

拐点已现，维生素E进入长景气周期

维生素E行业

投资建议：

优异

维持

事件：

受非洲猪瘟影响，截至2019年10月，生猪存栏量同比下滑41.4%，能繁母猪存栏量同比下滑37.8%。农业农村部认为生猪生产呈现明显恢复势头：一是全国能繁母猪存栏首次止降回升，10月份，能繁母猪存栏环比增长0.6%，这是19个月以来的首次增长，意味着生猪基础产能已经开始恢复。二是规模养猪场生产恢复快，从已经上报的情况看，全国年出栏5000头以上的规模猪场生猪存栏和能繁母猪存栏已连续三个月环比增长。三是生猪生产恢复面不断扩大，东北、西北和黄淮海地区生猪恢复比较快，黑龙江、陕西、河南、吉林、山东、安徽等12个省份生猪存栏止降回升，西南、华南地区产能下滑也趋缓。总的看，能繁母猪存栏回升，生猪存栏下降也基本见底，预计11月份的生产形势应该会更好。

国内维生素E市场询价采购积极，12月2日新和成报价58元/kg。

投资要点：

猪肉价格高位带动生猪出栏体重增加，大量三元母猪转为育种猪

生猪价格创新高，下游养殖热情高涨，出栏重量上升，猪/鸡单体消耗饲料量显著上升，生猪出栏体重由200斤上升至300斤，消耗饲料量增加60%以上。目前大量的三元母猪在往能繁母猪方向转，转化过程需要3-4个月，维生素E又称生育酚，作为转化过程当中第一限制性维生素，与育肥猪相比，后备母猪日粮中维生素E添加量提高接近2倍。

行业供给端格局重塑，维生素E进入长景气周期

能特科技2016年以前在市场上的身份是作为三甲基氢醌、三甲基苯酚等中间体的供应企业，2017年3月，公司的VE产品对外销售，2019年5月能特科技公告向DSM出售益曼特75%股权。DSM完成对能特科技的收购后，寡头格局更加稳固，之前由于能特的销售渠道较差，常常利用低价竞争打入市场，使得维生素E的价格长期处于低位震荡区间，当前能特科技由行业扰动者变成了行业格局的维护者，寡头们对产品的定价权更加强。

朗盛间甲酚宣布不可抗力，间甲酚路线减产

维生素E的生产过程中两个重要中间体为三甲基氢醌和异植物醇，其中三甲基氢醌有60%的产家采取间甲酚工艺。因“不可预见的技术问题”德国朗盛间甲酚生产宣布不可抗力，目前DSM和北沙已经对市场宣称了减产，DSM预计欧洲工厂2020第一季度减产20%~25%，不能排除影响到2020年第二季度。供给端减少叠加需求回升，明年上半年供需格局有望反转。

一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《维生素E行业深度报告——双重因素推动价格上涨，信心比黄金珍贵》
- 2、《间甲酚供应持续紧张，维生素E价格长期看涨——维生素E行业点评》

➤ 投资建议

受涨价因素推动，我们看好维生素 E 产品后续行情，维持“优异”评级。建议关注新和成(002001.SZ)和浙江医药(600216.SH)，具备 VE50%4 万吨，将受益于维生素 E 涨价。

新和成(002001.SZ)：采取异氟尔酮氧化法路线制备三甲基氢醌，在丙酮价格处于低位的情况下，不受间甲酚紧缺的影响，成本全行业最低，维生素 E 价格每上涨 10 元，增厚 EPS0.14 元/股。

浙江医药(600216.SH)：采取间甲酚路线制备三甲基氢醌，关键性原材料间甲酚由安徽海华保障供应，不会受间甲酚短缺的影响，维生素 E 价格每上涨 10 元，增厚 EPS0.31 元/股，但需要考虑间甲酚涨价带来的成本端增加，我们推测在海外减产的情况下，涨价幅度将超过成本的增加。

➤ 风险提示

涨价不及预期；工艺安全事故；主要原料短缺；贸易风险；汇率风险

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856