

化工

证券研究报告
2019年11月22日

间甲酚短缺，VE 价格有望大幅上涨

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:化工品多数弱势运行, 橡胶产品价格上涨》 2019-11-09
- 2 《化工-行业深度研究:景气处于底部区域, 三季度延续弱势》 2019-11-06
- 3 《化工-行业研究周报:苯胺和甲醇上涨, 液氯下跌》 2019-11-03

间甲酚需求快速增长, 供需紧平衡

间甲酚是是农药、医药、抗氧化剂、香料和合成维生素的重要原料。根据我们测算, 维生素 E 需求占比 50%以上。我国间甲酚需求保持年均 10%左右增长, 每年需要进口大量间甲酚。间甲酚合成和分离技术难度较高, 全球供给主要集中在朗盛、沙索和三井三家公司, 产能占比接近 70%。全球间甲酚有效产能 4-5 万吨, 根据我们测算全球需求亦在 4 万吨以上, 供需紧平衡。副产物销售问题限制装置开工率, 因此间甲酚产能利用率很难大幅提高。国内龙头海华科技 2018 年开工率仅 44%。间甲酚属于危化品易燃易爆高污染, 环保监管非常严格, 行业新增产能预计需要 3 年左右, 短期内将不会有较多新增产能。

朗盛间甲酚装置故障, 将对 VE 供给造成严重影响

全球间甲酚龙头朗盛产能约 2.2 万吨, 全球产能占比接近 5 成。由于海外装置问题, 国内间甲酚进口年初至今下滑 62.5%, 价格涨至 6 万元/吨, 较年初上涨超 1 倍, 近期间甲酚国内市场价跳涨至 10 万元/吨。全球维生素 E 产能中超过 60%需要采用间甲酚为原料, 因此间甲酚供应短缺将对全球 VE 供给造成严重影响。近期帝斯曼接收媒体采访时宣布 VE 明年 1 季度将减产 20%-25%, 2 季度产量亦有可能受到影响, 国内企业吉林北沙也宣布了不可抗力, 无法及时交付 VE 订单。益曼特(原能特科技)目前处于技改升级阶段, 9 月已经停产预计 2020 年 3 季度才能恢复生产。据博亚和讯统计, 全球 VE 需求约 16 万吨, 产能约 23 万吨明显过剩。但是益曼特 4 万吨停产技改, 帝斯曼减产影响产能 1-1.25 万吨, 如果再考虑巴斯夫、浙江医药和吉林北沙开工率同样会受到间甲酚供应的影响, 预计国外间甲酚供应完全恢复正常前全球 VE 供给将出现明显缺口。

需求复苏, VE 价格止跌回升

受中国猪瘟影响, 19 年全球 VE 需求出现小幅下滑, 并导致 3 季度 VE 价格持续回落。近期国家出台多项政策鼓励生猪养殖, 猪肉价格历史高位也刺激养殖户补栏。根据农业农村部统计, 国内 9 月猪饲料产量环比提高 10%, 叠加 4 季度饲料需求旺季, 预计 VE 需求仍将稳步复苏。受朗盛间甲酚装置事故和益曼特停产技改影响, 全球 VE 供给持续收缩, 近期国内 VE 价格止跌回升至 47 元/公斤, 较月初上涨 15.85%。另一方面, 据秣宝网预计 VE 行业前期成本在 41-43 元/公斤, 间甲酚大幅涨价 VE 成本也将大幅上升, 成本也支撑价格上涨。

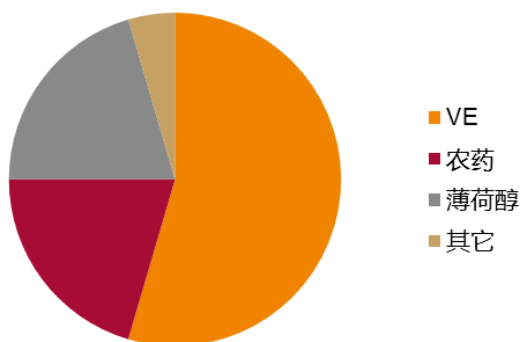
投资建议: 推荐新和成, 关注浙江医药。新和成和浙江医药是全球 VE 行业龙头, 产能均为 4 万吨(50%粉)。价格每上涨 10 元/公斤, 净利润年化增加 3 亿元, 对应新和成和浙江医药 EPS 分别增厚 0.14/0.31 元, 业绩弹性大。

风险提示: 价格超预期下跌; 新工艺路线替代风险。



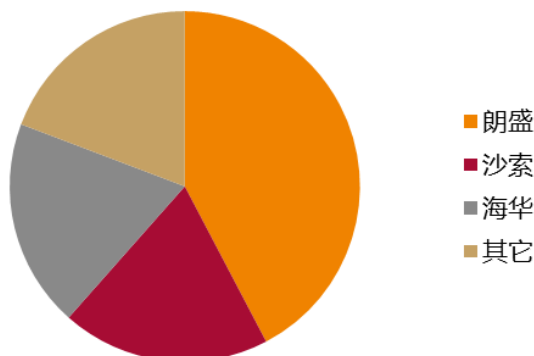
间甲酚是无色或淡黄色可燃液体，有苯酚气味，是农药、医药、抗氧化剂、香料和合成维生素的重要原料。医药领域主要用于合成维生素 E，农药领域主要用于生产杀虫剂杀螟松、倍硫磷、速灭威、菊酯类农药，也是彩色胶片、树脂、增塑剂和抗氧化剂的中间体。

图 1：间甲酚下游需求分布



资料来源：海华科技、天风证券研究所

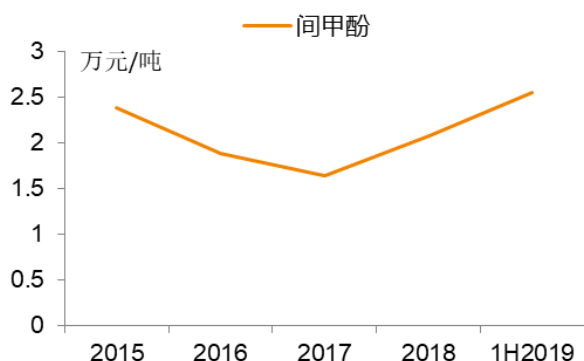
图 2：间甲酚产能分布



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

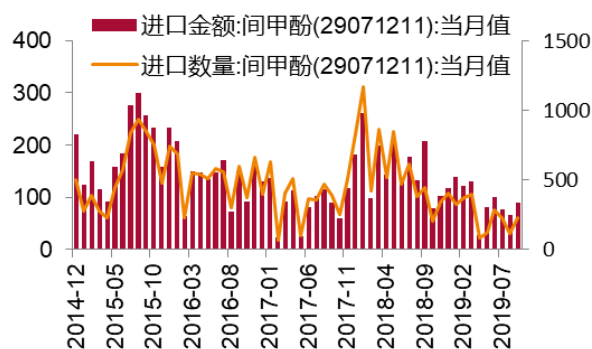
应用广泛，需求稳定增长。根据我们测算，间甲酚主要用于合成维生素 E，需求占比 50% 以上，其它主要用于合成农药和香料。由于合成难度较大，近年来我国间甲酚下游产品生产与发展前景广阔，间甲酚需求保持年均 10% 左右增长。目前国内产量不能满足需求，每年需要进口大量间甲酚，2014 年-2018 年进口量在 5000-7000 吨。

图 3：间甲酚价格持续上涨



资料来源：海华科技、天风证券研究所

图 4：国内维生素产能占全球比重持续上升 单位：吨、万美元

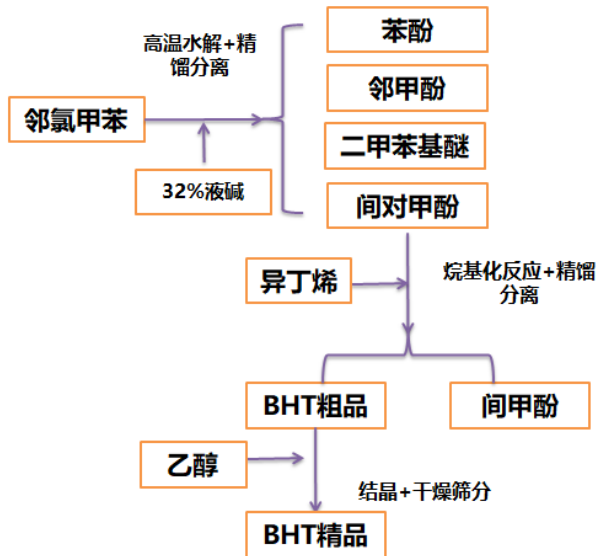


资料来源：WIND、天风证券研究所

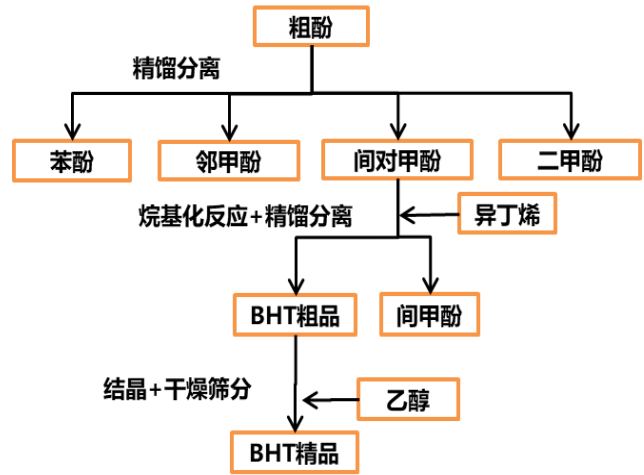
供给高度集中，供需紧平衡。甲酚主要是化工合成或炼焦、石油、焦油砂、油页岩干馏和城市煤气的副产品，也可通过化学方法得到，但一般得到的产物副产物较多，需将其分离，由于间甲酚和对甲酚的沸点相差比较小，使用传统的分离方法很难将其分离。全球间甲酚供给主要集中在朗盛、沙索和三井三家公司，产能占比接近 70%（见图 2）。我国甲酚的生产技术水平比较落后，引进的国外的先进技术和设备生产并不理想，生产技术、产品质量和国外相比差距很大。**全球间甲酚有效产能 4-5 万吨，根据我们测算全球需求亦在 4 万吨以上，供需紧平衡。**由于现有工艺均会副产对甲酚和邻甲酚，副产物销售问题限制装置开工率，因此产能开工率很难大幅提高。例如国内龙头海华科技名义产能 1 万吨，2018 年产量 4400 吨开工率仅 44%。间甲酚属于危化品，具有易燃易爆高污染的特点，因此环保监管非常严格，目前国内市场仅海华科技、东营海源和安徽时联三家公司生产，其中海华科技最大，18 年市场份额 32%，占国内企业销量 61%。行业新增产能从立项到最后投产预计需要 3 年左右，短期内将不会有较多新增产能。

图 5：间甲酚合成工艺

图 6：间甲酚分离工艺



资料来源：海华科技、天风证券研究所



资料来源：海华科技、天风证券研究所

朗盛间甲酚装置故障，将对 VE 供给造成严重影响。全球间甲酚龙头朗盛产能约 2.2 万吨，全球产能占比接近 5 成。由于海外装置故障供应短缺，国内间甲酚进口年初至今下滑 62.5%，价格涨至 6 万元/吨，较年初上涨超 1 倍，近期间甲酚国内市场价再度跳涨至 10 万元/吨。全球维生素 E 产能中超过 60%需要采用间甲酚为原料，因此间甲酚供应短缺将对全球 VE 供给造成严重影响。近期帝斯曼接收媒体采访时宣布 VE 明年 1 季度将减产 20%-25%，2 季度产量亦有可能受到影响，国内企业吉林北沙也宣布了不可抗力，无法及时交付 VE 订单。益曼特（原能特科技）目前处于技改升级阶段，9 月已经停产预计 2020 年 3 季度才能恢复生产。据博亚和讯统计，全球 VE 需求约 16 万吨，产能约 23 万吨明显过剩。但是益曼特 4 万吨停产技改，帝斯曼减产影响产能 1-1.25 万吨，如果再考虑巴斯夫、浙江医药和吉林北沙开工率同样会受到间甲酚供应的影响，**预计国外间甲酚供应完全恢复正常前全球 VE 供给将出现明显缺口。**

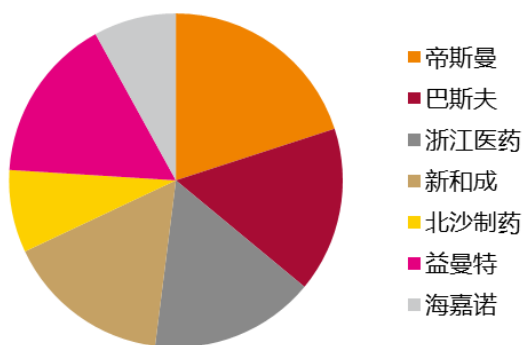
图 7：VE 合成工艺



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

VE 需求企稳回升，价格有望大幅上涨。受中国猪瘟影响，19 年全球 VE 需求出现小幅下滑，并导致 3 季度 VE 价格持续回落。近期国家出台多项政策鼓励生猪养殖，猪肉价格历史高位也刺激养殖户补栏，9 月起国内饲料产量环比企稳回升。根据农业农村部统计，国内 9 月猪饲料产量环比提高 10%，叠加 4 季度饲料需求旺季，预计 VE 需求仍将稳步复苏。受朗盛间甲酚装置事故和益曼特停产技改影响，全球 VE 供给持续收缩，近期国内 VE 价格止跌回升至 47 元/公斤，较月初上涨 15.85%。另一方面，据秣宝网预计 VE 行业前期成本在 41-43 元/公斤，间甲酚大幅涨价 VE 成本也将大幅上升，成本也支撑价格上涨。

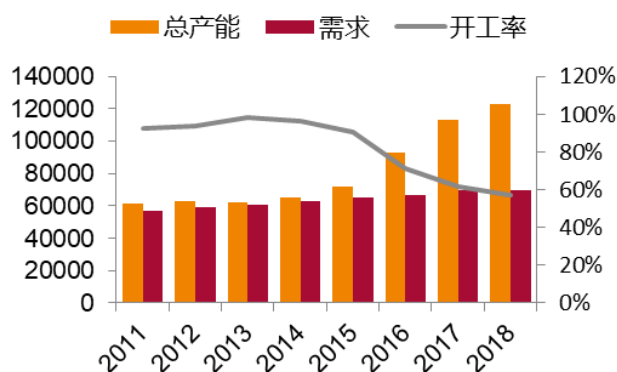
图 8：全球 VE 产能集中度较高



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

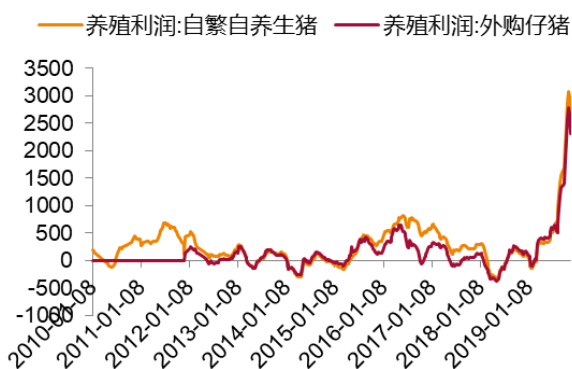
图 9：全球 VE 开工率持续下行

单位：吨



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

图 10：国内生猪养殖利润创历史新高 单位：元/头



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：VE 价格止跌回升



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

看好 VE 价格上涨，推荐新和成，关注浙江医药。新和成和浙江医药是全球 VE 行业龙头，产能均为 4 万吨（50%粉）。价格每上涨 10 元/公斤，税后净利润年化增加 3 亿元，对应新和成和浙江医药 EPS 分别增厚 0.14/0.31 元，业绩弹性大。

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