化工-深度报告

评级：买入/维持
现价27.58元/目标价34.6元

新和成：精细化工行业领军企业，百亿投资续力成长

证券分析师：柳强
电话：010-88321949
E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518060003

太平洋证券研究院

2020年4月10日

核心推荐逻辑

一、短期：维生素行业苦尽甘来，寡头垄断格局重塑，景气上行抬升盈利中枢。

1. **维生素寡头格局重塑。**回溯维生素行业的变迁，2015年刚刚结束了产能快速扩张的阶段，各个细分品类产能出现淘汰与整合。格局最好品类维生素A的产品价格实现从底部反转，寡头垄断格局初成。海外供应商的控量保价策略亦能实施成功。在海外新增产能释放前我们预判VA价格能够保持高位震荡；能特与帝斯曼整合后，VE价格底部反转。

2. **生猪养殖逐步恢复常年水平，饲料需求有望实现触底反转。**2019年4月开始国内猪瘟影响显现，饲料需求开始下滑，经销商开始主动降库存。随着养殖盈利颇丰与农业部政策支持，2020年生猪存栏有望恢复至2018年水平，虽然整体消费量仍在下降，但畜禽生产量逐步恢复增长对上游原料产生“牛尾效应”。产品价格有望结束三四季度的下滑态势，实现反转。

3. **“疫情”阶段海外供给暂时短缺，库存重建加剧短期波动。**2020年3月在海外疫情爆发，全球的维生素需求相对刚性。而经历了两个季度的去库存策略下，海外经销商紧急囤货，快速拉高价格。

二、中期：百亿投资项目夯实公司成长潜力。

1. 公司上虞、山东、黑龙江生产基地均有大量的新建项目，包括了新材料，维生素、香精香料、蛋氨酸及生物发酵产品，产品线得以多元化，盈利更加稳健上升。公司2019Q3在建工程达到约80亿元，相比于固定资产仅有约50亿元。公司还有部分项目处于环评公示阶段。随着新产能释放，再造一个新和成。

2. 维生素/蛋氨酸行业发展已经从经过产能扩展期，需求减退期，进入到产业链比拼阶段，从上游中间体整合，生产工艺不断提高，下游渠道的掌控都是竞争关键点，公司的核心优势凸显。

三、长期：成为中国“帝斯曼”，创新精细化工，改善生活品质。

产能建设符合战略规划，继续遵循一体化、系列化、规模化的战略，把握化学合成和生物发酵的发展方向，以关键中间体为支点实现技术协同与以满足下游客户多样需求实现市场协同，扩大市场份额，增强盈利能力。

一、精细化工行业领军企业，穿越周期实现长期成长

公司是一家专业生产营养品、香精香料、高分子新材料以及原料药的国家级重点高新技术企业。各个细分品类均能实现不断降低成本，从进口替代到成为全球供应龙头。公司具备浙江新昌、上虞、山东潍坊、黑龙江绥化等多基地平滑生产风险，丰富的土地储备也为公司后续大量新建项目奠定基础。从公司2004上市至2019年，营业收入从11.3亿元上升至76.07亿元（CAGR=13.56%），归母净利润从7463万元上升至22.18亿元（CAGR=25.37%），中间虽有一定周期性，但整体表现周期成长，实现盈利中枢持续提升。公司逐步丰富品类、提升技术协同性与市场协同性，香精香料与新材料毛利占比持续提升。公司的权益回报率能够保持在15%左右，累积分红60.59亿，为投资者提供良好的长期回报。2020年一季度，公司预计实现归母净利润86,793.79万元-97,004.82万元，同比增长70%-90%，主要受益VA、VE、生物素等产品量价齐升。

二、维生素板块盈利平稳提升，小品类弹性十足

公司维生素A（粉）产能为1万吨，目前国内唯一掌握核心中间体柠檬醛生产技术，VA全球第二大供应商。销量约为5500吨，全球需求量24500吨。经历2014-2015年行业的整合后，行业内寡头竞争者实施控量报价，产品价格保持高位震荡（年初307元/公斤提升至目前535元/公斤）。公司维生素E（粉）产能为4万吨，是全球第二大供应商，销量3.3万吨，全球需求量14万吨。2018-2019年能特与帝斯曼的整合有望带来格局改变，价格底部回暖（年初48元/公斤提升至目前75元/公斤）。公司还拥有生物素、维生素D3等其他维生素产品，均占据全球供应龙头位置。随着产品价格波动上行，提供良好的业绩弹性。

三、蛋氨酸产能放大、工艺改进，成本持续降低

公司现有蛋氨酸产能5万吨，2020年Q2新增10万吨，预计到2022年整体产能增至30万吨。蛋氨酸的行业产能在200万吨左右，销售价从年初不足2万元/吨历史底部区域升至目前2.7万元/吨，市场空间达400-600亿元，超过维生素行业。同时下游可继续提高渗透率，年复合增速在4%-7%。按照全球蛋氨酸龙头安迪苏的财务指标毛利率30% 、净利率10%测算，该业务能为公司保底贡献6亿元利润。而考虑到公司持续降低生产成本及期间费用率，蛋氨酸利润底部能保持在10亿元左右。另外该业务体现公司从精细化工进入大化工，大工程的领域，为未来发展奠定基础。

四、香精香料打造产品矩阵，新材料板块持续推进

公司具备丰富的香料品类，其中芳樟醇市场份额超过80%，覆盆子酮市场份额超过90%，同时增加乙基麦芽酚品种。新材料领域方面，公司现有PPS 1.5万吨产能及PPA中试线。聚苯硫醚系列成功突破关键产业化技术，产品已成功进入汽车、电子电器和环保除尘等主流市场应用领域，打破多年以来国内聚苯硫醚市场被美国、日本等企业占据的局面。

五、盈利预测及评级

考虑本次新冠疫情影响，我们预计公司2020-2021年归母净利润分别为37.22亿元、40.06亿元，对应EPS 1.73元、1.86元， PE 16、14.8倍。**考虑公司为国内精细化工行业龙头，下游应用领域主要为营养品与医药，浙江上虞、山东潍坊、黑龙江绥化三大基地均有大量投资项目在建，成长动能巨大，给与2020年20倍估值，对应目标价34.6元，维持 “买入”评级。**

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,683	7,601	10,855	12,914
（+/-%）	39.3%	-12.5%	42.8%	19.0%
净利润(百万元)	3,079	2,213	3,722	4,006
（+/-%）	80.6%	-28.1%	68.2%	7.6%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.03	1.73	1.86
市盈率(PE)	19.2	26.8	15.9	14.8

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：宏观经济下滑；原料采购价格波动及产品价格大幅下跌；新建产能投产及销售不及预期；环保及安全生产的风险

目录



一. 精细化工行业领军企业，周期成长

二. 维生素板块盈利平稳提升，小品类弹性十足

三. 蛋氨酸产能放大、工艺改进，成本持续降低

四. 香精香料品类丰富，打造产品矩阵

五. 新材料板块大有可为，下游客户突破加速

六. 盈利预测及评级

七. 风险提示

1.1 精细化工行业领军企业

公司是一家专业生产营养品、香精香料、高分子新材料以及原料药的国家级重点高新技术企业。公司主导产品维生素A、维生素E、香精香料系列产品处于全球领先；高分子新材料PPS、蛋氨酸产品已形成规模化生产，打破国际垄断。

营养品板块：

公司维生素A（粉）产能为1万吨，打通VA合成全产业链，掌握核心中间体柠檬醛生产技术，新和成目前为VA全球第二大供应商，2018年供应量约占全球总需求的22%。

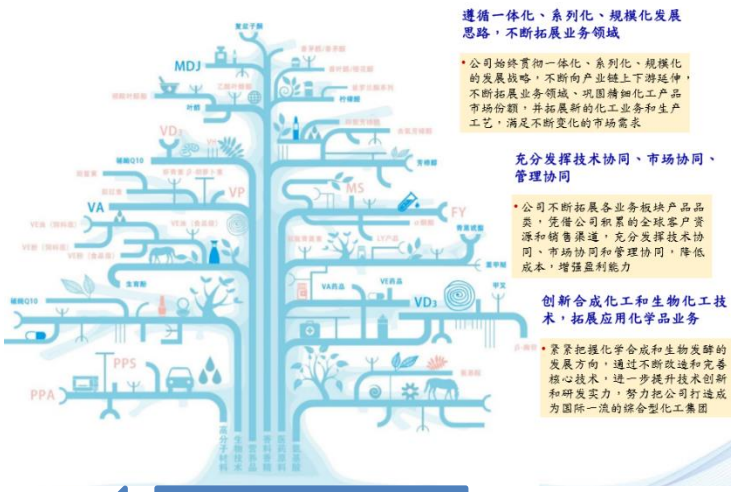
公司维生素E（粉）产能为4万吨，2018年，公司维生素E产品供应量约占全球总需求的20%，是全球第二大供应商。

公司现有蛋氨酸产能5万吨，计划三年内再投建25万吨，整体产能扩产至30万吨。

公司还拥有生物素、维生素D3等其他维生素产品，均占据全球供应龙头位置。

香精香料板块：新和成是香精香料领域全球龙头企业，芳樟醇市场份额超过80%，覆盆子酮市场份额超过90%。

新材料板块：公司现有PPS 1.5万吨产能及PPA中试线。



1999-2003产业初创

1999年新昌县合成化工厂进行股份制改造，设立公司。

2002年生物素研发成功，香叶酯、芳樟醇两只新产品通过国家火炬计划验收。

2003年建立上虞基地。

2004-2010走向全国

2004年公司于深交所上市。

2005年虾青素研制成功并量产。

2006年柠檬醛研制成功，国内第一家，世界第三家能够实现大规模生产柠檬醛的企业

2009年山东基地成功试车投产

2011-2014内外联合

2011年维生素合成新工艺及产业化项目

2013年PPS新材料项目投产

2014年与中科院签署合作框架协议，正式进入大化工领域PPA完成中试

2015-2020整合发展

2015年与帝斯曼合资设立帝斯曼新和成工程塑料合资公司，加快新材料板块发展。

2016年与闰土股份签署合作PPS配套项目。

2017年首期5万吨蛋氨酸项目成功投产并基本达产。

2018年打造生物发酵工程



市场导向与技术创新持续驱动公司发展

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

1.2 多基地平滑生产风险，土地储备丰富

生产基地分布浙江（精细化工）、山东（大化工）、黑龙江（玉米发酵）

浙江新昌基地

新昌生产区位于浙江省绍兴市，占地800余亩，现有新昌新和成维生素有限公司，维尔新动物营养保健品有限公司，主要从事饲料及食品添加剂维生素A，维生素E,维生素H，维生素D3、色素，辅酶Q10等产品的生产，已成为国际重要的脂溶性维生素制造基地。

黑龙江绥化基地

黑龙江生产基地位于黑龙江省绥化经济技术开发区，占地3000余亩，新建高附加值、绿色环保的营养品项目、食品添加剂项目，医药原料等项目，主要产品包括辅酶Q10，己糖酸，山梨醇等。与丹麦技术公司CysBio、江南大学、浙江工业大学等国内外生物研发机构开展合作。

浙江上虞基地

上虞生产基地位于杭州湾上虞经济技术开发区，占地1000亩，现有上虞新和成生物化工有限公司，浙江新和成药业有限公司，浙江新和成特种材料有限公司等多家企业，主要从事维生素A，维生素E，聚苯硫醚（PPS），高温尼龙（PPA），斑蝥黄，虾青素等产品的生产与销售。公司新材料板块上伸下延，成功建成关键原料配套以及聚苯硫醚纤维产业化装置，销售逐年攀升，成功进入欧洲日本等市场。

山东潍坊基地

山东生产基地位于山东省潍坊滨海经济技术开发区，占地10000多亩，现有山东新和成控股有限公司，山东新和成药业有限公司，山东新和成氨基酸有限公司，山东新和成维生素有限公司，山东新和成精化科技有限公司等多家公司，主要从事香精香料、食品添加剂、氨基酸、新材料等产品的生产和销售。其中氨基酸公司建有国内第一条具有自主知识产权的蛋氨酸生产线。

2018年参控股公司盈利情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	投资额	营业收入	净利润	总资产	总负债
浙江新和成特种材料有限公司	子公司	100.00	50,484				
浙江三博聚合物有限公司	联营企业	13.36			-7,845	9,705	30,078
浙江赛亚化工材料有限公司	联营企业	49.00		228	-228	24,238	4,703
浙江春晖环保能源股份有限公司	联营企业	34.29	13,748	34,885	7,367	61,168	21,069
上虞新和成生物化工有限公司	子公司	100.00	41,410	186,290	77,901	253,530	
山东新和成药业有限公司	子公司			270,264	92,730	268,525	
山东新和成维生素有限公司	子公司						
山东新和成控股有限公司	子公司	100.00	78,600				
山东新和成氨基酸有限公司	子公司	100.00	160,000				
黑龙江新和成生物科技有限公司	子公司	100.00	80,000				
帝斯曼新和成工程塑料(浙江)有限公司	联营企业	40.00		2,118	-1,660	4,870	3,366

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

1.3 百亿投资项目，扩展不同系列品类

公司现有产能列表

业务板块	产品	产能（吨）	计划新增（吨）	备注
营养品	维生素A（50万IU）	10000		
	维生素E（油）	20000		项目迁至山东基地
	维生素D3	2000		
	VH（生物素）折纯	120		
	虾青素	500		
	辅酶Q10	150	500	
	蛋氨酸	50000	100000+150000	2020年投产10万吨固蛋，2021年投产15万吨液蛋
	三氯蔗糖	-	2000+4000	规划
	维生素B2	-	3000	规划
	维生素B6	-	6000	规划
	维生素B12（1%含量）	-	3000	规划
香精香料	芳樟醇	12000		
	柠檬醛	8000		
	叶醇	900		
	二氢茉莉酮酸甲酯	3000		
	覆盆子酮	900		
	甲基麦芽酚	3000		2019下半年试车
	乙基麦芽酚	-	6000	6000吨乙基麦芽酚规划
	己糖酸	-	30000	
	山梨醇（70%含量）	-	60000	
	葡萄糖（折纯）	-	155100	
	叶红素	500		
	核黄素	-	3000	
	钴胺素	-	3000	
	薄荷醇	-	10000	
	淀粉乳折纯	-	146700	
医药	β-胸苷	120		
	青蒿素	10		
新材料	PPS（纤维级）	15000	15000	目前满负荷运行
	PPS（复合）	4000	16000	与帝斯曼合作
	PPA	1000		试车中，一期1000吨，二期9000吨

资料来源：公司公告，环评报告，太平洋证券研究院

公司新建项目列表

山东基地主要新建在建及环评规划项目

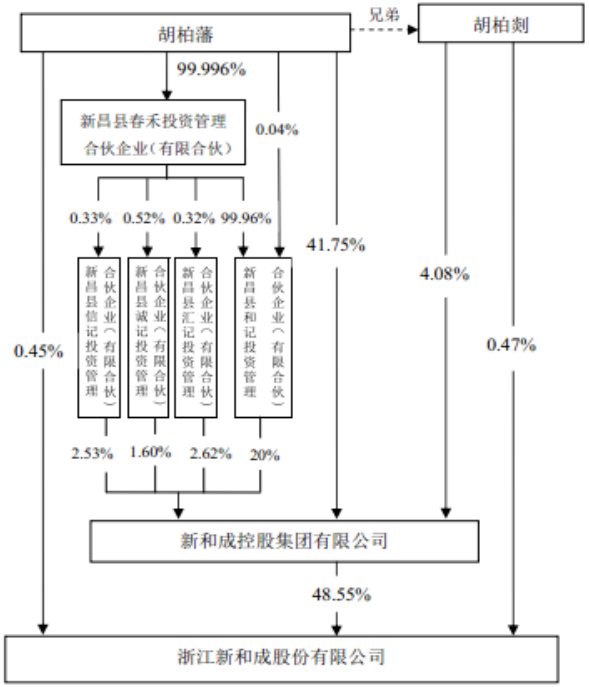
项目名称	主要产品	产能（吨/年）	拟投资	项目进度	实施主体
2x2万吨/年营养品项目	维生素E	20000	7.1亿元（新建）	2万吨/年维生素E产能近期已投产	山东新和成维生素有限公司
	具体产品未披露	20000			
年产25万吨蛋氨酸项目	固体蛋氨酸	100000	53.7亿元（改扩建）	预计2021年投产	山东新和成氨基酸有限公司
	液体蛋氨酸	100000		预计2020年投产	
9000吨麦芽酚、8000吨桂醛、1600吨女贞醛、1000吨苯乙戊醇、100吨乙酸己酯及多功能中试建设项目	麦芽酚	9000	2.57亿元（改扩建）	2019 年 2 月女贞醛、乙酸己酯及中试项目试生产；2018 年 5 月 3000 吨/年乙基麦芽酚装置试车后故障，预计 2020 年投产	山东新和成药业有限公司
	桂醛	8000			
	女贞醛	1600			
	苯乙戊醇	1000			
	乙酸己酯	100			
	女贞醛（中试）	160			
11000吨营养品及9000吨精细化学品项目	三氯蔗糖	6000	6.9亿元（新建）	环评审批阶段	山东新和成精化科技有限公司
	维生素B6	5000			
	环丙乙炔	1000			
	环丙基甲基酮	2000			
	乙酰丁内酯	3000			
	三苯基膦	3000			
	香茅腈	2000			
	β-苯乙醇	10000			
	桃醛	2000			
	柠檬腈	1000			
4万都香精香料系列产品项目	L-薄荷醇	10000	.14亿元（新建）	环评审批阶段	山东新和成药业有限公司
	乙酸异戊酯	50			
	羟基香茅醛	2000			
	吐纳麝香	5000			
	3-氨甲基四氢呋喃	3000			

公司黑龙江生物发酵产业园项目情况

项目名称	主要产品	产能	投资额	项目进展
新和成黑龙江生物发酵产业园项目一期	结晶葡萄糖	155100（外售61601）		项目正在试车
	麦芽糖浆	5167		
	叶红素	500		
	己糖酸	30000		
	山梨醇	60000		
新和成黑龙江生物发酵产业园项目二期	结晶葡萄糖	155100（外售47333）	0.2亿元（新建）	计划2021年10月投产
	麦芽糖浆	4333		
	己糖酸	30000		
	山梨醇	60000		
	核黄素	3000		
	钴铵素	3000（1%含量）		

1.4 股权结构稳定，员工持股计划有效激励

公司实控人为胡柏藩，上市以来股权结构基本稳定。公司以奋斗者为本的人才理念，崇尚教师文化，不断完善人才培养体系。



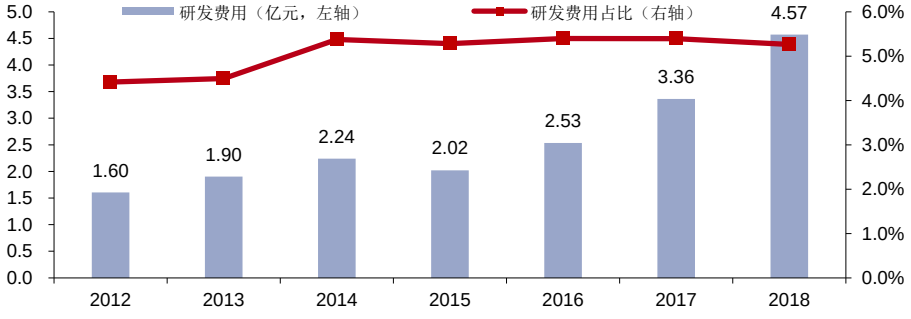
员工持股有效调动积极性，利益共享

2015年7月公司实施第一期员工持股计划，并于2018年5月出售完毕。

2018年12月实施第二期员工持股计划，参加本员工持股计划的董事、监事和高级管理人员共计12人，持有本员工持股计划总份额的13.37%；其他人员不超过598人，持有本员工持股计划总份额的86.63%，出资额不超过1.025亿元，并按1：1的比例进行配资不超过1.025亿元（银行借款或大股东借款），资金总额不超过2.05亿元。

2019年5月7日，公司第二期员工持股计划通过二级市场竞价交易方式累计购买公司股票1186万股，成交金额为2亿元，成交均价约为16.98元/股，锁定期12个月。

持续不断进行研发投入



火炬计划项目

600吨/年三甲基氢醌、异植物醇、芳樟醇、香叶酯、甲基乙烯酮、700吨/年β-紫罗兰酮、维生素A棕榈酸酯、80吨/年双环壬烯、青蒿琥酯、噻嘧啶、20吨/年卤泛曲林、600吨/年复盆子酮、3000吨/年柠檬醛、30吨/年（番）茄红素-上虞、年产5000吨聚苯硫醚及6000吨复合材料

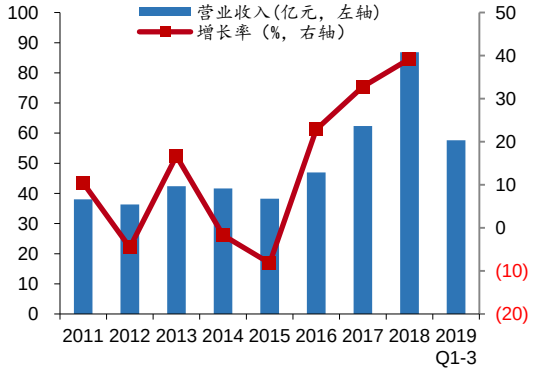
国家重点新产品

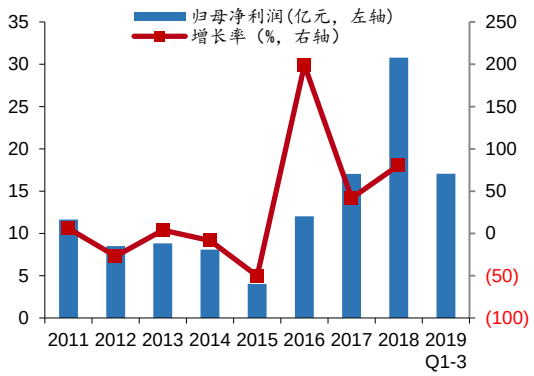
三甲基氢醌、甲（乙）氧基甲叉二酸二甲（乙）酯、异植物醇、香叶酯、β-紫罗兰酮、β-紫罗兰酮、甜醇、丰烯二酮、VA棕榈酸酯、环啉、斑蝥黄、叶醇、高顺式-二氢茉莉酮酸甲酯、（番）茄红素、角鲨烯

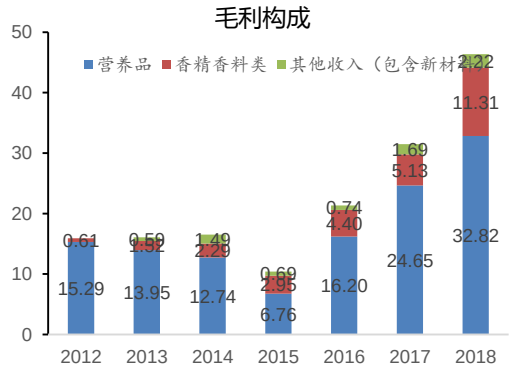
资料来源：Wind，公司公告，太平洋证券研究院

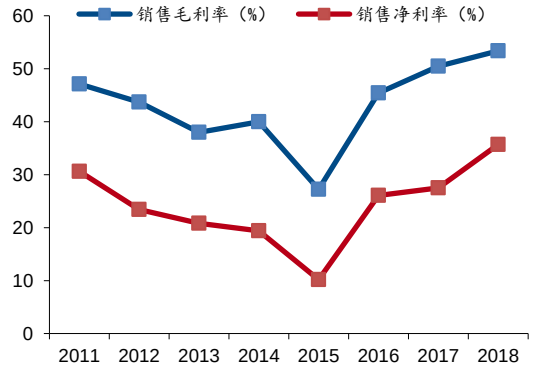
1.5 公司盈利穿越周期实现成长，再上新台阶

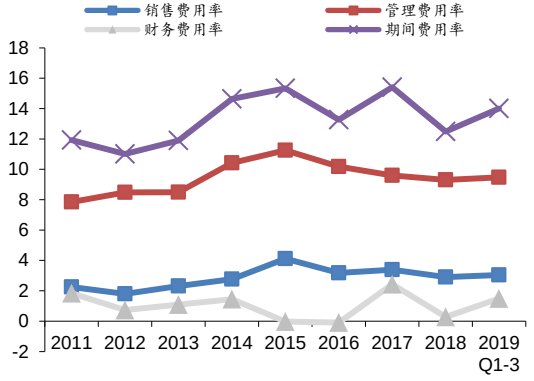
回顾公司长期发展，公司逐步减弱维生素价格剧烈波动的影响。香精香料与新材料毛利占比持续提升。
从ROE的角度看，公司的权益回报率能够保持在15%左右，为投资者提供良好的长期回报。
公司的盈利能力仍能呈现高毛利、高净利、高壁垒的特征。

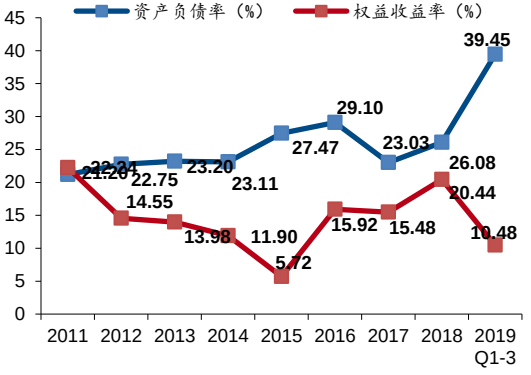












资料来源：Wind，太平洋证券研究院

1.6 成为中国帝斯曼，精细化工创造美好生活

营养品领域：帝斯曼在食品饮料、特殊营养、动物饲料和个人护理等领域建立了一个独特的、高度整合的、全球性的、广泛的营养和其他特殊成分解决方案业务通过业务网络满足不同地域的差异化需求。我们拥有多样化的重要的预混料足迹，拥有优越的配方和交付系统，有助于推动可持续的营养和健康解决方案。

产品的基础结构由完整的营养成分构成，包括维生素、营养脂类、类胡萝卜素、矿物质、益生菌、酶和酵母菌，以及赋形剂、香料和培养物。这种多样性和一体化水平创造了一个弹性的投资组合，对单一产品或客户的风险敞口有限，同时受益于全球大趋势提供的机会。

动物营养品战略

卓越的市场营销和销售，特别是建立专家能力，以应对更广泛的物种机会和追求新的健康解决方案。

以客户为中心，灵活多变，通过改善客户的端到端的体验，将客户置于我们所做的每一件事的中心。

进一步投资于从企业直接到农户的能力（例如在中国）和全面进入市场的能力。

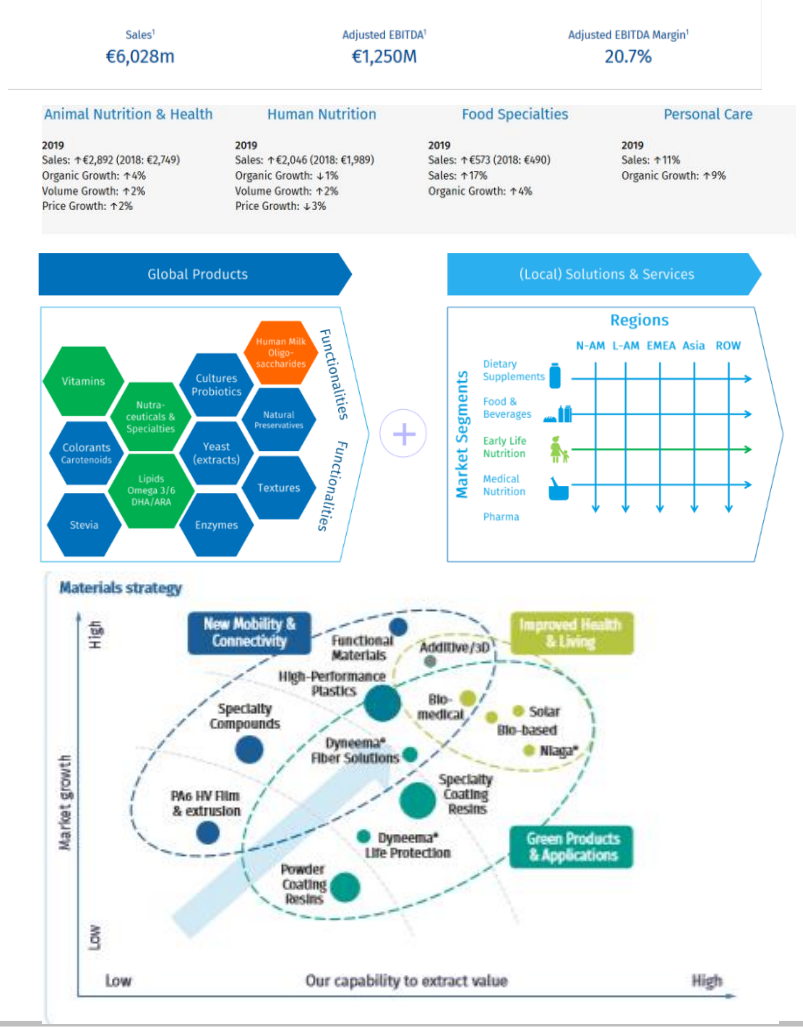
人类营养品战略

通过全球布局和研发能力，为当地企业提供量身定制的营养解决方案。与此同时，还利用预混料的优势，帮助全球企业降低生产和研发成本，并提供替代糖、盐和脂肪的创新解决方案。

公司的内生增长

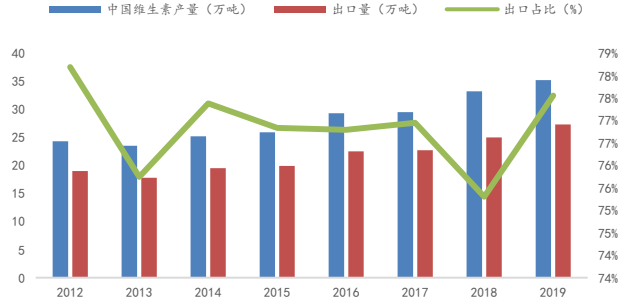
将由一系列重点的大型创新项目支持——例如，清洁牛项目、Veramaris®、发酵甜叶菊、用于1.5代和2代生物乙醇的酶和酵母、Niaga®、添加剂制造、植物蛋白和生物农业。这些解决方案有望在2019-2025年内投入市场。

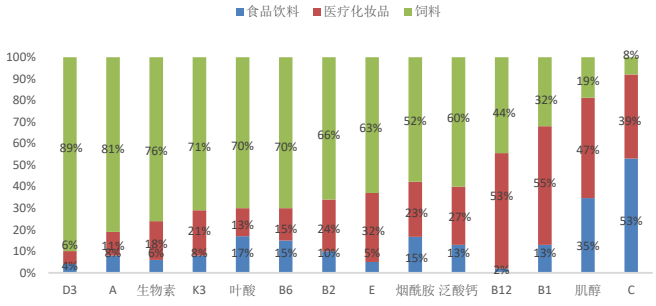
资料来源：DSM2019年报，太平洋证券研究院

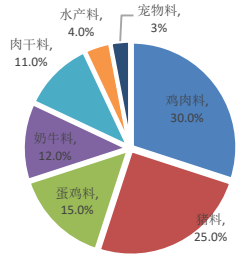


2.1 生猪补栏逐步修复，维生素需求边际向好

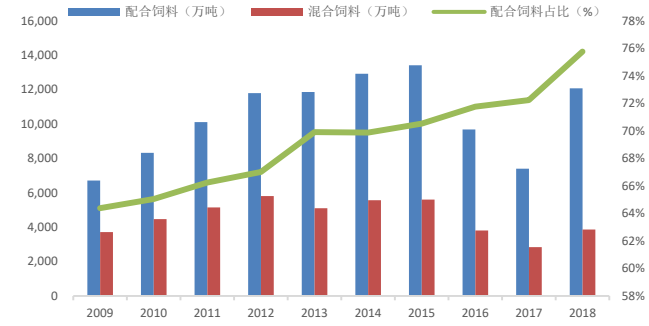
根据博亚和讯数据显示：2018年中国维生素产量在33.4万吨，全球产量在45万吨。全年出口25.2万吨，出口占比在75%左右。因产品价格的变动，行业全球市场空间在32亿-58亿美元之间，即226-400亿人民币。

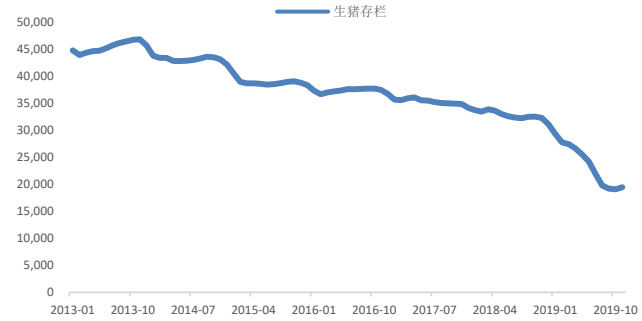






非洲猪瘟疫情条件下，饲料总消费量下降，猪类消费下降，禽类，水产和反刍料增长。猪料消费量下降幅度小于猪肉产量和生猪出栏下降程度，主要在于生猪出栏体重增加，养殖收益好，工业化饲料增加。另外饲料中营养浓度提高。随着2020年畜禽生产量逐月恢复，对上游饲料及原材料维生素将产生“牛尾效应”。





资料来源：博亚和讯，太平洋证券研究院

2.2 维生素整体略供过于求，寡头垄断格局初成

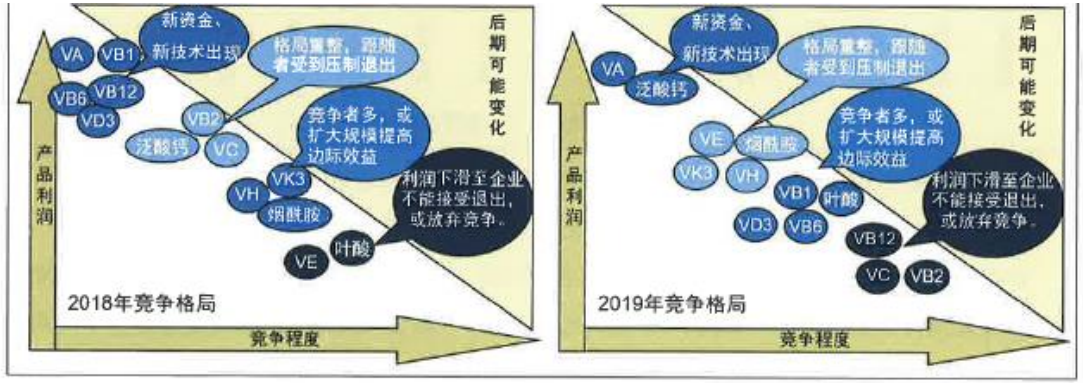
维生素A与泛酸钙格局相对稳定，产量集中度高，供给方对市场影响大。国外维生素A工厂生产不连续，不断给市场紧张的心理预期，价格高位震荡。

维生素B1，维生素B6，维生素B12，维生素B2，维生素C等格局自2018以来逐渐分散，新增产能提升，价格持续低迷，不断探底。

维生素D3与叶酸，供应不太稳定，同时有新增产能与退出产能，产品价格趋势呈现冲高回落。

维生素E，维生素K3、生物素、烟酰胺产能严重过剩，但因兼并重组与原料价格上涨等驱动，呈现底部回升趋势。

维生素产品	产能	产量	需求	开工率	供应/需求	说明
B12纯品	145	84	66	58%	1.27	产能严重过剩、供大于求
VA（50万IU）	36,300	23,800	23,000	66%	1.03	产能适度过剩、供需基本平衡
VB1	12,500	9,100	7,900	73%	1.15	产能适度过剩、供大于求
VB2	18,500	10,300	8,200	56%	1.26	产能严重过剩、供大于求
VB6	14,700	9,320	7,300	63%	1.28	产能过剩、供大于求
VC	255,000	207,000	185,000	81%	1.12	产能适度过剩、供略大于求
VD3（50万IU）	12,300	7,150	5,900	58%	1.21	产能严重过剩、供大于求
VE（油）	150,500	76,000	74,000	50%	1.03	产能严重过剩、供需平衡
VK3	12,600	7,220	6,200	57%	1.16	产能严重过剩、供略大于求
泛酸钙、泛酸	35,000	24,500	21,000	70%	1.17	产能适度过剩、供略大于求
生物素纯品	415	335	255	81%	1.31	产能过剩、供需严重不平衡
烟酰胺	130,000	70,200	72,000	54%	0.98	产能严重过剩、供需基本平衡
叶酸	4,400	2,040	1,500	46%	1.36	产能严重过剩、供大于求



资料来源：博亚和讯，太平洋证券研究院

2.3 维生素A：价格高位震荡，丰厚盈利支撑

维生素A市场集中度提升，进入壁垒高。在资金与技术上都存在明显门槛，尤其在原材料柠檬醛出现供应短缺，维生素的价格大幅波动。新进入者首先要考虑的是原材料采购问题。因此未来扩产也集中在原有的行业寡头上，集中度有望进一步提高。

世界需求，中国供应

维生素A供应表

A(50万IU)，吨	2016	2017			2018			2019
	产量	产量	中国出口	中国供应	产量	中国出口	中国供应	产量估计
帝斯曼	6600	6500		600	6800		700	6500
新和成	5000	5500	2900	2600	5000	2600	2400	5800
巴斯夫	5600	5600		600	3700		100	4000
安迪苏	4000	4200		100	3600		270	3600
金达威	2000	2200	850	1350	2000	900	1100	2100
浙江医药	1800	2000	650	1350	1750	800	950	1800
汇总	25000	26000	4400	6600	22850	4300	5520	23800
全球需求	25000	24500			22000			23000
中国需求	5600	5500			5000			4600

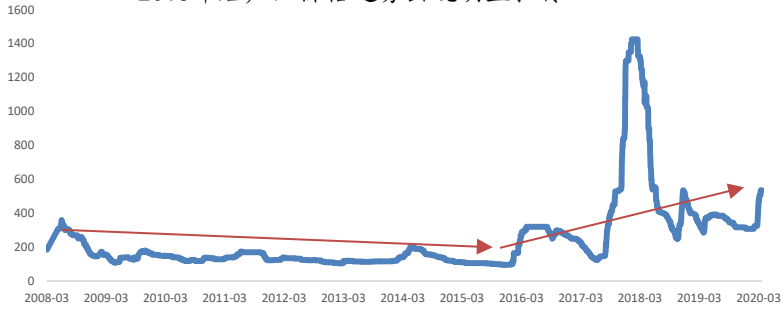
产品价格高位震荡，促使业内玩家竞相扩产

维生素A（50万IU）主要厂家产能

厂家	所在地	产能（吨/年）	新增产能	上游中间体	备注
浙江医药	浙江	5600	-	外购	新产能2018年正式投产，老产能关闭，2018年销量约1500吨，新产能逐步释放。柠檬醛由日本可乐丽供应。
新和成	浙江	10000	-	自供	自产柠檬醛
金达威	福建	2900	800吨（250万IU/g）	外购	新产能在建，计划2021年建成。柠檬醛由日本可乐丽供应，部分中间体由巴斯夫供应
安迪苏	法国	5000	-	外购	Va1000前体由巴斯夫供应
帝斯曼	荷兰	7500	-	外购	无扩建产能规划
巴斯夫	德国	6000	1500吨（280万IU/g）	自供	2018年Q1在德国Ludwigshafen建设新的VA工厂，新增产能预计2020年投产
合计		37000	-		需求量3.6-3.7万吨

维生素A生产的主要原料B-紫罗兰酮及上游柠檬醛生产企业高度集中，主要集中在德国和日本，供应相对稳定。**新和成是目前国内唯一技术突破的公司**，体现了公司优秀的工艺与工程技术能力。同时以柠檬醛为支点，继续扩展薄荷醇、紫罗兰酮等香精香料领域，实现有效的技术协同，亦体现了公司选择优秀赛道和并成功实现的能力。我们相信公司在新的项目同样能够成本持续下降，品类不断延伸。

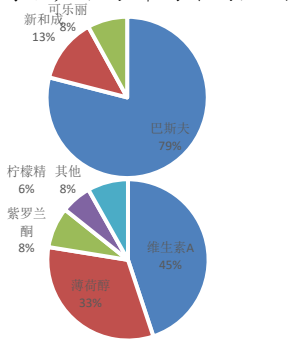
2015年后产品价格趋势出现明显扭转



生产供应连续出现紧张

	历史事件复盘
2014H1	巴斯夫路德维希柠檬醛工厂火灾
2016H1	巴斯夫路德维希柠檬醛工厂发生爆炸
2017H2	帝斯曼瑞士工厂检修，巴斯夫柠檬醛工厂再次火灾
2018H1	巴斯夫恢复生产
2018H2	帝斯曼开工不畅，厂家联合提价
2019H2	巴斯夫VA冷却装置问题，导致11月前无法生产

柠檬醛产能分布与下游应用



资料来源：博亚和讯，公开资料，太平洋证券研究院

2.4 维生素E：格局重塑，盈利中枢大幅反转

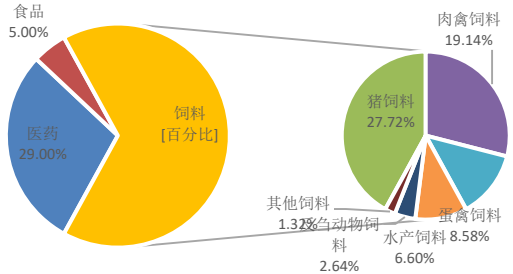
维生素E供应表

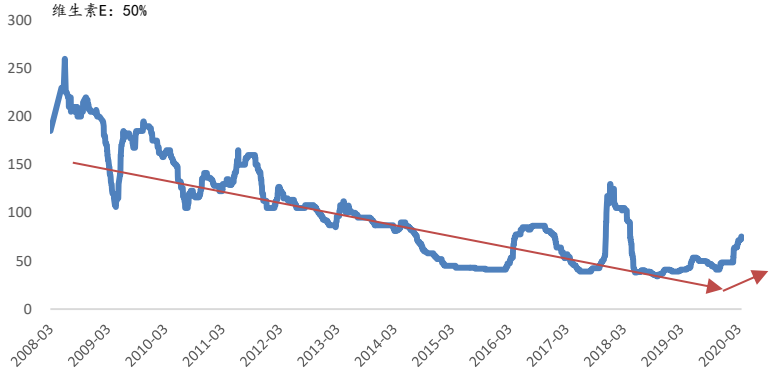
E油，吨	2016	2017			2018			2019
	产量	产量	中国出口	中国供应	产量	中国出口	中国供应	产量估计
浙江医药	17000	17500	13000	4500	19000	12000	7000	17000
新和成	15000	16500	13000	3500	15500	13000	2500	16000
帝斯曼	16000	15000	2300	500	14000	3500	500	14000
巴斯夫	15000	14000	100	1000	7000	50	700	12000
能特科技		10000	3900	6100	17500	10000	7500	12000
北沙制药	6000	6200	4200	2000	4500	3200	1300	5000
海欣药业	300	500		500	300			
汇总	69300	79700	36500	18100	77800	41750	19800	76000
全球需求	66500	71000			73000			74000
中国需求	11000	12000			12500			12500

数据来源：博亚和讯

维生素E全球产能分布

公司	总部地址	产能（吨/ 年）
浙江医药	浙江	20000
新和成	浙江	20000
能特科技	湖北	30000
巴斯夫	德国	20000
帝斯曼	荷兰	30000
北沙制药	吉林	10000
北大医药	重庆	7500
合计		137500

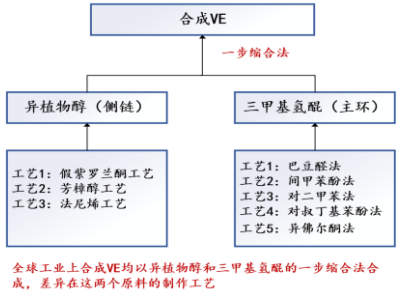




2017年底帝斯曼收购了独家为能特提供侧链特种原料（法尼烯）的巴西Amyris。2019年加速主环产能的兼并，市场份额也大幅提升。帝斯曼与能特实现行业成本最低，产品价格的控制权亦掌握其手中。短期看、控量报价保持了盈利中枢，长期看、战略威胁下其他公司也不敢大幅扩产。

资料来源：博亚和讯，太平洋证券研究院

维生素E合成工艺



	假紫罗兰酮工艺	芳樟醇工艺	法尼烯工艺
优点	最为传统、工艺成熟	产品质量好；工艺成熟	成本低廉；绿色环保；工艺流程最短
缺点	天然方法体量小，收率低；柠檬醛原料为三巨头垄断格局	多次强碱高压下进行氢化反应，对设备要求高；Carroll重排反应中涉及Pd,Ru催化、或三乙酰丙酮铝催化剂等，不易得到	技术专利垄断
开发时间	最早期	20世纪90年代	2015年
运用企业	巴斯夫	帝斯曼、巴斯夫、新和成、浙江医药及多数装置	能特科技

	巴豆醛法	间甲酚法	异佛尔酮法	对叔丁基苯酚法	对二甲苯法
优点	最为传统、工艺成熟	工艺流程短；收率高；三费易处理	绿色环保；原料丙酮成本低	反应转化率、选择性高；成本低、经济效益高	原料廉价易得；收率高；工艺路线简单
缺点	收率低；耗原料多	间甲苯酚原料高度依赖进口；操作要求高；催化剂寿命低，选择性差	工艺流程稍长；关键步骤操作难度大；对设备要求高	多次使用催化剂	操作要求高
开发时间	最早期	2009年前	2010年初	2012年底	2014-2015年
运用企业	巴斯夫	浙江医药、新和成	浙江医药、新和成、福建海欣	能特科技	能特科技

2.5 维生素D3/生物素：小品类波动大，弹性足

维生素D3及生物素等小品类，供需结构变化不太稳定，当产品价格快速上涨时候，部分停产产能快速复产，价格底部区间又容易出现意外检修，总体呈现“产品价格波动程度大，利润弹性贡献大”。

维生素D3供应表

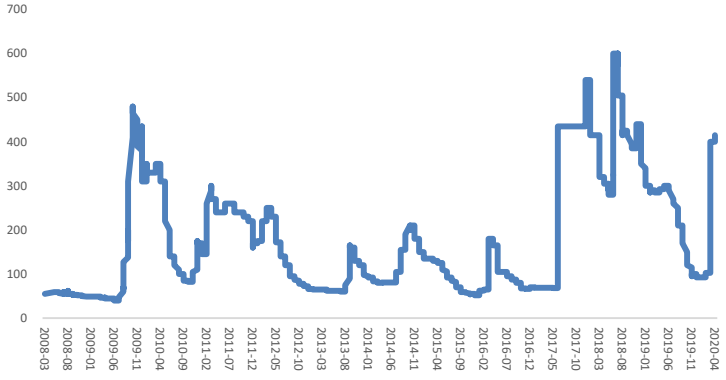
D3(50万IU)，吨	2016	2017			2018			2019
	产量	产量	中国出口	中国供应	产量	中国出口	中国供应	产量估计
花园生物	2300	1500	1200	300	1500	1100	400	2000
新和成	800	1200	1000	200	1000	750	250	1000
金达威	600	600	400	200	800	500	300	900
台州海盛	750	850	450	400	500	300	200	650
威仕生物	200	400	100	400	500	300	200	400
浙江医药	320	350	250	100	200	100	100	300
天新药业								200
其他	100	100	50	50	100		100	200
汇总	5070	5000	3450	1650	4600	3050	1550	5650
全球需求	5800	6000			6000			6100
中国需求	1400	1400			1350			1300

数据来源：博亚和讯

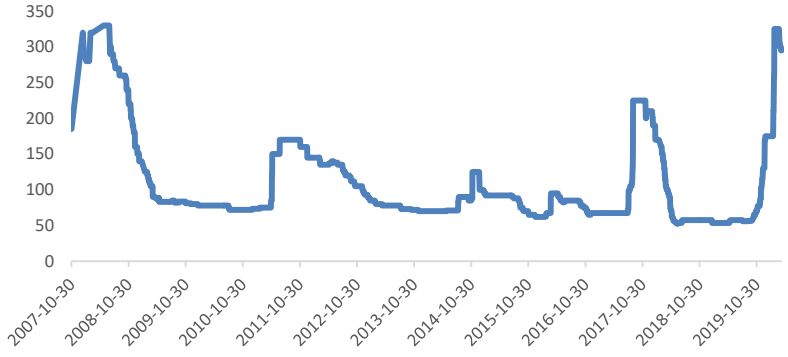
生物素供应表

生物素，折纯品，吨	2016	2017			2018			2019
	产量	产量	中国出口	中国供应	产量	中国出口	中国供应	产量估计
圣达生物	79	80	70	10	90	75	15	120
新和成	42	90	80	10	90	75	15	110
海嘉诺	45	46	35	11	50	35	15	40
科兴生物	38	35	32	3	25	20	5	30
浙江医药	38	50	45	5	30	27	3	23
安徽泰格	22	18	16	2	15	10	5	12
汇总	264	319	278	41	300	242	58	335
全球需求	210	230			240			250
中国需求	30	37			40			40

数据来源：博亚和讯



通常维生素D3生产以胆固醇为起始材料，通过羊毛脂提取NF级胆固醇(纯度在95%以上的羊毛脂胆固醇，生产维生素D3的主要原材料）。NF级胆固醇的提取技术工艺复杂，全球主要生产和销售企业是日本精化、新加坡恩凯、印度迪氏曼3家公司。中国具备胆固醇生产能力的厂家较多，但受技术限制，纯度不高，主要以花园生物为主。各个厂商原料来源不同，以及减产技术、产品系列存在差异，毛利率水平差距较大。



生物素是中国最后实现自主生产的维生素品类，反应步骤多、反应时间长、生产周期长以及收率低。环酸是生物素生产的整个原料成本中所占比例占60%，生产厂家较少。另外2018年帝斯曼向安徽泰格提起专利侵权，有望成为行业格局变化的关键点。

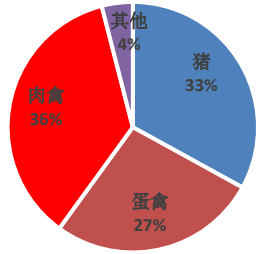
资料来源：博亚和讯，太平洋证券研究院

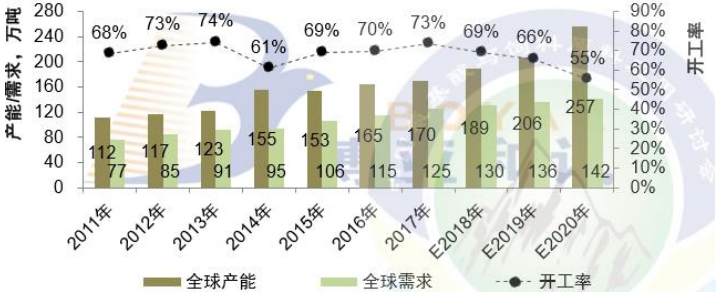
3. 蛋氨酸：大吨位多步骤，公司技术突破新期待

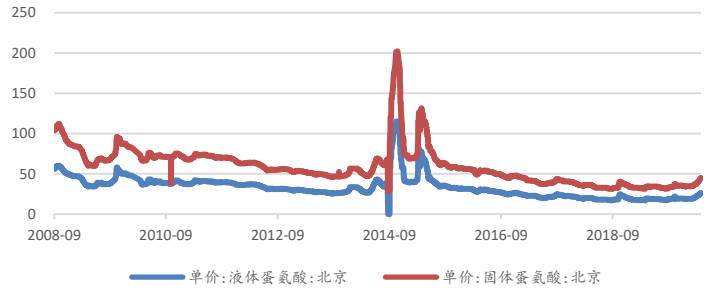
生产商	2016	2017	2018	2019	生产工艺	项目地点
Evonik（赢创）	58	58	58	73	海因法	美国、德国、比利时、新加坡
安迪苏	41	41	49	49	氰醇法	南京、法国、西班牙
Novus（诺伟司）	32	32	32	32	氰醇法	美国
Sumitomo（住友）	15	15	25	25	氰醇法	日本
CJ Corp（希杰）	8	8	8	8	发酵法	马来西亚
宁夏紫光	7.5	10	10	10	海因法	宁夏
新和成	0	4	5	5	氰醇法	山东
和邦生物	0	0	0			
Volzhsky（沃尔斯基）	2.5	2.5	2.5	2.5		俄罗斯
合计	164	170.5	189.5	204.5		

公司	地点	产品种类	产能（万吨/年）	预计投产时间
和邦生物	四川乐山	/	7.5	2020年
新和成	山东潍坊	固蛋	10	2020年
		液蛋	15	2021年
诺伟司	美国	液蛋	12	2019年4月宣布取消扩产计划
紫光	宁夏中卫	固蛋	10	已规划，2021年
安迪苏	江苏南京	液蛋	18	2021年

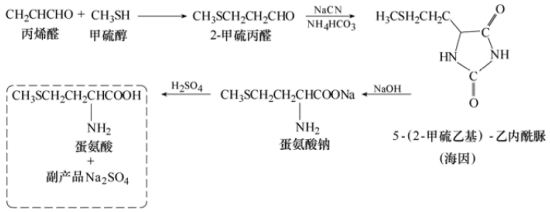
蛋氨酸下游需求结构







生产工艺复杂，成本持续挖潜



蛋氨酸生产工艺		特点	公司
化学合成法	发酵法	产品提取率低，菌种效率低，成本高	仅一家，韩国希杰
	氰醇法	固体液体都能生产	诺伟司、住友和新和成，安迪苏
	海因法	只能生产固体蛋氨酸，不能生产液体蛋氨酸	安迪苏以及其他厂商基本使用海因法

从产能整体规模看，蛋氨酸的产能在200万吨，处于历史底部销售价在2万元/吨左右，市场空间高达400亿至600亿，空间超过维生素整体行业。同时行业存在继续提高渗透率的空间，年复合增速在4%-7%。公司产能规划也是从5-10-15万吨，最终达到30万吨，营收达到60亿。按照蛋氨酸龙头安迪苏的财务指标测算毛利率30%，净利率10%，能为公司保底贡献6亿利润。而实际上我们应该考虑到公司能够持续降低生产成本，期间费用率一般明显小于国外同行，蛋氨酸整体利润底部能保持在10亿左右。

同时我们关注不同生产量级对公司技术要求是明显不一样。200万吨对比于50万吨，山东10000亩基地与新昌800亩基地亦是10倍增长、地处中国化工产业链最丰富的地区。公司实现从精细化工进入大化工，大工程的领域，也为公司发展奠定新的基础。

短期因宁夏紫光反倾销与产品价格持续低位，诺伟司取消了扩产计划，供给格局略有改善。

资料来源：博亚和讯，太平洋证券研究院

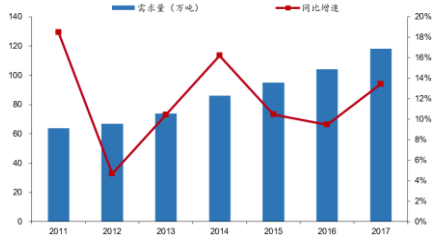
4. 香精香料：品类丰富，打造产品矩阵

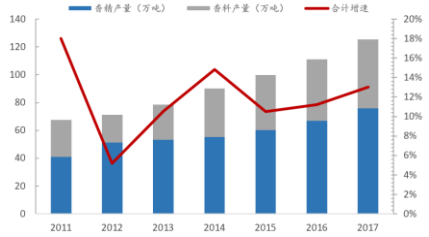
香精香料产业由上游的香料行业、中游的香精行业组成，香料为天然提取或化工合成得到，香精为香料的组合产品。

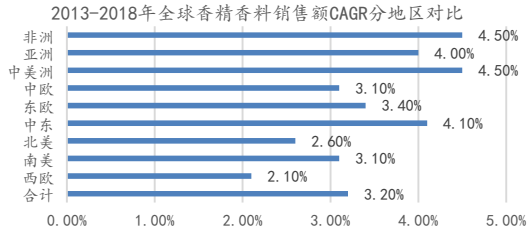
根据Leffingwell & Associates的数据，**2017年全球香精市场和香料市场规模达到263亿美元，复合增速约为3-4%**。中国2017年香精香料市场规模约621亿元，近五年复合增速5.7%。香料市场规模大约占1/3，香精占2/3；香精市场中，日化和食品领域各占1/2。

香精的核心竞争力体现在配方，因此拥有多品类香料及长期试验配方研发将构筑行业的竞争壁垒。国内企业目前前期缺乏重要香料，又尚未有时间积淀研发，外资占据行业大部分市场份额。

图表：中国香精香料需求量产量及增速







香料原料可分合成香料与天然香料两类，合成香料约7000种不到，天然香料约500种有余，中国可生产产品种1000种不到。数千种合成香料的生产技术具有较高复杂度与难度。

分类	特点	全球年均用量	数量	品种举例
合成香料	大宗常用	5,000 吨以上	100 多种	芳樟醇、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等
	一般常用	500—5,000 吨	300 多种	麝香 T、丁位十二内酯、乙偶姻、薄荷酰胺等
	次常用	20—500 吨	1,000 多种	草莓酸、丙位己内酯、硫噻唑等
	不常用或非普遍使用	几十公斤至几吨	5,000 多种	茶香酮、茶螺烷、糖内酯、1－辛烯－3－醇、2，4－癸二烯醛等
天然香料	–	–	约 500 种	玫瑰油、茉莉浸膏、香荚兰酊、白兰香脂等

公司香料生产目录



大宗常用类：麦芽酚产能分布情况

	公司名称	甲基麦芽酚（吨/年）	乙基麦芽酚（吨/年）	总产能（吨/年）	备注
现有产能	金禾实业	2000	4000	6000	不断改进优化
	北京天利海	500	4500	5000	未来可能退出
	宁夏万香国际	750	2500	3250	2018年底建成
	新和成		3000	3000	待完善后重启
	广东肇庆香料	500	1500	2000	开工一般
	陕西唐正科技		1200	1200	开工一般
规划产能	金禾实业			5000	
	新和成	3000	3000	6000	

资料来源：爱普股份资料，香料香精化妆品工业协会，公开资料，太平洋证券研究院

5. 新材料：大有可为，下游客户突破加速

公司以高性能树脂的聚合工艺研发及改性应用为基础，通过高效、稳定、节能、环保的专业性生产，为人类生活提供更舒适、更环保、更健康的材料产品。

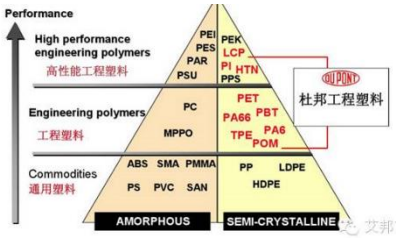
聚苯硫醚系列成功突破关键产业化技术，核心专利获得美国、日本、韩国等国家授权。产品已成功进入汽车、电子电器和环保除尘等主流市场应用领域，打破多年以来国内聚苯硫醚市场被美国、日本等企业占据的局面。

消费领域	汽车	电子电器	纤维	涂料	其他	合计
全球消费量/万吨	4.73	3.51	1.11	0.02	1.56	10.93
比例/%	43.28	32.11	10.16	0.18	14.27	
中国消费量/万吨	1.08	0.86	0.86	0.01	0.21	3.02
比例/%	26.09	20.77	21.5	0.24	5.07	

聚苯硫醚成为特种工程塑料是第一大品种，继聚碳酸酯、聚酯、聚甲醛、尼龙及聚苯醚五大工程塑料后的第六大工程塑料品种。

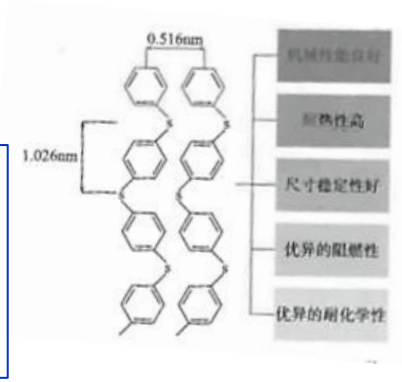
聚苯硫醚的生产需要一套流程复杂的综合系生产线，同时聚合反应本身也是高温高压反应，极具考验公司的工程化能力。

国内企业一直无法解决溶剂、催化剂回收问题带来的环境影响，以及无法解决稳定性连续化生产带来的质量问题，使得国内企业无法与国际企业抗衡。新和成在脱水阶段用脂肪酸与碱反应形成脂肪酸盐作为新的助剂，大大简化了废液处理工艺。





聚苯硫醚结构式



	产能（吨）
美国菲利普石油	20000
美国FORTON	15000
INITZ（韩国SK和日本帝人合资企业）	12000
日本东丽	19000+8600
日本吴羽化学	10000
日本东曹保士谷	3000
大日本油墨化学	19000
浙江新和成	**15000**
四川得阳化学	20000
自贡鸿鹤特种材料	2000
张家港新盛化工新材料	5000（停产）
内蒙古伊藤高科	3000
四川广安玖源新材料	5000
敦煌西域特种新材料	1000+4000
合计	161600

新和成PPS和PPA树脂有助于建造更轻、更安全和更环保的汽车——从刹车、传动系统到卤素头灯座、抽气歧管阀、燃料泵支架以及各种连接器和传感器。在不降低车身强度的情况下，新型复合材料的重量要比金属材料轻40-60%，而车身每减轻10%的重量可以节省5%的燃料。随着消费者需求的日益复杂，电子电气设备必须同时兼顾性能与环保。新和成用具有高强度、高韧性和持久耐热性等优异性能的PPS和PPA树脂为客户在显示器、LED照明、计算机、消费电子产品、智能穿戴设备等领域提供了丰富的解决方案。

资料来源：公司网站，中国化工新材料产业报告，太平洋证券研究院

6. 盈利预测及评级

预测基础：

- **1.假设维生素A行业其他竞争对手新增产能延后，产品价格持续高位震荡。**
- **2.假设维生素E竞争格局大幅改善，盈利能力提升。**
- **3.假设蛋氨酸规划产能持续释放，价格相对稳定。**

预测结果及评级：

- 考虑本次新冠疫情影响，我们预计公司2020-2021年归母净利润分别为37.22亿元、40.06亿元，对应EPS 1.73元、1.86元， PE 16、14.8倍。**考虑公司为国内精细化工龙头，下游应用领域主要为营养品与医药，浙江上虞、山东潍坊、黑龙江绥化三大基地均有大量投资项目在建，成长动能巨大，给与2020年20倍估值，对应目标价34.6元，维持 “买入”评级。**

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,683	7,601	10,855	12,914
（+/-%）	39.3%	-12.5%	42.8%	19.0%
净利润(百万元)	3,079	2,213	3,722	4,006
（+/-%）	80.6%	-28.1%	68.2%	7.6%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.03	1.73	1.86
市盈率(PE)	19.2	26.8	15.9	14.8

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

7. 风险提示

- 宏观经济下滑；
- 原料采购价格波动及产品价格大幅下跌；
- 新建产能投产及销售不及预期；
- 环保及安全生产的风险

附表：盈利预测表

资产负债表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,611	1,402	3,041	5,325
应收票据	394	463	556	667
应收账款	1,707	1,494	2,134	2,539
预付账款	34	34	44	56
存货	1,446	1,454	1,876	2,382
其他流动资产	4,486	4,486	4,486	4,486
流动资产合计	10,678	9,334	12,137	15,455
其他长期投资	43	0	0	0
长期股权投资	240	0	0	0
固定资产	5,351	6,951	8,364	9,611
在建工程	3,518	8,518	8,518	8,518
无形资产	1,243	203	203	203
其他非流动资产	863	245	245	245
非流动资产合计	11,257	15,918	17,331	18,577
资产合计	**21,935**	**25,253**	**29,468**	**34,033**
短期借款	1,893	1,893	1,950	2,008
应付票据	341	15	15	15
应付账款	1,037	1,043	1,345	1,708
预收款项	19	16	23	28
其他应付款	103	74	74	74
一年内到期的非流动负债	640	640	640	640
其他流动负债	536	90	90	90
流动负债合计	4,567	3,770	4,137	4,563
长期借款	388	2,988	3,077	3,170
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	765	53	53	53
非流动负债合计	1,152	3,040	3,130	3,222
负债合计	**5,720**	**6,811**	**7,267**	**7,785**
归属母公司所有者权益	16,170	18,383	22,105	26,111
少数股东权益	45	59	96	137
所有者权益合计	16,215	18,442	22,202	26,248
负债和股东权益	**21,935**	**25,253**	**29,468**	**34,033**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	47	2,127	3,641	4,288
现金收益	3,347	2,778	4,483	4,943
存货影响	109	-9	-422	-506
经营性应收影响	-141	154	-732	-518
经营性应付影响	366	-351	309	367
其他影响	-3,634	-444	2	2
投资活动现金流	-5,158	-5,129	-2,069	-2,069
资本支出	-4,700	-6,190	-2,230	-2,230
股权投资	102	409	169	169
其他长期资产变化	-560	652	-8	-8
融资活动现金流	291	1,793	67	64
借款增加	618	2,600	146	151
财务费用	-24	-95	-79	-87
股东融资	-880	0	0	0
其他长期负债变化	577	-712	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,683	7,601	10,855	12,914
营业成本	4,049	4,073	5,255	6,672
营业税金及附加	144	126	180	214
销售费用	252	213	217	258
管理费用	351	289	369	491
研发费用	457	382	546	650
财务费用	24	95	79	87
资产减值损失	10	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-8	-8	-8	-8
投资收益	169	169	169	169
营业利润	3,630	2,594	4,381	4,714
营业外收入	24	6	6	6
营业外支出	14	4	4	4
利润总额	3,640	2,596	4,383	4,716
所得税	541	369	623	670
净利润	3,098	2,227	3,760	4,046
少数股东损益	20	14	38	40
归属母公司净利润	3,079	2,213	3,722	4,006
NOPLAT	2,943	2,160	3,679	3,972
EPS（摊薄）	1.43	1.03	1.73	1.86

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	39.3%	-12.5%	42.8%	19.0%
EBIT增长率	53.1%	-26.6%	70.4%	8.0%
归母公司净利润增长率	80.6%	-28.1%	68.2%	7.6%
获利能力				
毛利率	53.4%	46.4%	51.6%	48.3%
净利率	35.7%	29.3%	34.6%	31.3%
ROE	19.0%	12.0%	16.8%	15.3%
ROIC	18.3%	14.0%	19.1%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	27.0%	24.7%	22.9%
债务权益比	22.7%	30.2%	25.8%	22.4%
流动比率	233.8%	247.6%	293.4%	338.7%
速动比率	202.1%	209.0%	248.1%	286.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	71	71	71	71
应付账款周转天数	92	92	92	92
存货周转天数	129	129	129	129
每股指标（元）				
每股收益	1.43	1.03	1.73	1.86
每股经营现金流	0.02	0.99	1.69	2.00
每股净资产	7.53	8.56	10.29	12.15
估值比率				
P/E	19.2	26.8	15.9	14.8
P/B	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.2	20.0	12.3	11.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610)88321566