

优质的精细化工合成龙头

——新和成（002001）深度报告

2019年05月16日

强烈推荐/首次

新和成

深度报告

报告摘要：

新和成是我国精细化工行业的领军企业之一。公司从医药中间体起家，成功将业务拓展到维生素、香精香料、新材料、蛋氨酸等领域。目前公司稳居世界四大维生素生产企业之一，并已发展成为具有影响力的香精香料企业、具有竞争优势的蛋氨酸生产企业和前景广阔的新材料企业。

- ◆ **维生素 E 新产能带来新增长。**目前 VE 价格处于历史底部区间，向上弹性大。公司的 VE 工艺多次升级，竞争优势明显。公司目前 VE 产能为 2.5 万吨/年，在建的 2 万吨新产能预计 2020 年 3 月投产，届时公司将成为全球 VE 最大生产厂商。
- ◆ **掌握维生素 A 核心中间体工艺，行业龙头地位稳定。**VA 行业供需紧平衡，涨价预期强烈。公司是全球 VA 产能最大的企业，自供核心中间体柠檬醛，抗波动能力优于同行业公司。
- ◆ **蛋氨酸业务潜力巨大，有望“再造一个新和成”。**蛋氨酸需求量大且处于稳定增长趋势，进口依存度高，目前价格处于历史底部，向上弹性大。公司一期 5 万吨产能已于 2017 年初投产，二期 25 万吨产能预计将于 2021 年建成，届时公司将成为全球第四大蛋氨酸生产公司。按当前近 2 万元/吨的价格估计，蛋氨酸项目可为公司带来约 60 亿元收入，具备“再造一个新和成”的潜力。
- ◆ **香精香料业务市场空间广阔，盈利稳定。**公司产品具备规模效应，已成为公司利润重要来源，目前仍有多个项目处于建设中，发展趋势良好。
- ◆ **新材料业务发展前景良好。**公司是国内最大的 PPS 生产制造商，与闰土、帝斯曼合作打通上下游，具备与国际生产企业竞争的能力，发展潜力巨大。此外，公司在建 1 万吨/年 PPA 项目，有望打破国外垄断格局。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 24.32 亿元/32.63 亿元/40.68 亿元，EPS 分别为 1.13 元/1.52 元/1.89 元。目前股价对应 P/E 分别为 18 倍/13 倍/11 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示。主要产品价格下降；行业新增产能投放过快；环保力度减弱。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,235.11	8,683.38	8,381.15	10,227.7	12,567.5
增长率（%）	32.77%	39.27%	-3.48%	22.03%	22.88%
净利润（百万元）	1,704.41	3,078.88	2,431.82	3,262.65	4,068.27
增长率（%）	41.72%	80.64%	-21.02%	34.16%	24.69%
净资产收益率（%）	12.21%	19.04%	14.25%	17.08%	18.90%
每股收益（元）	0.79	1.43	1.13	1.52	1.89
PE	25.58	14.16	17.93	13.36	10.72
PB	3.12	2.70	2.55	2.28	2.02

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理：

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	20.29-37.04
总市值（亿元）	435.96
流通市值（亿元）	430.45
总股本/流通 A 股（万股）	214866/212148
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.11

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

目 录

1. 新和成是我国精细化工行业的领军企业之一	5
2. 公司成长路径：“技术驱动”和“产业链驱动”	8
3. 维生素业务稳中有增，势头良好	9
3.1 VE 新产能带来新增长	11
3.1.1 维生素 E 价格处历史底部，向上弹性大	11
3.1.2 维生素 E 需求稳定，迎来景气周期	12
3.1.3 维生素 E 供应格局已经历再平衡	13
3.1.4 新和成的维生素 E 工艺多次升级，竞争优势明显	14
3.2 掌握 VA 核中间件，确保行业龙头地位	15
3.2.1 维生素 A 行业供需紧平衡，价格上涨预期强烈	15
3.2.2 维生素 A 需求稳中有增	16
3.2.3 维生素 A 技术壁垒高，供给格局较为稳定	17
3.2.4 公司自供核心中间件柠檬醛，抗波动能力高于同行	18
4. 蛋氨酸项目有望“再造一个新和成”	19
4.1 蛋氨酸价格处历史低位，反倾销调查利好国内企业	19
4.2 蛋氨酸二期投产后公司将跻身第一梯队	23
5. 香精香料业务市场空间广阔，盈利稳定	23
5.1 市场空间广阔，需求稳定增长	24
5.2 公司香精香料业务盈利不断增长	24
6. 新材料业务拓宽公司的业务版图	25
6.1 PPS 性能优异，需求旺盛	25
6.2 PPA 有望打破国外垄断	27
7. 业绩成长性好、现金流稳健	27
8. 投资建议	29
9. 风险提示	30

插图目录

图 1：新和成发展历程	5
图 2：新和成主要产品结构	5
图 3：公司主要产品产能情况	6
图 4：新和成股权结构（数据截至 2019 年 4 月 29 日）	7
图 5：新和成主营业务收入	7
图 6：新和成主营业务毛利润	7

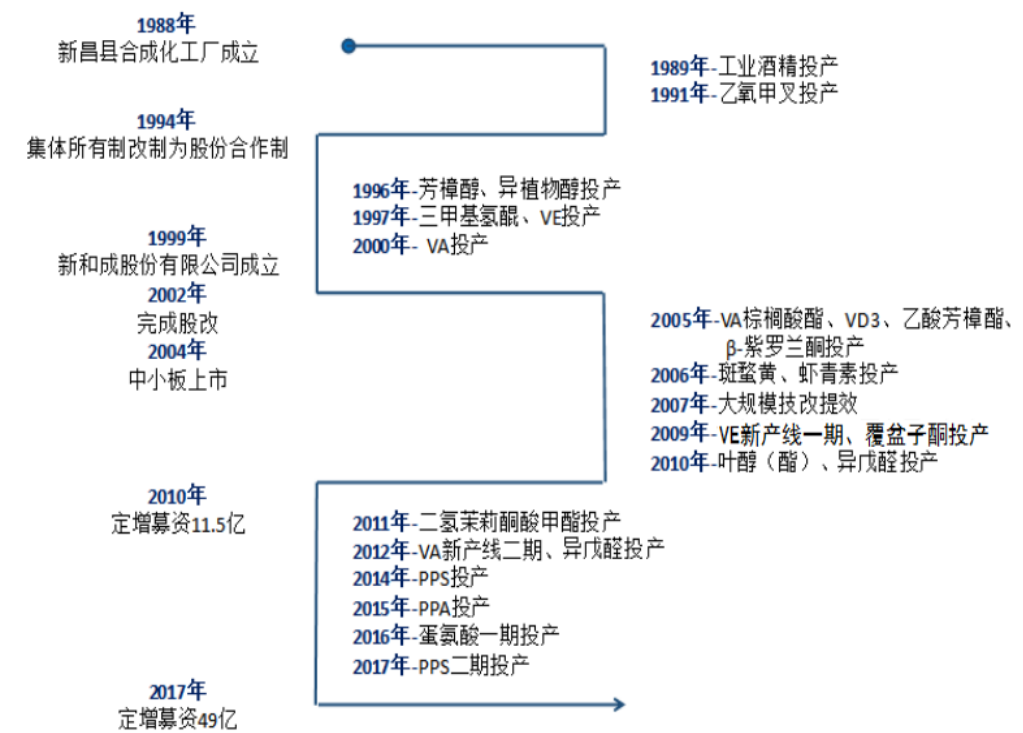
图 7：新和成 2018 年主营业务毛利润分布.....	7
图 8：新和成主要业务毛利率水平.....	7
图 9：公司单技术突破可使多产品受益.....	8
图 10：公司的一体化、系列化发展可使多产品受益.....	9
图 11：2018 年以来生猪存栏量.....	10
图 12：2018 年至今 22 个省市生猪平均价.....	10
图 13：同行业毛利率水平（2018 年）.....	10
图 14：同行业毛利率变化情况.....	10
图 15：维生素 E 历史价格变动.....	11
图 16：维生素 E 历史行业毛利率.....	11
图 17：维生素 E 消费结构.....	12
图 18：维生素 E 进出口数量.....	12
图 19：2010 年-2018 年维生素 E 出口格局.....	12
图 20：全球维生素 E 现有产能及新增情况.....	13
图 21：2017 年维生素 E 市场供给格局（按产量计算）.....	14
图 22：新和成维生素 E 生产工艺竞争力强.....	15
图 23：维生素 A 历史价格变动.....	16
图 24：维生素 A 历史行业毛利率.....	16
图 25：维生素 A 消费结构.....	17
图 26：维生素 A 进出口数量.....	17
图 27：2010 年-2018 年维生素 A 出口格局.....	17
图 28：全球维生素 A 现有产能及新增情况.....	18
图 29：2017 年维生素 A 市场供给格局（按产量计算）.....	18
图 30：全球柠檬醛供给格局.....	19
图 31：国产蛋氨酸历史价格变动.....	19
图 32：2010~2017 年蛋氨酸消费结构.....	20
图 33：全球蛋氨酸产能、需求、开工率.....	21
图 34：全球蛋氨酸现有产能及新增情况.....	21
图 35：蛋氨酸进出口数量.....	22
图 36：2017 年国内蛋氨酸进口格局.....	22
图 37：2016-2018 年我国蛋氨酸进口来源.....	22
图 38：估算的倾销幅度.....	23
图 39：2010~2017 年全球香精香料市场规模.....	24
图 40：2010~2017 年我国香精香料市场规模.....	24
图 41：新和成香精香料业务收入与毛利率情况.....	24
图 42：新和成香精香料版块在建项目.....	25
图 43：2017 年全球 PPS 产能情况.....	26
图 44：公司新材料业务发展历程.....	26
图 45：公司收入 2016 年至今稳定增长.....	27
图 46：公司净利润 2016 年至今增长较快.....	27

图 47：公司毛利率情况	28
图 48：公司销售净利率情况	28
图 49：公司 ROE 情况	28
图 50：资产负债率低，财务稳健	29
图 51：公司流动比率情况	29
图 52：公司经营性现金流情况	29
图 53：公司经营性现金流比率情况	29
图 54：P/E band	30
图 55：P/B band	30

1. 新和成是我国精细化工行业的领军企业之一

浙江新和成股份有限公司是我国精细化工行业的领军企业之一。公司创办于1999年，多年来始终专注于精细化工行业。公司于2004年6月在深交所上市，是中小板第一家上市公司。公司高度注重精细化工合成技术的积累，从医药中间体乙氧甲叉起家，以有机合成为纽带，成功将业务拓展到了维生素、香精香料、新材料、蛋氨酸等领域。目前公司稳居世界四大维生素生产企业之一，并已发展成为具有影响力的香精香料企业、具有竞争优势的蛋氨酸生产企业和前景广阔的新材料企业。

图1：新和成发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从成立至今，公司已经形成了营养品、香精香料、新材料、原料药与医药中间体四大板块共同发展的业务格局。公司营养品业务主营维生素市场占有率高，行业地位突出，品牌优势明显，处于国内领先，国外知名的市场地位；香精香料业务产品应用覆盖日化、食品和医药等各大领域，基本是国内独有产品，与国际大公司同台竞技。

目前公司在浙江上虞、浙江新昌、山东潍坊建有三大生产基地，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；潍坊基地主营香精香料、营养品业务。

图2：新和成主要产品结构

业务板块	主要产品	用途	行业前景
营养品	维生素E、维生素A、维生素D3、蛋氨酸、生物素、虾青素、辅酶Q10等	应用于饲用、人用添加剂等领域	公司维生素E产能位居世界第三，维生素A产能位居世界第一
香精香料	芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等	应用于日化、食品和医药等各大领域	芳樟醇系列、叶醇系列产品规模已均占全球的25%-40%
高分子新材料	聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）等	应用于电子电器、汽车零部件等领域	国家七大战略新兴产业之一，获得国家政策支持、经济环境市场环境等多方面支持，
原料药	β-胸苷及青蒿素系列	β-胸苷应用于合成抗艾滋病药物，青蒿素应用于间日疟、恶性疟的症状控制	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

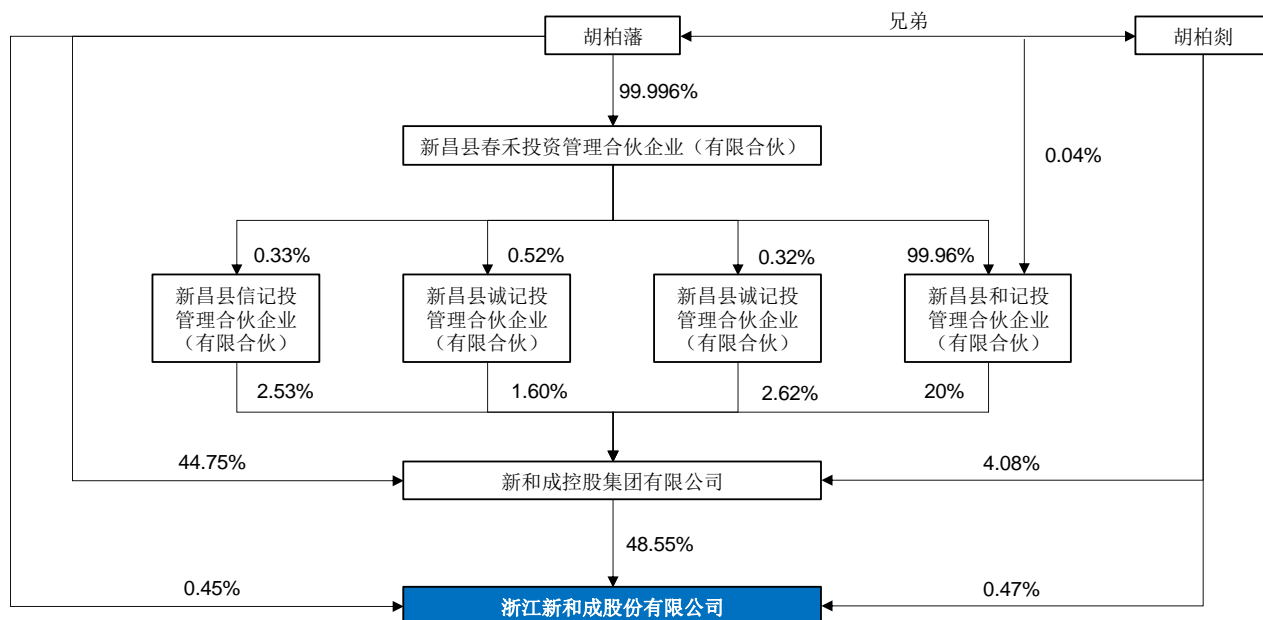
图 3：公司主要产品产能情况

产品类型	产品名称	现有产能	规划产能	总计	备注
营养品	维生素A	10000吨			2万吨/年营养品项目正在建设，主要产品为维生素E，2020年3月投产；年产8000吨维生素E（主环工艺）项目正在建设。
	维生素E	25000吨	20000吨	45000吨	
	维生素D3	2000吨			
	蛋氨酸	50000吨	250000吨	300000吨	包括饲料级DL-蛋氨酸10万吨/年、15万吨/年液体蛋氨酸生产线，预计一期项目10万吨/年饲料级DL-蛋氨酸生产线2020年投产。
	生物素	100吨			
	虾青素	50吨			
	辅酶Q10	400吨			
	叶红素		500吨	500吨	预计2020年投产
	己糖酸		30000吨	30000吨	预计2020年投产
香精香料	山梨醇（含量70%）		60000吨	60000吨	预计2020年投产
	芳樟醇	5000吨			
	叶醇（酯）	900吨			
	二氢茉莉酮酸甲酯	3000吨			
	覆盆子酮	600吨			
	柠檬醛	8000吨			
高分子新材料	纤维级聚苯硫醚（PPS）	15000吨	15000吨	30000吨	30000吨纤维级PPS项目，二期工程10000t/a纤维级聚苯硫醚（PPS）2018年7月已通过环保验收投产，三期工程15000吨/年生产线尚未建设。
	复合聚苯硫醚（PPS）	6000吨	14000吨	20000吨	由与帝斯曼合资设立的帝斯曼新和成工程塑料（浙江）有限公司实施，一期工程6000吨/年生产线2015年通过验收投产，二期工程14000吨/年生产线尚未建设。
	PPA	1000吨	9000吨在建	10000吨	一期1000吨/年生产线目前处于中试阶段，二三期9000吨/年生产线将根据市场需求分期或合并建设实施。
原料药	β-胸苷	120吨			
	青蒿素	10吨			

资料来源：公司公告，环评报告，东兴证券研究所

公司控股股东为新和成控股集团有限公司，实际控制人为胡柏藩，股权结构稳定。

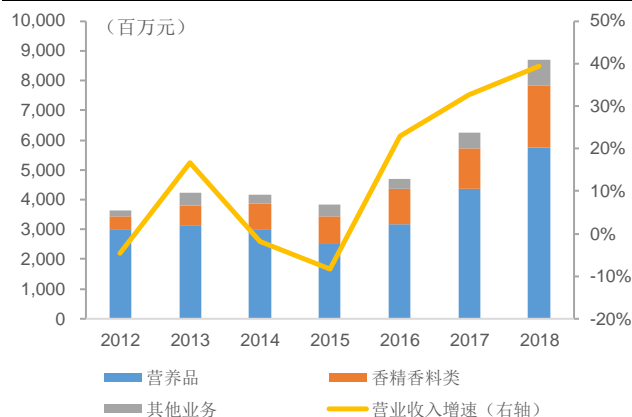
图 4：新和成股权结构（数据截至 2019 年 4 月 29 日）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

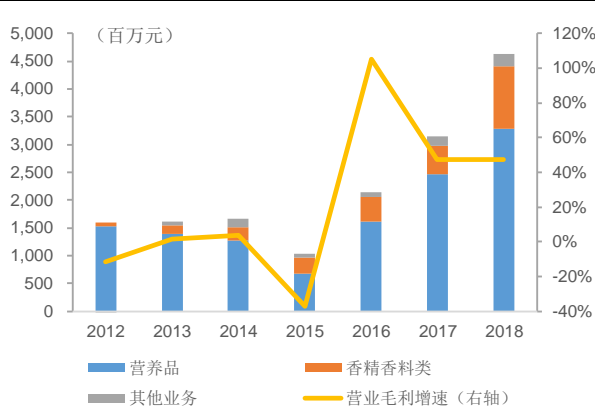
营养品是公司主要利润来源，香精香料业务规模持续增长。2018 年公司实现营业收入 86.83 亿元，同比增长 39.27%，归母净利润 30.79 亿元，同比增长 80.64%。目前营养品版块，特别是维生素 E 和维生素 A，依然是公司营收和利润的主要来源，2018 年占公司营业收入的 66.07%，营业毛利润的 70.81%；香精香料板块产品不断丰富，营收占比也不断增加，盈利不断提升，2012~2018 年毛利率持续增长。

图 5：新和成主营业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

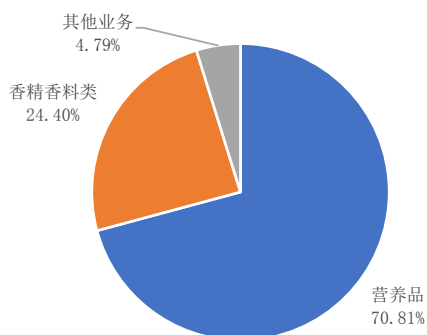
图 6：新和成主营业务毛利润



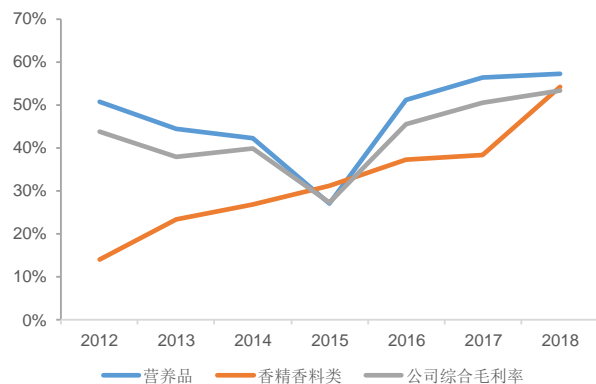
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：新和成 2018 年主营业务毛利润分布

图 8：新和成主要业务毛利率水平



资料来源：公司公告、东兴证券研究所



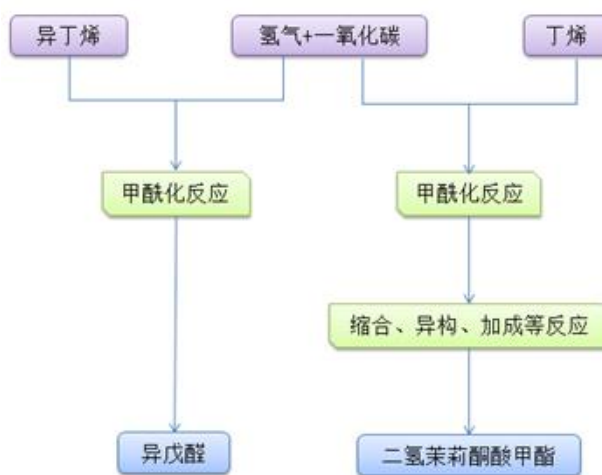
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 公司成长路径：“技术驱动”和“产业链驱动”

公司的业务范围已经从最初的医药中间体稳步扩展为维生素、蛋氨酸、新材料、生物发酵等诸多领域，但是公司的成长路径十分清晰，我们将其简要概括为“技术驱动”和“产业链驱动”。

技术驱动：公司是初步实现了精细化工的平台化的典型代表，而技术的平台化也正是公司可以突破单一精细化工产品市场空间有限的核心手段。公司的已开发和待开发产品之间具有很强的技术相关性以及可移植性，研发的规模化效益很高。同时，一种合成技术的突破，可以同时提升多个产品的竞争力。例如，2008 年左右公司攻克了 C4 化合物的甲酰化反应，同时将其利用到了维生素 E 的工艺升级（旧工艺以丙酮为原料，新工艺以异戊醛为原料，成本及环保优势显著）和香精香料的生产。

图 9：公司单技术突破可使多产品受益

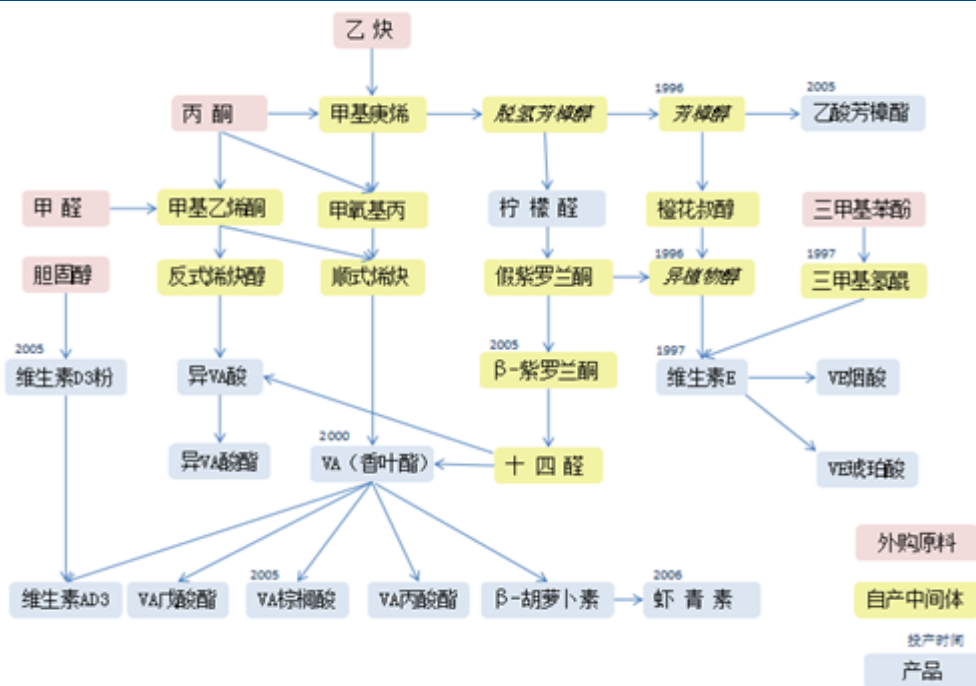


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

产业链驱动：一体化和系列化是公司主要的发展路径。例如，在维生素领域，公司陆续完善了主要中间体三甲基氢醌（主环）和异植物醇（侧链），并通过工艺流程中的

中间体衍生出了香精香料产品，二者原料统一、技术相通，实现了一体化。同时，由于公司的主要下游是饲料企业，公司新开拓出的蛋氨酸业务与维生素业务可以共用同样的销售渠道与经营模式，实现了对于下游客户系列化供应，在销售成本和规模效应上具有较为明显的优势。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，而饲料企业正是公司维生素产品的下游客户，有望进一步发挥公司一体化的产业链优势，发挥技术协同，降低成本，增强盈利能力。

图 10：公司的一体化、系列化发展可使多产品受益



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

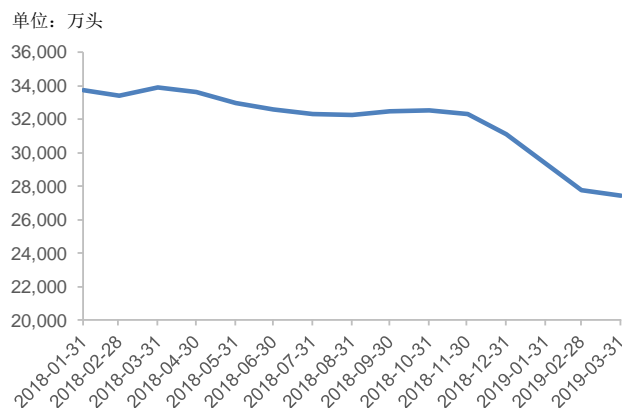
3. 维生素业务稳中有增，势头良好

维生素行业是精细化工板块较为稀缺的体量较大且格局较好的子行业之一。公司主要产品维生素 E 和维生素 A 均主要应用于饲料行业，添加维生素能够促进禽畜的生长发育，提高饲料转换效率，促进主要营养物质吸收，增强繁殖与免疫功能，防止相应维生素缺乏症。维生素行业下游需求刚性且整体呈现稳中有增的态势，而供给端高度集中于行业巨头，因此维生素的价格波动主要由供给端决定，且通常波动幅度巨大。

2018 年 8 月至今，我国各地陆续发生非洲猪瘟疫情，直接或间接导致生猪大范围死亡。根据农业部数据，2019 年 3 月份生猪存栏环比下降 1.2%，同比下降 18.8%，能繁母猪存栏环比下降 2.3%，同比下降 21.0%，同比降幅达到近 10 年来最大值。生猪存栏量持续下降导致猪肉价格上涨，2019 年 3 月份全国猪肉批发市场均价为 19.48 元/公斤，环比涨 6.3%，较去年 8 月非洲猪瘟发生前高 2.1%，较去年同期高 7.6%，生猪集贸市场均价环比涨 14.3%，同比高 20.5%。下半年随着生猪出栏量进一步下降，叠加节日需求高峰，猪价或将出现阶段性快速上涨，生猪养殖盈利水平将持续向好，

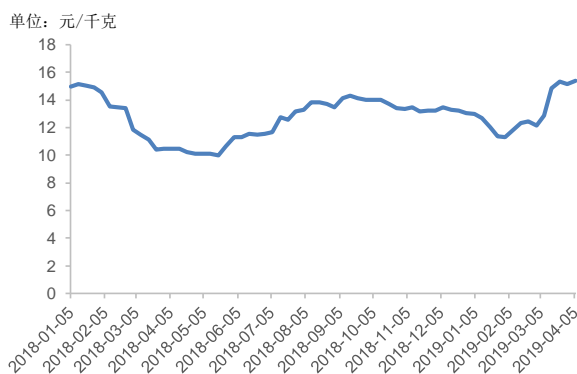
预计生猪养殖将升温，带动上游饲料需求，有望拉动维生素 A 和维生素 E 价格进一步上涨。

图 11：2018 年以来生猪存栏量



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：2018 年至今 22 个省市生猪平均价



资料来源：wind，东兴证券研究所

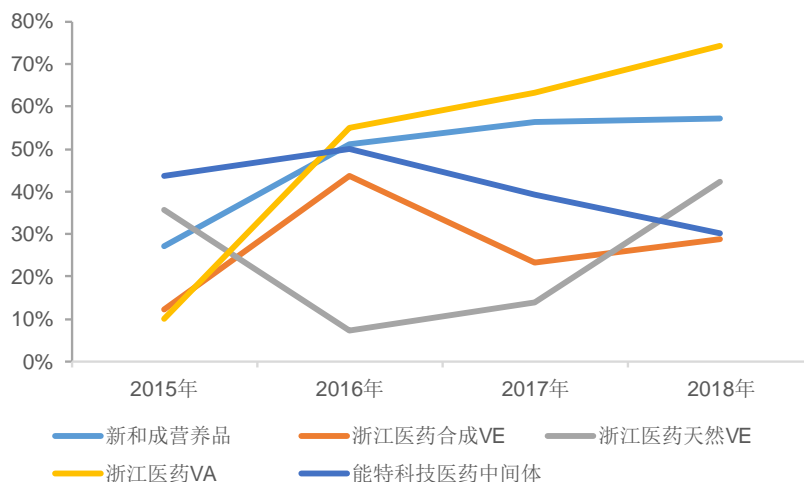
目前维生素，特别是维生素 E 和维生素 A 依然是公司营收和利润的主要来源。由于公司优良的技术及管理能力，公司维生素产品的盈利水平具有显著优势。

图 13：同行业毛利率水平（2018 年）

	新和成	浙江医药	能特科技
维生素E		合成VE：28.73%	
	营养品：57.20%	天然VE：42.35%	医药中间体：30.25%
维生素A		74.27%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 14：同行业毛利率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1 VE 新产能带来新增长

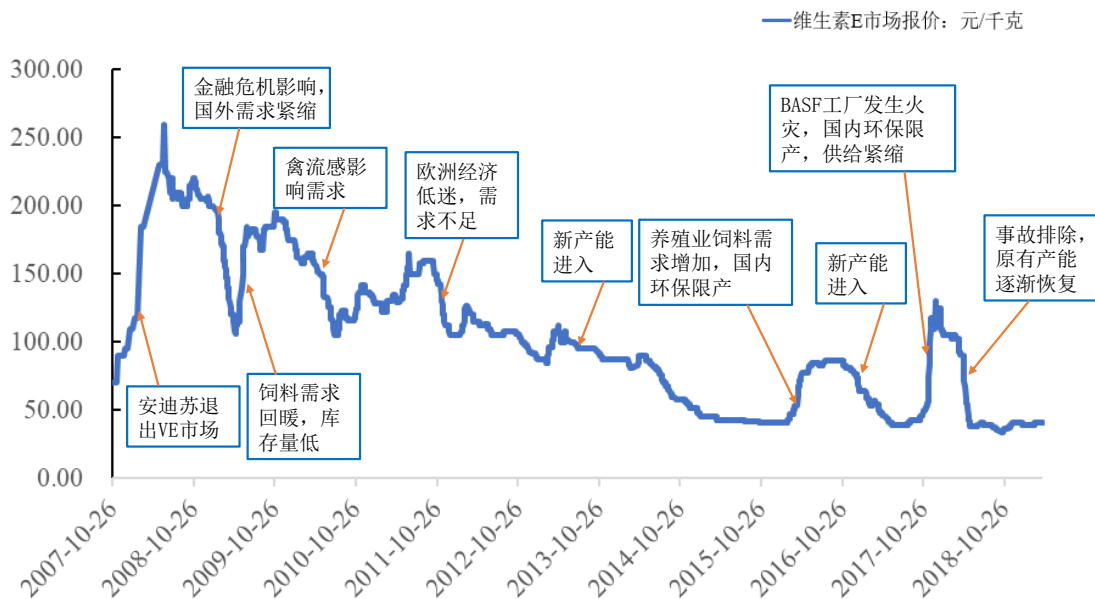
3.1.1 维生素 E 价格处历史底部，向上弹性大

维生素 E 是一种人和动物必需的维生素，在增强免疫力、抗氧化能力及预防不孕症、提高畜禽生产性能和改善畜禽肉质等方面具有重要作用。

维生素 E 供给端为寡头垄断格局，下游为刚需且无实际可替代产品，行业供需紧平衡，价格弹性很大。如遇偶然事件触发的中间体短缺等情况，维生素 E 的价格数月内可以上涨数倍，而新和成公司由于已实现全产业链布局，抵御风险能力很强，在价格上涨周期将充分受益。

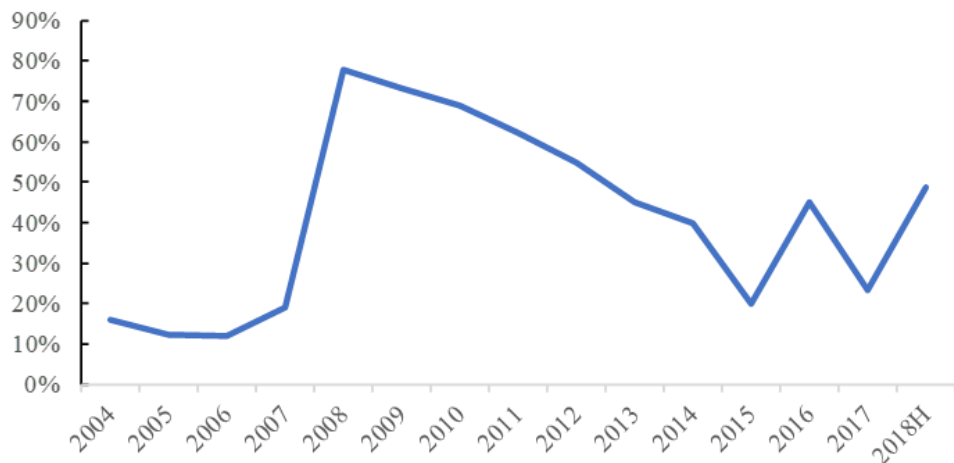
2018 年下半年以来，维生素 E 价格触底回升，呈上涨趋势。2019 年 4 月维生素 E 市场平均报价为 41.5 元/千克，较 2018 年 10 月 35 元/千克的平均报价累计上涨 18.6%。目前维生素 E 价格仍处于历史底部区间，向上弹性很大。

图 15：维生素 E 历史价格变动



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 16：维生素 E 历史行业毛利率

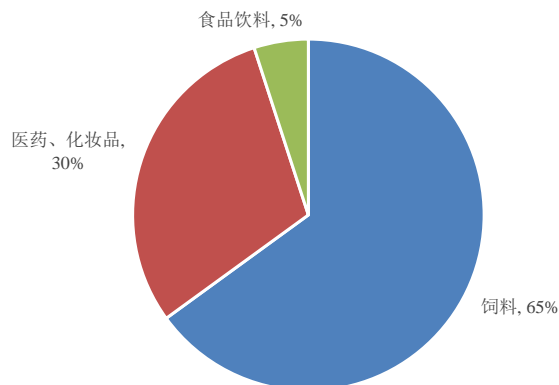


资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

3.1.2 维生素 E 需求稳定，迎来景气周期

目前维生素 E 全球产能约 14 万吨，全球需求约 7 万吨，其中中国需求约 1.2 万吨，产能过剩较严重。从消费结构来看，饲料是维生素 E 用量最大的行业，占比 65%；其次为医药、化妆品行业，占比 30%；食品饮料行业占比 5%。由于非洲猪瘟的影响，生猪存栏率下降，猪肉价格攀升，下半年随着补栏积极性的提高，饲料需求增加，维生素 E 需求预计迎来景气周期。

图 17：维生素 E 消费结构

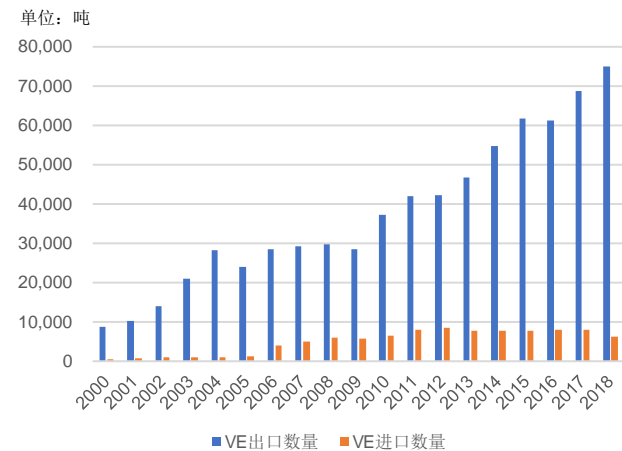


资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

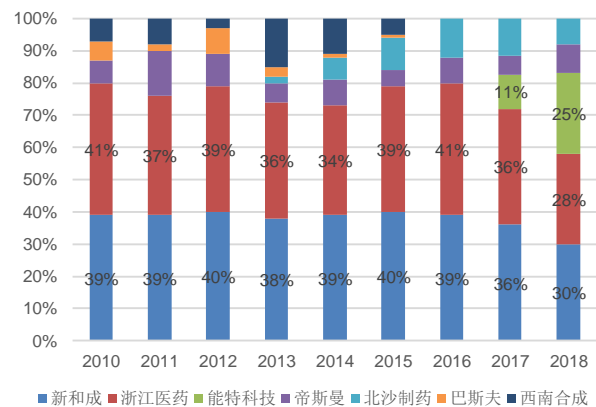
我国维生素 E 以出口为主。从国内出口格局来看，新和成、浙江医药、能特科技占据了 83% 的出口市场份额，新和成份额最大，为 30%。

图 18：维生素 E 进出口数量

图 19：2010 年-2018 年维生素 E 出口格局



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

3.1.3 维生素 E 供应格局已经历再平衡

维生素 E 的供需格局呈现寡头垄断、全球生产、全球销售的态势。80 年代以来我国的维生素 E 生产经历了从无到有、从弱到强的快速发展，现已成为我国化工体系中全球竞争力很强的优势品种。

维生素 E 的合成分为三个主要步骤：主环结构三甲基氢醌的合成、支链结构异植物醇的合成，以及由主环结构与支链结构合成维生素 E。其中，**三甲基氢醌**的产能由新和成、浙江医药、能特科技、巴斯夫和帝斯曼垄断；**异植物醇**的产能由新和成、浙江医药、西南合成、能特科技、巴斯夫和帝斯曼垄断；**维生素 E**的产能由新和成、浙江医药、能特科技、吉林北沙、帝斯曼和巴斯夫垄断。因此，无论是从产业一体化的角度还是最终产品的集中度而言，维生素 E 在产业链中的地位均较强。

能特科技新产能对行业格局冲击大。维生素 E 行业已形成寡头垄断格局，主要厂商为帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、新和成 4 家企业。2017 年以前 CR4 高达 90%，2017 年 1 季度能特科技（冠福医药子公司，于 2014 年收购）维生素 E 产能投产后，CR4 下降至 80%，对原有供给格局带来了较大影响。

帝斯曼拟整合能特科技产能，行业供应有望经历再平衡。2019 年能特科技与 VE 行业龙头帝斯曼签订合作协议，开展维生素 E 及其中间体业务。双方将在荆州组建新公司，业务主要由能特科技子公司石首能特和新公司运营，石首能特和新公司将分别负责维生素 E 中间体异植物醇和维生素 E 中间体三甲基氢醌、成品的生产和运营。能特科技持有石首能特 67%股权和新公司 25%股权，新公司持有石首能特 33%股权，DSM 持有新公司 75%股权。该项合作有望提升行业集中度，有利于龙头企业提高价格掌控力度，供给格局预计向好。

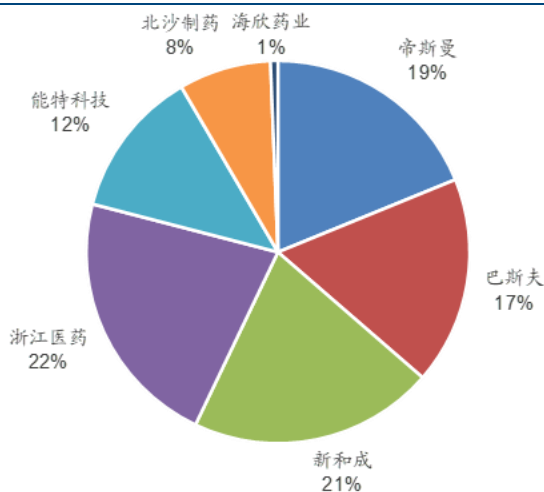
维生素 E 行业未来新增产能较多，按照各公司规划统计，预计至 2021 年全球将新增 6.5 万吨至 20.55 万吨。主要新增产能集中在新和成、能特科技、海嘉诺这些国内厂商。

图 20：全球维生素 E 现有产能及新增情况

VE油，吨	2017年产能	2018年新增产能	2019年新增产能	2020年新增产能	2021年新增产能	2021年预计产能
帝斯曼	30000					30000
巴斯夫	25000					25000
新和成	25000			20000 (预计3月投产)		45000
浙江医药	20500					20500
能特科技	20000		10000 (预计年底投产)			30000
北沙制药	10000					10000
海欣药业	10000			5000 (规划)		15000
西南合成	已停产					
海嘉诺			26000 (2019年1月 通过环保验收)		4000 (规划)	30000
合计	140500					205500

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 21：2017 年维生素 E 市场供给格局（按产量计算）



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

3.1.4 新和成的维生素 E 工艺多次升级，竞争优势明显

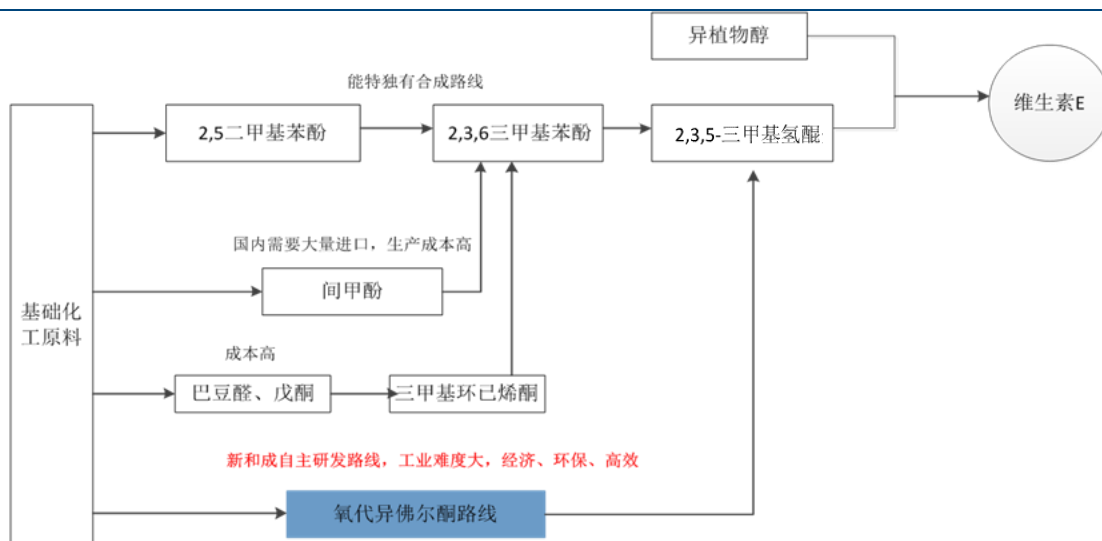
公司目前维生素 E 产能为 2.5 万吨/年，另有 2 万吨/年营养品项目正在建设，主要产品为维生素 E，预计 2020 年 3 月投产。新产能释放后，公司维生素 E 总产能将达到 4.5 万吨，将成为全球维生素 E 最大生产厂商。

公司维生素 E 的生产工艺经历多次升级，目前生产技术与成本均具竞争优势。

- **主环结构三甲基氢醌的合成：**生产维生素 E 中间体三甲基氢醌的传统工艺以间甲酚为原料，而间甲酚是合成农药的重要原料，无其他原料可以替代，售价较高，造成三甲基氢醌生产成本居高不下。为摆脱对间甲酚的依赖，新和成引进异佛尔酮生产工艺，以丙酮为原料聚合成异佛尔酮，进一步氧化还原成三甲基氢醌。该方法需要经过异佛尔酮的重排与酰化，对工艺技术的要求较高。

- **支链结构异植物醇的合成：**维生素 E 另一重要中间体异植物醇的合成普遍采用丙酮与乙炔工艺。新和成采用更经济安全的异戊醛为起始原料，并且可以自行生产异戊醛，较以往的生产工艺，维生素 E 的单位生产成本可降低 5% 以上，成本优势明显，大大提高了公司抗价格波动风险的能力。
- **由主环结构与支链结构合成维生素 E：**公司在传统的维生素 E 合成工艺外，经过多年研发，从甲基环己酮出发制备三甲基氢醌二酯，三甲基氢醌二酯与异植物醇反应生成维生素 E。该工艺解决了原有工艺的“三废”问题，生产的废水排放量减少了 90% 以上，废渣排放量减少了 95% 以上，反应能量消耗下降了 80% 以上，大大降低了污染末端治理压力。且主要原料由市场供应较少的三甲酚变为丙酮等石化产品，原料易得。目前公司维生素 E 有两条生产工艺路线可以选择，可通过调节不同工艺路线的产量来控制成本，在市场中具有一定的主动权。

图 22：新和成维生素 E 生产工艺竞争力强



资料来源：公司公告，公开资料，东兴证券研究所

3.2 掌握 VA 核心中间体，确保行业龙头地位

3.2.1 维生素 A 行业供需紧平衡，价格上涨预期强烈

维生素 A 是一类重要的药品，对人体生长、发育有促进作用，能增强对疾病的抵抗能力，同时也是重要的饲料添加剂，可以促进畜禽生长与繁殖，维持正常视觉功能，保证骨骼正常生长发育，提升畜禽产品品质。

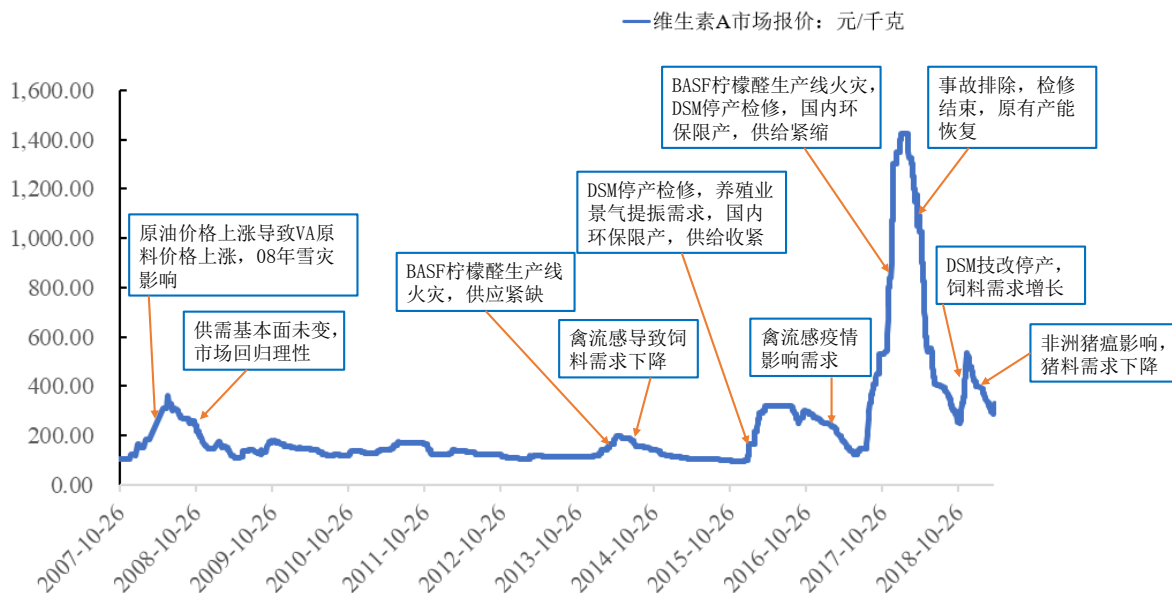
维生素 A 与维生素 E 类似，容易受偶然事件影响，历史价格波动较大。2017 年巴斯夫柠檬醛生产线发生火灾，而巴斯夫是全球主要的维生素 A 中间体柠檬醛的供应商，这次事故导致维生素 A 供给严重紧缺，价格不断上涨。新和成掌握维生素 A 核心中间体柠檬醛的生产工艺，受市场风险事件影响相对较小，具有明显竞争优势。

维生素 A 行业处于寡头垄断格局，供给端掌控力度强，企业的开工率较高，行业目前处于紧平衡状态。目前维生素 A 受下游养殖业积极性影响，价格呈反弹趋势，2019

年4月25日，VA行业龙头之一帝斯曼的瑞士工厂因废水处理的菌种被污染，预计将停产2~3月，期间其维生素A产品停报停签，维生素A涨价预期强烈。

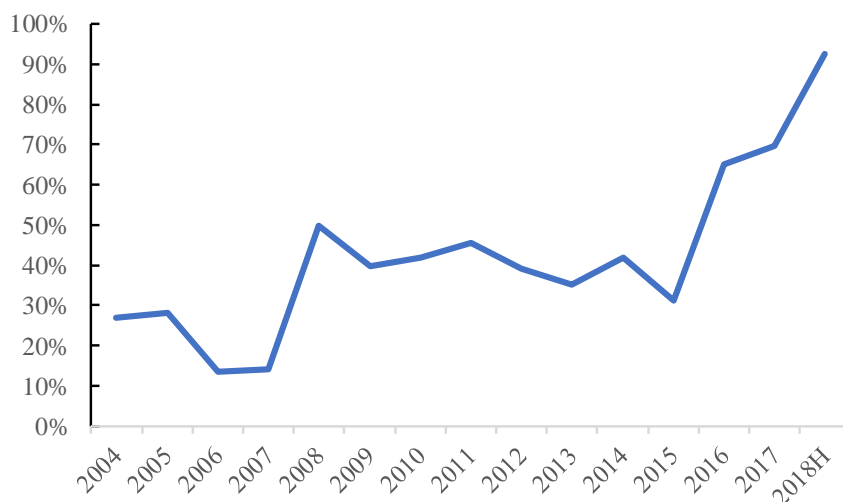
2019年4月维生素A市场平均报价为333元/千克，较2018年10月271元/千克的平均报价上涨了22.9%。帝斯曼工厂污染事件后第二天维生素A市场报价即上涨2.7%，达到375元/千克。目前维生素A市场报价为370元/千克，预计仍将处于上涨周期。

图 23：维生素 A 历史价格变动



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 24：维生素 A 历史行业毛利率

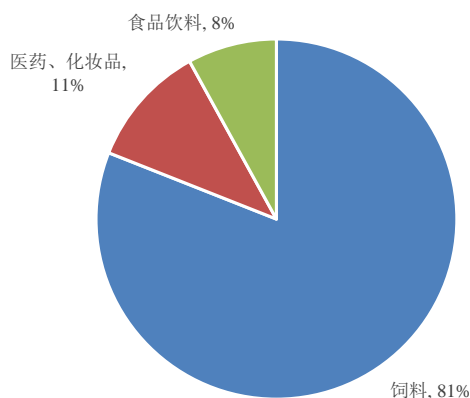


资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

3.2.2 维生素 A 需求稳中有增

目前全球维生素 A 的需求量约在 2~3 万吨左右，下游消费主要在饲料、食品和医药保健品领域。饲料是维生素 A 用量最大的行业，消费占比高达 80%。受非洲猪瘟影响，生猪存栏量持续下降，猪肉价格上涨，生猪养殖积极性回升带动饲料需求，维生素 A 需求预计随之增加。

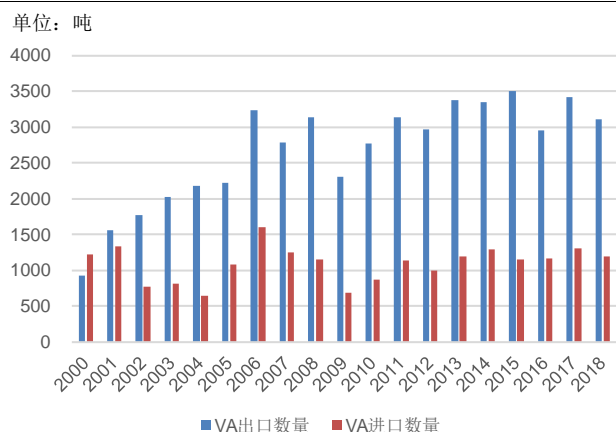
图 25：维生素 A 消费结构



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

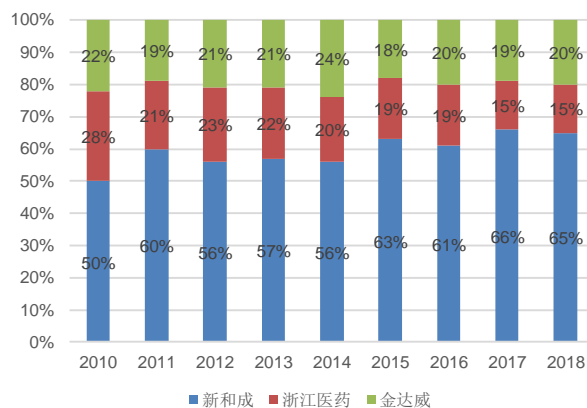
我国维生素 A 以出口为主。从国内出口格局来看，新和成、浙江医药、金达威 3 家企业占据了国内维生素 A 出口市场份额，新和成份额最大，为 65%，龙头地位明显。

图 26：维生素 A 进出口数量



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 27：2010 年-2018 年维生素 A 出口格局



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2.3 维生素 A 技术壁垒高，供给格局较为稳定

与维生素 E 的壁垒主要在于中间体和一体化生产不同，维生素 A 不但受原材料影响明显，而且其本身的合成过程也很复杂，属于资金和技术高度密集行业，投资规模较大，进入门槛较高，行业呈全球寡头垄断格局，供给格局常年保持大体稳定，鲜有外部竞争者有效突破行业壁垒。

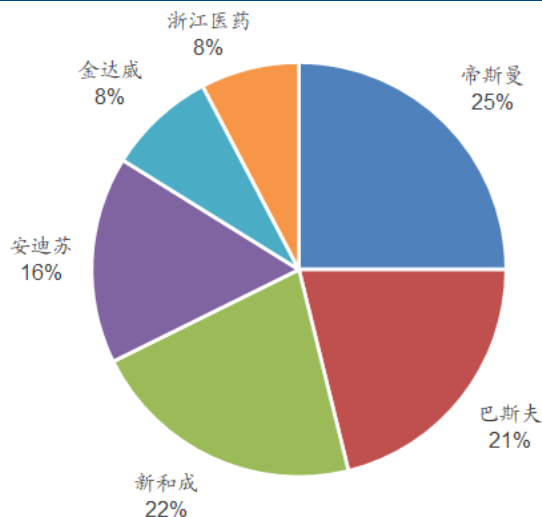
维生素 A 行业处于寡头垄断格局，供给端掌控力度强，企业的开工率较高。目前全球维生素 A 产能共有 3.61 万吨，预计至 2021 年将新增 1.24 万吨至 4.85 万吨。维生素 E 主要生产企业为帝斯曼、巴斯夫、新和成、安迪苏等，目前 CR4 高达 84%。

图 28：全球维生素 A 现有产能及新增情况

VA（50万IU），吨	2017年产能	2018年新增产能	2019年新增产能	2020年新增产能	2021年新增产能	2021年预计产能
帝斯曼	7300	（技改）	（技改）			7300
巴斯夫	6300			8400（德国）		14700
新和成	10000					10000
安迪苏	4200					4200
金达威	2700				4000（中国厦门）	6700
浙江医药	5600					5600
合计	36100					48500

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 29：2017 年维生素 A 市场供给格局（按产量计算）



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

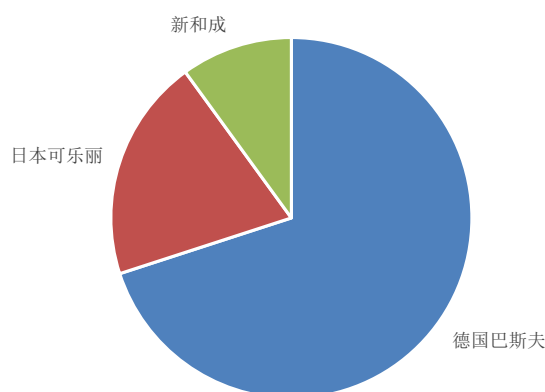
3.2.4 公司自供核心中间体柠檬醛，抗波动能力高于同行

新和成目前维生素 A 产能 10000 吨/年，是全球维生素 A 产能最大的企业。

柠檬醛是维生素 A 关键中间体，柠檬醛合成过程复杂，全球仅 3 家企业工业化生产，供给高度集中，柠檬醛的供应量直接限制维生素 A 的生产能力。巴斯夫是全球最大的柠檬醛供应商，柠檬醛产能 4 万吨，全球占比超过 70%，安迪苏、金达威等公司的柠檬醛也由巴斯夫提供；浙江医药柠檬醛进口自日本可乐丽；新和成拥有柠檬醛的生产能力，可自供维生素 A 生产所需原料，抗波动能力高于同行业其他公司。

新和成柠檬醛现有产能为 8000 吨，目前公司柠檬醛全部用于自给，未对外销售。新和成规划 1.5 万吨/年柠檬醛技改、扩建项目，拟对现有 3000 吨/年柠檬醛生产线进行技改，并且新建 1.2 万吨/年生产线进行外销，目前技改项目已完成，扩产项目正在建设中，新增产能投产后，预计公司柠檬醛产能将达到 2 万吨，进一步稳固维生素 A 行业龙头地位。

图 30：全球柠檬醛供给格局



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

4. 蛋氨酸项目有望“再造一个新和成”

4.1 蛋氨酸价格处历史低位，反倾销调查利好国内企业

蛋氨酸是精细化工中产值超百亿元、供需格局较好且需求稳中有增的产品。目前蛋氨酸价格处于较低水平，随着养殖业景气度回升价格有望反弹。

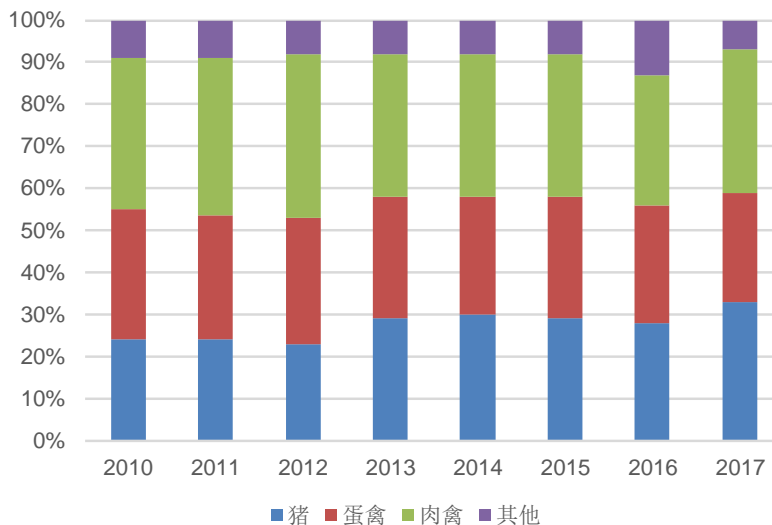
图 31：国产蛋氨酸历史价格变动



资料来源：wind，东兴证券研究所

蛋氨酸是畜禽合成动物蛋白必需的最重要的氨基酸之一，是重要的蛋白质饲料的强化剂和弥补氨基酸平衡的营养添加剂，添加量约为 0.1%~0.3%。蛋氨酸无法在动物体内自然合成，必需从食物中摄取，下游需求刚性。在饲料中添加 0.2%的蛋氨酸与完全不添加蛋氨酸相比，可降低约 23%的禽类饲料成本，性价比很高。蛋氨酸是家禽玉米-豆粕型日粮的第一限制性氨基酸，是猪的第二限制性氨基酸。蛋氨酸应用于禽类饲料的比例远大于其他领域，2017 年 60%的蛋氨酸被应用于禽类饲料，33%被应用于猪饲料。

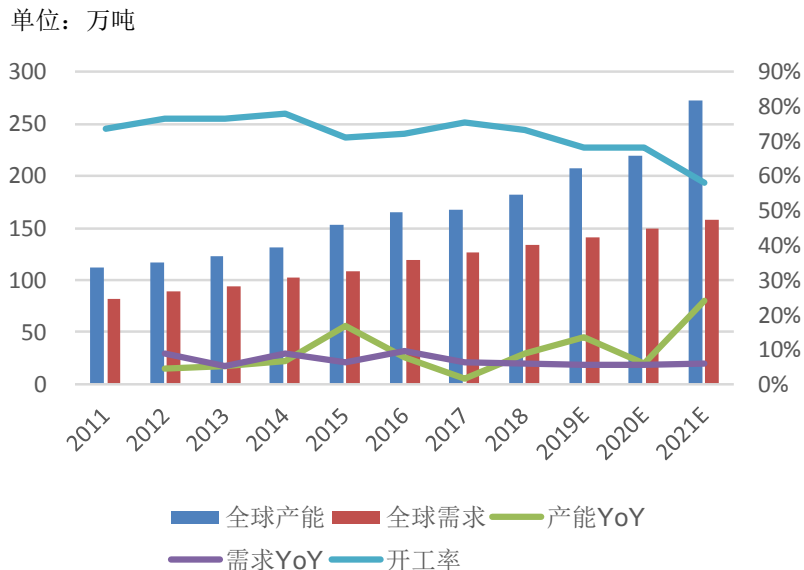
图 32：2010~2017 年蛋氨酸消费结构



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

受益于经济的发展和饲养方式的现代化，人类对于动物蛋白的需求量稳中提升，带动蛋氨酸的需求稳中有增。目前蛋氨酸全球需求量约 130 万吨，且每年保持着约 6% 的增长态势；国内市场需求量约 25 万吨，占全球份额约 20%。

图 33：全球蛋氨酸产能、需求、开工率



资料来源：博亚和讯，FeedInfo，公开资料，东兴证券研究所

由于蛋氨酸生产的技术和资金壁垒高，其生产格局呈海外寡头垄断，行业前 4 大企业均为海外巨头，CR4 高达 85%。直至 2010 年国内厂商才实现蛋氨酸国产项目的正式试产，从而打破了国内蛋氨酸市场基本全部依靠进口的局面。随着在蛋氨酸生产工艺和研发水平方面的逐步提升，加之充分发挥劳动力成本优势和区位优势，国内具备技术和竞争实力的大型厂商有望推动国内蛋氨酸本土化生产的进程，同时积极参与国际竞争，逐步打破全球蛋氨酸行业的国际垄断格局。

目前全球蛋氨酸产能近 170 万吨，未来规划的新增产能较多，若全部如期投放，至 2021 年行业总产能预计将达到 260 万吨。行业扩产集中在海外龙头企业和国内企业新和成等，随着新和成未来产能投放，行业 CR4 将由目前的 85% 降至 76%。预计蛋氨酸行业的需求增长将消化一部分新增产能，其余新增产能或将对行业供应产生一定冲击，行业供需和价格可能会寻找新的平衡。

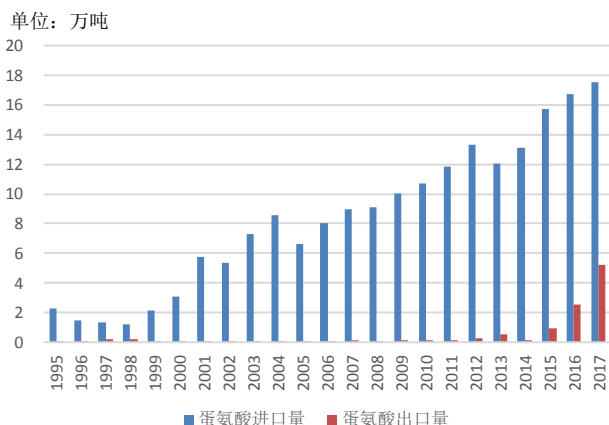
图 34：全球蛋氨酸现有产能及新增情况

（万吨/年）	2017年产能 （折99%含量）	产能分布	2018年新增产能	2019年新增产能	2020年新增产能	2021年新增产能	2021年总产能
赢创	58	美国、德国、比利时、新加坡		15（新加坡）			73
安迪苏	40.6	法国、西班牙、中国南京	5（欧洲）	2（南京，液体蛋氨酸） 0.9（A-dry+产品项目）		18（南京新工厂，液体蛋氨酸）	66.5
诺伟司	25.6	美国					25.6
住友	18.2	日本	10（日本）				28.2
紫光	10	中国宁夏				10（宁夏中卫，仍在规划中）	20
希杰	8	马来西亚					8
新和成	5	中国山东				25（山东潍坊）	30
Volzhsky	2	俄罗斯					2
和邦生物				7（四川乐山）			7
行业总产能	167.4		15	24.9		53	260.3

资料来源：博亚和讯，FeedInfo，公开资料，东兴证券研究所

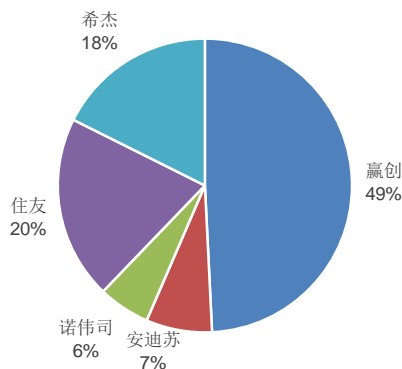
蛋氨酸是我国对外依存度很高的少数大吨位精细化工产品之一，进口依存度较高。据海关总署统计数据，2007~2018，我国蛋氨酸进口量从 9.0 万吨/年增至 16.9 万吨/年，增幅达 88%，进口金额从 2.3 亿美元/年增至 3.5 亿美元/年，增幅达 54%。

图 35：蛋氨酸进出口数量



资料来源：wind，东兴证券研究所

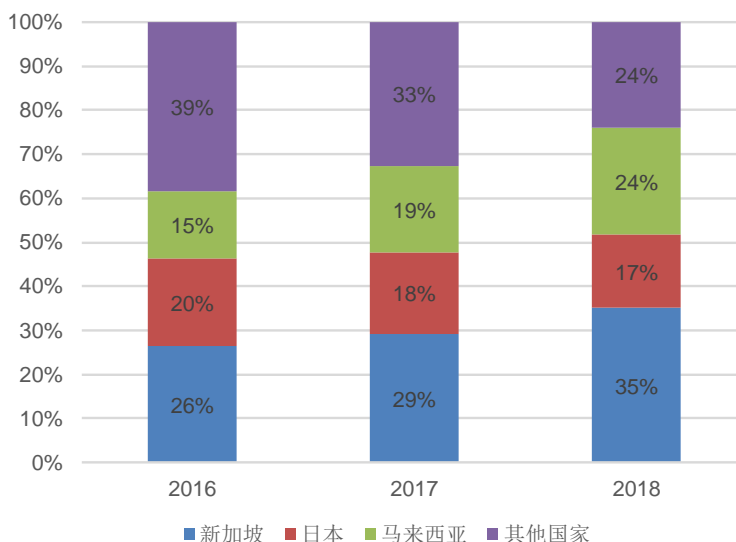
图 36：2017 年国内蛋氨酸进口格局



资料来源：wind，东兴证券研究所

2019 年 3 月宁夏紫光天化公司代表国内蛋氨酸企业提交反倾销调查申请，2019 年 4 月商务部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立案调查。2018 年我国进口自这三地的蛋氨酸占总进口数量的 76%，如果此次反倾销申请成功，国内蛋氨酸价格有望迎来上涨，预计国内蛋氨酸生产企业将获益。

图 37：2016-2018 年我国蛋氨酸进口来源



资料来源：商务部，东兴证券研究所

图 38：估算的倾销幅度

2018年	新加坡	日本	马来西亚
出口价格（CIF）	1937.67	2206.27	2214.79
出口价格（调整后）	1873.63	2141.36	2141.34
正常价值（调整后）	2517.13	3080.36	2997.50
倾销绝对额*	643.50	939.00	856.16
倾销幅度**	33.21%	42.56%	38.66%

注：1、倾销绝对额*=正常价值（调整后）-出口价格（调整后）

2、倾销幅度**=倾销绝对额/出口价格（CIF）

资料来源：商务部，东兴证券研究所

4.2 蛋氨酸二期投产后公司将跻身第一梯队

公司经过 10 年的技术攻关，完全掌握了蛋氨酸的生产工艺。2017 年 1 月，公司一期 5 万吨蛋氨酸项目试产成功，经过设备工艺逐步调试和产品稳步推广，项目产能逐步释放，顺利达产。公司二期 25 万吨蛋氨酸项目预计将于 2021 年建成，届时公司将成为全球第四大蛋氨酸生产公司，跻身行业第一梯队。

蛋氨酸与维生素的下游客户均以农用饲料企业为主，具有相通性，而且公司在全球范围内建立了完善的营销网络，在全球主要饲料市场中均有长期合作且较为稳定的大中型代理商，业务发展的优势显著。

按当前近 2 万元/吨的蛋氨酸市场价格估计，公司的蛋氨酸项目可为公司带来约 60 亿元收入，接近公司 2017 年营业收入，具备“再造一个新和成”的潜力。

5. 香精香料业务市场空间广阔，盈利稳定

公司坚持以产品链为核心的发展战略，致力于在相同的精细化工产业链上丰富和完善

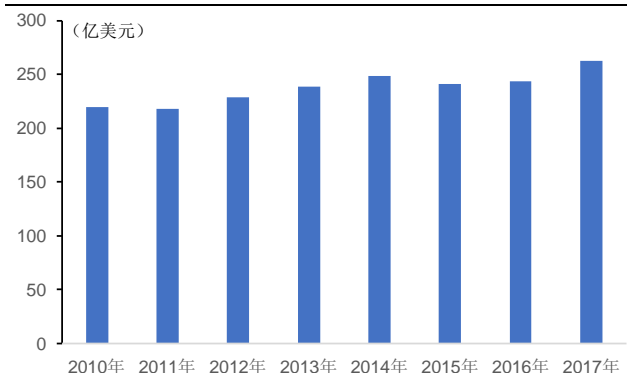
产品线。公司主导产品维生素 A、维生素 E 的工艺路线长，中间品多，有许多中间品可以作为香料出售，公司自然而然开始发展香精香料业务版块，并且越做越大。香精香料版块已经成为公司核心业务之一，2018 年收入占比 24.02%，毛利占比 24.40%。

5.1 市场空间广阔，需求稳定增长

香精是由人工合成的模仿水果和天然香料气味的浓缩芳香油，香料是具有令人愉快的芳香气味，能用于调配香精的化合物或混合物，按其用途有日用化学品用香料、食用香料和烟草香料之分。香精香料广泛应用于食品、饮料、化妆品等多个行业。

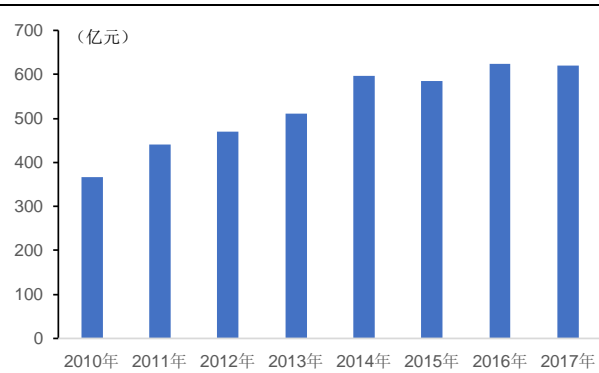
随着经济发展，人们生活质量不断提高，对于香精香料的需求也越来越多。根据 Leffingwell & Associates 的统计数据，全球香料香精市场 2006 年的销售额为 180 亿美元，2017 年达到 263 亿美元，CAGR 约为 3.5%。由于中国经济的发展和国民生活水平的提高，以及全球香料香精工业的跨国转移，我国香料香精需求和供给双向增长，香料香精行业发展较快、市场规模不断扩大，2017 年我国香精香料行业市场规模约 621 亿元，2010~2017 年 CAGR 达 7.8%。

图 39：2010~2017 年全球香精香料市场规模



资料来源：Leffingwell & Associates，东兴证券研究所

图 40：2010~2017 年我国香精香料市场规模



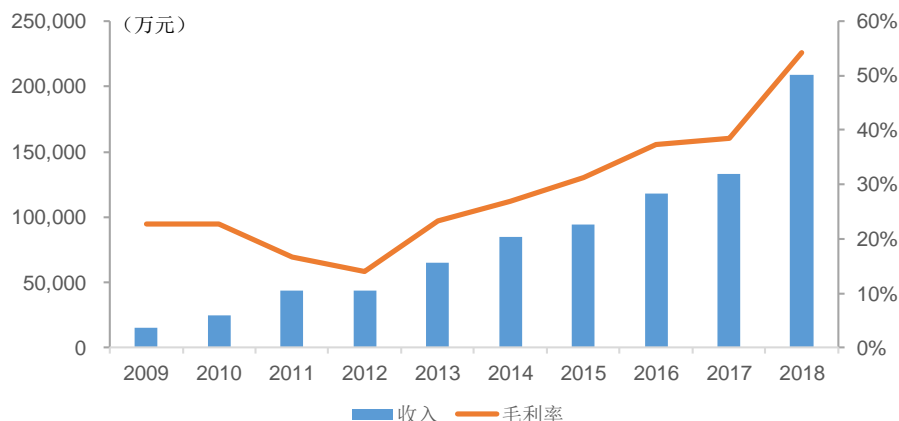
资料来源：中化新网，东兴证券研究所

5.2 公司香精香料业务盈利不断增长

公司香精香料产品应用覆盖日化、食品和医药等各大领域。主要产品包括芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等。

公司的香精香料业务和维生素业务有一定的协同作用，如芳樟醇和柠檬醛分别是生产维生素 E 和维生素 A 的重要原料，主要原料统一，产品具备规模效应，有利于降低生产成本，从而提高盈利水平。公司香精香料业务收入规模不断增长，2018 年香精香料业务收入为 20.86 亿元，占公司总收入 24.02%。由于生产工艺的优化和与其他业务版块的协同作用，公司香精香料业务毛利率呈稳步上升趋势，2018 年毛利率为 54.22%，实现毛利 11.31 亿元，毛利占比 24.40%，已成为公司利润重要来源。

图 41：新和成香精香料业务收入与毛利率情况



资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

公司的香精香料业务产品种类不断丰富，根据公司的环评文件，公司目前有多个香精香料产品项目处于建设中，预计新产品将不断投放，发展趋势良好，有望保持较高的收入增速。

图 42：新和成香精香料版块在建项目

产品	规划产能（吨/年）	产品	规划产能（吨/年）
柠檬醛	12000	环戊酮	3000
乙酸香茅酯	600	乙基麦芽酚	6000
乙酸香叶酯	600	甲基麦芽酚	3000
α-紫罗兰酮	2500	戊基桂醛	3000
α-甲基紫罗兰酮	2500	己基桂醛	5000
丁位内酯	500	女贞醛	1600
薄荷醇(脑)	10000	苯乐戊醇	1000
香兰素	5000		

资料来源：公司环评报告，东兴证券研究所

6. 新材料业务拓宽公司的业务版图

新材料业务是公司未来的支柱产业，公司以成本领先为导向，坚持一体化、系列化发展思路，重点发展大产品，构建化工聚合、特种纤维、应用加工等技术平台，实现系列化产品，提升市场竞争力。目前公司新材料重点产品主要有 PPS、PPA 等，均有良好的发展前景。

6.1 PPS 性能优异，需求旺盛

聚苯硫醚(PPS)是特种工程塑料的一种，其产需量位居尼龙、聚碳酸酯等五大通用工程塑料之后，有第六大工程塑料之称。聚苯硫醚具有耐高温、耐辐射、阻燃、低粘度、高尺寸稳定性、良好的耐熔剂和耐化学腐蚀性、优良介电性能及耐磨损等特性，可用于纺织、电子电器、汽车零部件制造等许多行业。

目前，世界主要 PPS 生产厂家分布在美国、日本、德国和中国。日本是 PPS 最大生产国，其生产能力占世界总产能的 45%以上。

图 43：2017 年全球 PPS 产能情况

企业名称	国家/地区	产能(万吨/年)	备注
DIC 株式会社	日本	3.4	张家港建0.6万吨/年装置
KUREHA 吴羽化学	日本	2.5	
TORAY 株式会社	日本	2.76	韩国建0.86万吨/年装置
Chevron Phillips	美国	2	被SOLVAY收购
FORTON	美国	1.5	
Bayer	德国	0.8	
四川得阳化学有限公司	中国	3.4	2014年停产，现恢复生产，每月大约150~250吨/月
昊华鸿鹤化工有限责任公司	中国	3	停产状态
浙江新和成股份有限公司	中国	2.1	包含1.5万吨/年纤维级PPS产能和同帝斯曼合资设立的帝斯曼新和成工程塑料有限公司0.6万吨/年复合PPS产能；还有1.5万吨/年纤维级PPS生产线、1.4万吨/年复合PPS生产线待建设
内蒙古伊藤高科有限公司	中国	0.3	
敦煌西域特种新材股份有限公司	中国	0.4	
江苏瑞泰科技有限公司	中国	0.5	

资料来源：《现代化工》第39卷第3期，公司公告，东兴证券研究所

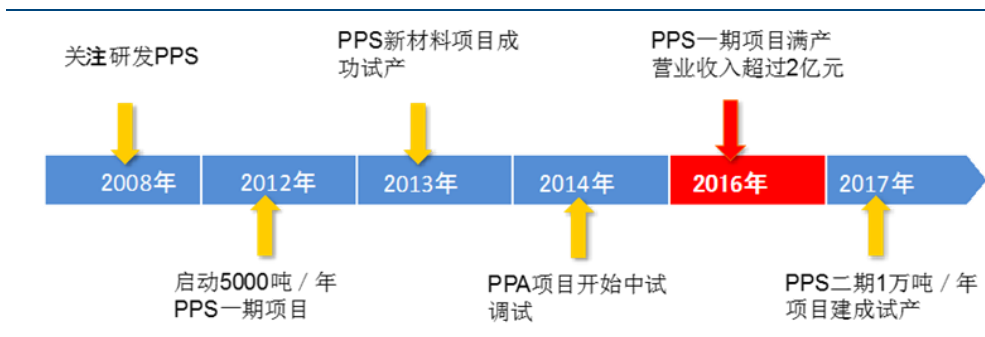
我国 PPS 生产企业大都采用引进消化吸收技术为主，但创新能力仍明显不足。我国 PPS 的产能和产量远远不能满足实际生产的需求，每年都需要大量进口，且呈逐年增加态势，国内产能最大的两家企业四川得阳停产后部分生产，昊华鸿鹤由于环保问题还处于停产状态，加剧了聚苯硫醚的供应缺口。

目前新和成是国内最大的 PPS 生产制造商，规划纤维级 PPS 产能 3 万吨（已投产 1.5 万吨）、复合 PPS 产能 2 万吨（已投产 0.6 万吨）。新和成纤维级 PPS 一期 5000 吨/年项目在 2016 年基本处于满产的状态；二期 1 万吨/年项目已经于 2017 年 3 月底建成试生产，目前运行正常，产出产品达到设计要求；未来还有三期工程 15000 吨/年生产线待建设。

与闰土、帝斯曼合作，打通上下游。新和成 PPS 业务分为 4 块，分别为：原材料配套，聚合，改性，做功能件。原材料配套和浙江闰土合作，通过合作设立合资公司浙江赛亚化工材料有限公司，实现原材料就近配套。改性方面，公司与帝斯曼合作。帝斯曼主要负责研发和销售，新和成负责出人力物力进行生产。研发、销售平台启动全球进行，生产产地在上虞。公司与帝斯曼合资设立的帝斯曼新和成工程塑料（浙江）有限公司 6000 吨/年复合聚苯硫醚（PPS）已建成投产，未来还有 14000 吨/年生产线将要建设。

新和成的 PPS 工艺通过了日本、美国等地的认证，产品已经出口日本、韩国、欧洲和美国等市场，初步获得了客户认可。公司的 PPS 项目已经从生产工艺上实现突破，形成了自己的专有技术，在性能和成本上都具备了与国际生产企业竞争的能力，发展潜力巨大。

图 44：公司新材料业务发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6.2 PPA 有望打破国外垄断

公司在新材料领域还涉及高温尼龙（PPA）项目。聚邻苯二甲酰胺，简称 PPA，是一种半结晶性热塑性芳香族聚酰胺，俗称芳香族高温尼龙，属于半芳香族聚酰胺工程塑料。长期工作温度可达 180 度，短期耐温可达 290 度，具有高模量、高硬度、高性价比、低吸水率、尺寸稳定性、优秀的可焊接性等优点。

PPA 在电子电气和汽车等领域具有广阔的应用前景。我国虽然现已成为全球最大的聚酰胺纤维消费国，但是聚酰胺工程塑料生产规模小、技术落后、产品档次不高、品种牌号不全，难以满足国内需求，每年都需要大量进口，尤其是耐高温聚酰胺工程塑料方面。

新和成在建 1 万吨/年高温尼龙（PPA）项目，有望解决高温尼龙产品被国外企业垄断或封锁的现状，带动上下游产业的发展。目前公司一期 1000 吨/年生产线已建成，二、三期 9000 吨/年生产线将根据市场需求分期或合并建设实施。

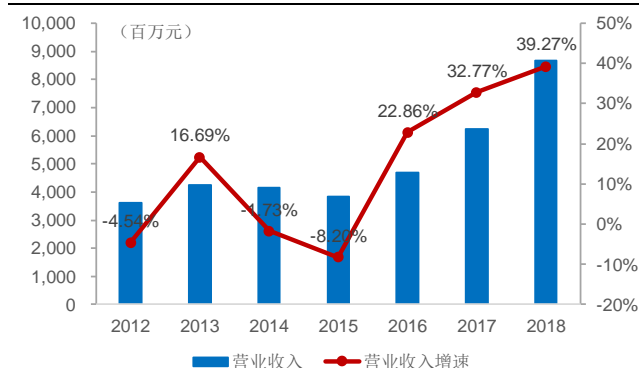
7. 业绩成长性好、现金流稳健

业绩成长性好。2016 年至今公司营业收入与净利润均快速上升，业绩保持稳定增长。受益于维生素价格上涨，2018 年公司净利润增长 80.79%。

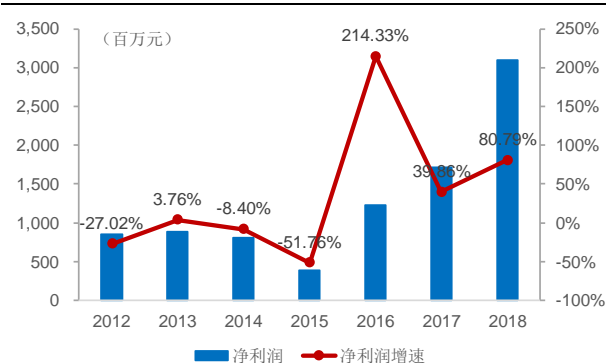
毛利率与净利率稳中有升。除 2015 年维生素价格下跌影响外，公司毛利率波动较低，整体维持在较高水平，2016 年以来，公司毛利率和净利率均稳定回升。

图 45：公司收入 2016 年至今稳定增长

图 46：公司净利润 2016 年至今增长较快

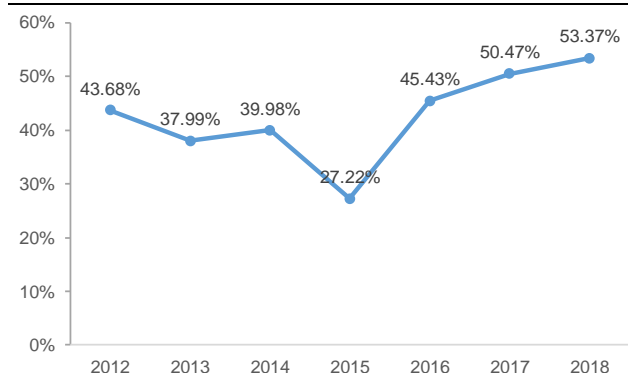


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



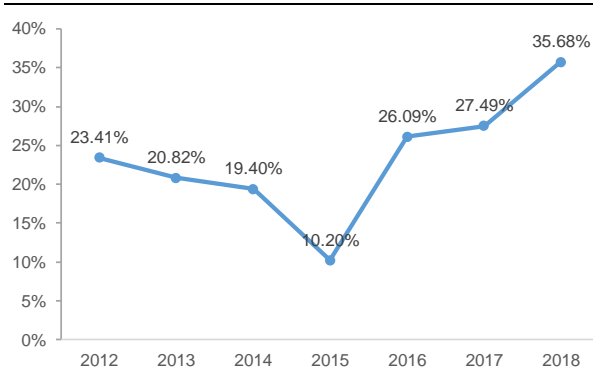
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 47：公司毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

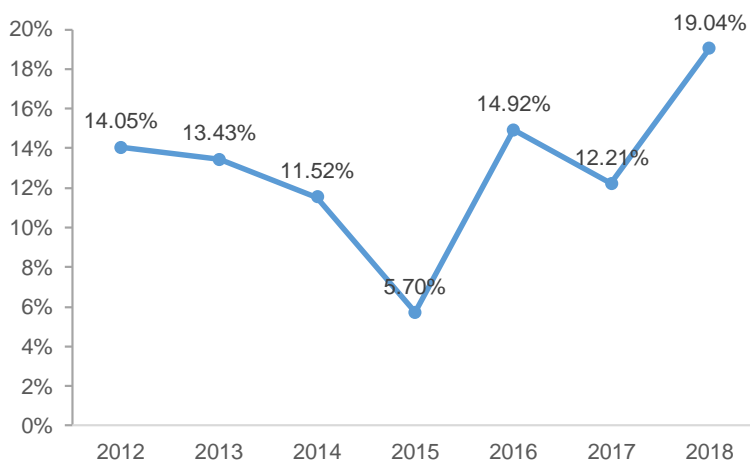
图 48：公司销售净利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

ROE 基本稳定。2015 年受维生素价格处于低谷影响，2017 年公司非公开发行股票募集资金 49 亿元致净资产大幅增加，公司 2015 年与 2017 年 ROE 出现较大幅度下滑，其余年份 ROE 基本保持稳定。2018 年公司 ROE 增长至 19.04%，盈利能力良好。

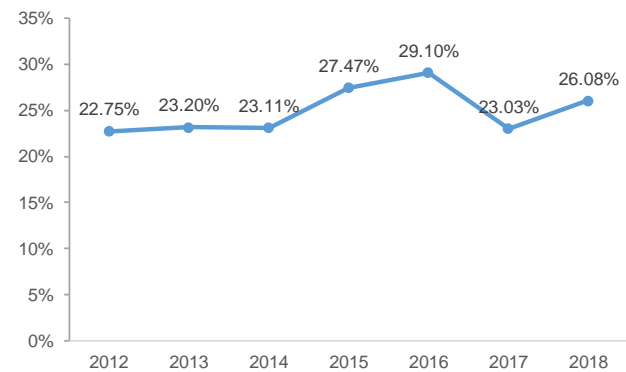
图 49：公司 ROE 情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

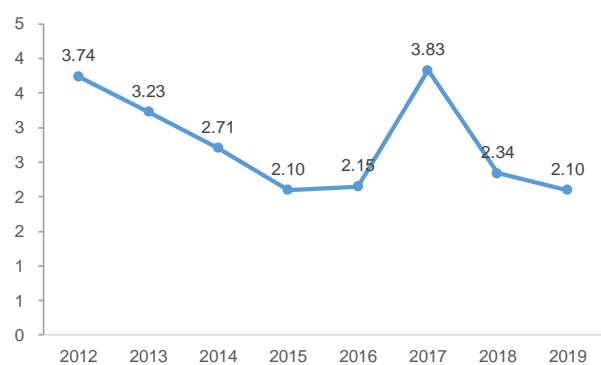
资产负债率低，流动性良好。公司资产负债率长期保持稳定，2017 年公司非公开发行股票后资产负债率进一步降低。2018 年末，公司的资产负债率为 26.08%。公司流动比率有所波动，但整体保持在较高水平，流动性良好。

图 50：资产负债率低，财务稳健



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

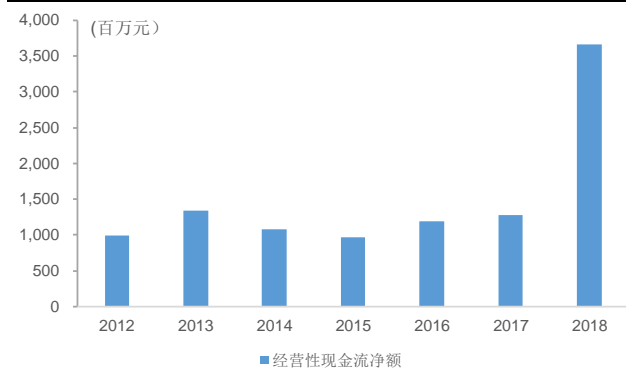
图 51：公司流动比率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

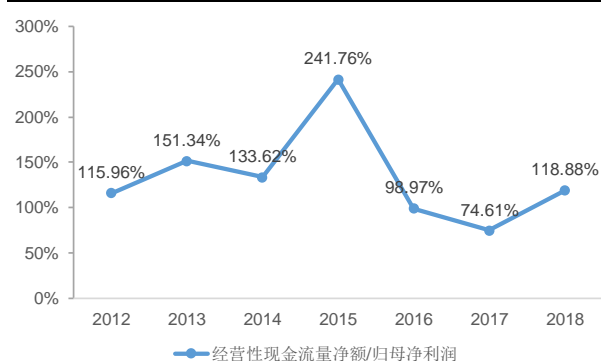
现金流充裕且稳健。2018 年维生素价格上涨导致公司经营性现金流大幅增加，其余年份经营性现金流均保持稳定。各年经营性现金流与归母净利润的比值基本稳定，收益质量较高。

图 52：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 53：公司经营性现金流比率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

8. 投资建议

新和成作为国内优质的精细化工合成龙头，在维生素、香精香料、新材料、蛋氨酸等领域均取得了较高的市场地位。维生素主业中，维生素 E 新产能将带来新增长，维生素 A 核心中间体扩大供应，行业龙头地位稳固；香精香料业务市场空间广阔，盈利稳定；蛋氨酸、新材料业务潜力巨大，发展前景良好。

我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 24.32 亿元、32.63 亿元、40.68 亿元，

EPS 分别为 1.13 元、1.52 元、1.89 元。目前股价对应 P/E 分别为 18 倍、13 倍、11 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图 54: P/E band



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 55: P/B band



资料来源：Wind、东兴证券研究所

9. 风险提示

主要产品价格下降；行业新增产能投放过快；环保力度减弱。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11787	10678	10210	11746	14900	营业收入	6235	8683	8381	10228	12568
货币资金	7358	2611	2120	2985	5175	营业成本	3088	4049	4326	4923	6001
应收账款	1688	1707	1648	2011	2471	营业税金及附加	97	144	139	169	208
其他应收款	545	558	539	630	739	营业费用	211	252	243	297	365
预付款项	27	34	36	41	50	管理费用	598	351	339	413	508
存货	1555	1446	1545	1758	2143	财务费用	151	24	62	53	36
其他流动资产	613	4321	4321	4321	4321	资产减值损失	58	10	-2	22	30
非流动资产合计	6396	11257	12261	12712	12611	公允价值变动收益	0	-8	0	0	0
长期股权投资	173	240	263	284	305	投资净收益	43	169	23	21	21
固定资产	5242	8869	9881	10343	10254	营业利润	2118	3630	2857	3833	4779
无形资产	627	1243	1211	1180	1148	营业外收入	2	24	0	0	0
其他非流动资产	353	905	905	905	904	营业外支出	2	14	0	0	0
资产总计	18183	21935	22470	24458	27511	利润总额	2118	3640	2857	3833	4779
流动负债合计	3075	4567	4205	4155	4783	所得税	404	541	425	570	711
短期借款	1172	1893	1893	1893	1893	净利润	1714	3098	2432	3263	4068
应付账款	783	1037	1103	1255	1579	少数股东损益	9	20	0	0	0
预收款项	13	19	64	78	96	归属母公司净利润	1704	3079	2432	3263	4068
一年内到期的非	207	640	0	0	0	EBITDA	2630	4102	3438	4455	5436
非流动负债合计	1112	1152	1152	1152	1152	EPS（元）	0.79	1.43	1.13	1.52	1.89
长期借款	924	388	388	388	388	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4187	5720	5357	5308	5936	成长能力					
少数股东权益	39	45	45	45	45	营业收入增长	32.77%	39.27%	-3.48%	22.03%	22.88%
实收资本（或股	1264	2149	2149	2149	2149	营业利润增长	44.14%	71.36%	-21.31%	34.16%	24.69%
资本公积	5413	4528	4528	4528	4528	归属于母公司净利	41.72%	80.64%	-21.02%	34.16%	24.69%
未分配利润	6638	8621	9306	11017	13035	获利能力					
归属母公司股东	13957	16170	17068	19106	21530	毛利率(%)	50.47%	53.37%	48.38%	51.87%	52.25%
负债和所有者权	18183	21935	22470	24458	27511	净利率(%)	27.34%	35.46%	29.02%	31.90%	32.37%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.37%	14.04%	10.82%	13.34%	14.79%
单位：百万元						ROE(%)	12.21%	19.04%	14.25%	17.08%	18.90%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	1272	3660	3252	3143	4369	资产负债率(%)	23%	26%	24%	22%	22%
净利润	1704	3079	2432	3263	4068	流动比率	3.83	2.34	2.43	2.83	3.11
折旧摊销	370	458	519	570	621	速动比率	3.33	2.02	2.06	2.40	2.67
财务费用	151	24	62	53	36	营运能力					
应收账款减少	-806	-19	59	-363	-460	总资产周转率	0.42	0.43	0.38	0.44	0.48
预收账款增加	7	5	45	14	18	应收账款周转率	4.85	5.12	5.00	5.59	5.61
投资活动现金流	-331	-8249	-1500	-1000	-500	应付账款周转率	7.89	9.54	7.84	8.68	8.87
公允价值变动收	0	-8	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减	-73	-67	-23	-21	-21	每股收益(最新摊	0.79	1.43	1.13	1.52	1.89
投资收益	43	169	23	21	21	每股净现金流(最新	4.21	-2.25	-0.23	0.40	1.02
筹资活动现金流	4419	-308	-2243	-1278	-1680	每股净资产(最新摊	6.50	7.53	7.94	8.89	10.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	423	-536	0	0	0	P/E	25.58	14.16	17.93	13.36	10.72
普通股增加	175	885	0	0	0	P/B	3.12	2.70	2.55	2.28	2.02
资本公积增加	4695	-885	0	0	0	EV/EBITDA	7.83	10.70	12.73	9.63	7.49
现金净增加额	5324	-4826	-491	865	2189						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。