

# 三轮驱动增长，精细化工龙头正在崛起

## ——新和成中报业绩点评

### 报告摘要

本篇报告的结论如下：

#### ➤ 三大板块驱动增长，周期属性逐步减弱。

2019年8月22日晚新和成披露中报，2019年上半年实现营业收入38.67亿，同比增长-16.85%，实现归母净利润10.18亿元，同比增长-25.91%，扣非归母净利润10.06亿元，同比增长-26.64%。

在营养品板块波动增长，香精香料、新材料不断发力的同时，营养品板块利润占比从2013年的87%逐步下降至2019年H1的60%。

从三大板块总体趋势波动来看，营养品板块中的维生素由于价格相对波动较大，具有较为明显的周期属性，香精香料和新材料价格稳定，随着公司产能不断上量，将成为公司收入利润贡献的稳定来源。公司业绩波动周期属性不断降低。

#### ➤ 管线丰富，研发投入迎来收获期。

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) 蛋氨酸继续提高产能，扩充布局：一期5万吨已稳定满产，二期10万吨预计2020年上半年开始投产，三期15万吨预计2021年投产；

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。

### 研究部

余玉君

yjyu@cebm.com.cn

### 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 三轮驱动增长，精细化工龙头正在崛起

事件：2019年8月22日晚新和成披露中报，2019年上半年实现营业收入38.67亿，同比增长-16.85%，实现归母净利润10.18亿元，同比增长-25.91%，扣非归母净利润10.06亿元，同比增长-26.64%。

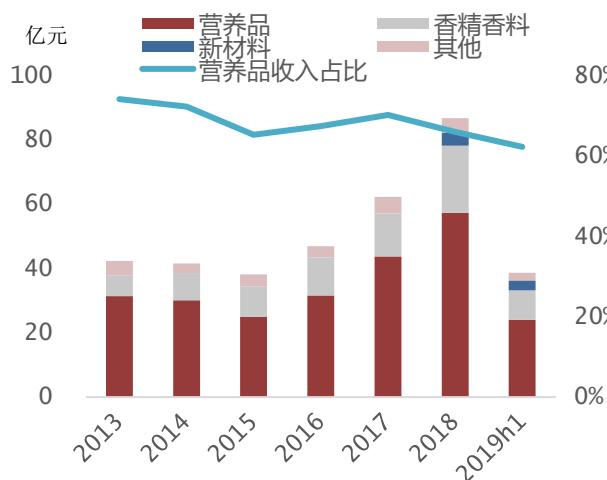
### 三大板块驱动增长，周期属性逐步减弱

新和成营业收入主要由三大板块构成：营养品、香精香料和新材料。其中营养品板块主要包括维生素和蛋氨酸，维生素板块主要有维生素A、维生素E、维生素D3和生物素四大品种。

从2012-2019H1营业收入构成来看，总体营养品营业收入占比呈逐年下降趋势，从2013年的75%下降至2019年H1的60%。

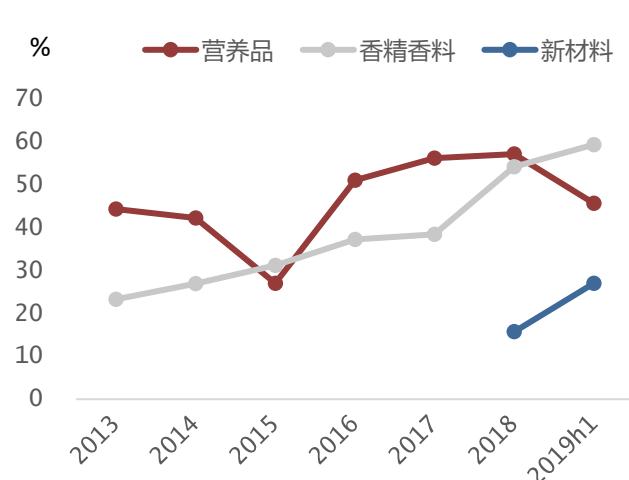
从不同板块毛利率对比来看，维生素2016年之后进入涨价周期，板块毛利率有较大程度提升；香精香料板块毛利率一路上行，从2013年的23%提升至2019年H1的60%。2018年开始量产的PPS也开始逐步提升毛利率。

图表1：新和成营业收入构成



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

图表2：不同板块毛利率对比

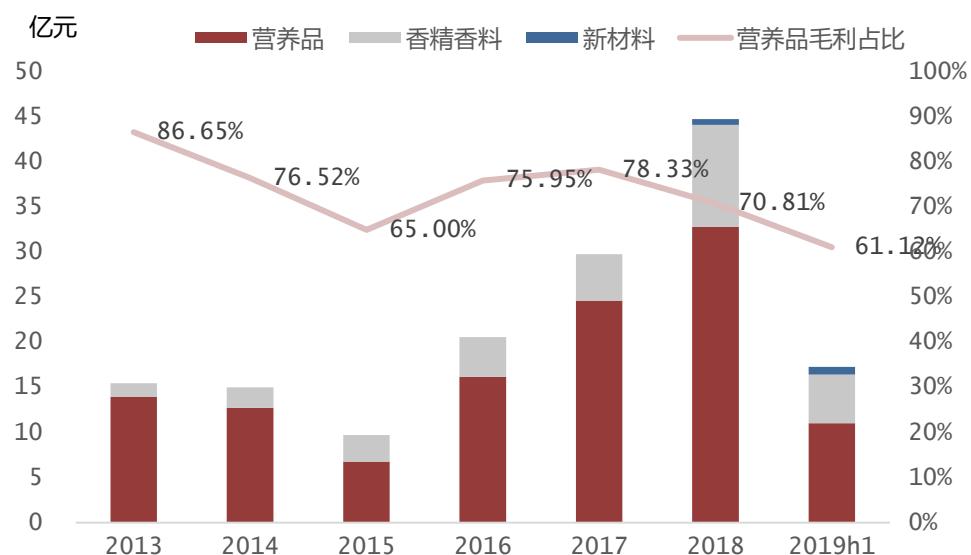


数据来源：公司公告，莫尼塔研究

在营养品板块波动增长，香精香料、新材料不断发力的同时，营养品板块利润占比从2013年的87%逐步下降至2019年H1的60%。

从三大板块总体趋势波动来看，营养品板块中的维生素由于价格相对波动较大，具有较为明显的周期属性，香精香料和新材料价格稳定，随着公司产能不断上量，将成为公司收入利润贡献的稳定来源。公司业绩波动周期属性不断降低。

图表 3：2013-2019年上半年毛利构成

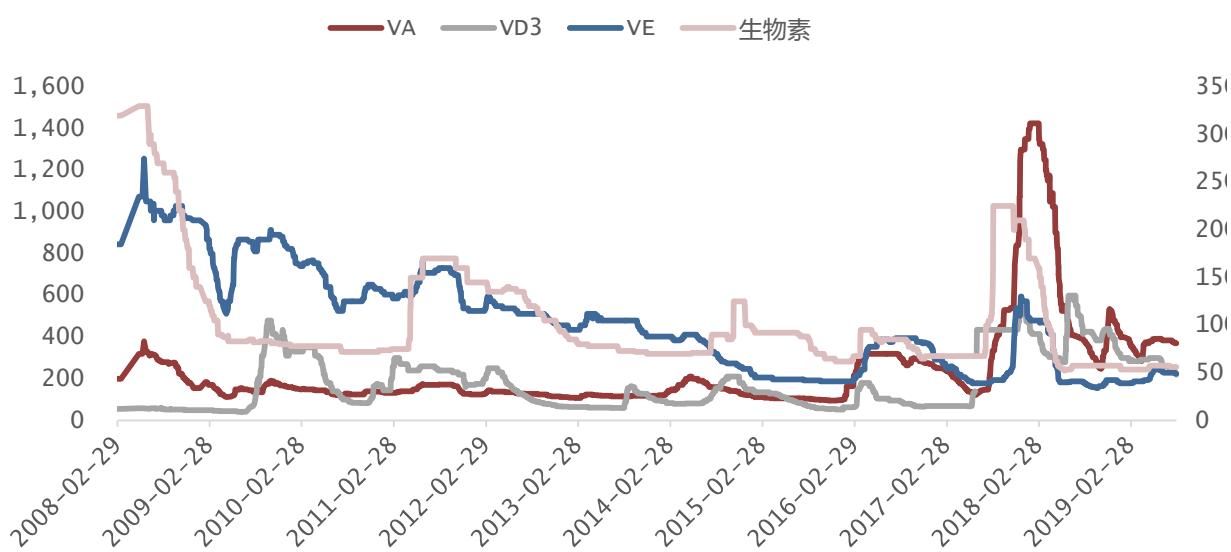


数据来源：公司公告，莫尼塔研究

#### 维生素板块：品种景气度向上，价格上行有望持续

新和成四大维生素品种：维生素A (VA)、维生素E (VE)、维生素D3 (VD3) 和生物素（纯品），其中VA有10000吨产能、VE有2000吨油产能、VD3有2800吨产能，生物素纯品有100吨产能，从产值贡献来看，VA和VE贡献了维生素板块90%以上的收入和毛利，因此主要分析这两大品种的价格趋势。

图表 4：新和成四大维生素品种价格趋势

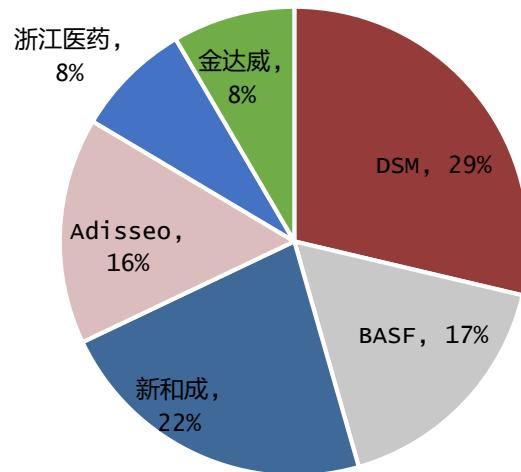


数据来源：wind，莫尼塔研究

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。

巴斯夫装置年龄有 70-80 年，存在设备老化问题，2014-2019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，目前判断10月份正常恢复生产可能性不高，VA价格有望继续保持350-400左右高价成交。

图表 5：2018 年 VA 全球产量供应分布

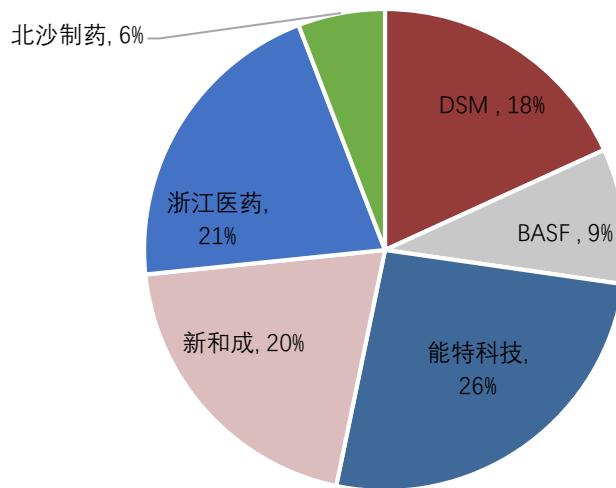


数据来源：博亚和讯，莫尼塔研究

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。

8月份，DSM 和能特之间的整合预期内落地，预计会按照 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：短期成交价在 45 元/kg 左右，长期来看，价格有望维持 50-60 元/kg 中枢保持较长周期。

图表 6：2018 年 VE 全球产量供应分布



数据来源：博亚和讯，莫尼塔研究

**香精香料板块：需求驱动，行业扩容，有望成长为国内香精香料龙头企业**

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、柠檬醛、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等。

新和成主要香精香料品种有芳樟醇系列、柠檬醛系列等，以及在建的麦芽酚，预计2019年下半年3000吨将试车生产。

图表 7：新和成香精香料板块现有产能及在建产能

	现有产能 (吨)	在建产能 (吨)	用途
芳樟醇系列	10000		VE 和 VK 中间体，可用于合成异植物醇，用于功能香精等
柠檬醛系列	8000		VA 中间体，主要用于配置柠檬、柑橘和什锦水果型香精
叶醇	900		用于各种花香型香精前味
二氢茉莉酮酸甲酯	3000		茉莉香，广泛用于日化和食品香精配方
覆盆子酮	600		用于配置树莓型香精和添加到化妆品中
麦芽酚		3000	可配制食用香精、化妆品香精等。

数据来源：公司公告，莫尼塔研究

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。

从需求端来看，国内香精香料行业需求旺盛，且增速较快。2016年国内香精香料市场规模已达600亿以上，行业增速10%左右。

图表 8：我国香精香料行业规模



数据来源：智研咨询，莫尼塔研究

### 新材料板块：PPS 迎来放量

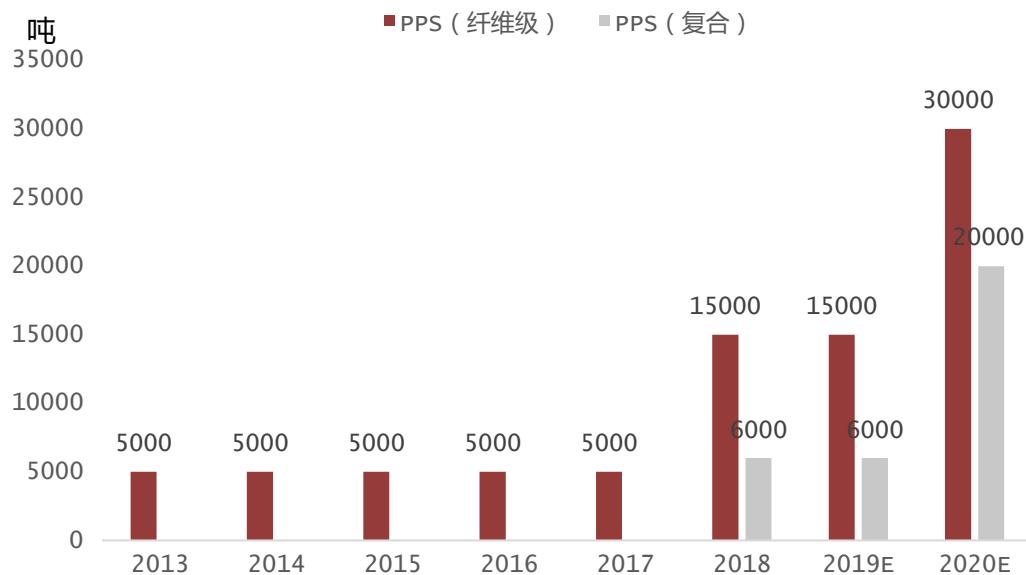
增长期聚苯硫醚简称 PPS，以苯环和硫原子交替排列构成的线型高分子化合物，具有优良的耐热性、阻燃性、耐介质性以及与其它无机填料的良好亲和性，被称为第六大工程塑料，可以通过改

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。

新和成于2012 年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，2018 年开始量产。

公司完成前期市场认证，1 万吨 PPS 产能释放非常快，2018 年释放 10000 吨产能。2018 年之前公司属于布局期，需要时间通过客户认证和获取市场认可，随着公司产品逐步被认可接受，公司 PPS 产品需求将迎来快速增长，同时公司不久将来也将启动 1.5 万吨项目。

图表 9：新和成新材料产能释放情况

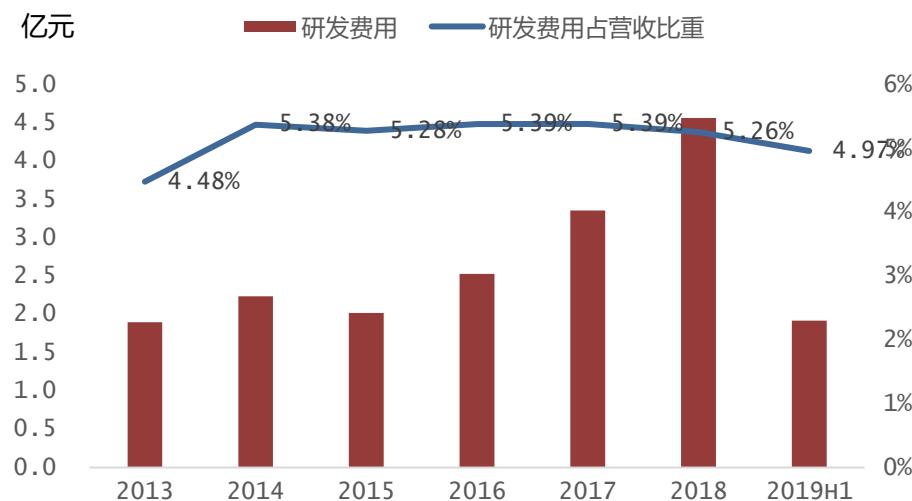


数据来源：公司公告，莫尼塔研究

### 管线布局丰富，研发迎来收获期

作为国内精细化工龙头企业，新和成在研发方面的投入一直不低，研发费用占营业收入比重逐年提高。

图表 10：新和成历年研发投入



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

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) 蛋氨酸继续提高产能，扩充布局：一期5万吨已稳定满产，二期10万吨预计2020年上半年开始投产，三期15万吨预计2021年投产；
- 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。

图表 11：新和成在建项目及投产预期

项目名称	投资金额	建设内容	进展及预期
黑龙江发酵项目	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	山梨醇项目 2019 年上半年已试车生产
山东工业园 615 项目	2.09 亿	3000 吨麦芽酚项目	
年产 25 万吨蛋氨酸项目	48.67 亿		10 万吨项目预计 2020 年底投产； 15 万吨项目预计 2021 年及以后投产
山东产业园一期项目	31.16	2 万吨维生素 E 及配套项目	2019 下半年投产，替代原有 VE
上虞工业园 PPS 三期项目		15000 吨纤维级 PPS	

数据来源：公司公告，莫尼塔研究

## 近期报告

- 2019年3月21日 科伦药业年报点评：新制剂放量销售，业绩符合预期
  - 2019年2月16日 行业风起云涌观后海，医药零售巨头犹可待
  - 2019年1月7日 司太立造影剂行业景气持续，龙头企业强强联手打造产业王国——司太立深度报告
  - 2018年12月4日 中美芬太尼事件点评
  - 2018年11月19日 零售药店专题海外经验篇：美国和日本的连锁巨头成长之路
  - 2018年11月8日 双轮驱动，蓝帆医疗转型再起航
  - 2018年11月5日 恒瑞沙美特罗替卡松粉吸入剂上市申请点评
  - 2018年10月30日 体检龙头地位稳固，看好长期价值——美年健康三季报点评
  - 2018年10月28日 仿制药系列报告(一):美国市场环境篇
  - 2018年9月29日 厚积薄发，蛰伏始迎春——科伦药业深度报告
  - 2018年8月31日 医疗器械行业深度系列（一）：砥砺前行，器械行业正扬帆起航
  - 2018年8月29日 单抗生物类似药系列报告（三）——中国特色篇
  - 2018年8月24日 千呼万唤始出来——恒瑞医药吡咯替尼获批上市点评
  - 2018年7月23日 销售发力推动平稳高增长，大品种策略打造优质口服中成药企业\_济川药业深度
  - 2018年7月15日 中药注射剂重压在肩，儿童药市场方兴未艾——《医疗机构处方审核规范》点评
  - 2018年7月13日 中美贸易战继续升温，对医药行业影响几何？——贸易战快评（二）
  - 2018年6月30日 网售处方药开闸在即，助力医药电商行业大变革
  - 2018年6月24日 望眼欲穿终得见——百时美施贵宝PD-1单抗Opdivo获批生产点评
  - 2018年5月30日 锐意进取换新颜，枯木逢春满枝鲜——东诚药业深度报告
- 2018年5月10日 长春高新鼻喷流感疫苗生产申请受理点评

上海（总部）

北京

纽约

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座18层1803室。邮编：100738

Address: 295 Madison Avenue, 12FL  
New York, NY 10017 USA

业务咨询：[sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)