

# VA、VE 行业景气向上，多点开花未来成长可期

## 投资要点

- VA、VE 行业景气向上，支撑利润重心上移。**维生素业务占公司利润 60-70%，业绩受价格波动影响大。维生素下游需求饲料为主，每年 3% 稳定增长，2019 年需求主要受猪瘟不利影响，未来有望受益补栏需求。供给端，VA 进入壁垒极高，竞争格局常年稳定，全球产能 3.7 万吨，需求约 3 万吨。2018 年巴斯夫装置恢复不及预期，VA 全球供应偏紧。VE 行业整合后格局由“竞争”转向“盈利”，价格有望走出多年下行周期，逐步进入合理盈利区间，VE 全球产能 24 万吨，需求约 20 万吨，整合落地后能特 4 万吨 VE 装置计划整改，减少市场供应。我们预计维生素业务将维持景气向上，公司 VA 产能 1 万吨、VE 产能 4 万吨，价格分别上涨元 50/kg、10 元/kg，对应业绩增厚 3.3 亿、4.1 亿。
- 10 万吨蛋氨酸将投产，贡献重要业绩增量。**全球蛋氨酸产能 183 万吨，计划新增 75 万吨，需求 135 万吨，下游需求稳定，每年 5% 增速。蛋氨酸由于工艺壁垒高、资金投入大，全球寡头垄断竞争，CR4 为 87%，2018 年国内净进口蛋氨酸 14 万吨。2015 年蛋氨酸从 5 万元/吨下滑至 1.8 万元/吨的历史底部，2019 上半年紫光申请反倾销调查有望提振国内价格。公司十年研发攻克蛋氨酸生产工艺，2017 年成功运行 5 万吨产能，成本具有竞争力，2019 年预计新增 10 万吨，2021 年再增加 15 万吨，随着项目投产公司利润将迎来提升。
- 香料香精市场广阔，利润贡献稳步提升。**随着人们对生活品质要求提高，香料香精需求稳步增长，全球市场增速 5%。凭借技术协同优势，公司香料香精业务快速发展，毛利从 10 年 5000 万增长到 18 年 11 亿，在芳樟醇、柠檬醛、叶醇、紫罗兰酮等品种占据龙头地位，2019 下半年公司 3000 吨麦芽酚试车，未来仍有新品种不断布局，保障香料香精业务稳定增长。
- PPS 产能快速释放，新的业绩增长点。**2018 年全球聚苯硫醚 (PPS) 市场规模估计为 11.9 亿美元。预计在 2019-2025 年 PPS 复合年增长率将达到 8.8%。公司完成前期市场认证，新增 1 万吨产能已满负荷运行，成为新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.19、1.43、1.64 元，对应 PE 分别 17、15、13 倍，VA、VE 景气向上，未来成长空间大，给予公司 2020 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 28.65 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**项目投产或不及预期；维生素价格大幅下滑风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8683.38	8877.05	11503.10	13899.28
增长率	39.27%	2.23%	29.58%	20.83%
归属母公司净利润(百万元)	3078.88	2554.93	3078.18	3522.43
增长率	80.64%	-17.02%	20.48%	14.43%
每股收益 EPS(元)	1.43	1.19	1.43	1.64
净资产收益率 ROE	19.11%	14.19%	14.94%	14.97%
PE	15	17	15	13
PB	2.76	2.47	2.16	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuec@swsc.com.cn

联系人: 周峰春  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	21.49
流通 A 股(亿股)	21.21
52 周内股价区间(元)	13.4-21.76
总市值(亿元)	446.71
总资产(亿元)	234.70
每股净资产(元)	7.76

## 相关研究

## 目 录

1 依托维生素发展壮大，香料香精、新材料多点开花.....	1
2 维生素景气向上，新业务加速成长.....	3
2.1 维生素：决定利润中枢，周期波动巨大 .....	3
2.2 香料香精：发挥技术协同优势，潜心布局逐步壮大.....	6
2.3 蛋氨酸：项目投产在即，利润贡献可期 .....	7
2.4 新材料：通过市场认证阶段，PPS 迎来增长加速期.....	9
2.5 生物发酵：立足当地资源优势，战略布局生物发酵.....	10
2.6 甜味剂：以三氯蔗糖为入口，进军甜味剂新领域 .....	11
3 盈利预测与估值.....	12
4 风险提示 .....	13

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司归母净利润(亿元)及增速.....	2
图 3: 分业务毛利比重变化(亿元).....	2
图 4: VA 行业竞争格局.....	3
图 5: 关键中间体柠檬醛生产企业.....	3
图 6: 罗氏法 VA 合成工艺.....	3
图 7: 巴斯夫法 VA 合成工艺.....	3
图 8: VA 价格走势回顾.....	4
图 9: VE 各种生产工艺路线.....	4
图 10: VE 竞争格局变化(油).....	4
图 11: VE 历史价格回顾.....	5
图 12: DSM 整合能特科技 VE 资产.....	5
图 13: VE 竞争格局重塑.....	5
图 14: 2008-2017 年全球香料香精市场规模增长情况.....	6
图 15: 公司香料香精业务收入、毛利(亿元)及增速.....	7
图 16: 蛋氨酸行业竞争格局.....	8
图 17: 全球蛋氨酸产能、需求(万吨)及开工率.....	8
图 18: 蛋氨酸历史价格回顾.....	8
图 19: 全球 PPS 市场规模及预测.....	9
图 20: 公司新材料产能布局情况(万吨).....	10
图 21: PPS、PPA 产业链.....	10
图 22: 维生素 C 市场竞争格局.....	11
图 23: 维生素 C 价格回顾(元/公斤).....	11
图 24: 国内三氯蔗糖竞争格局.....	11
图 25: 三氯蔗糖两种生产工艺及关键环节.....	12

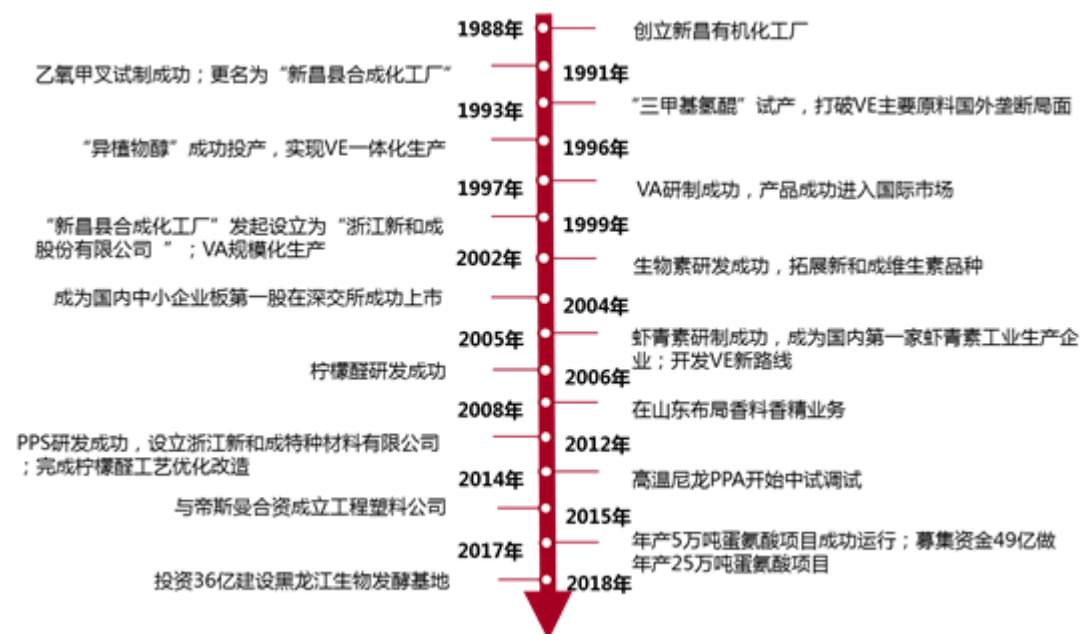
## 表 目 录

表 1: 公司在建及规划项目.....	2
表 2: 香料品种分类.....	6
表 3: 2019-2021 年全球蛋氨酸产能扩产计划.....	8
表 4: 黑龙江生物发酵基地建设产品内容.....	10
表 5: 分业务收入及毛利率.....	12
表 6: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

## 1 依托维生素发展壮大，香料香精、新材料多点开花

新和成前身是新昌有机化工厂，由胡柏藩老师带领 6 名学生成立。从 10 万元从事提纯废酒精起家到研发出乙氧甲叉收获第一桶金，公司从此开启创新之路，通过研发打入拥有高技术壁垒的细分领域，凭借自身研发实力以及与高校密切合作，近 20 年来陆续突破了 VA、VE、柠檬醛、芳樟醇、PPS、蛋氨酸等产品和中间体的关键工艺，进入国内原本空白的细分领域，彰显了公司强大的研发和创新能力。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司成长历程分四大时期：1) 2002-2007 年生产 VA、VE，受国外巨头打压，成本压力大，公司每年盈利不足 1 亿；2) 2008-2011 年维生素景气大幅提升，公司突破关键中间体柠檬醛，盈利提高到 10-13 亿；3) 2012-2015 年维生素景气回落，公司布局新材料、蛋氨酸，盈利中枢 8 亿，2015 年景气低点盈利 4 亿；4) 2016-2018 年环保督察维生素进入景气周期，同时香料香精业务快速增长，整体盈利从 10 亿左右增长至最高 30 亿。公司盈利中枢容易受维生素价格波动影响，同时公司也在不断布局新业务，香料香精业务已经占比达 30%，新材料、蛋氨酸也开始贡献利润。

**图 2: 公司归母净利润(亿元)及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 3: 分业务毛利比重变化(亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

公司项目储备丰富，未来成长道路清晰，根据在建工程和环评报告，公司将拓宽原有维生素产品线、继续壮大布局新业务：1) 维生素方面拓展品类，战略布局生物发酵方向，主要是VC、VB2、VB12以及VB6，可充分利用现有客户协同效应，另外将VE项目搬迁至山东基地，利用当地资源优势和园区配套；2) 香料香精方面继续增加和扩大产品系列，包括麦芽酚、薄荷醇等；3) 进军协同业务甜味剂，规划6000吨三氯蔗糖(分两期2000+4000吨)；4) 新材料方面继续提高产能，1.5万吨PPS已满负荷，还有1.5万吨产能计划建设；5) 蛋氨酸是带来利润增量的重要项目，2019年底投产10万吨，2021年投产15万吨。

**表 1: 公司在建及规划项目**

项目名称	投资金额	建设内容	进展
黑龙江生物发酵项目	36亿	叶红素500吨、己糖酸3万吨、淀粉乳折纯14.67万吨、葡萄糖折纯15.51万吨、山梨醇(含量70%)6万吨	预计2019下半年投产
山东工业园615项目	2.09亿	3000吨麦芽酚项目	2019年下半年试生产
山东产业园一期项目	31.16亿	2万吨维生素E及配套项目	2019下半年投产，替代原有VE
年产25万吨蛋氨酸项目	53亿	10万吨固态蛋氨酸、15万吨液态蛋氨酸	10万吨项目预计2019年底投产；15万吨项目预计2021年投产
年产11000吨营养品及9000吨精细化学品项目		一期：2000吨三氯蔗糖、5000吨维生素B6等；二期4000吨三氯蔗糖等	环评公示
上虞工业园PPS三期项目		15000吨纤维级PPS	尚未动工

数据来源: 公司公告、环评报告, 西南证券整理

## 2 维生素景气向上，新业务加速成长

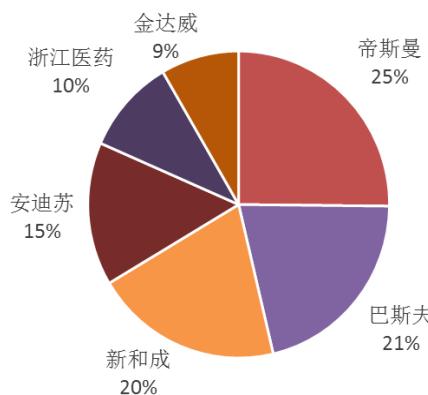
公司业务可分为维生素、香料香精、新材料、蛋氨酸、生物发酵、医药等，目前维生素业务占比第一，因为维生素价格大幅波动带给公司周期属性，未来随着新项目释放业绩，公司成长属性将更加明显。

### 2.1 维生素：决定利润中枢，周期波动巨大

#### 2.1.1 VA：BASF 装置不稳定，行业将维持高景气

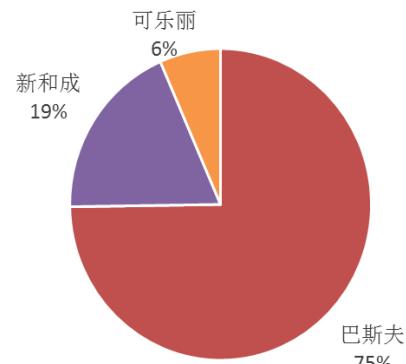
VA 行业进入壁垒非常高，寡头竞争格局：巴斯夫、帝斯曼、新和成、浙江医药、安迪苏和金达威，VA 生产工艺分巴斯夫法和罗氏法，两种工艺都涉及  $\beta$ -紫罗兰酮的合成，而关键中间体柠檬醛技术难度极高，全球只有巴斯夫、日本可乐丽和新和成掌握，巴斯夫负责供应全球 VA 生产所需要的柠檬醛。

图 4：VA 行业竞争格局



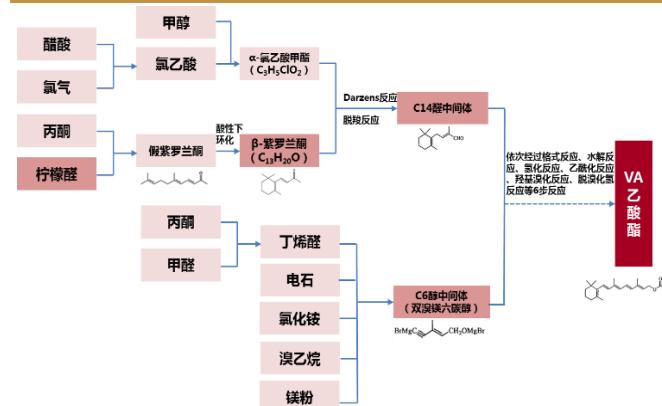
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：关键中间体柠檬醛生产企业



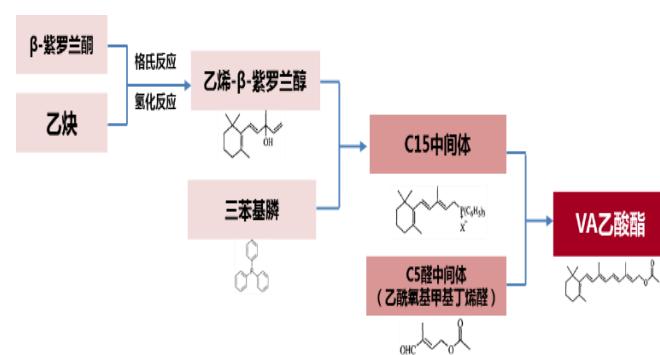
数据来源：CCM 数据，西南证券整理

图 6：罗氏法 VA 合成工艺



数据来源：知网，西南证券整理

图 7：巴斯夫法 VA 合成工艺

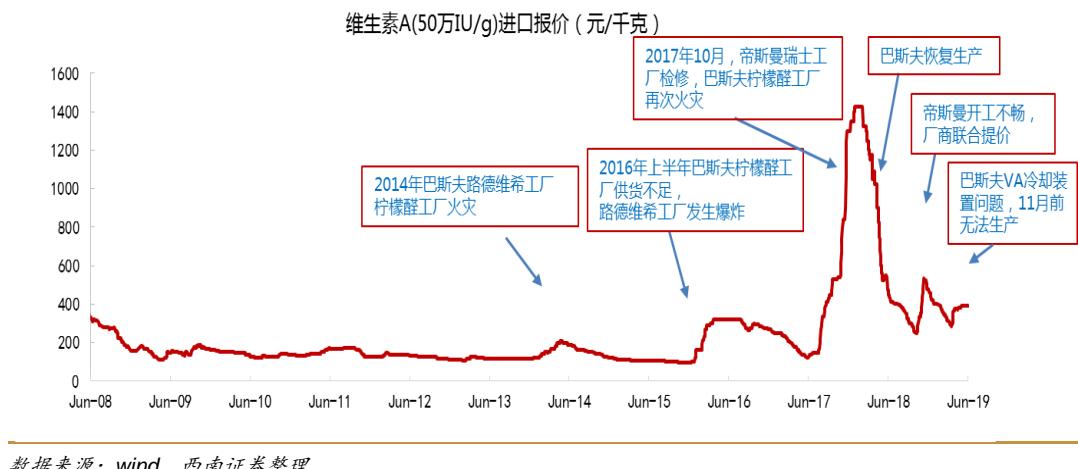


数据来源：知网，西南证券整理

巴斯夫装置年龄有 70-80 年，存在设备老化问题，2014-2017 年均有事故发生，其中 2017 年 10 月的柠檬醛工厂火灾事故导致全球 VA 供应紧张，报价从 160 元/公斤上涨至最高 1400 元/公斤，2018 年随着巴斯夫装置恢复，VA 价格回落，不过从市场供应看巴斯夫装置恢复不

及预期, VA 价格维持在 400 元/公斤。2019 年 6 月巴斯夫 VA 冷却装置故障, 9-10 月将公布维修进展。

图 8: VA 价格走势回顾

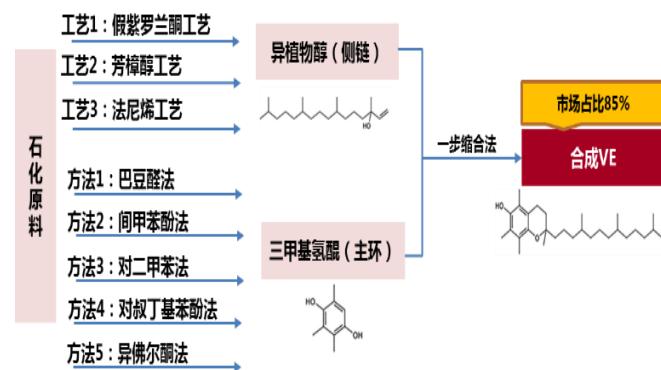


考虑到巴斯夫装置老化严重, 设备运行故障频发, 2017 年柠檬醛工厂灾后恢复不及预期, 加上 VA 技术难度高, 开工负荷提升需要漫长的时间过程, 我们预计 VA 价格将保持坚挺。新和成现有 VA 产能 10000 吨, 关键原料柠檬醛 8000 吨, 能够完全自给, 保障 VA 满负荷运行。

### 2.1.2 VE: 行业整合格局优化, VE 盈利中枢将提升

VE 生产有两个关键中间体: 主环三甲基氢醌和侧链异植物醇, 合成三甲基氢醌的工艺路线有 5 种, 合成异植物醇的工艺路线有 3 种, 近年来能特科技陆续实现对二甲苯法合成三甲基氢醌和法尼烯工艺合成异植物醇, 并且凭借较大的成本优势在 VE 行业占据一席之地, 受新进入者冲击, VE 价格重心不断下移, 从 2010 年 200 元/公斤一路下滑至 2018 年最低 35 元/公斤。

图 9: VE 各种生产工艺路线

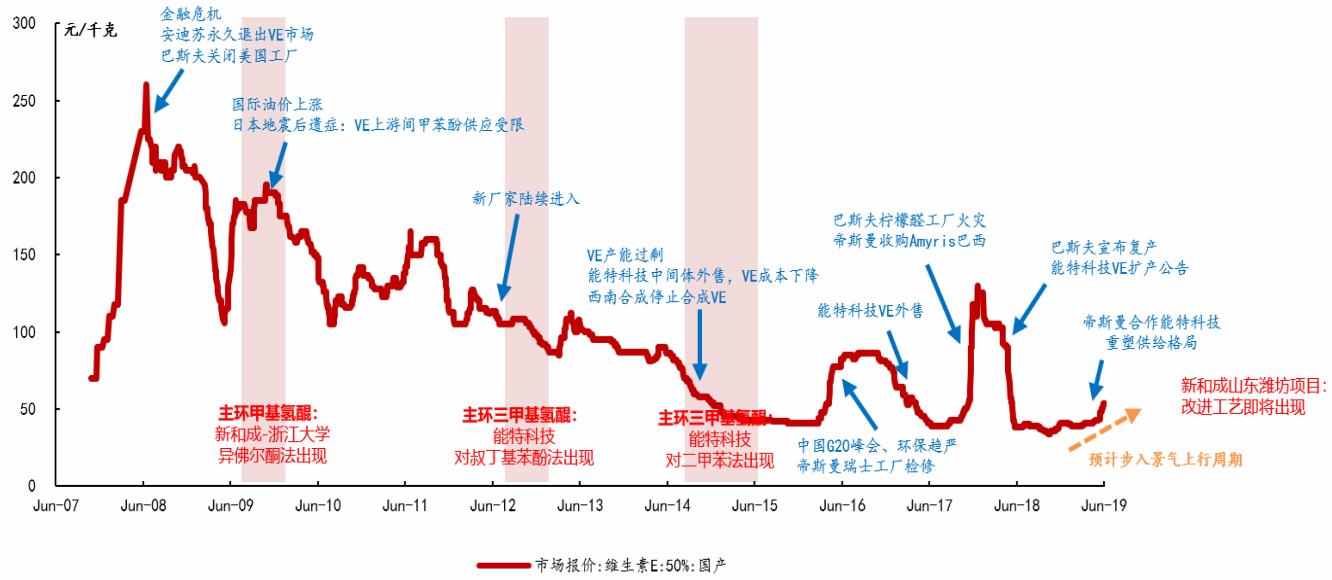


数据来源: 知网, 西南证券整理

图 10: VE 竞争格局变化(油)



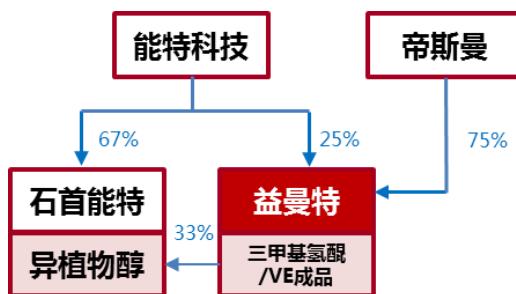
图 11: VE 历史价格回顾



数据来源: wind, 西南证券整理

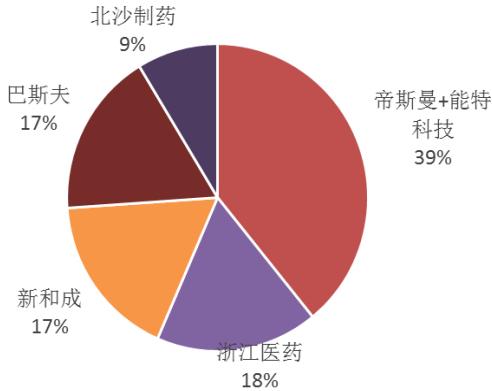
2019年 DSM 和能特科技宣布将组建成立新公司，能特科技将 VE 资产和 33% 石首能特（异植物醇）对其投资，DSM 出资 10.66 亿收购新公司 75% 股权，并间接持有石首能特 25% 股权。未来新公司 VE 销售通过 DSM 全球销售网络，充分发挥 DSM 的销售策略和渠道优势。

图 12: DSM 整合能特科技 VE 资产



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: VE 竞争格局重塑



数据来源: wind, 西南证券整理

2019年3季度 DSM 和能特之间的整合有望落地，并会按照 DSM 标准对能特 VE 生产线进行整改，目前能特科技 VE 粉产能 4 万吨，还有 2 万吨在建项目，我们预计随着装置整改 VE 短期供应偏紧，未来在 DSM 销售策略支持下，VE 正式结束价格战，盈利将逐步恢复至合理水平区间。新和成 VE 粉产能 4 万吨，VE 涨价 10 元/公斤，公司业绩增厚 3.3 亿。另外，公司三甲基氢醌采用异氟尔酮路线，不受原料间甲酚涨价影响。

## 2.2 香料香精：发挥技术协同优势，潜心布局逐步壮大

香精是指通过人工合成的模仿水果或天然香料气味的浓缩芳香油，具有多种香气成分的混合物，经人工提取、发酵、酵解和热反应等方法制取。而香料则是配制香精的原料，是能够依靠嗅觉或味觉感受到的香味物质。香精包括日用类香精(香水、洗涤、液洗、乳剂、霜膏、粉类、油蜡类、牙膏等)、食用香精(食用、医用、酒用、烟用)、工业用香精(塑料等)，涉及到生活和生产中，具有品种多、产量小、专用性和配套性强、用量少、用途广等特点。

世界上香料品种达 7000 多种，合成香料占 6000 多种。全年需求超 5000 吨的大宗常用品种包括芳樟醇、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等。

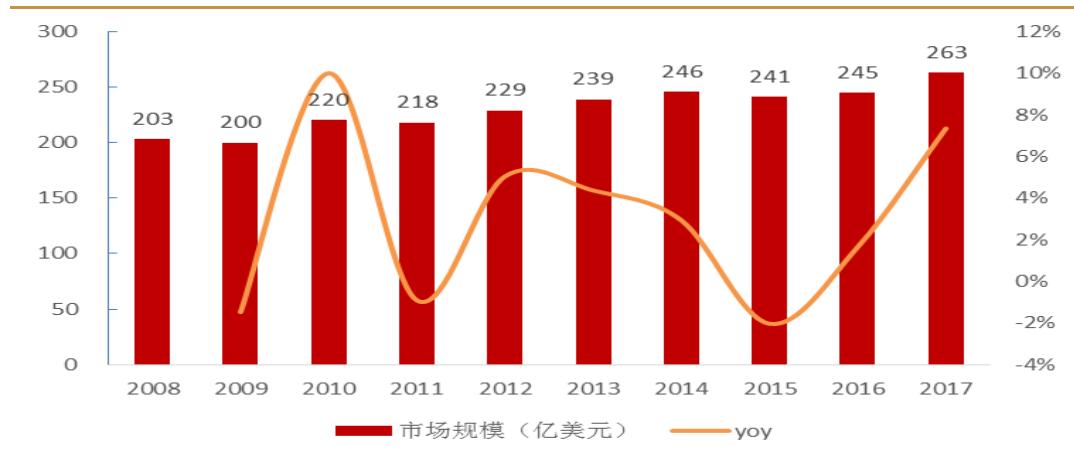
表 2：香料品种分类

分类	特点	全球年均用量	数量	品种举例
合成香料	大宗常用	5000 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	500-5000 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	1000 多种	草莓酸、丙位己内酯、硫噻唑等
	不常用或非普遍使用	几十公斤至几吨	5000 多种	茶香酮、茶螺旋、糖内酯、1-辛烯-3-醇，2,4-癸二烯醛
天然香料	-	-	约 500 种	玫瑰油、茉莉浸膏、香英兰酮、白兰香脂等

数据来源：caffci，西南证券整理

根据 Leffingwell&Associates，2016 年 11 月之后全球香料香精的销售额回暖，2017 年市场规模达到 263 亿美元，同比增长 7.37%，2012-2017 年五年复合增长率 2.81%。据 CERALLI 咨询公司，2013-2018 年全球香料香精市场年均增速 4.1%，中国香料香精市场从 45 亿美元增长到 68 亿美元，年均增速 8.7%，当中的香料市场中国供应额从 11 亿美元增加至 18 亿美元，年均增速 10%。一方面随着人们消费水平提升，对日用品、食品品质要求越来越高，促进了香料香精产业发展，另一方面全球香料香精巨头正在加大亚洲市场的投入力度，特别是中国、印度香料市场增长较快。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。

图 14：2008-2017 年全球香料香精市场规模增长情况

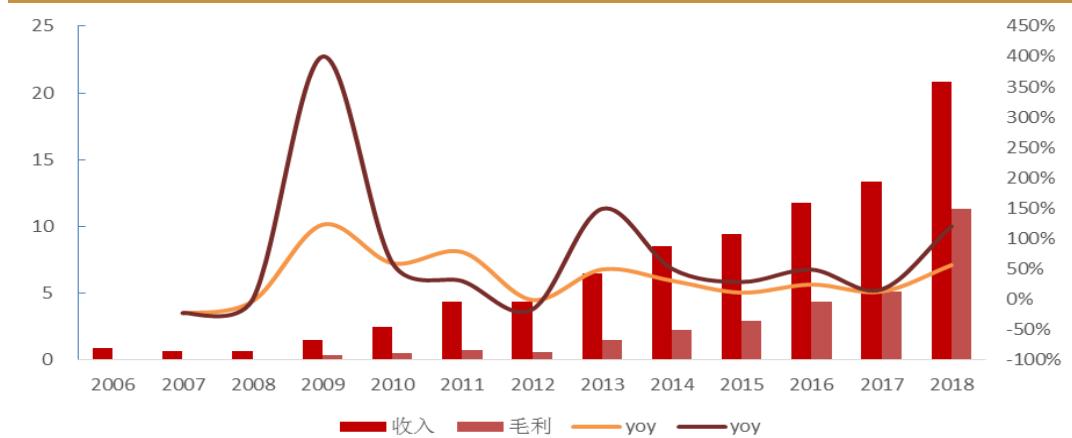


数据来源：Leffingwell & Associates，西南证券整理

全球香料香精形成以国际巨头奇华顿、美国国际香料香精、德之馨、芬美意为主的竞争，并通过控制关键香料品种、技术来保持领先地位获取垄断利润。国内企业起步晚，处于市场化竞争前期，核心技术不足，品种少、仿制为主，企业数量多但规模小，且以生产低附加值的香料为主，国内缺少龙头企业。

公司发展香料香精业务与维生素业务有很强的技术协同关系，以VA和柠檬醛为例，生产VA的关键中间体是柠檬醛，同时柠檬醛也是香料香精和食品添加剂的重要原料，公司2009年3000吨柠檬醛装置投产，保障原料自给的同时，完成香料香精柠檬醛系列产品基础布局，对原料稍微调整做成香料香精产品，充分发挥了公司技术和成本优势，让公司在香料行业异军突起。公司现有覆盆子酮、叶醇、柠檬醛、芳樟醇等大宗香料产品均在全球销售靠前，2018年公司“芳樟醇与柠檬醛系列香料关键技术研发及产业化”项目荣获科技进步一等奖，2017、2018年新和成药业公司净利润达到4.29亿和9.27亿(有涨价因素)。

图 15：公司香料香精业务收入、毛利(亿元)及增速



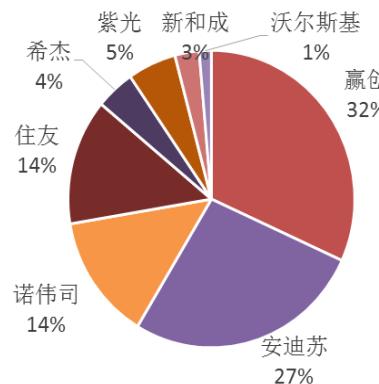
数据来源：wind，西南证券整理

公司潜心布局香料产业，每年均有新产品投入市场，未来公司将继续增加布局，2019下半年3000吨麦芽酚试车。

## 2.3 蛋氨酸：项目投产在即，利润贡献可期

蛋氨酸(甲硫氨酸)是禽畜类动物生长所必需的氨基酸之一，是生物合成蛋白质的“骨架”氨基酸，广泛应用于动物饲料、医药和食品等领域。2010年之前全球蛋氨酸长期受赢创、住友以及希杰等国外寡头企业的技术封锁和市场垄断。此后国内重庆紫光公司和新和成先后实现技术突破，分别各投建并成功运行5万吨(2014年)和5万吨(2017年)装置，对蛋氨酸国产化有重要意义。

蛋氨酸下游需求禽类、猪、蛋禽等，2018年全球需要135万吨，每年保持5%增速。供给端由国际巨头垄断，CR4达87%，主要因为蛋氨酸投资规模大、技术难度高导致进入壁垒较高，目前竞争格局：赢创32%、安迪苏27%、诺伟司14%、住友14%。国内企业是新和成、紫光。国内蛋氨酸依赖进口，2018年蛋氨酸表观消费量25万吨，进口17万吨，出口3.4万吨。

**图 16: 蛋氨酸行业竞争格局**


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

**图 17: 全球蛋氨酸产能、需求(万吨)及开工率**


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

**表 3: 2019-2021 年全球蛋氨酸产能扩产计划**

企业	产能(万吨)	投产时间	地点
赢创	15	2019 年	新加坡
安迪苏	18	2021 年	南京
紫光	10	2021 年	宁夏
新和成	10	2019 年	山东
新和成	15	2021 年	山东
和邦生物	7.5	2019 年	四川
诺伟司	12 (宣布取消)	2020 年	美国
合计	75.5		

数据来源: 百川资讯, 卓创资讯, 西南证券整理

为打压中国蛋氨酸产业发展, 日本住友、新加坡赢创和马来西亚希杰大幅压低蛋氨酸价格, 2015 年以来价格从 5 万元/吨下降至 1.75 万元/吨。2019 年 3 月 4 日商务部收到宁夏紫光天化蛋氨酸公司代表国内甲硫氨酸产业提交反倾销调查申请, 目前初步估算反倾销幅度为 33-42%, 蛋氨酸价格长期低迷, 并已处于历史低位, 未来有望迎来修复上涨,

**图 18: 蛋氨酸历史价格回顾**


数据来源: wind, 西南证券整理

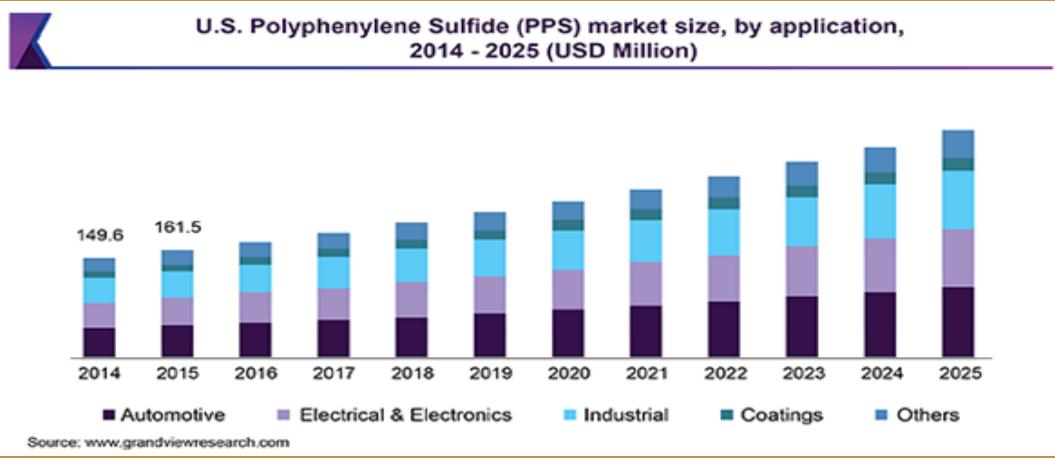
公司凭借合成技术基础自主研发蛋氨酸生产工艺，2017年1期5万吨蛋氨酸装置顺利投产(配套2期10万吨项目的公用工程)，同年定增募资50亿建设25万吨蛋氨酸(2期5万吨扩大为25万吨)，其中10万吨将于2019年底投产，另外15万吨计划2021年投产，公司掌握先进的技术工艺，同时新项目投产后单吨产品公用工程摊销将降低，蛋氨酸项目盈利值得期待。

## 2.4 新材料：通过市场认证阶段，PPS 迎来增长加速期

聚苯硫醚简称PPS，以苯环和硫原子交替排列构成的线型高分子化合物，具有优良的耐热性、阻燃性、耐介质性以及与其它无机填料的良好亲和性，被称为第六大工程塑料，可以通过改性处理开发高性能的PPS改性材料。是可以用于航空、航天、军工、雷达、汽车、电子、电器、化工设备、医疗卫生等领域所需的功能性工程塑料。

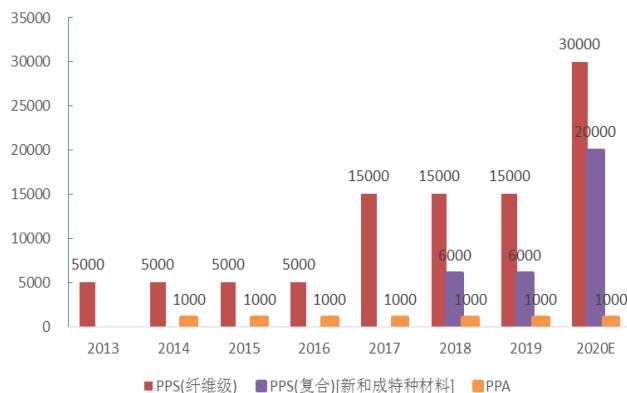
据美国市场研究机构GVR报告显示，2018年全球聚苯硫醚(PPS)市场规模估计为11.9亿美元。预计在2019-2025年PPS复合年增长率将达到8.8%。PPS在汽车行业中具有广泛的应用范围，印度、中国和日本等汽车制造国家的PPS需求不断增加，用于满足汽车轻量化和稳定性的要求。

图 19：全球PPS市场规模及预测



数据来源：GVR，西南证券整理

2012年公司开始布局新材料产业，提出3万吨纤维级PPS和2万吨复合PPS新材料的项目，2013年完成5000吨纤维级PPS产能建设，2015年5000吨高温尼龙投产，2017年完成1万吨纤维级PPS产能建设，公司完成前期市场认证，1万吨PPS产能释放非常快，2019上半年已经满负荷运行，剩余1.5万吨纤维级PPS项目预计很快就会开工。另外公司与DSM成立合资公司发展改性PPS，并与闰土股份合作保障关键原料对二氯苯的供给。

**图 20: 公司新材料产能布局情况(万吨)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 21: PPS、PPA 产业链**


数据来源：新和成公司资料，西南证券整理

## 2.5 生物发酵：立足当地资源优势，战略布局生物发酵

公司化工合成工艺领先，但未来发展方向是生物发酵，出于战略布局和丰富维生素品类的角度出发，2018年3月公司公告投资36亿进行黑龙江生物发酵项目建设，利用当地玉米资源、土地资源，建设发酵产品维生素C(一期)、维生素B2(二期)、维生素B12(二期)。

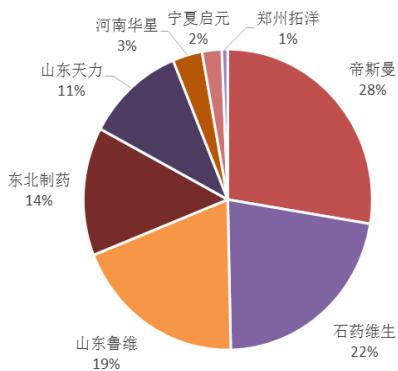
**表 4: 黑龙江生物发酵基地建设产品内容**

产品	一期(万吨)	二期(万吨)
结晶葡萄糖	15.51(外售6.16)	15.51(外售4.73)
麦芽糖浆	0.5167	0.4333
叶红素	0.05	
己糖酸	3	3
山梨醇	6	6
核黄素	-	0.3
钴胺素(1%)	-	0.3

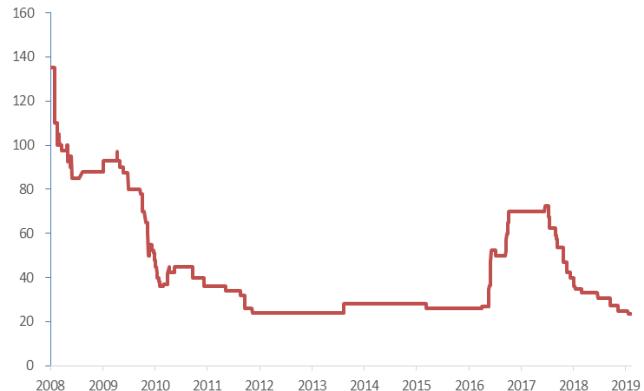
数据来源：政府网站，西南证券整理

VC也叫抗坏血酸，是用途广泛的保健品、药品、食品添加剂及化妆品营养剂。参与体内多种代谢，是活细胞氧化还原反应的催化剂，人体维持健康必需的维生素。VC全球需求18万吨左右，每年3%左右的平稳增长，周期属性弱。食品和医药保健品占比90%多，饲料7%，化妆品1%。与其他维生素品种不同，VC以人用为主。

VC生产技术壁垒不高，采用二步发酵工艺，以葡萄糖为原料，催化加氢制取D-山梨醇，通过黑醋酸杆菌发酵制取L-山梨醇，假单胞杆菌和巨大芽孢杆菌二步发酵制取2-酮基-古龙酸钠，经提取和碱化得到VC。目前国内产能20万吨左右，产量15万吨。主要玩家有：帝斯曼、石药维生、山东鲁维、东北制药、山东天力、河南华星、宁夏启元、郑州拓洋。由于行业壁垒不高，加上现有厂商扩产和不断有新进入，未来2-3年VC竞争仍将激烈。

**图 22: 维生素 C 市场竞争格局**


数据来源: 百川资讯, 卓创资讯, 西南证券整理

**图 23: 维生素 C 价格回顾(元/公斤)**


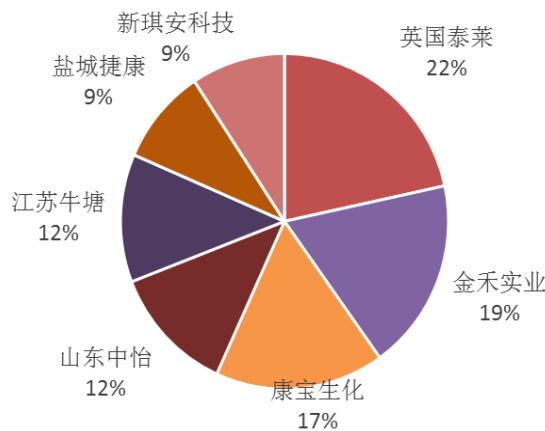
数据来源: wind, 西南证券整理

## 2.6 甜味剂: 以三氯蔗糖为入口, 进军甜味剂新领域

三氯蔗糖为第五代人工合成甜味剂, 蔗糖为原料经氯化而制得, 甜度约为蔗糖的 600-650 倍, 以味质好, 储存期长, 稳定性好、无热量和安全性高等优点, 而被认为代表了目前强力甜味剂的发展方向。主要应用于食品、饮料、药品中, 尤其在饮料领域应用广泛。

传统甜味剂糖精、甜蜜素进入市场早且价格低廉, 目前仍为市场上的主流产品。但由于消费升级后人们更加关注食品添加剂的安全性, 因此有健康隐患的糖精、甜蜜素等产品需求开始萎缩。安全性好的三氯蔗糖替代性增强, 逐渐成为甜味剂行业中、高端市场的主流选择。目前全球三氯蔗糖需求约 1.2 万吨, 并且保持每年 15% 左右速度增长。

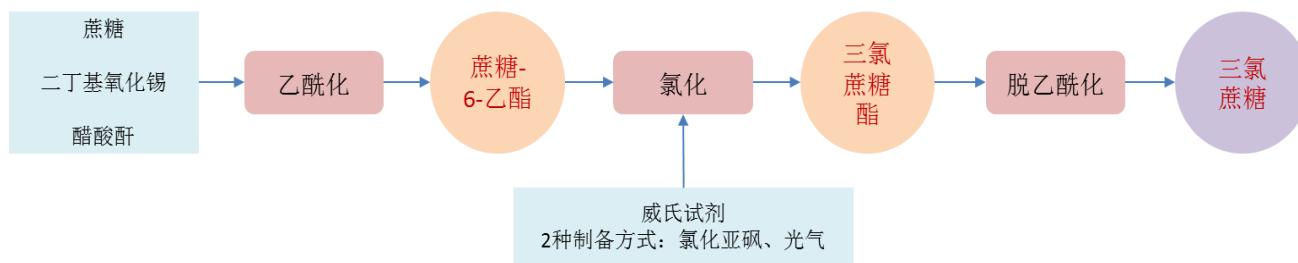
全球三氯蔗糖产能约 1.6 万吨, 需求约 1 万吨, 主要生产厂家英国泰莱、金禾实业、康宝生化、山东中怡、盐城捷康、江苏牛塘、新琪安科技, 近年来因环保问题部分厂商生产受影响。目前价格大约 25 万元/吨, 处于 3 年来历史低位。

**图 24: 国内三氯蔗糖竞争格局**


数据来源: 金禾实业公告, 产业信息网, 西南证券整理

公司山东子公司新和成精化科技有限公司的年产 11000 吨营养品及 9000 吨精细化学品项目正在审批，包括 6000 吨三氯蔗糖和 5000 吨维生素 B6，金禾实业等国内企业普遍采用氯化亚砜工艺路线，与光气法比较收率低、环保性差，但是不涉及剧毒气体光气的安全问题，项目审批容易，新和成采用光气法工艺，相对更环保、收率更高，理论上成本更具优势。

图 25：三氯蔗糖两种生产工艺及关键环节



数据来源：知网，公司公告，西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

关键假设：

1) 营养品业务：2019-2021 年，因为巴斯夫装置恢复缓慢，VA 均价分别为 360 元/kg、330 元/kg、330 元/kg，公司 VA(油)销量分别为 0.8 万吨、1 万吨、1 万吨，受益行业格局改善，VE 均价分别为 52 元/kg、60 元/kg、70 元/kg；黑龙江生物发酵项目主要产品 VC 产量分别为 0 万吨、1.5 万吨、3 万吨，公司依托当地原料玉米成本优势，毛利率 18%；蛋氨酸、麦芽酚贡献增量，蛋氨酸产量分别为 5 万吨、10 万吨、15 万吨，由于单吨公用工程折旧摊销下降，毛利率提高至 25%。

2) 香料香精业务：假设 2019-2021 年麦芽酚销量 0 吨、1000 吨、4000 吨，毛利率 25%，香料香精收入增速 6%、6%、19%，毛利率 50%、44%、43%。

3) 新材料业务：现有产能 19 上半年满产满销，预计继续增加 1.5 万吨产能，销量分别为 12500 吨、22500 吨、30000 吨，毛利率 18%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

业务板块	项目	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
营养品	收入	亿元	56.47	55.67	76.14	92.25
	成本	亿元	22.76	25.58	36.12	45.65
	毛利	亿元	33.72	30.09	40.02	46.61
	毛利率		60%	54%	53%	51%
香料香精	收入	亿元	20.86	22.10	23.42	27.95
	成本	亿元	9.55	11.05	13.00	15.85
	毛利	亿元	11.31	11.05	10.42	12.10
	毛利率		54%	50%	44%	43%

业务板块	项目	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
新材料	收入	亿元	3.98	5.48	9.96	13.27
	成本	亿元	3.36	4.53	8.15	10.87
	毛利	亿元	0.62	0.95	1.80	2.40
	毛利率		16%	17%	18%	18%
其他	收入	亿元	5.52	5.52	5.52	5.52
	成本	亿元	4.82	4.82	4.82	4.82
	毛利	亿元	0.69	0.69	0.69	0.69
	毛利率		13%	13%	13%	13%
合计	收入	亿元	86.83	88.77	115.03	138.99
	成本	亿元	40.49	45.98	62.09	77.19
	毛利	亿元	46.34	42.78	52.93	61.80
	毛利率		53%	48%	46%	44%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取有维生素和医药业务的浙江医药、蛋氨酸业务的安迪苏和有三氯蔗糖、麦芽酚业务的金禾实业, 2019-21 年平均 PE 为 19、16、13 倍。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.19、1.43、1.64 元, 对应 PE 分别 17、15、13 倍, VA、VE 景气向上, 未来成长空间大, 给予公司 2020 年 20 倍 PE 估值, 对应目标价 28.65 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600216.SH	浙江医药	11.05	0.03	0.49	0.57	0.76	332	23	19	14
600299.SH	安迪苏	10.15	0.36	0.44	0.53	0.63	28	23	19	16
002597.SZ	金禾实业	19.90	1.43	1.60	1.89	2.18	14	12	11	9
平均值							125	19	16	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

项目投产或不及预期; 维生素价格大幅下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8683.38	8877.05	11503.10	13899.28	净利润	3098.44	2574.93	3098.18	3542.43
营业成本	4048.70	4598.41	6209.71	7719.02	折旧与摊销	457.81	739.63	834.47	854.96
营业税金及附加	143.74	106.52	138.04	166.79	财务费用	24.22	133.16	172.55	208.49
销售费用	252.10	266.31	345.09	416.98	资产减值损失	10.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	351.05	843.32	1092.79	1320.43	经营营运资本变动	-3305.34	-383.11	-1860.76	-1664.90
财务费用	24.22	133.16	172.55	208.49	其他	3374.78	-101.04	-115.86	-91.90
资产减值损失	10.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3660.32	2963.57	2128.58	2849.08
投资收益	168.69	100.00	100.00	100.00	资本支出	-3776.97	-40.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-7.58	0.00	0.00	0.00	其他	-4471.82	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8248.80	60.00	70.00	70.00
<b>营业利润</b>	<b>3630.11</b>	<b>3029.33</b>	<b>3644.92</b>	<b>4167.57</b>	短期借款	720.52	-1892.73	0.00	0.00
其他非经营损益	9.59	0.00	0.00	0.00	长期借款	-535.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3639.70</b>	<b>3029.33</b>	<b>3644.92</b>	<b>4167.57</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	541.26	454.40	546.74	625.13	支付股利	-884.74	-615.78	-510.99	-615.64
<b>净利润</b>	<b>3098.44</b>	<b>2574.93</b>	<b>3098.18</b>	<b>3542.43</b>	其他	392.16	-803.04	-172.55	-208.49
少数股东损益	19.55	20.00	20.00	20.00	筹资活动现金流净额	-308.03	-3311.55	-683.53	-824.13
归属母公司股东净利润	3078.88	2554.93	3078.18	3522.43	<b>现金流量净额</b>	<b>-4826.47</b>	<b>-287.98</b>	<b>1515.05</b>	<b>2094.96</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
货币资金	2611.41	2323.42	3838.47	5933.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2299.55	2679.69	3448.77	4099.85	销售收入增长率	39.27%	2.23%	29.58%	20.83%
存货	1445.66	1645.54	2244.27	2782.14	营业利润增长率	71.36%	-16.55%	20.32%	14.34%
其他流动资产	4321.48	4417.86	5724.77	6917.28	净利润增长率	80.79%	-16.90%	20.32%	14.34%
长期股权投资	239.87	239.87	239.87	239.87	EBITDA 增长率	55.79%	-5.11%	19.22%	12.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8868.87	8298.31	7622.91	6927.02	毛利率	53.37%	48.20%	46.02%	44.46%
无形资产和开发支出	1242.71	1113.92	985.13	856.34	三费率	7.22%	14.00%	14.00%	14.00%
其他非流动资产	905.35	905.07	904.78	904.50	净利润率	35.68%	29.01%	26.93%	25.49%
<b>资产总计</b>	<b>21934.89</b>	<b>21623.69</b>	<b>25008.98</b>	<b>28660.43</b>	ROE	19.11%	14.19%	14.94%	14.97%
短期借款	1892.73	0.00	0.00	0.00	ROA	14.13%	11.91%	12.39%	12.36%
应付和预收款项	1905.44	2180.14	2926.75	3603.18	ROIC	24.60%	16.69%	19.52%	20.87%
长期借款	387.68	387.68	387.68	387.68	EBITDA/销售收入	47.36%	43.96%	40.44%	37.64%
其他负债	1534.02	911.63	963.11	1011.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5719.87</b>	<b>3479.44</b>	<b>4277.54</b>	<b>5002.20</b>	总资产周转率	0.43	0.41	0.49	0.52
股本	2148.66	2148.66	2148.66	2148.66	固定资产周转率	1.74	1.37	1.57	2.01
资本公积	4527.82	4527.82	4527.82	4527.82	应收账款周转率	5.12	4.85	5.13	5.01
留存收益	9463.98	11403.14	13970.33	16877.13	存货周转率	2.67	2.94	3.18	3.06
归属母公司股东权益	16170.40	18079.62	20646.82	23553.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.47%	—	—	—
少数股东权益	44.62	64.62	84.62	104.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>16215.02</b>	<b>18144.24</b>	<b>20731.44</b>	<b>23658.23</b>	资产负债率	26.08%	16.09%	17.10%	17.45%
负债和股东权益合计	21934.89	21623.69	25008.98	28660.43	带息债务/总负债	39.87%	11.14%	9.06%	7.75%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率	2.34	4.76	4.88	5.13
EBITDA	4112.13	3902.12	4651.94	5231.02	速动比率	2.02	4.05	4.16	4.40
PE	14.51	17.48	14.51	12.68	股利支付率	28.74%	24.10%	16.60%	17.48%
PB	2.76	2.47	2.16	1.90	<b>每股指标</b>				
PS	5.14	5.03	3.88	3.21	每股收益	1.43	1.19	1.43	1.64
EV/EBITDA	10.72	10.72	8.67	7.31	每股净资产	7.53	8.41	9.61	10.96
股息率	1.98%	1.38%	1.14%	1.38%	每股经营现金	1.70	1.38	0.99	1.33
					每股股利	0.41	0.29	0.24	0.29

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn