球51%和62.5%,地位举足轻重。相关公司新和成和浙江医药2017年海外业务收入占比分别为63%和30.4%。因此,我们认为,国内需求暂时下滑对海外业务占比较高的龙头公司,影响更加有限。

图 5: 相关公司海外业务收入占比较高



资料来源: wind、天风证券研究所

图 6: 国内维生素产能占全球比重持续上升

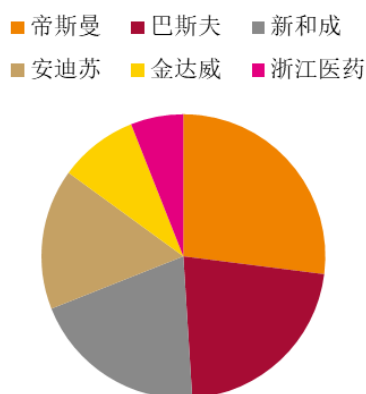


资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

全球 VA 供给依然偏紧。维生素 A 技术壁垒较高,近十多年没有新进入者,核心原料柠檬醛全球目前仅有巴斯夫、可乐丽和新和成能够产业化生产。根据博亚和讯统计,受巴斯夫事故和产业链去库存影响,2018 全球维生素 A 产量预计为 2.37 万吨(折算为 50 万单位),比 2017 年减产 2300 吨,全球消费量下降至 2.2 万吨。预计 2018 年中国维生素 A 生产量小幅下降至 9200 吨,出口 4000 吨,比 2017 年下降 400 吨。18 年 10 月下游需求复苏,国内 VA 市场价格从 10 月下旬 250 元/公斤迅速反弹至 12 月初 535 元/公斤。我们认为,经历 18 年价格大幅调整和下游去库存后,VA 行业已经度过底部,19 年有望逐渐复苏。

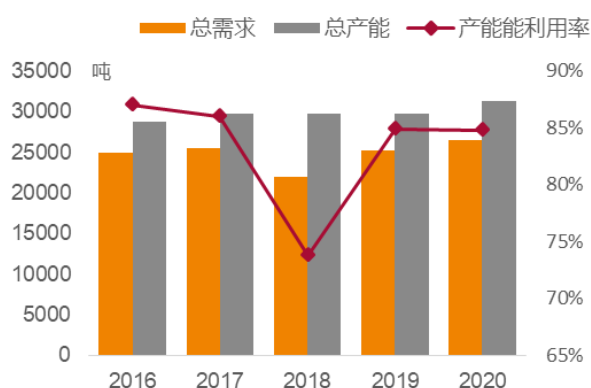
近几年 VA 新增产能较少，海外装置老化运行不稳定，19 年下游需求回升，预计全球开工率将回升至 80%以上高位，供给依然偏紧。

图 7：全球 VA 产能集中度较高



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

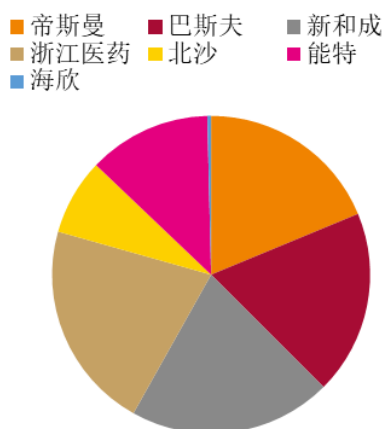
图 8：全球 VA 供给维持紧平衡



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

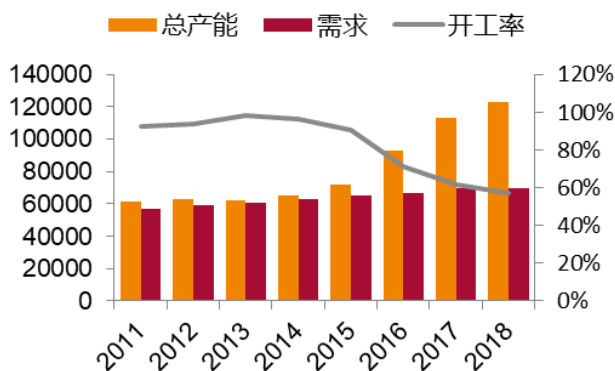
VE 行业格局重塑。全球 VE 产能主要集中在巴斯夫、帝斯曼、浙江医药、新和成和能特科技 5 家龙头公司，5 家公司全球产能占比高达 84%。近几年，能特科技凭借发酵法异植物醇新工艺进入 VE 市场，产能大幅扩张，导致 VE 价格持续下跌目前处于历史底部区域。然而，1 月 29 日 ST 冠福公告子公司能特科技与帝斯曼成立合资公司，帝斯曼持股 75%。根据饲料巴巴报道，交易或将于 2019 年第二季度或第三季度完成。股权转让完成后，双方将就现有设备进行改造升级。我们认为此举将对 VE 行业产生重大影响，优化行业竞争格局。据博亚和讯报道，近期国内 VE 厂家已经陆续停止报价，价格有望触底回升。

图 9：全球 VE 产能集中度较高



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

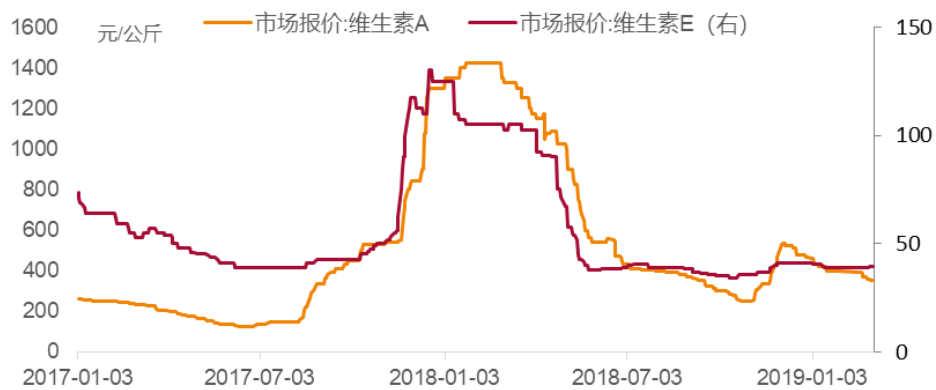
图 10：全球 VE 开工率持续下行



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

综上所述，我们认为国内非洲猪瘟对维生素需求影响不大，历史看疫情期间价格反而表现强势。中期看，全球 VA 供需维持紧平衡，VE 行业格局有望重塑，价格或将企稳回升，推荐维生素板块龙头新和成，关注浙江医药。

图 11：17 年至今 VA/VE 价格走势



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com