

化工

证券研究报告
2019年09月23日

饲料需求回升，积极布局维生素板块

投资评级

行业评级

上次评级

中性(维持评级)

中性

作者

李辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040001

hui@tfzq.com

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:乙二醇和烧碱上涨,有机硅下跌》2019-09-22
- 2 《化工-行业研究周报:黄磷价格继续上涨,聚合MDI价格下跌》2019-09-16
- 3 《化工-行业研究周报:黄磷和甲醇上涨,氟化工产品下跌》2019-09-08

饲料需求回升将带动维生素价格回升

近期由于生猪存栏量的快速下降,叠加7-8月国内需求淡季,维生素价格出现阶段性回落,投资者对维生素价格趋势再次出现分歧。我们认为非洲猪瘟对养殖以及饲料需求的利空影响将逐渐减弱,饲料需求回升将带动维生素市场价企稳回升。

猪价创历史新高,存栏量有望企稳回升

生猪均价涨至28.26元/公斤,创历史新高,养殖利润亦创历史新高。猪禽饲料用维生素价格与养殖利润存在高度相关。近2个月,国家多部委出台多达24项政策鼓励生猪养殖,农业农村部联合农科院等出台《生猪复养》技术手册提供技术支持。我们认为,存栏量快速下降的阶段正在逐渐过去,随着下游养殖企业和养殖户补栏复养,生猪存栏量有望企稳回升。

旺季来临,饲料企业PMI指数大幅回升

4季度历来是饲料需求旺季。根据博亚和讯统计,8月饲料企业PMI指数为83.5,环比上升35.5,同比上升7.5。分项看,8月饲料销量指数为88.9,环比上升63.9,同比上升23.9,连降4个月,再次回升至50以上。8月原料库存指数为47.2,环比下降13.5,同比下降12.8,主要是饲料企业8月以消化库存为主。饲料销量预估指数为94.4,环比增37.3,同比增4.4。连续3个月上涨,创下年内新高,季节性增长特征明显。受此影响,8月豆粕饲用需求止降回升,环比增10.22%。近期赢创和紫光上调蛋氨酸报价,市场价从9月初17元上涨至目前18.4元/公斤,涨幅8.2%。由于下游用途相似,我们预计维生素需求或已企稳回升。

布局养殖后周期,看好VA、VE和生物素涨价

维生素作为添加剂,占饲料成本比重很低,供需一旦错配价格容易暴涨暴跌。剔除单个品种的波动,维生素整体价格水平从历史看跟随养殖景气周期波动,与生猪养殖利润存在高度相关。作为养殖后周期品种,猪肉价格上涨带动存栏量和饲料需求回升,进而带动维生素价格上涨,我们认为**随着消费旺季来临目前正是积极布局维生素板块的合适时机。其中我们看好VA、VE和生物素的价格。**VA主要标的为新和成、浙江医药和金达威。VE主要标的为浙江医药和新和成;生物素主要标的为新和成和圣达生物。

投资建议:推荐维生素行业龙头新和成,关注浙江医药、金达威、圣达生物

风险提示:价格超预期下跌;新工艺路线替代风险。



3月我们在前期报告中明确提出：历史上看疫情推高猪肉价格，反而会带动维生素价格上涨。5-6月，国内维生素价格出现普遍上涨。根据wind数据，维生素价格指数由4月初148.3点最高涨至6月底206.9点，上涨39.5%。

近期由于生猪存栏量的快速下降，叠加7-8月国内需求淡季，维生素价格出现阶段性回落，投资者对维生素价格趋势再次出现分歧。我们认为非洲猪瘟对养殖以及饲料需求的利空影响将逐渐减弱，饲料需求回升将带动维生素市场价企稳回升。

1、猪肉价格和盈利创历史新高，补栏动力强

根据中国畜牧业信息网数据，截止9月20日22个省市生猪均价已经涨至28.26元/公斤，较年初大涨117.2%，价格创历史新高。根据其测算，目前自繁自养和外购仔猪的养殖利润分别达到1606元/头和1355元/头，养殖利润亦创历史新高。回顾历史，我们发现，猪禽饲料用维生素价格与养殖利润存在高度相关（见图2）。

养殖企业和养殖户存在强烈的补存栏动力，但是实际补栏量受其自身资金和技术的限制。近2个月，国家多部委纷纷出台措施支持生猪复产，发布政策多达24项，涵盖养殖用地、信贷等多方面；另外，农业农村部联合农科院等出台关于《生猪复养》的相关技术手册来提供技术支持。

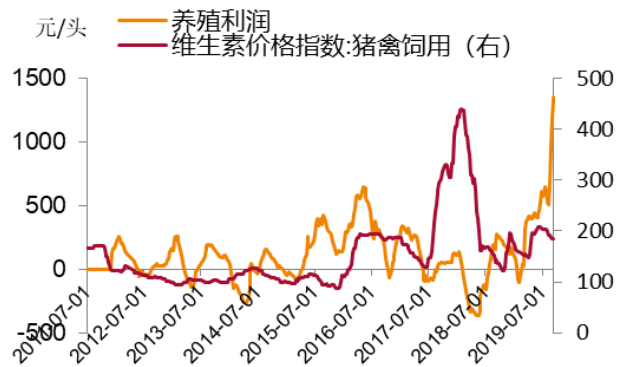
以大北农为例，公司8月披露公司已有两个养猪场复产：第一个厂6月装猪，两个月来存栏2万头左右，约1.7万的猪苗及0.4万头母猪；第二个厂进猪一个月2千余头种猪，目前情况稳定。东北现在整体疫情比较稳定，公司已总结了一套复产办法，正在申请专利，目前整体对复产信心很足。预计9-10月份全面开始复产。我们认为，存栏量快速下降的阶段正在逐渐过去，随着下游养殖企业和养殖户补栏复养，生猪存栏量有望企稳回升。

图1：生猪均价创历史新高



资料来源：wind、天风证券研究所

图2：养殖利润与维生素价格相关性较强

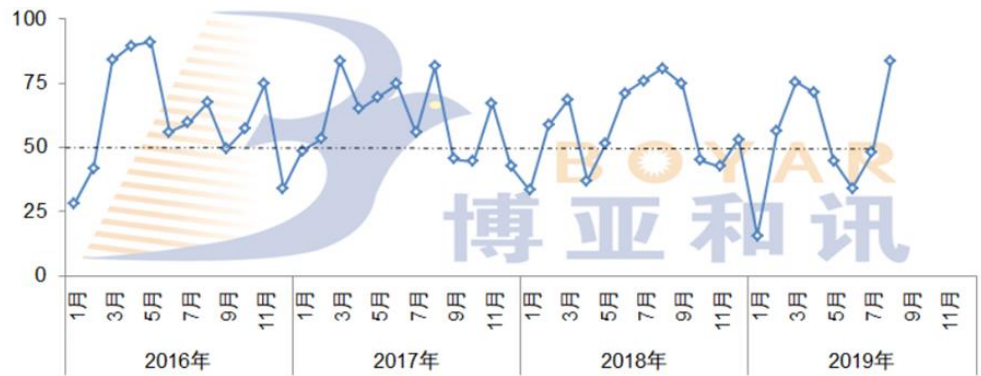


资料来源：WIND、博亚和讯、天风证券研究所

2、4季度逐渐进入饲料需求旺季

由于4季度气温相对较低，动物采食量加大，历来是饲料需求旺季。根据博亚和讯统计，8月博亚和讯饲料企业PMI指数为83.5，环比上升35.5，同比上升7.5。饲料企业PMI指数连续2个月回升，再次回到50荣枯线上方，表明饲料企业生产形势恢复扩张态势。分项看，8月饲料销量指数为88.9，环比上升63.9，同比上升23.9，连续下降4个月，再次回升至50以上。8月原料库存指数为47.2，环比下降13.5，同比下降12.8，再次回到50荣枯线下方，表明饲料企业原料库存有所下降，主要是饲料企业7月被动累库，叠加8月原料价格上涨，饲料企业以消化库存为主。饲料销量预估指数为94.4，环比增37.3，同比增4.4。连续3个月上涨，创下年内新高，季节性增长特征明显。

图3：博亚和讯饲料企业PMI指数

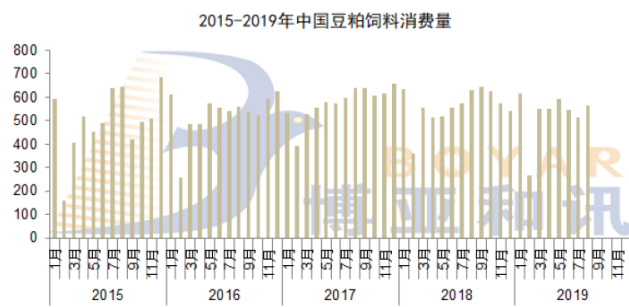


资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

3、豆粕需求回升，蛋氨酸价格恢复上涨

饲料用豆粕需求企稳回升。根据博亚和讯报道，8月份国内猪料消费止降企稳，禽料和水产保持增长，终端饲料企业提货增加，市场成交放量，豆粕饲用需求止降回升。根据其测算，2019年8月国内豆粕饲用消费总量环比增10.22%，同比减10.31%。

图4：中国豆粕饲料消费量企稳回升



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

图5：蛋氨酸价格企稳回升



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

蛋氨酸价格亦企稳回升。由于下游用途相似，我们预计维生素需求也将跟随豆粕出现企稳回升。近期赢创和紫光分别将蛋氨酸（固体）报价上调至18.5元/公斤和18元/公斤，市场价从9月初17元上涨至目前18.4元/公斤，涨幅8.2%。除汇率原因外，我们认为饲料需求回升亦是蛋氨酸价格止跌回升的原因之一。

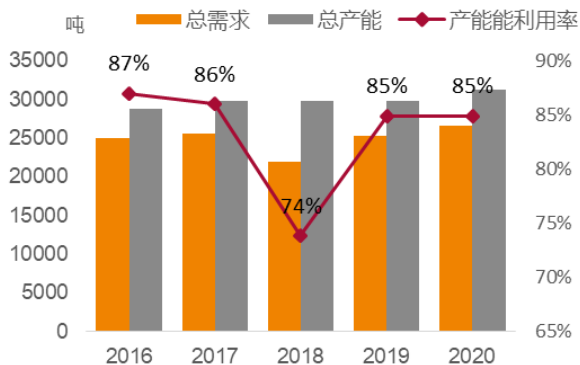
4、继续推荐养殖后周期的维生素板块，看好VA、VE和生物素涨价

维生素作为添加剂，占饲料成本比重很低，供需一旦错配价格容易暴涨暴跌。剔除单个品种的波动，维生素整体价格水平从历史看跟随养殖景气周期波动，与生猪养殖利润存在高度相关（见图2）。作为养殖后周期品种，猪肉价格上涨带动存栏量和饲料需求回升，进而带动维生素价格上涨，我们认为**随着消费旺季来临目前正是积极布局维生素板块的合适时机。其中我们看好VA、VE和生物素的价格。**

VA：近十年没有新进入者，全球供需紧平衡开工率预计85%左右，年初至今价格高位运行。巴斯夫装置6月中旬事故预计11月才能恢复生产，但开工率将保持低位，2020年下半年计划停产。预计4季度至明年，全球VA都将呈现供不应求，价格将稳步上涨。相关标的：新和成、浙江医药、金达威。

图6：全球VA供需紧平衡

图7：VA价格高位运行



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

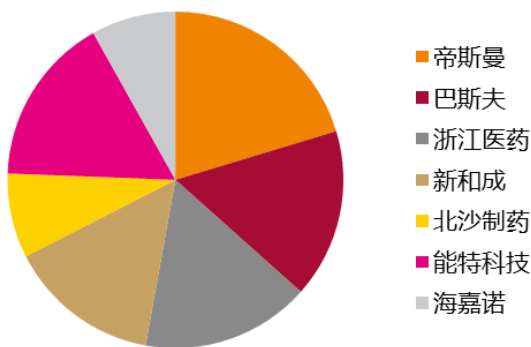


资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

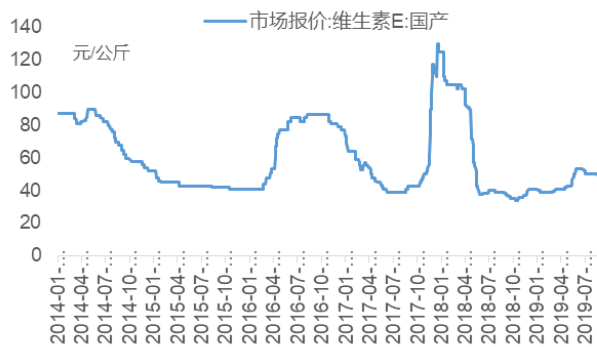
VE：帝斯曼 8 月 27 日完成对能特的收购，行业格局出现重大变化，集中度大幅提升，重新回到帝斯曼（含能特）、巴斯夫、浙江医药和新和成为主的竞争格局。9 月初，能特已经开始停产检修，VE 供需有望反转。目前 VE 国内市场价 46.5 元/公斤，由于间甲酚涨价我们测算国内 VE 行业成本在 41 元/公斤以上，价格下行空间不大，目前价格处于历史底部。相关标的：新和成、浙江医药。

图 8：VE 行业格局出现重大变化

图 9：VE 价格处于历史底部



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

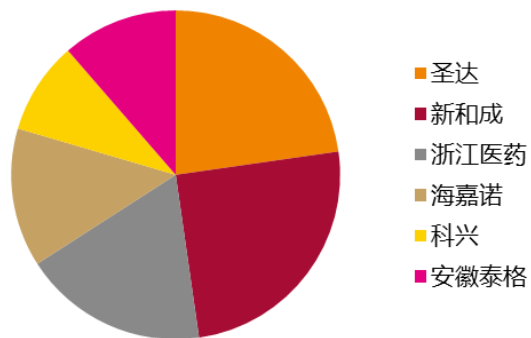


资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

生物素 VH：受盐城事故影响，目前海嘉诺和浙江医药均在停产，泰格生物因为专利诉讼停产。根据博亚和讯统计，2018 年圣达生物、新和成和杭州科兴的生物素产能合计 12500 吨，全球需求 11500 吨，供给紧平衡。目前渠道库存较低，若国庆后浙江医药和海嘉诺无法及时复产，预计 4 季度起将存在供给缺口，价格有望大幅上涨。目前科兴报价 150 元/公斤，圣达生物和新和成停止报价，国内市场价仅 56.5 元/公斤，处于历史底部。相关标的：新和成、圣达生物。

图 10：生物素产能高度集中

图 11：生物素价格处于历史底部



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所



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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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