

行业研究

供需持续改善，维生素景气复苏

——维生素行业跟踪报告

要点

供需持续改善，维生素景气复苏：近期龙头企业上调 VA、VE 报价，新和成 10 月 18 日 VE 报价 98 元/公斤，VA 报价 8 月 23 日提至 360 元/公斤。需求端，2021 年以来，新冠肺炎疫情得到缓解，养殖户群体积极补栏，全国生猪牛产能有序恢复。三季度末，生猪存栏 43764 万头，同比增长 18%；能繁殖母猪存栏 4459 万头，增长 17%。需求回暖支撑维生素价格。供给端，受原料甲醇钠供应影响，帝斯曼 VA 工厂停产至 9 月底，四季度减产 30%；巴斯夫 VA 受火灾影响，甲醇钠生产受限将导致 VA 供给收紧；益曼特 VE 9 月中旬进行 6 周的停产升级改造。国内维生素供需偏紧，行业景气复苏。

未来 2-3 年，VE 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。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。

间甲酚成本支撑，推动维生素 E 前景向好：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。

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

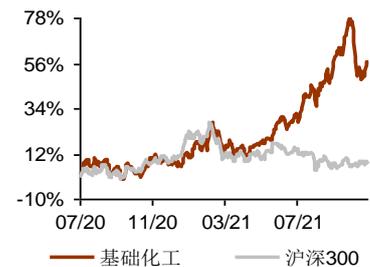
zhaond@ebsecn.com

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

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 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 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

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE