新和成（002001）深度研究报告

向内强化营养品地位，向外积极打造新增长极

强推（首次）

目标价：43.20 元

当前价：29.45 元

- **从营养品到新材料，精细化工龙头不断开疆拓土。**公司前身为新昌县有机化工厂，第一只产品为工业酒精，2006 年之前相继突破 VE 和 VA 关键中间体的合成技术，并在 2002 年实现与香料香精的联产，形成了维生素+香料香精的业务基础。进入 2010 年以后，公司先后进入特种工程材料、生物发酵和甜味剂等领域。截至 2019 年年报，公司账上仍有 131 亿元在建工程，若算上山东 1.1 万吨营养品项目和黑龙江项目二期，资本开支需求接近 200 亿元，公司处于持续开疆拓土的进程中。
- **中间体技术壁垒区分维生素，蛋氨酸核心仍是进口替代，香精香料和特种工程塑料行业国产化仍在起步阶段。**我国**维生素**产业在突破合成技术以后迅速形成了出口为主的需求结构，截至 2019 年全国 77%的维生素用于出口。维生素下游大多为饲料，近年来行业扩张导致产能过剩，国内猪瘟爆发加剧需求萎缩。国内维生素市场疲软运行了 3 年，其中中间体技术壁垒较高的品种基本维持了供需平衡。**蛋氨酸**目前处于巨头的产能投放竞赛中，产品价格持续贴着厂家成本线运行，导致企业大多仅有市场份额利润却偏薄。由于我国超七成的蛋氨酸源自进口，国内企业才有底气在利润薄的阶段持续投入，在进口替代趋势中与海外厂家进行较量。我们认为蛋氨酸喊个月拐点性质的变量在于国内外厂商的成本对比，蛋氨酸进口利润水平可作为辅助性质的观察指标。**香精香料**以食品添加剂为主要下游，单品超过 5000 吨的大宗品中，芳樟醇等为维生素中间体或者协同产物，奇华顿等国际巨头掌握了全球 60%以上的份额，而国内龙头企业全球市占率不到 1%，整体处于寻求突破阶段。**特种工程塑料方面**，2019 年自给率为 50%，在新材料领域基本处于最低水平，当前国内产品为 PPS 和 PA 为主导，且特种工程塑料在工程塑料中的渗透率仅为发达国家的 1/5，赛道仍处于方兴未艾的阶段。按照 GVR 的测算，主力产品 PPS 市场预计在 2019-2025 年 PPS 复合年增长率将达到 8.8%，其中汽车轻量化是主要驱动力。
- **向内强化营养品地位，向外积极打造新增长极。**从业务结构看，公司的基本盘为营养品中的维生素产品，香料香精是中间体或者协同产物，即维生素+香料香精为基本盘，基本盘的技术壁垒在于掌握了柠檬醛、三甲基氢醌和异植物醇的合成技术。在基本盘内，公司目前的精力主要在于做大蛋氨酸和香精香料，分别筹备了 25 万吨蛋氨酸项目和 2+4 万吨香料香精项目，但由于蛋氨酸产品价格过低，净利贡献相对普通，基本盘核心增长依托香精香料产能落地。与此同时，公司未雨绸缪，发挥强势的研发实力，依次进入了特种工程材料、生物发酵和三氯蔗糖市场，三个新方向的项目（不含黑龙江项目二期）合计资本开支 97 亿元，按照公司过去 5 年平均 ROA 10%计算，可为公司贡献 10 亿元净利润，为公司的成长贡献新增长极。
- **投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年归母净利润依次为 39 亿元、46 亿元和 51 亿元，对应 EPS 依次为 1.81、2.16 和 2.37 元/股，考虑到公司相对普通周期股存在显著的估值优势，按照 2021 年业绩给予 20 倍 PE，给予 43.20 元/股的目标价。首次覆盖，给予“强推”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期，VA/VE/蛋氨酸价格走弱。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	7,621	12,521	16,526	20,619
同比增速(%)	-12.2%	64.3%	32.0%	24.8%
归母净利润(百万)	2,169	3,880	4,641	5,093
同比增速(%)	-29.6%	78.9%	19.6%	9.7%
每股盈利(元)	1.01	1.81	2.16	2.37
市盈率(倍)	29.2	16.3	13.6	12.4
市净率(倍)	3.8	3.2	2.8	2.5

资料来源：公司公告，华创证券预测　注：股价为 20 年 10 月 15 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com
执业编号：S0360520050003

公司基本数据

总股本(万股)	214,866
已上市流通股(万股)	212,148
总市值(亿元)	632.78
流通市值(亿元)	624.78
资产负债率(%)	38.6
每股净资产(元)	8.4
12 个月内最高/最低价	35.67/19.07

市场表现对比图(近 12 个月)

未经许可，禁止转载

投资主题

报告亮点

详细梳理公司涉及各产品所处的产业趋势。经过详细的研究，我们认为维生素基调为产能过剩，产品间的差异源自于需求结构和技术壁垒，其中又以技术壁垒为核心，这使得 VA 价格有望持续高位运行，VE 价格逐步中枢抬升。蛋氨酸仍处于产能竞争的阶段，在行业整合完成前，产能增速料持续高于需求增速，产品价格预计会持续较为低迷。香精香料层面，亚洲是全球增速最快的市场，但国内香精香料龙头企业市占率不到 1%，仍处于产业突围的阶段。特种工程塑料层面，我国自给率仅为 50%，且特种工程塑料在工程塑料中的渗透率仅为发达国家的 1/5，赛道方兴未艾。

对营养品中主要产品的产能和利润贡献进行了详细的测算。假设 VA/VE 含税价格稳定在 400 和 70 元/kg 以上的水平，蛋氨酸稳定在 20 元/kg 的水平，蛋氨酸产能 2020 年投放 10 万吨，2022 年投放 15 万吨，在该假设下公司营养品净利贡献持续运行在 25 亿以上，其中又以 VA 和 VE 利润贡献最大。若考虑利润弹性测算，VA 每上涨 10 元/kg，对应净利润增长 0.5 亿元，VE 每上涨 10 元/kg，对应净利润增长 3 亿元，蛋氨酸每上涨 1 元/kg，对应净利润增长 1 亿元。

投资逻辑

静待维生素价格见底，积极布局高壁垒高成长性标的。在周期性层面，VA 价格仍处于历史相对高位，使得较为担心 VA 价格回落对业绩的拖累，但由于 VA 高价格的基础是巴斯夫柠檬醛装置老旧且运行不顺，在改造或者重建之前，问题尚得不到解决，短期风险较为有限，且维生素价格一旦重拾涨势，市场预期在前一逻辑的支撑下容易转向。在成长层面，公司一边做大基本盘，一边积极布局新增长点，进取心和项目选取能力不断得到验证，高强度基本开支依然能使得公司保持高成长性，高壁垒+高成长性的制造业公司投资价值不言自明。

关键假设、估值与盈利预测

项目投产叠加 VE 价格中枢抬升预期，公司业绩有望持续高速增长。假设 VA/VE 含税价格稳定在 400 和 70 元/kg 以上的水平，蛋氨酸稳定在 20 元/kg 的水平，蛋氨酸和生物发酵项目 2020 年投产，三氯蔗糖项目 2021 年投产。该假设下，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润依次为 39 亿元、46 亿元和 51 亿元，对应 EPS 依次为 1.81、2.16 和 2.37 元/股。

未经许可，禁止转载

目 录

一、简介：从营养品到新材料，精细化工龙头不断开疆拓土 6
二、产业：营养品、香精香料价格有望维持高位，新材料毛利率有望逐步提升 8
（一）营养品：维生素核心在于技术壁垒，蛋氨酸成本对比驱动进口替代 8
1.1 维生素：整体偏于过剩，技术壁垒是品种间分化的关键 8
1.2 蛋氨酸：进口替代是主趋势，成本对比是拐点性质的变量 11
（二）香精香料：高速赛道，国内企业正在寻求突破 12
（三）特种工程塑料：赛道方兴未艾，自给率是国内企业持续投入的动力源 14
三、公司：向内强化营养品地位，向外积极打造新增长极 16
（一）营养品位扩产强化领导地位，基本盘愈发稳固 16
（二）扩大香精香料规模强化产品协同，继续内生增长 17
（三）积极进入新赛道，高强度资本开支支撑 3-5 年高速增长 18
四、盈利预测与估值 19
五、风险提示 20

图表目录

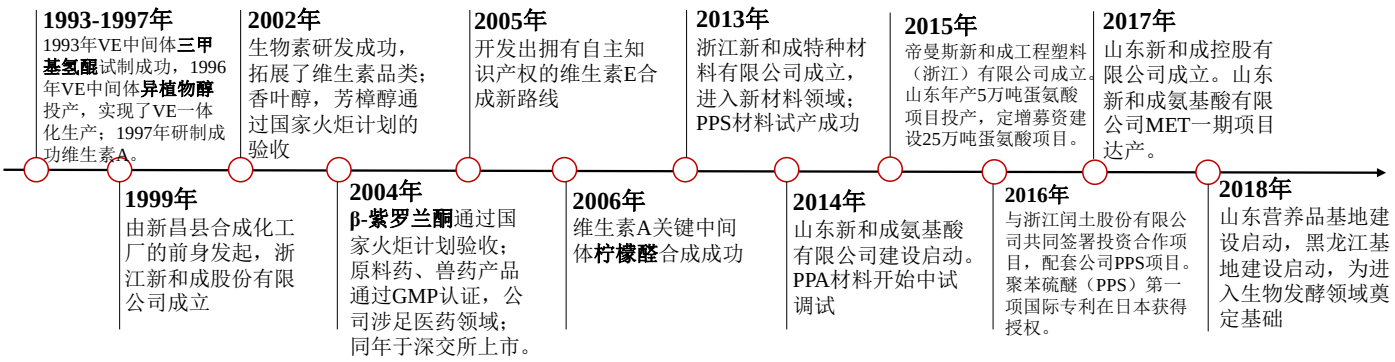
图表 1 公司发展历程 6
图表 2 公司股权结构 6
图表 3 公司自上市以来的营业收入结构 7
图表 4 公司自上市以来的营业收入结构 7
图表 5 公司自上市以来的营业毛利结构 7
图表 6 公司自上市以来的各业务条线毛利率走势 7
图表 7 公司主要子公司及核心业务情况 7
图表 8 全球维生素发展历程 8
图表 9 我国维生素产量及市场价值 8
图表 10 我国维生素需求结构 8
图表 11 维生素主要品种产能（单位：吨） 9
图表 12 维生素主要品种需求结构 9
图表 13 维生素主要产品、功效及一线供应商名单 9
图表 14 维生素各产品产能利用率 10
图表 15 主要维生素合成工艺路线及关键中间体 10
图表 16 维生素 A 技术路线 10
图表 17 维生素 A 外需结构 10
图表 18 维生素 E 技术路线 11
图表 19 维生素 E 外需结构 11
图表 20 蛋氨酸合成技术路线 11
图表 21 蛋氨酸全球供需情况 12
图表 22 蛋氨酸进出口情况 12
图表 23 蛋氨酸国内价格与进口均价 12
图表 24 蛋氨酸内外差价降至 3000 元/吨以内 12
图表 25 香精香料产业链 13
图表 26 香精香料市场竞争格局 13
图表 27 全球香精香料市场规模及增速 13
图表 28 我国香精香料市场规模及增速 13
图表 29 香精香料市场主要竞争壁垒 13
图表 30 主要塑料种类的分类和性能示意图 14
图表 31 主要特种工程材料 14
图表 32 塑料产业链 14
图表 33 我国工程塑料需求及增速 15

图表 34 主要新材料自给率 15
图表 35 PPS 下游的需求结构 15
图表 36 公司营养品板块主要产品产能和竞争格局 16
图表 37 三甲基氢醌的主要合成工艺 16
图表 38 异植物醇的主要合成工艺 16
图表 39 VA 和 VD3 市场价走势 17
图表 40 VE、VH 和蛋氨酸市场价走势 17
图表 41 丙酮为核心原料，维生素生产中存在多种可用作香精香料的中间体 17
图表 42 山东新和成药业在建的香精香料项目明细 17
图表 43 公司进入新赛道主要的在建工程 18
图表 44 生物发酵项目技术路线和产品选择 19
图表 45 三氯蔗糖项目技术路线和产品选择 19
图表 46 营养品板块主要产品利润测算表 19
图表 47 公司历史 PE 走势 20

一、简介：从营养品到新材料，精细化工龙头不断开疆拓土

公司前身为新昌县有机化工厂，第一只产品为工业酒精。从发展阶段着眼，公司 1993-2006 年集中精力拓展维生素合成技术，相继突破 VE 中间体（三甲基氢醌、异植物醇）和 VA 中间体（β-紫罗兰酮、柠檬醛）的技术门槛，实现 VA 和 VE 的一体化生产；且早在 2002 年公司便实现了 VE 与芳樟醇系列香精的联产，但该类产品直到 2006 年才开始贡献营业收入；自 2012 年开始，公司设立新和成特种材料公司，开始进入新材料领域，并于 2013 年试产成功 PPS（聚苯硫醚），2014 年完成 PPA（特种工程材料高温尼龙）中试，2015 年联合帝斯曼成立合资公司强化 PPS 和 PPA 业务；在进入新材料业务的同时，公司围绕营养品的主线依次进入了蛋氨酸、生物发酵等领域，持续扩大基本盘的优势。

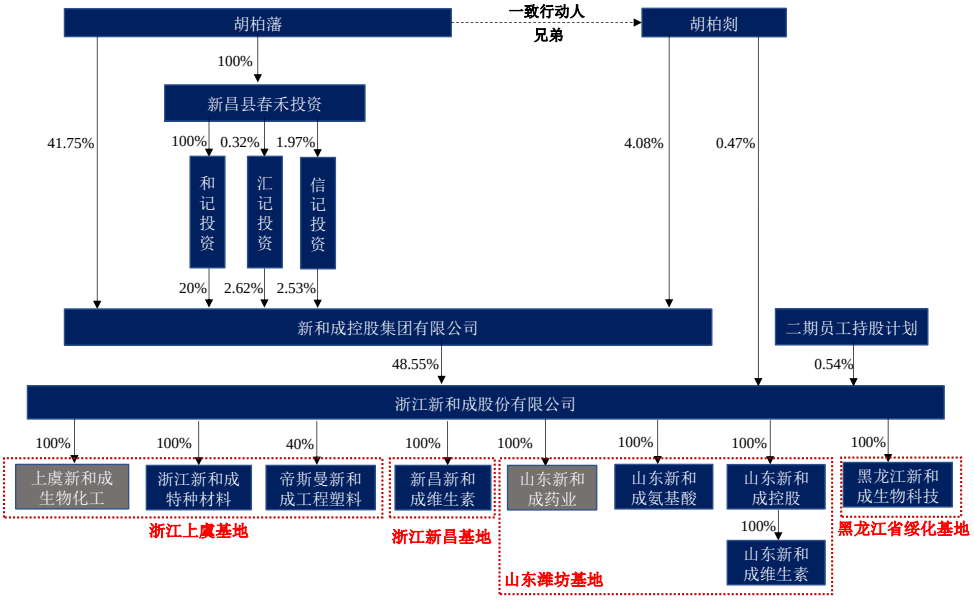
图表 1　公司发展历程



资料来源：公司公告、华创证券

公司起步于浙江绍兴市新昌县，2003 年投建同样位于绍兴市的上虞基地，2008 年投建山东潍坊基地，2018 年投建黑龙江绥化基地，至此完成四大生产基地的布局。在分工上，新昌老基地主要负责 VH、VD3 等产品的生产，上虞基地主要负责 VA、虾青素、斑蝥黄、PPS、PPA 等产品的生产，山东潍坊基地主要负责 VE、香精香料、氨基酸等产品的生产，黑龙江绥化基地主要负责生物发酵项目和辅酶 Q10。

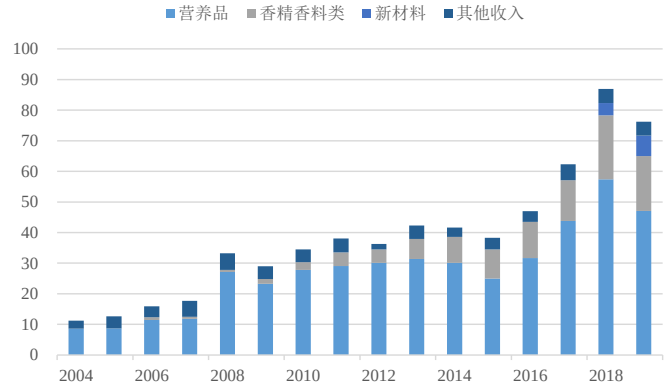
图表 2　公司股权结构



资料来源：公司公告、华创证券

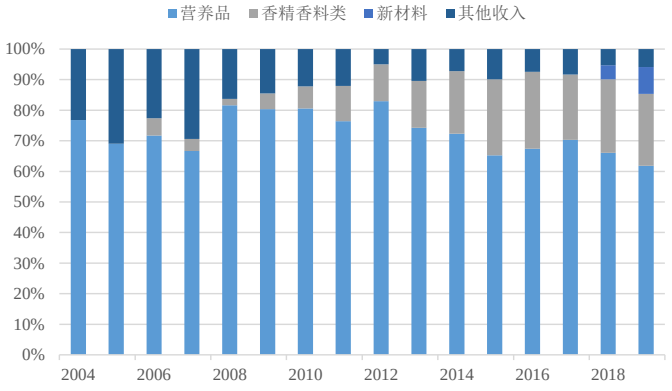
自上市以来，公司营收和毛利的基本盘均是营养品，其中又以维生素为核心，这使得公司毛利率走势与维生素价格紧密相关。从变化的角度观察，营收和毛利占比增长较大的属香精香料类，截至 2019 财年，该类别营收毛利占比依次为 23%和 28%。公司自 2012 年开始布局的新材料业务于 2018 年开始贡献营收和毛利，在 2019 年占全公司营收和毛利的比重依次为 9%和 4%，暂时体量较小。从产品间的对比上，公司新进入的新材料业务毛利率暂时相对较低，与早期的香精香料业务有类似之处。

图表 3　公司自上市以来的营业收入结构



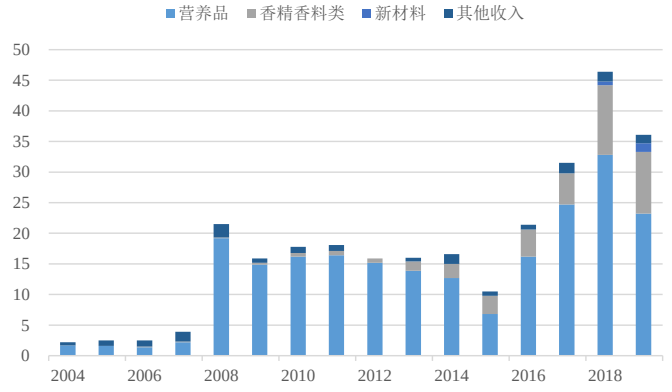
资料来源：wind、华创证券

图表 4　公司自上市以来的营业收入结构



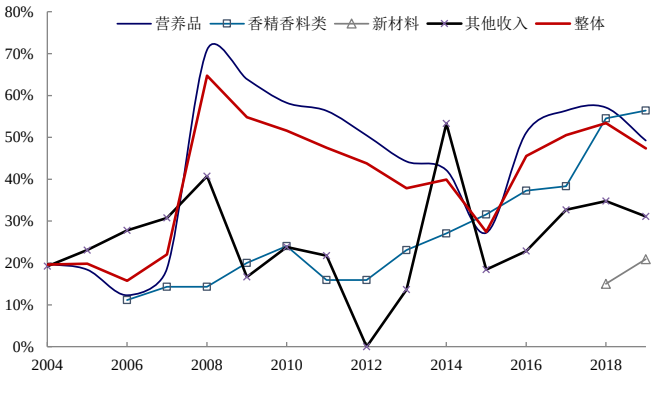
资料来源：wind、华创证券

图表 5　公司自上市以来的营业毛利结构



资料来源：wind、华创证券

图表 6　公司自上市以来的各业务条线毛利率走势



资料来源：wind、华创证券

就经营主体而言，眼下净利体量最大的属上虞新和成生物化工和山东新和成药业，2019 年分别贡献净利润 6.9 亿元和 4.3 亿元，依次占公司当期净利润 21.8 亿元的 32%和 20%，前者主要经营 VA 业务，后者则主要经营香精香料。

图表 7　公司主要子公司及核心业务情况

四大生产基地	主要子公司	公司股权占比	核心业务
浙江上虞基地	上虞新和成生物化工	100%	VA、 类胡萝卜素类、生物发酵类产品
	浙江新和成特种材料	100%	PPS、PPA 等高分子复合材料
	浙江新和成药业	100%	其他维生素类(如成酮)
	帝斯曼新和成工程塑料	40%	PPS、PPA 等高分子工程塑料

浙江新昌基地	新昌新和成维生素	100%	VH、VD3 等产品
	维尔新动物营养保健品	100%	
山东潍坊基地	山东新和成药业	100%	香精香料
	山东新和成氨基酸	100%	蛋氨酸
	山东新和成维生素	100%	2×2 万吨/年 VE
黑龙江绥化基地	黑龙江新和成生物科技	100%	辅酶 Q10、己糖酸、山梨醇等新项目建设

资料来源：公司公告、公司环评报告、华创证券

二、产业：营养品、香精香料价格有望维持高位，新材料毛利率有望逐步提升

（一）营养品：维生素核心在于技术壁垒，蛋氨酸成本对比驱动进口替代

在公司营养品产品序列中，主要涉及到维生素和蛋氨酸，其中维生素属于外源性（体内不可合成只能摄入）动物生长发育必须物质，该产品随着中国制造的崛起，形成了外向型的需求格局；蛋氨酸也是外源性动物生长必须物质，该产品有固体-液体两种形态，主要下游为饲料和食品，属于严重进口依赖型产品。

1.1 维生素：整体偏于过剩，技术壁垒是品种间分化的关键

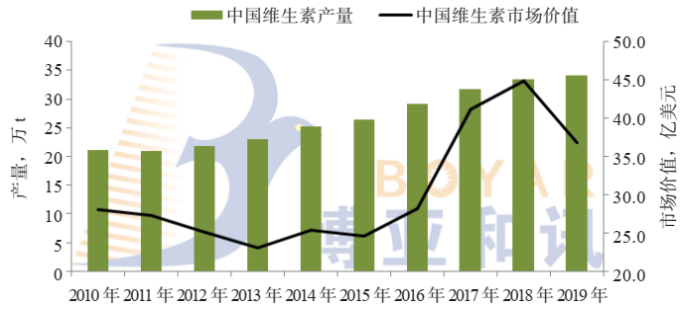
我国维生素产业在突破合成技术以后迅速形成了出口为主的需求结构，截至 2019 年，我国产维生素约为 34.9 万吨，占全球产量的 77%，出口量约为 26.9 万吨，出口/产量比值也为 77%。就供需而言，国内市场因为非洲猪瘟导致饲料需求端低迷，维生素整体处于过剩的境况中。

图表 8　全球维生素发展历程

20世纪上半叶	1950s-2005年	2006年以后
• 20世纪初维生素被发现，并被授予诺贝尔奖 • 1930s罗氏突破维生素合成技术，开始生产VC和VA	• 一批以新和成、浙江医药为代表的有实力的企业进入维生素的生产 • 1970s我国逐步掌握VC两步发酵法等维生素生产技术，并于1990s开始规模化生产 • 2000年帝斯曼收购罗氏维生素板块业务，随后在中国建立第一家维生素工厂	• 以中国维生素遭遇反垄断诉讼为标志，我国维生素产业进入成熟期 • 2015年开始，我国逐步加强环保要求，导致部分尾部企业逐步退出，形成当前寡占型的竞争格局。

资料来源：华创证券整理

图表 9　我国维生素产量及市场价值



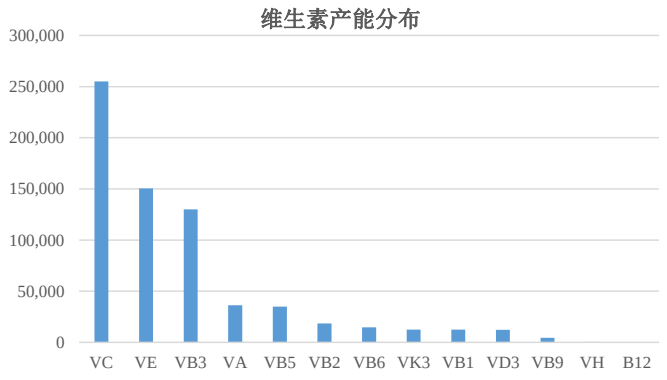
资料来源：博亚和讯

图表 10　我国维生素需求结构

资料来源：博亚和讯

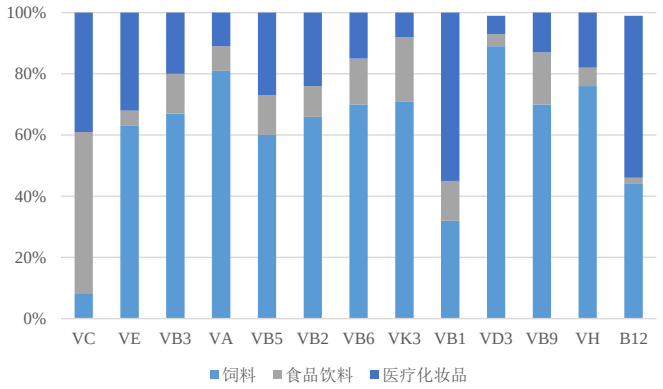
维生素主要产品有 12 种，其中产能前五大品种依次为 VC、VE、VB3、VA 和 VB5，这五种产品除了 VC 外，其余四种饲料需求占比均超过 60%。

图表 11　维生素主要品种产能（单位：吨）



资料来源：博亚和讯、华创证券

图表 12　维生素主要品种需求结构



资料来源：博亚和讯、华创证券

图表 13　维生素主要产品、功效及一线供应商名单

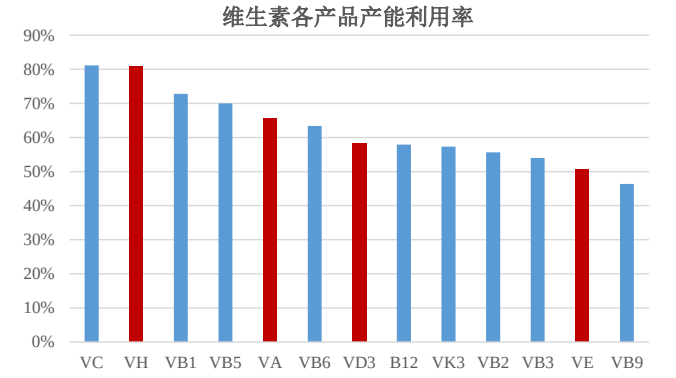
种类	别名	功效	缺乏症状	溶解性	一线供应商
维生素 A	视黄醇、类胡萝卜素	防止夜盲症和视力减退；抗呼吸系统感染	夜盲症、干眼症、视神经萎缩等	脂溶	新和成、帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、安迪苏
维生素 E	生育酚	维持生殖机能；抗氧化、抗衰老	不育症、习惯性流产	脂溶	帝斯曼、能特科技、巴斯夫、 新和成、 浙江医药
维生素 C	抗坏血酸	促进骨胶原的生物合成，利于伤口愈合；促进酪氨酸、色氨酸代谢；增强免疫力	坏血症	水溶	山东鲁维、石药集团、东北制药
维生素 B1	硫胺素	促进生长；维持心脏、神经及消化系统正常功能	神经炎、脚气病等	水溶	天新药业、华中药业、兄弟科技
维生素 B2	核黄素	促进发育和细胞再生	脂溢性皮炎、口腔炎等	水溶	广济药业、帝斯曼、巴斯夫
维生素 B3	烟酸	参与脂肪酸代谢；协助抗体合成	失眠、口腔溃疡、癞皮病	水溶	龙沙、 吉友联、 兄弟科技、凡特鲁斯
维生素 B5	泛酸钙	参与脂肪、糖类能量转化；协助中枢神经系统的发育	皮肤感觉异常	水溶	亿帆医药、新发药业
维生素 B6	吡哆醇	参与抗体合成、胃酸的制造、脂肪与蛋白质利用、维持钠/钾平衡	肌肉痉挛、过敏性湿疹	水溶	天新药业、广济药业
维生素 H	生物素	是人体内多种酶的辅酶，参与脂肪酸和碳水化合物的代谢，促进蛋白质的合成	皮炎、肠炎	水溶	圣达生物、新和成
维生素 B9	叶酸	帮助蛋白质的代谢，促进红细胞的生成和成熟，参与核酸的合成	恶性贫血	水溶	常州牛塘、新发药业
维生素 D	钙化醇	提高肌体对钙、磷的吸收，促进生	佝偻病、软骨	脂溶	花园生物、新和成、金达威、海盛

种类	别名	功效	缺乏症状	溶解性	一线供应商
		长和骨骼钙化	病、骨质疏松症		化工
维生素 K	凝血维生素	促进血液正常凝固	凝血功能障碍	脂溶	兄弟科技

资料来源：中国产业信息网、华创证券

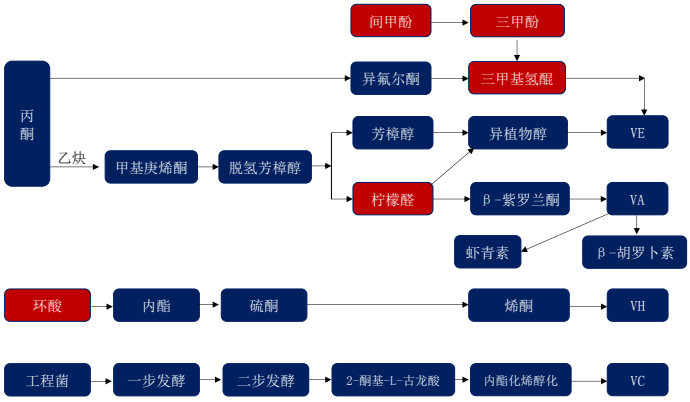
在维生素整体过剩的格局下品种之间仍有分化，分化的关键因素在于需求结构和中间体技术壁垒，其中 VC 高负荷核心在于饲料需求占比较小受非瘟冲击小，而 VH 和 VA 负荷率高则是因为环酸和柠檬醛技术壁垒相对较高产能过剩问题不突出。

图表 14　维生素各产品产能利用率



资料来源：博亚和讯、华创证券

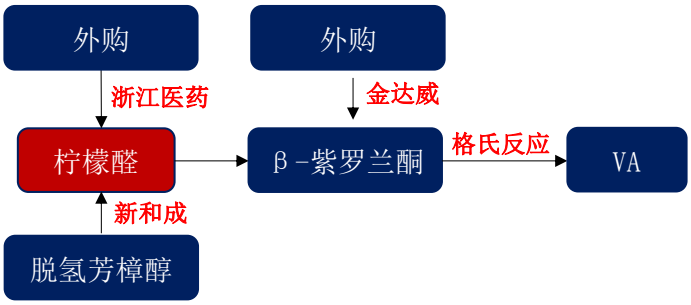
图表 15　主要维生素合成工艺路线及关键中间体



资料来源：公司公告、华创证券

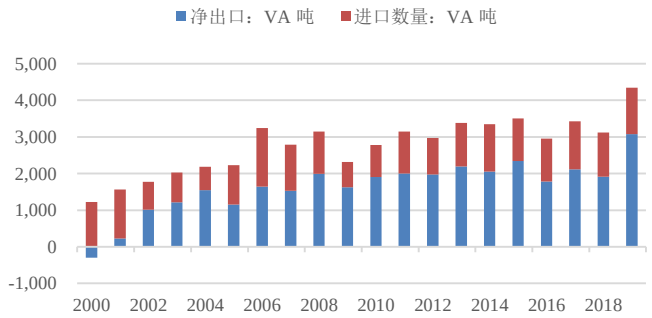
在大的维生素品类中，新和成主要经营 VA 和 VE。据百川资讯统计，全国 2019 年 VA 产量为 1.46 万吨，净出口比例为 21%，技术路线种柠檬醛是核心中间体，基本形成以巴斯夫主导，日本可乐丽和新和成辅助的三寡头垄断的格局。2019 年全球 VE 产量为 7.6 万吨，我国净出口 6.4 万吨，即 VE 的主力需求在于出口，技术路线中三甲基氢醌随着能特科技低成本技术路线的突破面临重构。

图表 16　维生素 A 技术路线



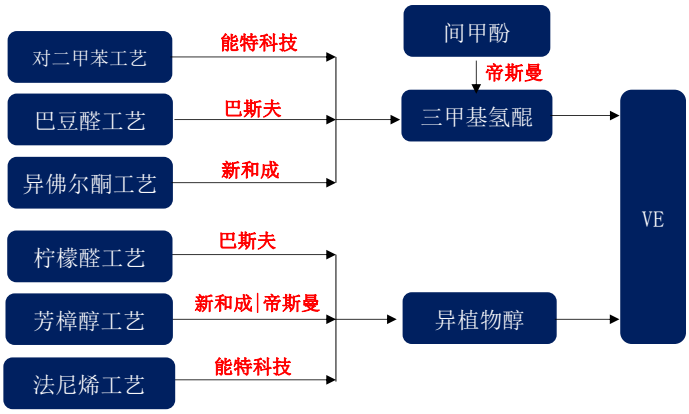
资料来源：公司公告、华创证券

图表 17　维生素 A 外需结构



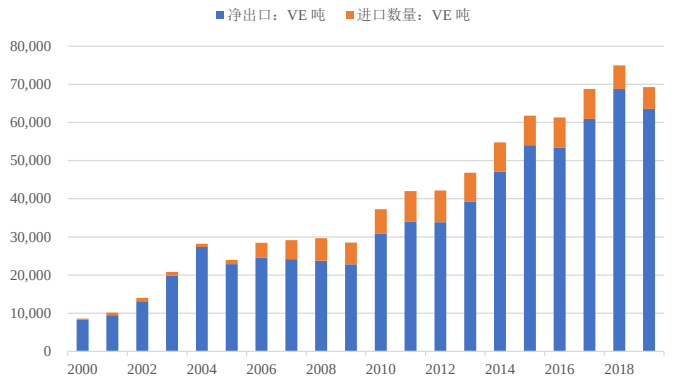
资料来源：wind、华创证券

图表 18　维生素 E 技术路线



资料来源：公司公告、华创证券

图表 19　维生素 E 外需结构



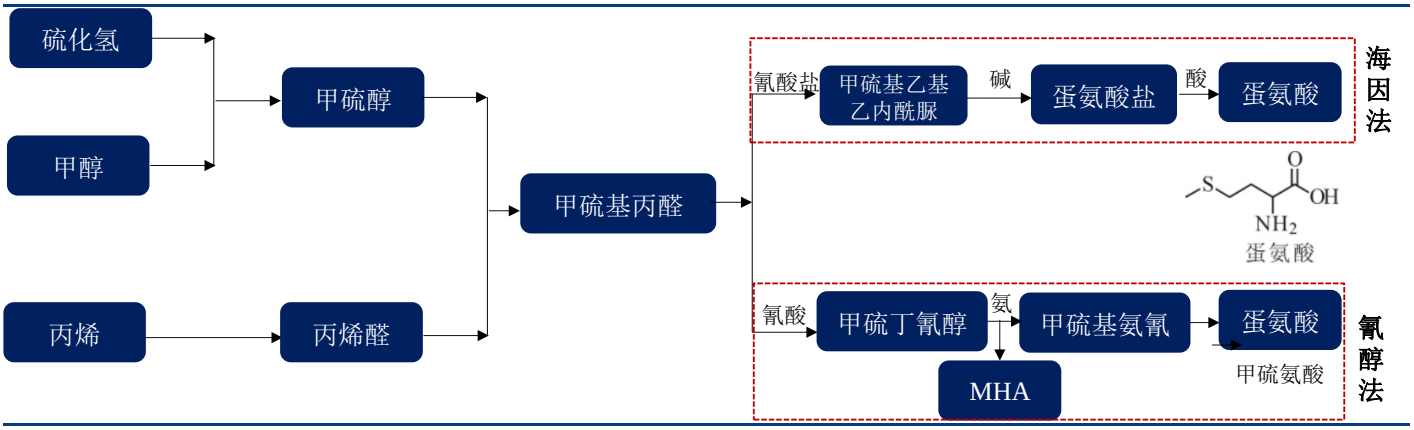
资料来源：wind、华创证券

1.2 蛋氨酸：进口替代是主趋势，成本对比是拐点性质的变量

蛋氨酸是动物体无法自己合成的必须氨基酸，其下游 90%以上都是饲料。按照湖北工业大学谭圣君等人在《蛋氨酸的研究现状及其应用前景》中的论述，向动物饲料中添加 1kg 蛋氨酸，相当于 50kg 鱼粉的营养价值，一般添加量为 0.05%～0.20%。按照安迪苏在《关于新建液体蛋氨酸工厂》的公告中测算，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，约可节约总生产成本 23%，即蛋氨酸能够为客户创造的价值约为其自身价格的 8 倍。

在蛋氨酸的生产中，市场存在生物发酵法和化学合成两种工艺，但由于发酵法收率较低，所以主流工艺为化学合成。在内酯法等诸多合成工艺路线中，又以甲硫基丙醛为中间体的海因法和烯醇法竞争力最强，其经济性、技术成熟度都是当下更好的选择。

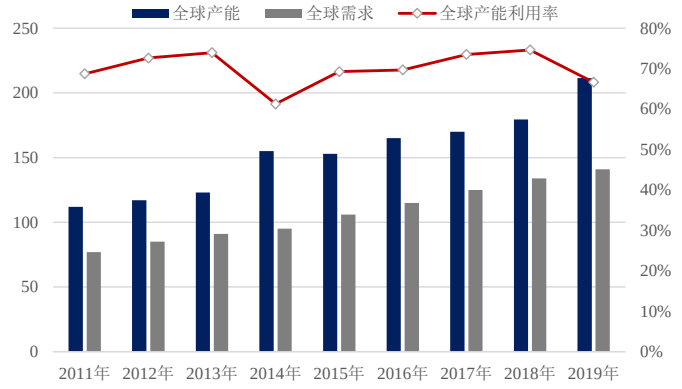
图表 20　蛋氨酸合成技术路线



资料来源：公司公告、华创证券

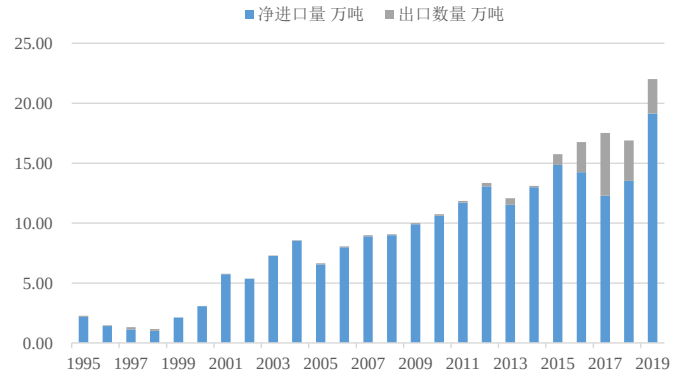
从全球供需平衡表而言，蛋氨酸产能偏于宽松，尤其是 2019-2023 五年间，伴随着赢创、安迪苏、新和成和紫光的产能扩张，累计增长产能 86 万吨，相对 2018 年的 180 万吨增长了 48%，复合增速达到 8%，大于需求端约 5%的增速，使得产能宽松的格局进一步强化。落实到国内市场而言，截至 2019 年底，境内产能为 39 万吨，净进口产量 19 万吨，若按照全球平均负荷率折算，国内蛋氨酸的供应超过七成源自进口，即进口替代空间较大。

图表 21　蛋氨酸全球供需情况



资料来源：中国产业信息网、华创证券

图表 22　蛋氨酸进出口情况

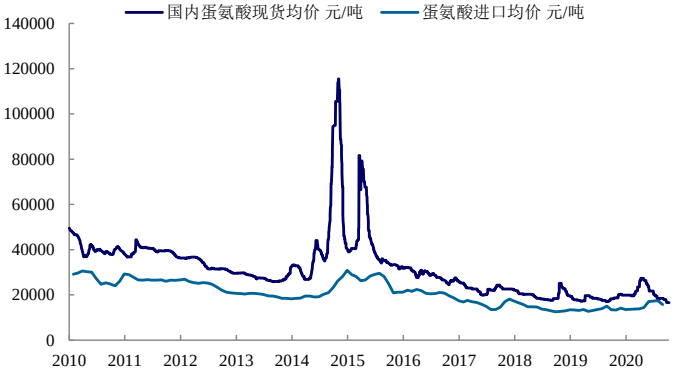


资料来源：wind、华创证券

一旦站在进口替代的角度讨论产业趋势，本质上就是国内新装置能否提供相当的产品品质和明显占优的产品价格，背后本质上是成本之争。但由于生产企业并未详细披露成本数据，只能间接从进口利润的角度予以观察，进口利润的收缩一般都是海外供应商无法跟随国内低成本供应商一起降价，导致内外价差逐步收敛。

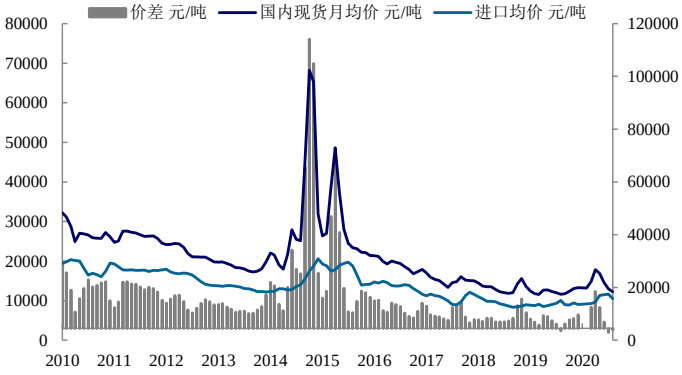
以新和成蛋氨酸 25 万吨新项目为例，单吨投资已经相对原来 5 万吨装置从 3.4 万元降至 2.1 万元，按照 15 年折旧测算，不算技术改进便可以使得吨蛋氨酸生产成本降低近 1000 元，这料将有助于进一步推动进口替代的进行。

图表 23　蛋氨酸国内价格与进口均价



资料来源：wind、华创证券

图表 24　蛋氨酸内外差价降至 3000 元/吨以内



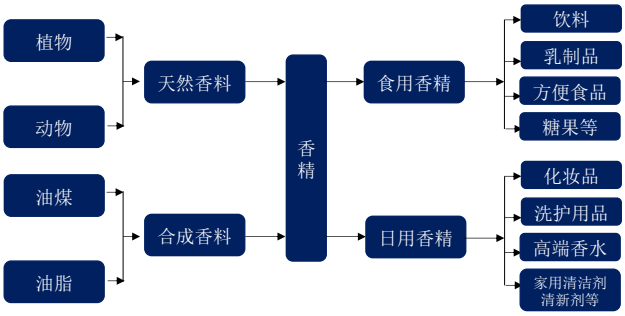
资料来源：wind、华创证券

（二）香精香料：高速赛道，国内企业正在寻求突破

香料是一种能够依靠嗅觉或味觉感受到香味的有机化合物，供给端八成来自于化学合成，两成来自于天然萃取；需求端六成用于食用，四成属于日用，在食用品类中又以饮料主导，在日用类以化工品、洗护用品为主。由于能产生的有机化合物种类众多，在研究中常常以消费量大于 5000 吨作为大宗香精香料品种的分界线，大宗类别内目前大约有 100 种左右的产品，其中以桃醛、芳樟醇、香叶醇、麦芽酚、二氢茉莉酮酸甲酯（MDJ）、龙涎酮为主要代表。

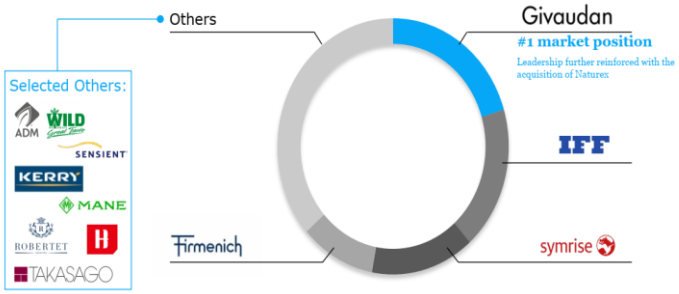
按照 IAL 的估算，全球 2019 年香精香料市场的规模为 315 亿美元，到 2024 年将扩展到 375 亿美元，5 年复合增速为 3.5%，仍属较快的增速中枢。落实亚洲市场，2019 年规模为 126 亿美元，2024 年将扩张到 159 亿美元，5 年复合增速为 4.8%，位居全球最高，属于香精香料赛道最重要的区域市场。在奇华顿的统计中，全球 2019 年香精香料市场的规模为 260 亿美元，前四大国际巨头奇华顿、国际香料、德之馨和芬美意，掌握了全球近 60%以上的份额，国内以新和成为代表的企业全球市占率均不足 1%，即使在国内市占率，龙头折算也不足 3%。

图表 25　香精香料产业链



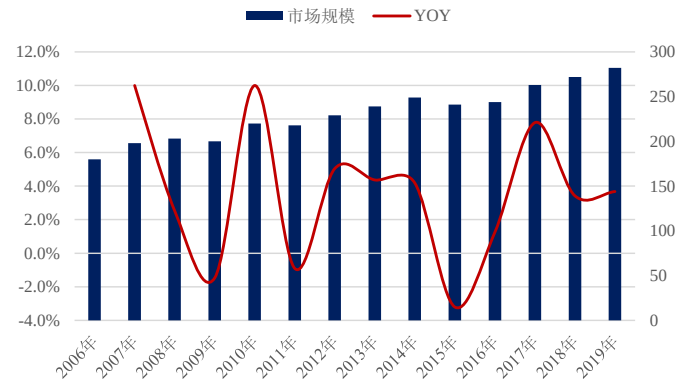
资料来源：公司公告、华创证券

图表 26　香精香料市场竞争格局



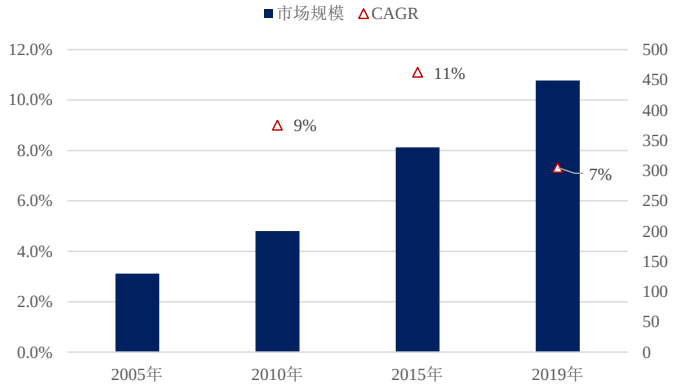
资料来源：奇华顿官网

图表 27　全球香精香料市场规模及增速



资料来源：Leffingwell & Associates、华创证券

图表 28　我国香精香料市场规模及增速



资料来源：中国香精香料行业协会、华创证券

按照全球市场的竞争结果来看，香精香料市场具有明显的寡占型倾向，这意味着技术和客户认证的壁垒是真实存在的。落实到国内市场，凭借着国内需求的快速增长，国内香精香料企业虽然有些后发劣势存在，但也有望从中分到一杯羹。如果考虑到国内制造业的配套优势和头部企业的进取靖神，部分企业有望从该高速赛道中斩获颇丰，甚至与国际巨头在相当多的品类上分庭抗礼。

图表 29　香精香料市场主要竞争壁垒

主要竞争壁垒	具体说明
研发生产壁垒	香料产品的关键指标是产品的香气，产品配方、工艺、加工方式甚至产品批次不同都会导致产品香气的差异，进而影响下游产品的品质。因此，香料的提取和合成技术、香精的混合技术对于控制产品香气的品质和稳定性至关重要。
环保壁垒	香料企业在生产过程中会产生一定量的“三废”。近年来随着国内对环保监管趋严，国家颁布的相关法律法规对从事化工类生产经营的企业的相关环保、安全资质批准和管理做出了严格的规定和具体的要求，达不到上述法律规定要求的企业，无法开展香料产品的生产经营
客户认证壁垒	香料主要用于调配成香精，用于加香产品或直接作为食品添加剂。下游的食品饮料、日化等生产企业为满足消费者的各类需求通常与香精企业协作，量身定制适合自己需要的香精配方。为了保持产品独特的香气以及口感，下游香精企业以及香精的下游食品饮料、日化企业对香料香精的生产商有较为严格的认证体系，需要较长时间的考察和认证过程，一旦确定后在较长时间内会保持稳定
资金壁垒	香料所需原料品种多，尤其香料企业需要持续投入资金用于原料储备。此外随着社会对环境保护的日益重视，政府不断出台更为严格的环保标准、提出更高的环保要求，香料生产企业需要建立一整套环境保护和治理制度，投入大量资

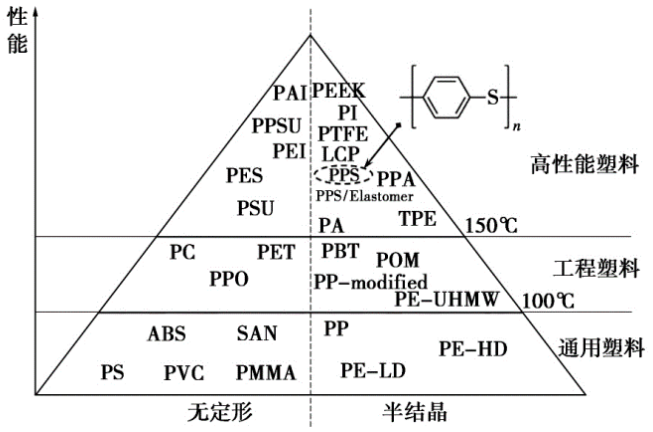
主要竞争壁垒	具体说明
	金确保环保设施的正常运转、保证“三废”的达标排放
产品品种、品质堡垒	非大宗类香料通常市场容量较小，由于部分单一产品品种较小，增加产品品类是行业企业扩大规模和提升核心竞争力的重要方式。同时为满足国际香精香料巨头的多样化、一站式采购的需求，行业龙头一般会增加生产的品类及品种。与此同时，国际香精香料巨头及快速消费品知名企业对产品质量要求较高，且多样化产品产生的不同质量标准与要求，对香料行业从业公司的质量管理体系和品质提出更高的要求

资料来源：国发创投官网，张鑫《香精香料行业浅析》、华创证券整理

（三）特种工程塑料：赛道方兴未艾，自给率是国内企业持续投入的动力源

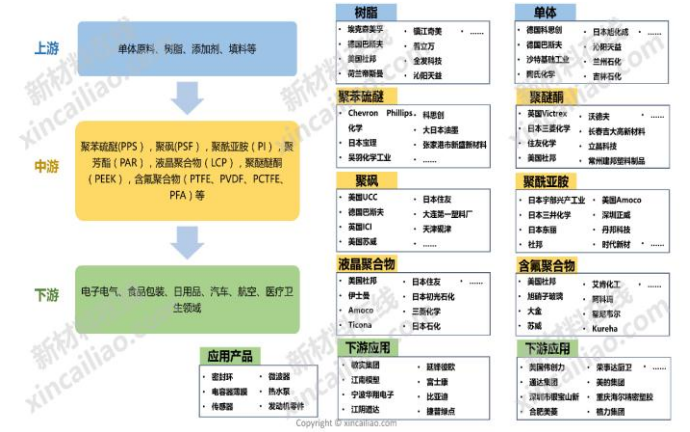
在塑料领域，通用塑料→工程塑料→特种工程塑料的性能要求是依次抬升的，对应的制造难度同样依次增大，新和成所进入的新材料业务涉及的 PPS 和 PPA 都属于特种工程塑料行业。

图表 30　主要塑料种类的分类和性能示意图



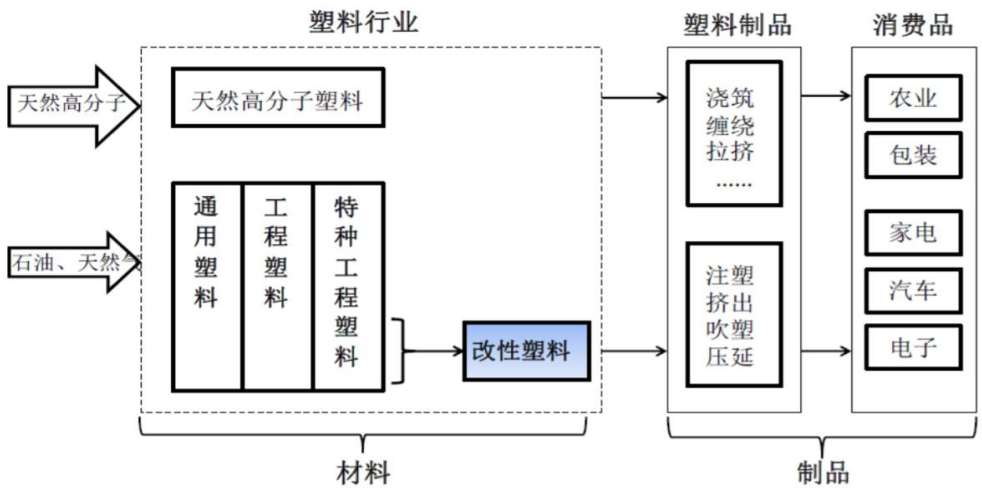
资料来源：张宏等《聚苯硫醚产业化发展分析》

图表 31　主要特种工程材料



资料来源：新材料在线

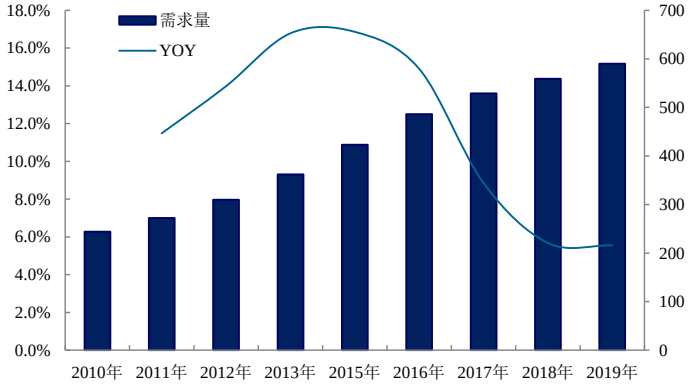
图表 32　塑料产业链



资料来源：银禧科技公司公告

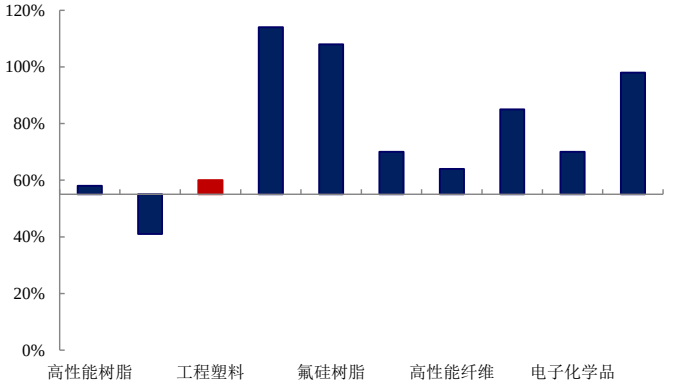
据协会统计数据显示，我国的工程塑料截至 2019 年表观消费量为 554 万吨，自给率仅为 60%，在新材料领域明显处于偏低水平，即使在高性能树脂序列中，也仅高于高端聚烯烃。与工程塑料相比，特种工程塑料仍处于发展初期，目前形成了以 PPS、PA 为主要产品的格局，2019 年特种工程塑料产量约 6 万吨，自给率不足 50%，明显低于工程塑料的自给率水平。与此同时，我国的特种工程塑料在工程塑料中的渗透率仅为发达国家的 1/5，也有较高的提升空间。

图表 33　我国工程塑料需求及增速



资料来源：中国塑料工业协会、华创证券

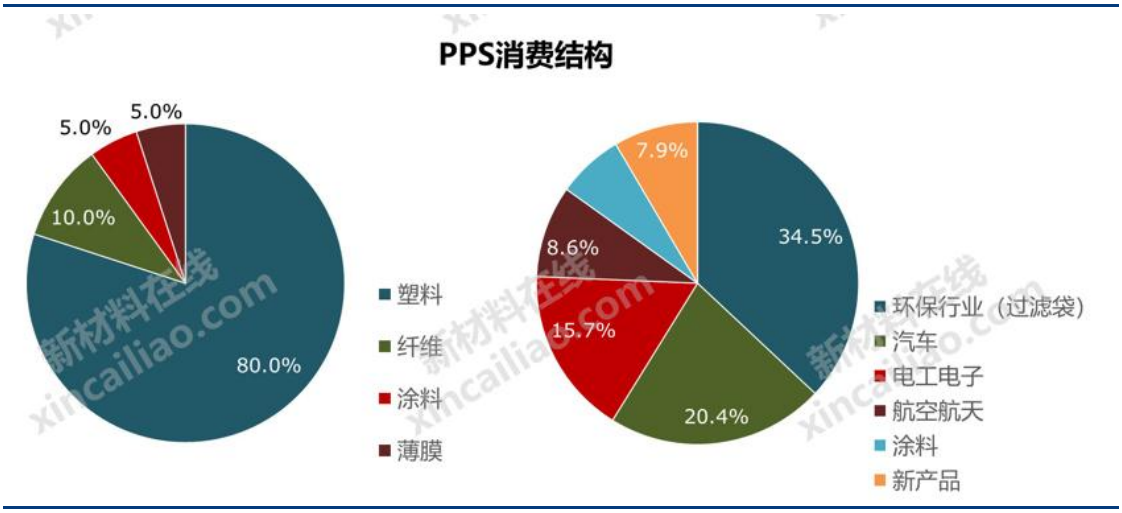
图表 34　主要新材料自给率



资料来源：石油和化工规划院、华创证券

PPS 合成工艺以硫化钠法为主，其他还有硫磺溶液法等约 5 种其他工艺。目前全球产能约 15 万吨，中国 5.3 万吨产能，约占全球 30%，为日本之后的第二大 PPS 生产过国。目前该行业的主导企业为日本东丽，其产能为 2.8 万吨，占全球 19%。该材料下游以塑料为主，需求最大的行业为环保，产品形式主要是过滤袋。按照 GVR 的测算，PPS 市场预计在 2019-2025 年 PPS 复合年增长率将达到 8.8%，其中汽车轻量化是主要驱动力。

图表 35　PPS 下游的需求结构



资料来源：新材料在线

三、公司：向内强化营养品地位，向外积极打造新增长极

（一）营养品位扩产强化领导地位，基本盘愈发稳固

在营养品板块，公司目前正在大力扩产主要的是蛋氨酸，截至 2020 年 10 月份，公司蛋氨酸产能已经从原来的 5 万吨增长为 15 万吨。扩产完成后，公司营养品板块 VE/VA/VD/VH/虾青素/蛋氨酸六类主力产品种，VA 产能全球第一、VE 全球第二，蛋氨酸全球第五，规模优势日渐突出。

图表 36　公司营养品板块主要产品产能和竞争格局

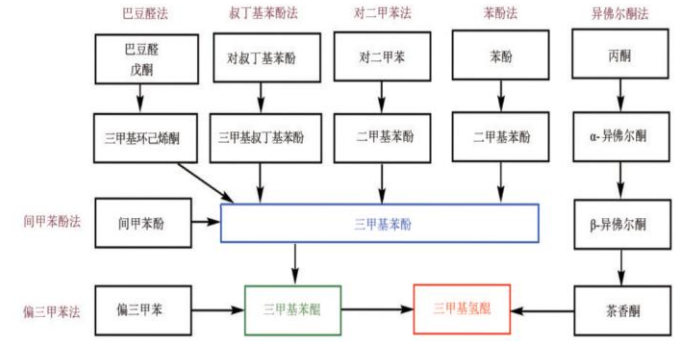
产品	产能（吨）	生产基地	主要竞争对手	市场地位
维生素 E（50%）	40000	上虞置换到潍坊	帝斯曼、能特科技、巴斯夫、 浙江医药	全球第二
维生素 A	8000	浙江上虞	帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、安迪苏	全球第一
维生素 D	2000	浙江新昌	花园高科、帝斯曼、金达威、海盛化工	
维生素 H（2%）	6000	浙江新昌	圣达生物	
虾青素	500	浙江上虞	日本 KI Chemical、威海利达	
蛋氨酸	5W	山东潍坊	赢创、安迪苏、诺伟斯、住友	全球第五

资料来源：公司公告、华创证券整理

在技术层面，公司掌握了 VA 中间体柠檬醛和 VE 核心中间体异植物醇和三甲基氢醌的合成工艺。由于柠檬醛 79%的产能掌握在巴斯夫一家手中，但其工厂因为装置偏于老旧，运行一直不太顺畅，进而导致 VA 价格一直处于相对高位。

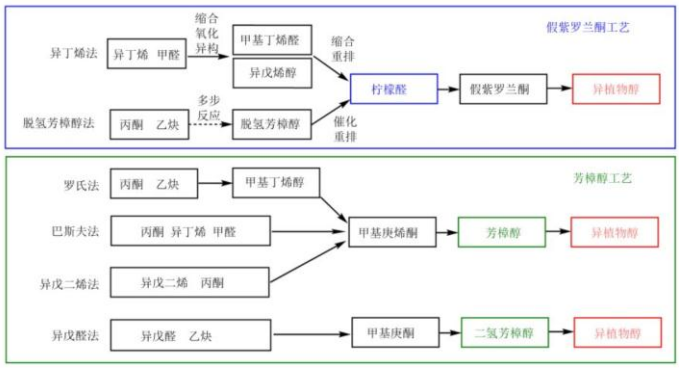
异植物醇和三甲基氢醌相对柠檬醛的难度较小，异植物醇合成已经被新和成、浙江医药和能特科技等突破，三甲基氢醌也被新和成和能特科技所掌握，且新和成工艺绕开了间甲酚等为海外企业所控制的核心原来，能特科技更是直接实现了廉价原料对二甲苯的工艺，使得技术扩散和产能过剩成为燎原之势。但由于帝斯曼联合能特科技成立合资公司益曼特，并由帝斯曼控股，使得 VE 产能扩张的节奏交由龙头企业主导，由于帝斯曼原有产线短时间关闭或者完成升级可能性较低，供需秩序增强的结果大概率对应价格中枢抬升。

图表 37　三甲基氢醌的主要合成工艺



资料来源：马田《维生素 E 的“前世”和“今生”》

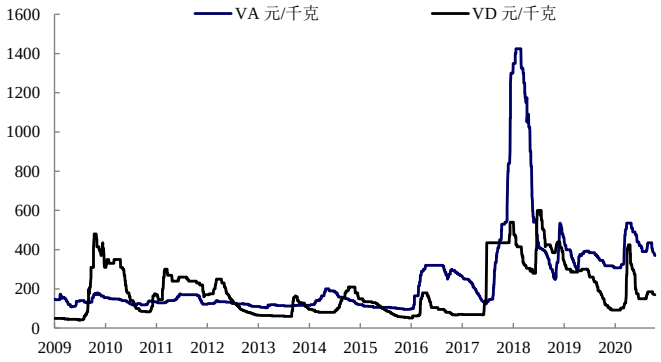
图表 38　异植物醇的主要合成工艺



资料来源：马田《维生素 E 的“前世”和“今生”》

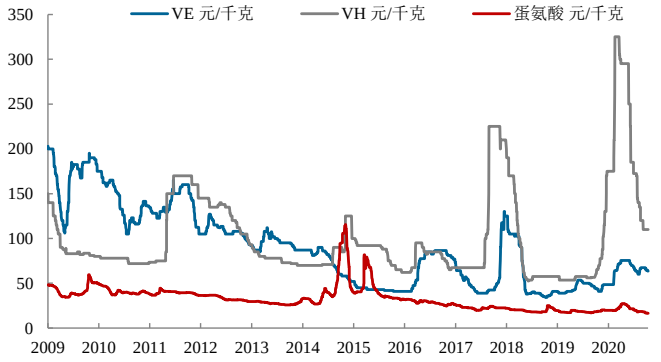
在蛋氨酸方面，公司虽然已经完成了合成技术的突破，但在产能过剩和低产品价格下盈利较薄，需待到行业整合启动才会为公司带来超额收益，眼下经营的重点仍然是市场份额与不断降低生产成本。

图表 39　VA 和 VD3 市场价走势



资料来源：wind、华创证券

图表 40　VE、VH 和蛋氨酸市场价走势

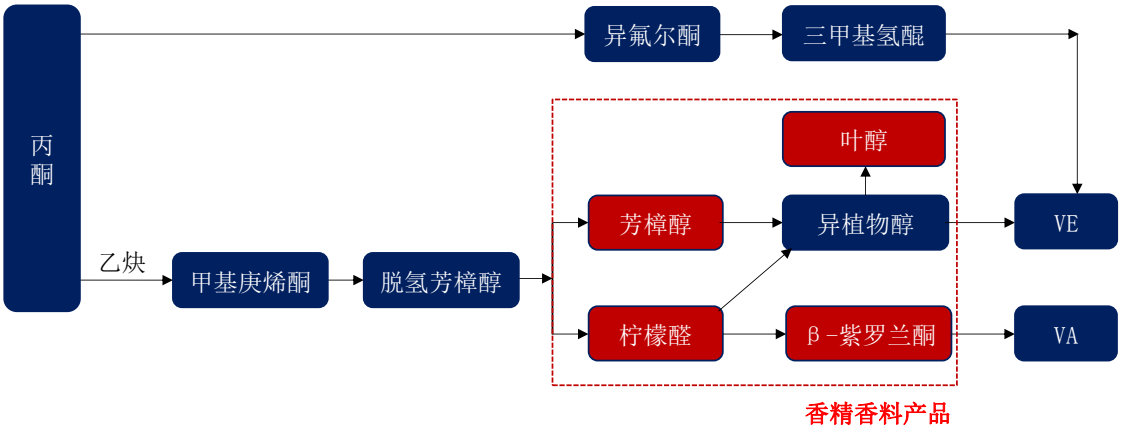


资料来源：wind、华创证券

（二）扩大香精香料规模强化产品协同，继续内生增长

香精香料板块大多属于营养品板块维生素生产的中间产物或者可以协同生产的合成物，其存在一方面可以为公司获取营收，也可以为公司在不同的维生素价格下对各产品产量进行调配。公司在大宗香精香料类中拥有芳樟醇产能 10000 吨、叶醇 600 吨、二氢茉莉酮酸甲酯（MDJ）3000 吨，在建桃醛 2000 吨，麦芽酚 9000 吨，并对柠檬醛启动了 15000 吨的技改扩建，进行全面布局做大做强香料香精的战略意图已经十分明显。

图表 41　丙酮为核心原料，维生素生产中存在多种可用作香精香料的中间体



资料来源：公司公告、华创证券

随着在建香料香精项目的落地，我们预计公司香料香精产品的产能将从当前的 1.45 万吨（不含柠檬醛）增加 6 万吨，到 2023 年公司香精香料产能规模将增长 400%以上。背后依托的是亚洲香精香料市场需求的快速增长，属于在高速跑道上的角力。

图表 42　山东新和成药业在建的香精香料项目明细

在建项目	产品	产能，吨
年产 9000 吨麦芽酚、 8000 吨桂醛项目	甲基麦芽酚	3000
	桂醇	8000

	女贞醇	1600
	苯乐戊醇	1000
	乙酸乙酯	100
	乙基麦芽酚	6000
4 万吨香精香料系列产品项目	香茅腈	2000
	β-苯乙醇	10000
	桃醛	2000
	柠檬腈	1000
	L-薄荷醇	10000
	乙酸异戊酯	5000
	香茅醛	2000
	吐纳麝香	5000
	3-氨甲基四氢呋喃	3000

资料来源：公司环评报告、华创证券

（三）积极进入新赛道，高强度资本开支支撑 3-5 年高速增长

公司的现状中以 VA+VE 为基本盘，积极利用中间产物或者协同生产的合成物做大香精香料，并积极开拓新战线。目前公司已经选定的主要有特种工程塑料+甜味剂（三氯蔗糖）+生物发酵三条新赛道，其中特种工程塑料目前是 1.5 万吨 PPS+0.1 万吨 PPA 的产能配置，在建的有 1.5 万吨 PPS+0.9 万吨 PPA，在甜味剂领域主要是精化科技执行的“1.1 万吨吨营养品和 9000 吨精细化学品”，在生物发酵领域主要是黑龙江新和成生物科技执行的“生物发酵项目”。三个新方向项目（不含黑龙江项目二期）合计资本开支 97 亿元，按照公司过去 5 年平均 ROA 10%计算，可为公司贡献 10 亿元净利润，为公司的成长贡献新增长极。

图表 43　公司进入新赛道主要的在建工程

项目	执行主体	产品	产能，吨	备注
山东· 1.1 万吨吨营养品和 9000 吨精细化学品	山东精化科技	三氯蔗糖	2000+4000	项目投资 47 亿元
		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	
黑龙江·生物发酵项目	黑龙江新和成生物科技	玉米	25W+25W	玉米是原料，淀粉乳为中间产物，一期投资 36 亿元，建设周期 2 年
		淀粉乳（37%）	40W+40W	
		葡萄糖（100%）	15.5W+15.5W	
		叶红素(辅酶 Q10)	500+0	
		山梨醇（VC 中间体，70%）	6W+6W	
		己糖酸(VC 系列产品)	3W+3W	
		核黄素(VB2)	0+0.3W	
		钴胺素（1%,VB12）	0+0.3W	
浙江·新材料项目	帝斯曼新和成工程塑料	复合 PPS	20000	已投产 6000 吨聚合 PPS 和 1.5 万吨纤维级 PPS，
	浙江新和成特种材料	纤维级 PPS	30000	

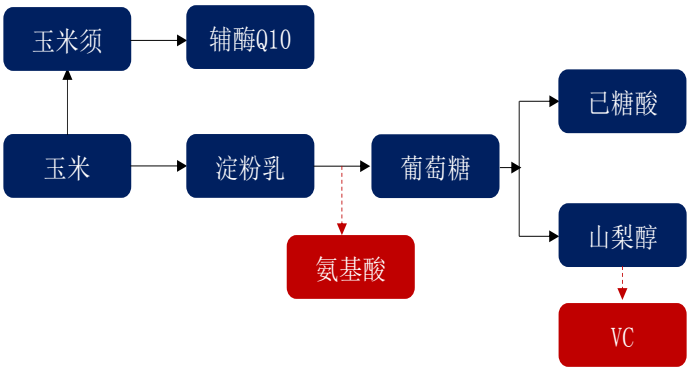
				项目总投资 14 亿元，其中一期、二期已经竣工，完成投资 7 亿元
		PPA	10000	已投产 1000 吨，项目总投资 3 亿元

资料来源：公司环评报告、华创证券

落实到具体项目上，由于新材料目前体量相对较小，短期净利润贡献尚不显著。从资本开支的角度考虑公司的发展，眼下的关键项目首先蛋氨酸二期 10 万吨和三期的 15 万吨产能投放，但由于蛋氨酸产品在产能过剩的环境中遭遇低价格，整体回报较为一般。这就使得黑龙江生物发酵项目一期（产品选择具有较大的可延展性）和山东三氯蔗糖项目一期 2000 吨的投放时间节点和盈利能力成为近两年的关键变量。

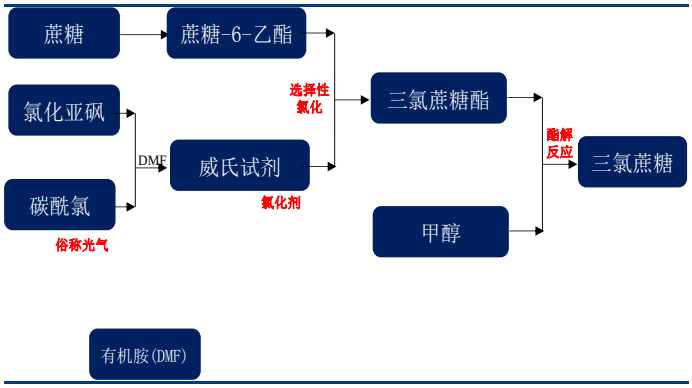
按照公司在公告中的预期，黑龙江生物发酵项目一期项目内部收益率（税后）约为 14%，按照 36 亿概算净利约为 5 亿元，按照公司 20 亿营收的预期，该项目净利率为 25%。

图表 44　生物发酵项目技术路线和产品选择



资料来源：公司公告、华创证券

图表 45　三氯蔗糖项目技术路线和产品选择



资料来源：公司公告、华创证券

四、盈利预测与估值

对于公司收入影响较大的变量主要两类，一类是现有产品价格，其中最为关键的是 VA/VE 和蛋氨酸的价格，另一类是新项目投产的时点，当下核心的项目在于黑龙江生物发酵项目一期、三氯蔗糖项目和蛋氨酸二期 10 万吨产能建设项目，其中蛋氨酸已经于 10 月 15 日公告正式投产。在成本端，公司大多产品的原料有丙酮，且整体以石化原料为主，可以参考原油价格或者丙酮价格进行调整。

按照我们的测算，若暂时不将三氯蔗糖项目和生物发酵项目算入营养品类别内，公司主要营养品中蛋氨酸会是主要增量，增长逻辑主要依靠量的增长；VA 因为技术壁垒和巴斯夫柠檬醛装置的稳定性较差依然会维持高位，VE 受益于帝斯曼整合能特科技，预计中枢能缓慢回升，其余如生物素预计有所回落，VD3 价格依然与 VA 保持高粘性。若考虑利润弹性测算，VA 每上涨 10 元/kg，对应净利润增长 0.5 亿元（10000*6400 吨*85%）；VE 每上涨 10 元/kg，对应净利润增长 3 亿元（10000*40000 吨*85%），蛋氨酸每上涨 1 元/kg，对应净利润增长 1 亿元（15 万吨*1000*85%）。

图表 46　营养品板块主要产品利润测算表

营养品	2019 年						2020 年					
	VA	VE	VH	VD3	蛋氨酸	合计	VA	VE	VH	VD3	蛋氨酸	合计
	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	-	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	-
产能	8000	40000	6000	2000	50000	106000	8000	40000	6000	2000	150000	206000
产销量	6400	34000	3600	1800	50000	95800	6400	40000	3600	1800	75000	126800

价格	359	45	66	232	18	50	450	75	191	189	21	59
毛利率	72%	12%	32%	78%	19%	45%	78%	47%	76%	74%	29%	57%
营收	2033	1365	212	370	817	4797	2549	2655	608	302	1399	7513
毛利	1467	161	68	291	153	2140	1982	1239	465	222	403	4312
净利	1081	(98)	28	220	(2)	1229	1498	735	349	165	137	2884
营养品	2021 年						2022 年					
	VA	VE	VH	VD3	蛋氨酸	合计	VA	VE	VH	VD3	蛋氨酸	合计
	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	-	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	元/千克	-
产能	8000	40000	6000	2000	150000	206000	8000	40000	6000	2000	300000	356000
产销量	6400	40000	3600	1800	150000	201800	6400	40000	3600	1800	300000	351800
价格	400	75	100	200	20	41	400	80	100	200	20	31
毛利率	75%	47%	55%	75%	25%	49%	75%	50%	55%	75%	25%	44%
营收	2265	2655	319	319	2655	8212	2265	2832	319	319	5310	11044
毛利	1699	1239	175	239	664	4016	1699	1416	175	239	1327	4857
净利	1269	735	115	178	159	2456	1269	878	115	178	319	2758

资料来源：wind、华创证券测算

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润依次为 39 亿元、46 亿元和 51 亿元，对应 EPS 依次为 1.81、2.16 和 2.37 元/股，考虑到公司相对普通周期股存在显著的估值优势，按照 2021 年业绩给予 20 倍 PE，给予 43.20 元/股的目标价。首次覆盖，“强推”评级。

图表 47　公司历史 PE 走势

资料来源：wind、华创证券

五、风险提示

产能投放不及预期，VA/VE/蛋氨酸价格走弱。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,422	2,801	2,917	4,195
应收票据	292	480	633	790
应收账款	1,561	2,565	3,386	4,224
预付账款	53	78	110	148
存货	2,033	3,000	4,254	5,722
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	5,210	7,657	9,661	11,707
流动资产合计	12,571	16,581	20,961	26,786
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	281	281	281	281
固定资产	7,769	9,341	10,786	11,114
在建工程	6,104	6,104	6,104	6,104
无形资产	1,314	1,183	1,065	958
其他非流动资产	463	462	460	461
非流动资产合计	15,931	17,371	18,696	18,918
资产合计	**28,502**	**33,952**	**39,657**	**45,704**
短期借款	3,235	3,535	3,835	4,135
应付票据	706	1,033	1,466	1,971
应付账款	1,649	2,414	3,423	4,604
预收款项	34	55	73	91
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	38	38	38	38
一年内到期的非流动负债	654	654	654	654
其他流动负债	459	719	928	1,159
流动负债合计	6,775	8,448	10,417	12,652
长期借款	3,898	4,898	5,898	6,898
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	929	929	929	929
非流动负债合计	4,827	5,827	6,827	7,827
负债合计	**11,602**	**14,275**	**17,244**	**20,479**
归属母公司所有者权益	16,848	19,610	22,329	25,123
少数股东权益	52	67	84	102
所有者权益合计	**16,900**	**19,677**	**22,413**	**25,225**
负债和股东权益	**28,502**	**33,952**	**39,657**	**45,704**

现金流量表

单位：百万元

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,102**	**1,377**	**3,044**	**3,644**
现金收益	2,895	5,072	6,024	6,662
存货影响	-587	-967	-1,255	-1,468
经营性应收影响	246	-1,199	-989	-1,016
经营性应付影响	928	1,113	1,459	1,705
其他影响	-1,380	-2,642	-2,195	-2,239
投资活动现金流	**-4,363**	**-2,200**	**-2,200**	**-1,200**
资本支出	-5,636	-2,201	-2,201	-1,201
股权投资	-41	0	0	0
其他长期资产变化	1,314	1	1	1
融资活动现金流	**3,058**	**202**	**-728**	**-1,166**
借款增加	4,866	1,300	1,300	1,300
股利及利息支付	-1,728	-2,364	-2,815	-3,112
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-80	1,266	787	646

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7,621**	**12,521**	**16,526**	**20,619**
营业成本	4,018	5,880	8,338	11,215
税金及附加	97	159	210	262
销售费用	232	381	503	628
管理费用	375	616	781	974
研发费用	434	713	941	1,175
财务费用	159	418	492	572
信用减值损失	-20	-10	-15	-13
资产减值损失	-17	-17	-17	-17
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
投资收益	177	177	177	177
其他收益	91	91	91	91
营业利润	**2,567**	**4,593**	**5,496**	**6,031**
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	**2,569**	**4,595**	**5,498**	**6,033**
所得税	392	701	840	921
净利润	**2,177**	**3,894**	**4,658**	**5,112**
少数股东损益	8	14	17	19
归属母公司净利润	**2,169**	**3,880**	**4,641**	**5,093**
NOPLAT	2,311	4,248	5,075	5,596
EPS(摊薄)（元）	1.01	1.81	2.16	2.37

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-12.2%	64.3%	32.0%	24.8%
EBIT 增长率	-25.5%	83.8%	19.5%	10.3%
归母净利润增长率	-29.6%	78.9%	19.6%	9.7%
获利能力				
毛利率	47.3%	53.0%	49.5%	45.6%
净利率	28.6%	31.1%	28.2%	24.8%
ROE	12.8%	19.7%	20.7%	20.2%
ROIC	11.4%	17.7%	18.4%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	40.7%	42.0%	43.5%
债务权益比	71.7%	74.7%	70.2%	67.5%
流动比率	52.4%	79.5%	106.2%	128.8%
速动比率	33.3%	55.6%	82.0%	105.0%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.8
应收账款周转天数	18	20	22	23
应付账款周转天数	43	47	56	58
存货周转天数	60	50	60	62
每股指标(元)				
每股收益	3.23	2.27	3.87	4.34
每股经营现金流	8.26	4.96	6.04	6.71
每股净资产	13.49	14.48	17.44	20.23
估值比率				
P/E	22.1	31.4	18.4	16.4
P/B	5.3	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	15.2	18.0	12.6	11.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

煤炭石化团队介绍

组长、高级分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：冯昱祺

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500