

行业研究

供给格局显著改善，VE 有望再次迎来超级景气周期

——维生素 E 行业跟踪报告

要点

未来 2-3 年，VE 价格有望再次迎来超级景气周期：维生素 E 行业资金投入大，进入壁垒高，目前，全球市场主要由帝斯曼、新和成、浙江医药和巴斯夫维持着寡头垄断格局，回顾历史十年以来的 VE 价格周期，会发现行业供给端的变化往往是维生素价格波动的主要推动力。例如，2008 年安迪苏退出 VE 生产与 2011 年的日本大地震导致 VE 供给收紧，出现超级景气周期；2014-2015 年能特科技中间体外售叠加 VE 产能过剩致使 VE 价格一路下跌；2017 年巴斯夫柠檬醛工厂爆炸造成了 VE 中间体生产受限，推动价格上涨。20 年以来，受疫情封锁影响，维生素生产与运输受阻，同时巴斯夫部分产线检修和发生事故，加之能特与 DSM 合资工厂推迟复工，VE 生产受到较大冲击，VE 价格持续上涨。21 年，复产规模持续低于预期，龙头企业陆续在下半年面临停产检修，VE 供给或将进一步紧缩。展望未来 2-3 年，帝斯曼与能特科技的合并使得行业竞争格局显著改善，VE 价格有望再次迎来超级景气周期，在目前的价格水平上仍存在较大上涨空间。

供给格局优化，间甲酚成本支撑，推动维生素 E 前景向好：目前，全球 VE 总产能约 14 万吨/年，CR3 约 58%，行业集中度高。2019 年 8 月，能特向帝斯曼出售 75% 股权，就维生素 E 及其中间体业务组建了合资公司益曼特，VE 行业集中度进一步提高，产品议价权提升，有利于全球 VE 行业竞争格局改善。同时，收购完成后能特科技进入停产改造阶段，以达到帝斯曼生产的标准水平，但能特 VE 生产线复产进度始终低于预期。成本端，间甲酚作为 VE 生产环节重要的中间体，近年来其价格的一路走高为 VE 带来了涨价空间。目前我国间甲酚依旧依赖进口，2019 年，德国朗盛的部分间甲酚生产线转产薄荷醇，海外供给收紧。2021 年 1 月，我国商务部最终认定，原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚存在倾销，5 年内对原产于上述国家的进口间甲酚征收反倾销税。间甲酚价格的走高为 VE 的生产提供了成本支撑，VE 市场前景向好。

养殖行业景气度回暖，饲料需求增长利好维生素 E 市场：VE 的下游需要主要来自于饲料、医药及化学品和食品饮料，其中饲料为维生素 E 需求的主要来源，占比约为 67%。国际方面，全球饲料产量稳定增长，2020 年中国饲料产量居全球首位，带动 VE 需求不断上涨。国内来看，我国养殖业景气度回暖，饲料产量恢复上涨趋势。同时，随着 2021 上半年新冠肺炎疫情的逐渐缓解，我国生猪养殖户积极补栏，生猪和能繁母猪存栏量持续走高，后续生猪市场有望进一步回暖。养殖行业对上游产品需求旺盛，VE 市场景气度有望持续提高。

投资建议：在 VE 行业寡头垄断的格局下，供给端的变化往往成为维生素价格波动的主要推动力，随着 21 年下半年 VE 龙头陆续停产检修，叠加下游养殖业需求旺盛，短期 VE 价格有望进一步上涨。长期来看，帝斯曼与能特科技的合并使得 VE 行业竞争格局显著改善，未来 2-3 年 VE 景气度长期向好。推荐 1) 维生素技改保障盈利能力，医药业务打开公司成长空间的**浙江医药**；2) 精细化工品持续投入，有望迈入收获期的**新和成**。

风险分析：行业周期风险、新冠疫情持续带来需求不及预期风险、安全环保的风险、汇率波动风险。

基础化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

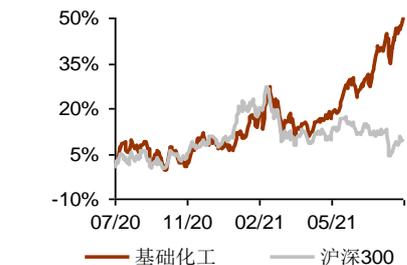
zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目录

1、未来 2-3 年，VE 价格有望再次迎来超级景气周期	4
1.1、维生素 E 基本介绍	4
1.2、回顾历次维生素 E 价格周期，供给侧变化居于主导地位	4
1.3、龙头企业相继停产停报，VE 价格有望进一步上涨	5
2、供给格局优化，间甲酚成本支撑，推动维生素 E 前景向好	6
3、养殖行业景气度回暖，饲料需求增长利好维生素 E 市场	7
4、投资建议	9
4.1、浙江医药：维生素技改保障盈利能力，医药业务打开公司成长空间	10
4.2、新和成：精细化工品持续投入，有望迈入收获期	11
5、风险提示	12

图目录

图 1: VE 化学结构式.....	4
图 2: VE 价格走势 (元/公斤)	5
图 3: 间甲酚进口均价自 2019 年起一路走高 (美元/吨)	7
图 4: 2019 年维生素 E 下游需求占比.....	7
图 5: 全球饲料产量稳定增长	8
图 6: 2020 全球饲料产量分布	8
图 7: 我国 VE 以出口销售为主.....	8
图 8: 饲料产量恢复上涨趋势	9
图 9: 2019 我国不同种类动物饲料占比.....	9
图 10: 我国生猪存栏量持续走高.....	9
图 11: 能繁母猪存栏量增长为生猪产能恢复奠定基础.....	9

表目录

表 1: 维生素企业近期停产检修汇总	5
表 2: 浙江医药、新和成维生素产品价格弹性测算	6
表 3: 目前全球维生素 E (油) 生产企业及产能	6
表 4: 浙江医药盈利预测与估值简表	11
表 5: 新和成盈利预测与估值简表.....	12

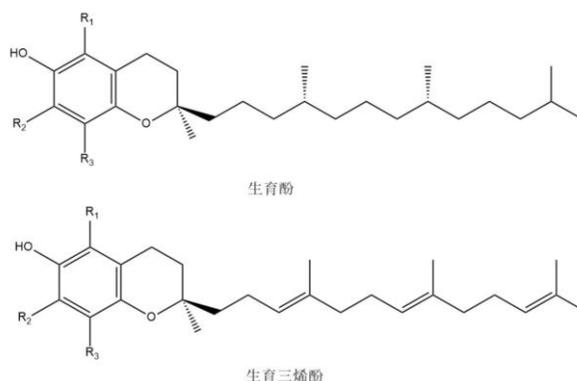
1、未来 2-3 年，VE 价格有望再次迎来超级景气周期

1.1、维生素 E 基本介绍

维生素 E (Vitamin E, 简称“VE”) 为一种脂溶性维生素, 是生物系统中重要的抗氧化剂之一, 包括生育酚和三烯生育酚两类共 8 种化合物, 即 α 、 β 、 γ 、 δ 生育酚和 α 、 β 、 γ 、 δ 三烯生育酚, 其中, α -生育酚是自然界中分布最广泛含量最丰富活性最高的维生素 E 形式。维生素 E 可用于提高生物的繁殖能力、增强免疫能力、调节身体代谢等, 由于动物无法自行合成或合成量不足, 维生素 E 需要从外界摄取。

维生素 E 可分为天然维生素 E 和合成维生素 E 两种, 广泛应用于饲料、医药、食品、化妆品等行业, 产销量极大, 与维生素 C、维生素 A 一起共同被列为维生素系列三大支柱产品。从形态角度, 维生素 E 可分为 VE 油和 VE 粉, VE 油是原始状态, 但其性质较不稳定, 因此一般会将其制作为 VE 粉。VE 粉的 VE 含量约为 50%。而 VE 油的含量则达到 90% 以上。

图 1: VE 化学结构式



资料来源: CNKI, 光大证券研究所整理

1.2、回顾历次维生素 E 价格周期, 供给侧变化居于主导地位

维生素 E 行业资金投入大, 进入壁垒高, 关键点在于生产技术与关键中间体来源。目前, 全球市场主要由帝斯曼、新和成、浙江医药和巴斯夫维持着寡头垄断格局, 回顾历史十年以来的 VE 价格周期, 会发现行业供给侧变化占据主动地位。

(1) 2007-2011 年, VE 市场出现超级周期。受到金融危机影响, 中间体生产成本过高, 2008 年安迪苏退出 VE 生产。同时, 11 年日本大地震导致日本本州化学公司停产, VE 中间体间甲酚供应紧张。该段时间内 VE 行业仅剩帝斯曼、巴斯夫、浙江医药与新和成四家公司寡头垄断, 行业供给减少, VE 市场出现了超级周期, 五年内维生素 E 价格基本维持在 150 元/千克的高位。

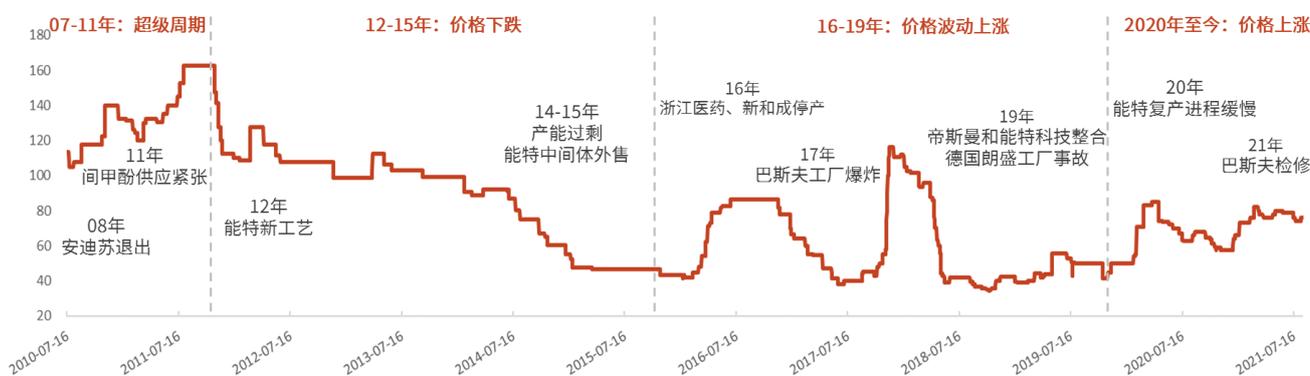
(2) 2012-2015 年: 产能扩张, VE 价格一路下跌。VE 价格的上涨吸引了例如北沙制药、福建海欣等企业进入市场, 产能扩张不断推进。2012 年, 能特科技开发出对叔丁基苯酚法新工艺, 进入维生素 E 市场。随着一系列新建与扩建项

目的投产，2014-2015 年 VE 市场出现产能过剩局面，同时能特科技中间体开始外售，VE 价格一路下跌。

(3) 2016-2019 年：一系列突发事件导致 VE 供应收紧，VE 价格阶段性上涨。2016 年，G20 峰会的举办导致新和成和浙江医药阶段性停产，8 月帝斯曼瑞士工厂施行装置整改，VE 价格出现阶段性上涨。2017 年巴斯夫德国工厂爆炸、2019 年 8 月帝斯曼和能特科技整合、2019 年 11 月德国朗盛工厂事故导致北沙制药和帝斯曼减产，均导致 VE 供应收紧，短期内价格大涨。

(4) 2020 年春节以来，由于新冠肺炎疫情爆发，VE 生产和运输受到影响，能特科技和帝斯曼合资工厂复产推迟，导致 VE 供需紧张。2021 年以来，由于能特科技复产持续低于预期，加之巴斯夫工厂检修持续，行业库存处于低位，VE 价格持续上涨。

图 2：VE 价格走势（元/公斤）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理，截至 2021.08.15

1.3、龙头企业相继停产停报，VE 价格有望进一步上涨

近期，以新和成、浙江医药和巴斯夫等为代表的部分维生素生产企业开始暂停 VE 报价，后续或将出现阶段性调价。目前 VE 价格为 70-80 元/千克，已经处于近五年较高水平，下半年由于行业供给格局显著改善叠加需求持续复苏，供需错配或将加剧。展望未来 2-3 年，帝斯曼与能特科技的合并将大幅提高行业集中度与产品议价权，竞争格局显著改善，VE 价格有望再次迎来超级景气周期，在目前的价格水平上仍存在较大上涨空间。

表 1：维生素企业近期停产检修汇总

企业	事件
巴斯夫	3月3日、8月7日，BASF 德国路德维希厂区发生火灾事故，预计将至少影响数月生产
帝斯曼	7月23日 VE 产品停报
益特曼	VE 工厂计划 9 月中旬开始停产升级持续 6 周
新和成	山东工厂自 7 月 10 日起停产检修一个月
浙江医药	7月21日 VE 产品停报；昌海生物维生素产业园自 7 月 25 日起检修 45 天
吉林北沙	6月10日至 7 月 20 日停产检修

资料来源：饲料行业信息网，光大证券研究所整理

维生素 E 是整个维生素产业的中流砥柱，其价格上行必定带动其他维生素价格的上涨，我们测算了我国 VE 龙头浙江医药、新和成的产品价格弹性，预计随着维生素 E 高景气周期的来临，我国 VE 企业业绩有望大幅增厚。

表 2：浙江医药、新和成维生素产品价格弹性测算

生产厂家	产品	产能 (吨/年)	价格上涨单位 (元/千克)	增厚利润 (亿元)	总股本数 (亿股)	市值 (亿元)	增厚 eps (元)
浙江医药	维生素 A	5000	100	4.25	9.65	168	0.44
	维生素 E (粉)	40000	10	3.40	9.65	168	0.35
	维生素 D3	1500	100	1.28	9.65	168	0.13
	生物素 (2%)	3000	100	2.55	9.65	168	0.26
新和成	维生素 A	10000	100	8.50	25.78	705	0.33
	维生素 E (粉)	40000	10	3.40	25.78	705	0.13
	维生素 D3	2000	100	1.70	25.78	705	0.07
	生物素 (2%)	6000	100	5.10	25.78	705	0.20
	蛋氨酸	150000	1	1.28	25.78	705	0.05

资料来源：百川盈孚，公司公告，光大证券研究所测算 注：市值及股本时间为 2021.8.15，所得税均为 15%

2、供给格局优化，间甲酚成本支撑，推动维生素 E 前景向好

帝斯曼与能特合并，VE 供给格局优化。2019 年 8 月，能特向帝斯曼出售 75% 股权，就维生素 E 及其中间体业务组建了合资公司益曼特，VE 供给格局向好。目前全球 VE (油) 总产能约 14 万吨/年，CR3 约 58%，行业集中度高。其中，帝斯曼与能特科技产能占比合计高达 44%，帝斯曼与能特科技业务合并后行业集中度进一步提高，产品议价权提升，有利于全球维生素 E 行业竞争格局改善。同时，收购完成后能特科技进入停产改造阶段，以达到帝斯曼生产的标准水平，但截至目前，能特 VE 生产线尚未完全升级改造完成，复产进度始终低于预期。

表 3：目前全球维生素 E (油) 生产企业及产能

生产厂家	所在地区	产能 (吨/年)	占比	工艺路线
帝斯曼	荷兰	30000	21.82%	间甲酚为原料
能特科技	湖北	30000	21.82%	以对二甲苯为原料
新和成	山东	20000	14.55%	采用异氟尔酮与间甲酚两种路线
浙江医药	浙江	20000	14.55%	间甲酚为原料
巴斯夫	德国	20000	14.55%	间甲酚为原料
吉林北沙	吉林	10000	7.27%	间甲酚为原料
北大医药	重庆	7500	5.45%	
合计		137500	100%	

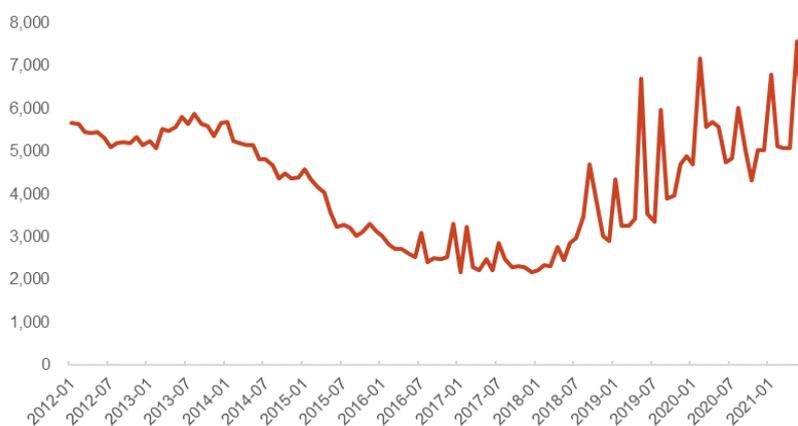
资料来源：百川盈孚，各公司公告，光大证券研究所整理

间甲酚国际巨头转产叠加我国反倾销政策，VE 成本端价格支撑有力。间甲酚是维生素 E 生产重要的中间体，以间甲酚生产 2,4,6-三甲基酚，进而合成三甲基氢醌，三甲基氢醌则是生产维生素 E 的主要原料。全球包括 DSM、浙江医药、北沙制药等多家 VE 企业均采用以间甲酚为原料生产主环三甲基氢醌的工艺，间甲酚价格走高将提高了 VE 的生产成本，为 VE 带来了涨价空间。

目前我国间甲酚依旧依赖进口，国际代表企业有德国朗盛、美国沙索、日本三井，国内则以海华科技为代表逐步打开国产替代的进程。2019 年，德国朗盛的部分间甲酚生产线转产薄荷醇，海外供给收紧。2021 年 1 月，

我国商务部发布关于原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚反倾销调查最终裁定的公告，最终认定，原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚存在倾销，国内间甲酚产业受到实质损害。自 2021 年 1 月 15 日起 6 年内，对原产于美国、欧盟及英国、日本的进口间甲酚征收反倾销税。间甲酚价格的走高为 VE 的生产提供了成本支撑，VE 市场前景向好。

图 3：间甲酚进口均价自 2019 年起一路走高（美元/吨）

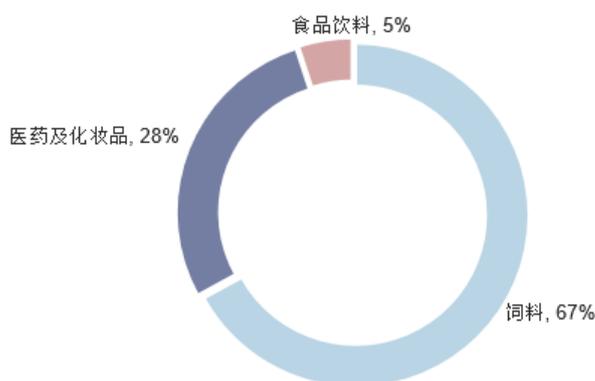


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，截至 2021.06

3、养殖行业景气度回暖，饲料需求增长利好维生素 E 市场

维生素 E 的下游需要主要来自于饲料、医药及化学品和食品饮料，其中饲料为维生素 E 需求的主要来源，占比约为 67%（2019 年）。VE 在增强畜禽免疫力、抗氧化能力及预防不孕症、提高畜禽生产性能和改善畜禽肉质等方面具有重要作用。在猪饲料中添加 VE 可以有效提高母猪及仔猪的免疫力，维生素还可以通过垂体前叶分泌促性腺激素，从而提高母猪发情配种率，提高产仔数量。

图 4：2019 年维生素 E 下游需求占比



资料来源：中国医药行业协会，光大证券研究所整理

全球饲料产量稳定增长，中国饲料产量居全球首位。2020 年全球饲料产量为 11.88 亿吨，同比增长 0.9%，该产量增长主要由亚太地区与拉丁美洲地区引领。其中，2020 年亚太地区饲料产量为 4.3 亿吨，较 2019 年增加了约 690 万

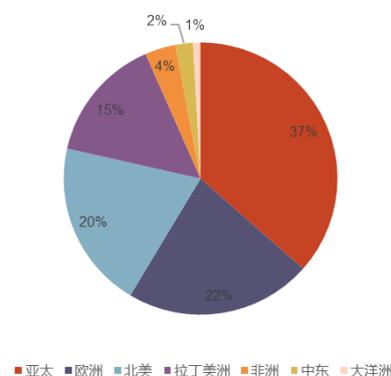
吨，占全球饲料总产量的 36%。中国饲料产量居世界首位，其次为美国、巴西、印度。

图 5：全球饲料产量稳定增长



资料来源：Alltech，光大证券研究所整理

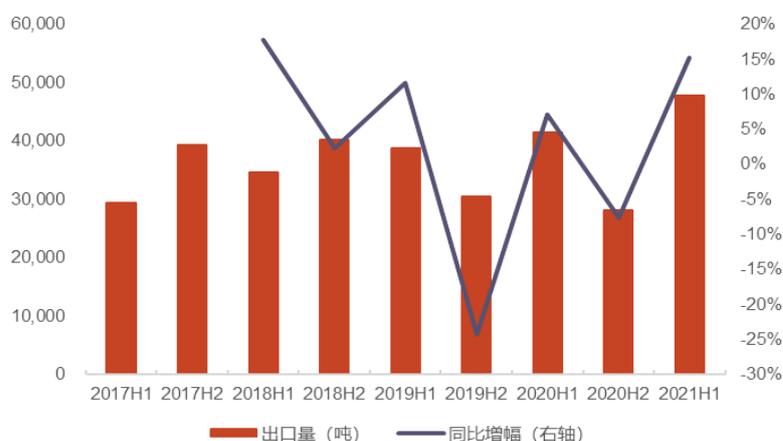
图 6：2020 年全球饲料产量分布



资料来源：Alltech，光大证券研究所整理

我国 VE 以出口为主，21 年上半年出口量大大幅增长。受疫情影响，2020 年我国 VE 工厂复工延迟，VE 出口增量有限，出口量约为 7 万吨，同比增长 0.7%，占国内维生素 E 总产量的约 90%。随着国内疫情的控制，2021 年上半年，我国维生素 E 出口量约为 4.8 万吨，同比大幅增长 15%。主要出口目的国有德国、美国、巴西、新加坡、越南、南非、丹麦等，其中对德国出口量最高，为 843.3 吨，同比增长 4.7%。其次为美国，出口量为 813.4 吨，同比增长 22.4%。

图 7：我国 VE 以出口销售为主



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

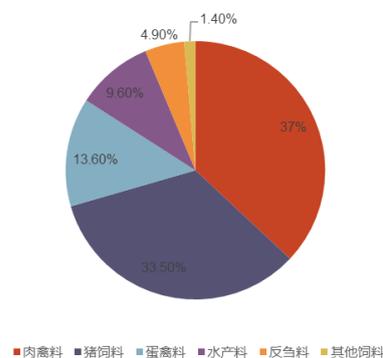
我国养殖业景气度回暖，饲料产量恢复上涨趋势。2020 年，我国饲料产量达到 2.5 亿吨，同比上涨 17%。根据 2019 年国内饲料消费情况来看，肉禽饲料占比 37%，猪饲料占比 33%，蛋禽饲料占比 14%，水产饲料 10%，反刍饲料 5%，其它饲料 1%，养殖市场的旺盛程度将对于 VE 的需求产生重要的影响。

图 8：饲料产量恢复上涨趋势



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

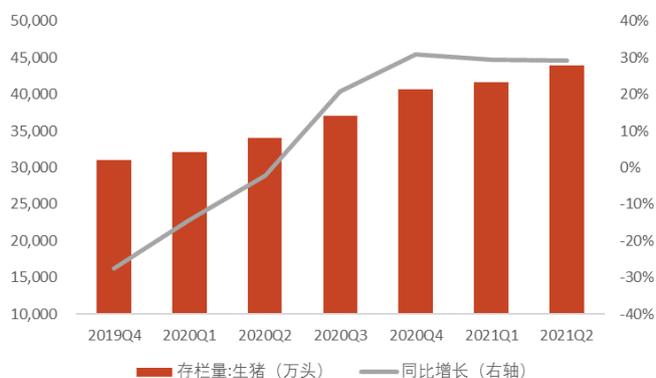
图 9：2019 年我国不同种类动物饲料占比



资料来源：中国饲料工业协会，光大证券研究所整理

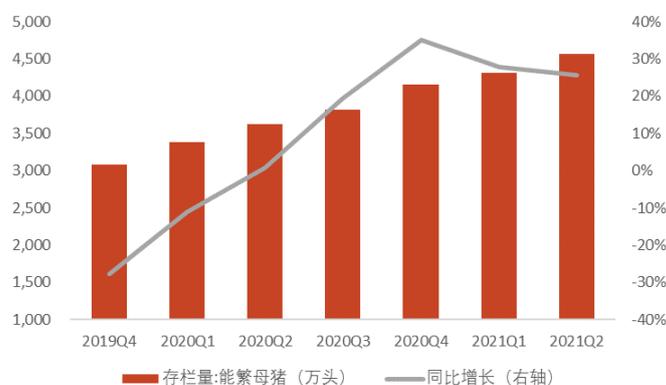
生猪和能繁母猪存栏量持续走高，养殖行业对上游产品需求旺盛。2021 年上半年，新冠肺炎疫情得到缓解，养殖户群体积极补栏，全国生猪产能有序恢复。二季度末，生猪存栏 43911 万头，同比增长 29.2%；能繁殖母猪存栏 4564 万头，增长 25.7%。能繁母猪存栏是反映基础产能趋势变化的核心指标，持续增长，为生猪生产恢复奠定了较好基础。随着国民经济的回暖与餐饮业猪肉消费的恢复，后续生猪市场有望进一步回暖。

图 10：我国生猪存栏量持续走高



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

图 11：能繁母猪存栏量增长为生猪产能恢复奠定基础



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

4、投资建议

在 VE 行业寡头垄断的格局下，供给端的变化往往成为维生素价格波动的主要推动力，随着 21 年下半年 VE 龙头陆续停产检修，叠加下游养殖业需求旺盛，短期 VE 价格有望进一步上涨。长期来看，帝斯曼与能特科技的合并使得 VE 行业竞争格局显著改善，未来 2-3 年 VE 景气度长期向好。推荐 1) 维生素技改保障盈利能力，医药业务打开公司成长空间的浙江医药；2) 精细化工品持续投入，有望迈入收获期的新和成。

4.1、浙江医药：维生素技改保障盈利能力，医药业务打开公司成长空间

技改+转型综合医药企业持续推进，周期性波动有望降低：20年公司实现营业收入73.27亿元，同比增长4%，归母净利润7.17亿元，同比增长109%。公司近年来营业收入和归母净利润逐年波动较大，2017年净利润同比增速经历了较大幅度回落后2018年开始反弹回升，主要由公司主营产品维生素下游养殖需求波动较大导致。而毛利率走势向好且较为稳定，主要源于公司维生素技改的成功使得产品成本降低，且行业格局逐年改善，维生素板块盈利能力得到保障。2017-2020年研发费用率逐年提升，从2.58亿提升到5.46亿，这与公司转型成为综合医药企业的战略目标有关，在创新药领域的投入持续加大。维生素板块盈利能力的提升和未来创新药研发成果的逐步落地，将降低公司业绩的周期性波动，从而有利于估值的提升。

创新药产品 ARX788 临床进展顺利，有望进军千亿市场：2月24日，浙江医药公告创新药品 ARX788 收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批准通知书》。重组人源化抗 HER2 单抗-AS269 偶联注射液 (ARX788) 是新一代单克隆抗体偶联药物，用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌等，属于创新生物技术药物。截至2020年底，公司 ARX788 项目已累计投入研发费用3.45亿元，属于公司重磅研发项目。根据 EVALUATEPHARMA 数据，2018年 HER2 靶点抗肿瘤市场全球销售额达110.7亿美元，并预计2024年可增长至156亿美元。相关产品若成功上市，公司将正式进军靶点抗癌药物的千亿市场。

新注册产品中标集中采购，医药产品布局加速落地：公司2020年米格列醇片销售收入为1.71亿元，占营收2.33%；乳酸左氧氟沙星制剂系列销售收入为7.49亿元，占营收10.23%。两款产品分别于2020年4月和2021年6月通过一致性评价。新注册产品获得集中采购，彰显出公司优秀的研发实力和市场认可度。目前两款产品尚未签订采购合同，若后续合同签订顺利，将提高公司市场占有率和品牌影响力，增厚医药制造板块收入。

高壁垒新品密集获批上市，成长空间不断打开：6月份公司3款新品密集获批上市，6月15日公司发布公告称注射用盐酸万古霉素通过仿制药一致性评价，万古霉素是由东方链霉菌菌株产生的糖肽类窄谱抗生素，主要对革兰氏阳性菌有效，通过抑制细菌细胞壁的合成而发挥速效杀菌作用，不与青霉素类竞争结合部位，细菌对其不易产生耐药性。目前注射用盐酸万古霉素国内批准生产企业仅有丽珠集团、浙江正海药业、浙江医药3家；6月22日公司发布公告苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液和左氧氟沙星氯化钠注射液获得药品注册证书。奈诺沙星是一种新型无氟喹诺酮类抗生素，口服与注射剂型兼具，不易产生耐药性菌株，降低了氟相关的不良反应，同时增强了对革兰阳性菌的抗菌活性。目前大陆境内仅有浙江医药获批苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液；而左氧氟沙星氯化钠注射液目前则有8家国内生产企业获批。三款新品市场广阔且具备相当的技术壁垒，国内竞争格局良好。高壁垒新品的不断推出，丰富了公司的产品布局，将打开广阔的成长空间。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为12.39/16.13/17.36亿元，折合EPS分别为1.28/1.67/1.80元，维持“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，环保政策风险。

表 4：浙江医药盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,044	7,327	9,529	10,241	11,346
营业收入增长率	2.70%	4.02%	30.06%	7.47%	10.79%
净利润（百万元）	343	717	1,239	1,613	1,736
净利润增长率	-5.97%	109.29%	72.75%	30.15%	7.66%
EPS（元）	0.36	0.74	1.28	1.67	1.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.36%	9.35%	14.26%	16.28%	15.62%
P/E	47	23	13	10	9
P/B	2.1	2.1	1.9	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.08.17

4.2、新和成：精细化工品持续投入，有望迈入收获期

浙江新和成股份有限公司成立于 1999 年，2004 年作为中小企业板第一股在深交所成功上市。公司主营业务包括营养品、香精香料、高分子新材料的生产及销售。公司始终贯彻一体化、系列化、规模化的发展战略，不断向产业链延伸，不断拓展业务领域，现已成为世界四大维生素生产企业之一、全国大型的香精香料生产企业和知名的特种工程塑料生产企业。

2020 年公司营业收入 103.14 亿，同比增长 35.34%，实现归母净利润 35.64 亿元，同比增长 64.33%。

营养品板块持续投入，有望逐步进入收获期：公司的主营业务维生素产品市场占有率高，行业地位突出，品牌优势明显，处于国内领先、国外知名的市场地位。截止 2020 年末，公司拥有 10000 吨 VA 产能，位居世界第一，拥有 20000 吨 VE 产能，位居世界第二。同时，公司积极实施营养品系列化差异化发展，同时通过优化工艺路线、攻关重点课题，促使产品竞争力显著提升。2020 年公司蛋氨酸一期 5 万吨生产线实现满负荷生产，全年成本显著下降，有效提升产品竞争力。公司蛋氨酸二期年产 25 万吨项目中的 10 万吨装置也于 20 年 10 月正式投产，逐步贡献利润，项目进程可控。同年，公司黑龙江生物发酵项目（一期）顺利完成达产验收，实现满负荷生产，使公司在原有业务基础之上，进一步丰富产品品类，深化产品布局。

立足科技创新，新材料板块发展前景广阔：公司坚持自主研发，持续加大创新研发投入，20 年全年获得授权专利 102 项，截至 2020 年已连续七年研发投入占营业收入比重超过 5%。2021 年 Q1，公司投入研发费用 1.6 亿元，同比增长 71%，未来成长潜力可期。以高性能树脂的聚合工艺及下游应用研发为基础，公司持续深入高附加值新材料领域。新材料是国家七大战略新兴产业之一，未来发展将获得国家政策支持、经济环境和市场环境等多方面支持，尤其是高分子新材料、特种工程材料等有着广阔发展前景。公司通过与帝斯曼和东洋纺合作弥补自身短板，现已成为全球 PPS 重要生产厂商。2020 年 10 月，商务部初裁原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口 PPS 存在倾销，利好公司 PPS 产品进一步放量提升市占率，公司业绩有望持续增厚。

VA、VE 供需格局改善，利好公司业绩放量：由于维生素供给端呈现寡头垄断格局，因此供给端的变化往往成为了维生素价格波动的主要推动力。20 年以来，受疫情封锁影响，维生素生产与运输受阻，同时巴斯夫部分产线检修和发生事故，加之能特与 DSM 合资工厂推迟复工，维生素 A、E 生产受到较大冲击，维生素价格持续上涨。21 年，复产规模持续低于预期，行业库存日渐紧俏；同时，龙头企业下半年面临停产检修，8 月 7 日，巴斯夫路德维希港发生火灾，VA、

VE 供给或将进一步紧缩。需求方面，上半年生猪和能繁母猪存栏量持续走高，养殖行业对上游产品需求旺盛，维生素有望再次迎来景气上行周期，利好公司维生素产品盈利能力的增长。

盈利预测、估值与评级：未来 3 年 VE 景气度较高，公司盈利能力有望大幅增长，因此我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 44.72（上调 7%）/51.03（上调 6%）/57.32 亿元，折合 EPS 分别为 1.73、1.98 和 2.22 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动，项目推进不及预期，全球经济复苏不及预期。

表 5：新和成盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,621	10,314	12,612	14,423	16,008
营业收入增长率	-12.23%	35.34%	22.28%	14.36%	10.99%
净利润（百万元）	2,169	3,564	4,472	5,103	5,732
净利润增长率	-29.56%	64.33%	25.49%	14.11%	12.31%
EPS（元）	1.01	1.66	1.73	1.98	2.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.87%	18.43%	20.05%	20.28%	20.22%
P/E	27	16	16	14	12
P/B	3.5	3.0	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.08.17 注：2019-2020 年总股本为 21.48 亿，2021 年增发后为 25.78 亿

5、风险提示

行业周期性风险

维生素 E 行业的发展受行业需求及自身发展状况的影响，行业内公司业绩对周期波动较为敏感，维生素 E 市场需求与下游养殖业密切相关，养殖业作为典型的周期性行业，受宏观经济周期的变化的影响较大，其景气程度将直接影响对于维生素 E 的需求。

新冠疫情持续带来需求不及预期风险

2021 年以来印度等海外国家疫苗接种缓慢，新冠疫情多次爆发，新出现的德尔塔等变种病毒的出现增强了传染性，且降低了多种疫苗的有效性，若疫情持续反复且疫苗接种未能达到预期免疫屏障效果，将对维生素 E 下游需求造成较长时间负面影响。

安全环保的风险

维生素 E 行业涉及的部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性物质，且在生产过程中还会产生一定量的废水、废弃排放物等，在生产作业环节及运输过程存在一定的安全风险。

汇率波动风险

2021 年美国持续恢复，美联储开始逐步引导 Taper 和加息预期，若人民币汇率出现大幅波动，将对维生素 E 行业内公司汇兑损益、外币计价出口产品价格、原料价格等经营性因素以及海外投资者资金流向等交易性因素产生较大不确定性影响。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE