

强烈推荐-A (维持)

新化股份 603867.SH

目标估值: 36.0-37.8 元

当前股价: 26.18 元

2020 年 08 月 12 日

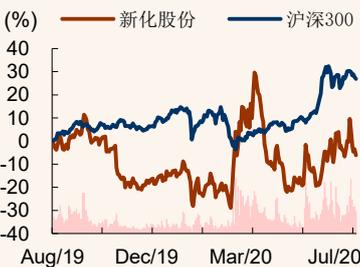
江苏新化获复产批复, 多个高端项目推动长期成长

基础数据

上证综指	3319
总股本(万股)	14000
已上市流通股(万股)	8470
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	9.7
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	33.7%
主要股东	建德市国有资产经营
主要股东持股比例	17.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	15	-6
相对表现	3	-3	-34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《新化股份(603867)——江苏新化收到复产通知, 经营稳健长期成长性显著》2020-08-05

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

段一帆

0755-83081536
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

公司受 19 年响水“3.21 爆炸”影响, 子公司江苏新化、馨瑞香料被迫停产, 19 年业绩受到大幅影响, 20 年 4 月 17 日, 馨瑞香料逐步恢复生产, 20 年 8 月 4 日, 江苏新化得到了政府允许复产的批复, 公司的生产运营将全部恢复正常。馨瑞香料二期的 1.2 万吨香料产能在今年二季度投放; 募投产能中的电子级双氧水(一期 1 万吨)和 2000 吨新型无卤有机磷系阻燃剂项目于 2020 年下半年试生产; 此外, 公司还在精心谋划开辟宁夏基地, 随着多个高附加值新项目的投放, 公司未来业绩将步入新的台阶。公司为员工集体所有制企业, 经营稳健, 当前资产负债率 33.7%, 经营现金流与净利润比值长期大于 1, 过去六年均值达到 1.85, 财务数据出色, 经营风险很小。预计公司 2020-2022 年实现收入 23.39 亿、27.11 亿和 28.20 亿, 归母净利润分别为 1.70 亿、2.52 亿和 3.26 亿, PE 分别为 21.5 倍、14.5 倍和 11.2 倍, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 江苏新化取得复产通知, 公司原有业务业绩将恢复至正常水平。公司业绩主要来自脂肪胺(异丙胺和乙基胺)、有机溶剂(异丙醇)、香料香精, 脂肪胺下游面向农药和医药, 经营较为稳定, 部分异丙醇产能和香料香精因为地处盐城, 受 19 年响水爆炸影响而被迫停产。20 年 4 月 17 日, 馨瑞香料恢复生产, 20 年 8 月 4 日, 江苏新化得到了复产批复, 其异丙醇产能很快将恢复生产。异丙醇用途广泛, 比较有亮点的是作为消毒剂和半导体清洗剂, 海外疫情的爆发带来异丙醇需求大幅增加, 电子清洗领域的新增需求将带动国内需求的较快增长, 异丙醇全球产能超过 300 万吨, 江苏新化 5 万吨异丙醇的复产对供给端影响不大。
- 多个高端项目投产, 香料香精、无卤有机磷阻燃剂、湿电子化学品共同推动公司长期成长。公司与全球香料香精龙头企业奇华顿合资设立馨瑞香料, 一期产能 4000 吨, 二期产能 1.2 万吨, 二期产能上半年随着馨瑞香料的复产一并投入使用。募投项目中, 规划了 2000 吨新型无卤有机阻燃剂、2 万吨电子级双氧水与 8000 吨电子氨水, 2000 吨阻燃剂已经投入试生产, 电子级双氧水(一期)8000 吨也在准备试生产, 选择磷系阻燃剂和湿电子化学品, 都是

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2232	1718	2339	2711	2820
同比增长	10%	-23%	36%	16%	4%
营业利润(百万元)	220	142	198	310	400
同比增长	58%	-35%	39%	56%	29%
净利润(百万元)	175	123	170	252	326
同比增长	47%	-29%	38%	48%	29%
每股收益(元)	1.66	0.88	1.22	1.80	2.33
PE	15.7	29.7	21.5	14.5	11.2
PB	3.5	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

在原有产业链上的延伸。另外，募投项目中的 4 万吨/年合成氨新型煤气化项目将有助于公司降低生产成本，子公司新化综服的 5.81 万吨/年废酸、1.16 万吨/年废碱、1 万吨/年废有机溶剂资源化综合利用迁建项目将提升公司废酸废碱处理能力，也将提升公司盈利水平。此外，公司还在宁夏精心筹划新的生产基地，用来投放更多的新产品。长期看，当前处于公司长期初期，多个高端项目的投放将推动公司不断成长。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司经营稳健，长期有较好成长性，预计公司 2020-2022 年实现收入 23.39 亿、27.11 亿和 28.20 亿，归母净利润分别为 1.70 亿、2.52 亿和 3.26 亿，PE 分别为 21.5 倍、14.5 倍和 11.2 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示：原材料价格波动及市场风险、环保政策及安全风险、新项目投建低于预期的风险。**

我们的观点：

1、成长性是新化股份的主旋律，公司当前位于成长初期。

受盐城基地停产影响，公司净利润从 2018 年的 1.75 亿下降至 2019 年的 1.24 亿，随着 20 年 8 月份生产全部恢复正常，盈利也将回升至正常水平。公司在投的香料香精、无卤有机磷系阻燃剂、湿电子化学品，都是附加值很高的产品，不仅能提升公司盈利水平，还能提升公司盈利质量。公司正在积极规划宁夏基地，说明高端产品的投建，不仅只是当前规划的产能体量。长期看，公司目前正处于成长初期，估值也不高。

2、异丙醇有周期性，但异丙醇在公司整体毛利中占比较少，公司以成长性为主。

公司大部分产品盈利较为稳定，只有异丙醇价格有明显的周期性，过去 6 年异丙醇毛利在公司整体毛利中的平均占比为 17%，占比较少，而且随着新产品的投放，异丙醇盈利占比会进一步降低，所以公司以成长性为主。当前异丙醇毛利位于历史的中低位，异丙醇需求又有增长，单吨盈利下行空间不大。

3、公司经营稳健，风险很低。

公司为员工集体所有制企业，经营非常稳健，过去六年经营性流量净额与归母净利润的平均比值为 1.85，而且每一年都大于 1，在化工企业中非常突出，这得益于公司稳健的经营风格、较强的存货和应收账款管理能力。从财务指标和公司运营来看，公司经营出现风险的概率很低。

感谢实习生张歆钰（上海交通大学）、姚俊（香港中文大学）、罗书琴（厦门大学）、刘沛（西南财经大学）给本文做出的贡献。

正文目录

一、新化股份：国内优质脂肪胺、有机溶剂及香料香精生产商	7
1、公司业务介绍和股权结构	7
2、公司主要产品介绍	7
二、脂肪胺：产品国内领先，率先替代进口	9
1、脂肪胺主要应用于农药和医药，经营较稳定	9
2、立足科研经验，规模效应突显	10
三、有机溶剂：国内异丙醇唯一实现丙酮法和丙烯法规模化生产的企业	12
1、电子清洗剂和消毒剂为异丙醇需求亮点	12
2、异丙醇同时具备丙酮法和丙烯法工艺，行业竞争力强	15
四、香料香精：与全球龙头奇华顿合作，馨瑞香料复产产能大幅提升	18
1、与全球最大香料香精企业奇华顿合作，香料香精业务保障性强	18
2、子公司馨瑞香料复产，香料香精业务产销能力将上升	19
3、国际香料香精呈垄断格局，中国增速较快	21
4、香料香精产业链上游供给充足，下游需求稳定	24
五、公司未来展望	26
1、募投项目规划	26
2、公司阻燃剂符合行业发展趋势，成长性较好	27
3、利用原料优势往下游拓展湿电子化学品	29
六、财务分析	32
1、成长能力分析	32
2、收益质量分析	33
3、资本结构和偿债能力分析	34
4、营运能力分析	35
5、现金流量分析	36
七、盈利预测与投资评级	37
八、风险提示	38

图表目录

图 1：新化股份主要股权结构	7
图 2：低碳脂肪胺的下游应用情况	9

图 3: 全球各地区脂肪胺需求占比	9
图 4: 2015-2019 公司脂肪胺销售收入及销量	10
图 5: 2000-2019 我国异丙胺出口金额与数量	11
图 6: 草甘膦生产工艺流程	12
图 7: 异丙醇行业产业链	13
图 8: 异丙醇下游应用领域分布	13
图 9: 2010-2019 年中国电子元器件产量及增速	14
图 10: 2015-2020 年中国集成电路市场规模及增速	14
图 11: 2015-2020 年中国集成电路产业规模及增速	14
图 12: 2015-2019 年中国异丙醇进出口数量	15
图 13: 2015-2019 年中国异丙醇进出口金额	15
图 14: 2019 年中国异丙醇生产工艺占比图	15
图 15: 2015-2020 年丙酮和丙烯价格走势(元/吨)	16
图 16: 丙酮法和丙烯法异丙醇毛利走势(元/吨)	16
图 17: 2015-2019 年公司有机溶剂销量及销售收入	18
图 18: 全球香料香精市场规模(单位: 亿美元)	21
图 19: 全球香料香精市场规模预测(单位: 亿美元)	21
图 20: 全球香料香精市场构成	22
图 21: 食用香料香精构成	22
图 22: 全球香料香精前十大公司市场占有率	23
图 23: 全球香料香精前十大公司份额	23
图 24: 我国香料香精整体销售情况(单位: 亿元)	23
图 25: 我国香料香精整体消费情况(单位: 百万美元)	23
图 26: 香料香精产业链	24
图 27: 我国香料香精需求领域分布格局	26
图 28: 我国食品饮料行业情况	26
表 19: 募集资金投资项目(万元)	26
表 20: 募集资金投资项目与主营业务的关系	27
图 29: 阻燃剂各应用领域市场需求占比	27
图 30: 世界阻燃剂消费量分布	27
图 31: 全球阻燃剂消费量	28

图 32: 全球有机磷系阻燃剂消费量及占比	28
图 33: 2015-2025 年中国阻燃剂市场需求及预测	28
图 34: 湿电子化学品产业链	29
表 21: 通用湿电子化学品主要品种	30
表 22: 湿电子化学品分类及其占总需求的比例	30
图 35: 2009-2020 年中国湿电子化学品市场规模及增速	30
图 36: 2014-2018 年我国湿电子化学品生产量	31
图 37: 2016-2020 年我国湿电子化学品需求量	31
图 38: 世界湿电子化学品市场格局	31
图 39: 中国通用湿电子化学品市场供应格局	31
图 40: 营业收入 (单位: 万元) 及增速	32
图 41: 归母净利润 (单位: 万元) 及增速	32
图 42: 产品营收结构 (单位: 万元)	32
图 43: 销售毛利率走势 (单位: %)	33
图 44: 销售净利率走势 (单位: %)	33
图 45: 加权净资产收益率走势 (单位: %)	33
图 46: 总资产收益率 (ROA) 走势 (单位: %)	33
图 48: 公司资产负债率走势 (单位: %)	34
图 49: 公司流动比率和速动比率走势 (单位: %)	34
图 50: 公司存货周转天数及周转率	35
图 51: 公司应收账款周转天数及周转率	35
图 52: 经营活动产生现金流量净额 (单位: 万元)	36
图 53: 经营性现金流净额/归母净利润	36
表 26: 公司各项目收入成本情况	37
图 54: 新化股份历史 PE Band	39
图 55: 新化股份历史 PB Band	39
表 1: 公司主要产品介绍	8
表 2: 脂肪胺国内同业企业产能 (脂肪胺仅指公司主营的异丙胺和乙基胺)	9
表 3: 公司在研脂肪胺项目情况	10
表 4: 国内异丙醇产能前五公司 (万吨/年)	17

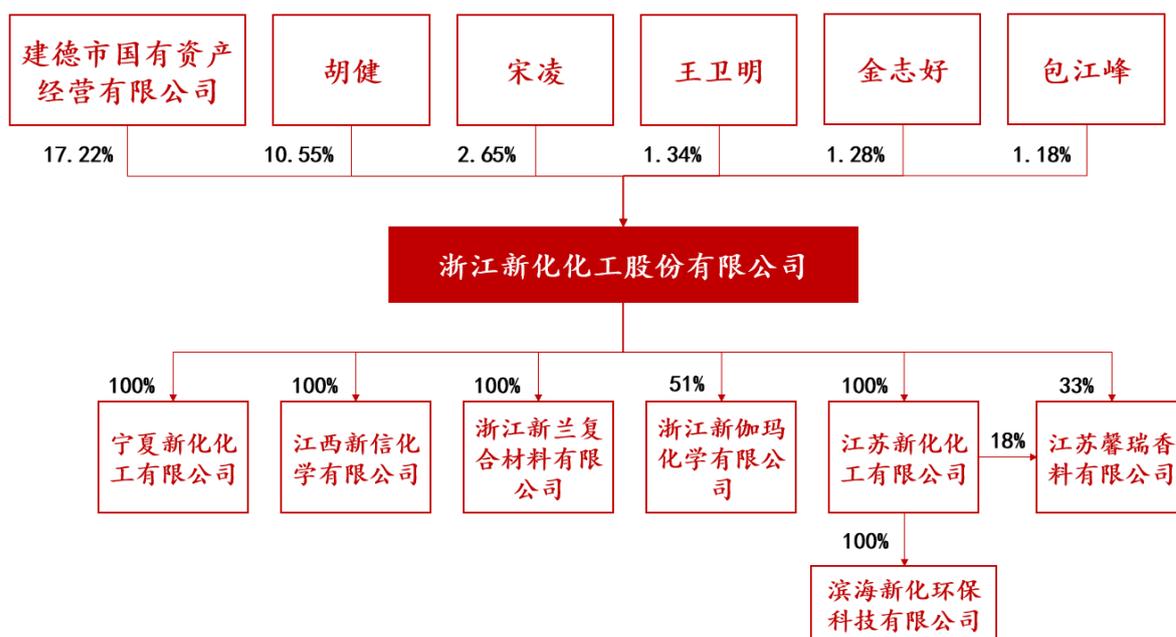
表 5: 公司生产线详情(万吨/年).....	17
表 6: 异丙醇产能和产销情况(吨).....	17
表 7、公司向 GIVAUDAN LTD 销售香料产品的情况.....	18
表 8、公司独家供应奇华顿的产品收入、毛利及占比情况	19
表 9、馨瑞香料向合作双方支付的技术使用费情况	19
表 10、公司的主要香料香精产品和用途.....	19
表 11、公司主要香料香精产品的销售数量及单价	20
表 12、公司香料香精产品收入、销量和价格情况	21
表 13、全球香料香精消费市场分布 (百万美元)	22
表 14、部分国内香料香精行业公司	23
表 15、国际企业在华发展情况	24
表 16、公司香料香精主要产品单价及单位成本变动情况	25
表 17、公司香料香精主营业务成本构成.....	25
表 18、公司香料香精各期前五大客户收入及占比变动情况	25
表 23: 主要资产构成和主要负债构成	34
表 24: 营运能力主要数据.....	35
表 25: 从净利润到经营活动产生的现金流量净额主要科目	36
附: 财务预测表	40

一、新化股份：国内优质脂肪胺、有机溶剂及香料香精生产商

1、公司业务介绍和股权结构

新化股份的主营业务包括脂肪胺、有机溶剂、香料香精等，是一家成立于 1967 年的国家高新技术企业，2019 年公司在上交所主板挂牌上市。公司坚持科技为本，创新发展的经营战略，以打造健康、安全、绿色、环保的新型现代化工企业为目标，已形成多元化、规模化、科技含量较高、工艺技术较为先进的脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料香精系列产品。公司建有浙江省博士后科研工作站、新化高级胺省级高新技术研究开发中心、浙江省企业技术中心和省级新材料企业研究院，先后获得了浙江省标准创新型企业、浙江省质量管理体系认证示范企业、中国质量诚信企业、全国石化行业先进集体、中国石油和化工企业 500 强、制造业单项冠军产品(工业用一异丙胺)等荣誉或称号。

图 1：新化股份主要股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

公司第一大股东建德市国资公司持股比例为 17.22%；第二大股东胡健持股比例为 10.55%；其他股东持股比例均在 5%以下。公司不存在单一股东持股比例超过 30%的情况，不存在单一股东单独控制董事会的情形，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，股权比较分散，公司不存在控股股东、实际控制人。

2、公司主要产品介绍

公司主营业务包括脂肪胺、有机溶剂、香料香精及双氧水，2019 年上述业务占公司主营业务收入比例分别为：46.24%、31.20%、13.28%、9.27%。公司是国内早期进军脂肪胺领域的公司，并率先代替了进口产品，其脂肪胺系列产品为异丙胺和乙基胺系列。

公司在有机溶剂领域目前是国内唯一实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家，生产线分别为：丙酮法生产工艺（新化股份母公司，浙江基地）和丙烯法生产工艺（子公司江苏新化，江苏基地）。此外，公司与全球最大的香料香精企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立香料生产企业馨瑞香料，其产能设计规划为 16,000 吨香料产品。公司的主要产品及用途如下表。

表 1: 公司主要产品介绍

产品系列	产品名称	产品介绍	用途
脂肪胺	异丙胺	无色有挥发性的液体；有氨气味；溶于水，呈强碱性；能与水、乙醇和乙醚混溶，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于农药、医药、染料和橡胶加工等
	一乙胺	水溶液、呈碱性，化学性质和甲胺相似，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于生产农药以及化妆品和医药品等的生产
	二乙胺	无色液体、强碱性、具腐蚀性、易挥发、易燃，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于生产医药、染料、橡胶硫化促进剂和杀菌剂、缓蚀剂、浮选剂等
	三乙胺	有强烈的氨臭的无色透明液体，在空气中微发烟，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用作溶剂、固化剂、催化剂、阻聚剂、防腐剂，及合成染料等
有机溶剂	异丙醇	正丙醇的同分异构体，别名二甲基甲醇、2-丙醇，行业中也称作 IPA	是重要的化工产品和原料。主要用于制药、化妆品、塑料、香料、涂料等
	异丙醚	又称二异丙醚	动物、植物及矿物性油脂的良好溶剂
香料香精	超级檀香 208/檀香 208	无色至淡黄色透明液体，有强烈的檀香木香气，并具有微弱的玫瑰花香，留香时间较天然檀香油短广泛用于各类香精中，如素心兰、檀香、琥珀香、木香	广泛用于各类香精中，如素心兰、檀香、琥珀香、木香等
	二氢月桂烯醇	无色微稠厚液体，香气清甜而有力，有新鲜辛辣的柑橘、松柏、薰衣草、果香、花香，辛甜带酸的香气，且具有白柠檬、古龙气息	用于白柠檬、柑橘型日用香精。用于制作香皂、洗涤剂；是重要的萜类香料
	二氢月桂烯醇	不溶于水，能溶于乙醇、氯仿和乙醚，几乎可以与所有的香料混合	香料中间体，可用于生产二氢月桂烯醇、香茅醇等多种产品
双氧水及其他	双氧水	无色透明液体，溶于水、醇、乙醚，不溶于苯、石油醚	化学工业用作生产过硼酸钠、过碳酸钠、过氧乙酸、亚氯酸钠、过氧化硫脲等的原料，酒石酸、维生素等的氧化剂；医药工业用作杀菌剂、消毒剂，以及生产福美双杀虫剂和 40I 抗菌剂的氧化剂；印染工业用作棉织物的漂白剂，还原染料染色后的发色；用于生产金属盐类或其他化合物时除去铁及其他重金属；也用于电镀液，可除去无机杂质，提高镀件质量；还用于羊毛、生丝、象牙、纸浆、脂肪等的漂白；高浓度的过氧化氢可用作火箭动力助燃剂
	三丁基磷	无色透明液体	主要用作医药合成催化剂、季磷盐离子液体配体、杀菌剂水处理剂合成主要原料，功能性电子化学品、阻燃剂合成原料
	GS-800 表面活性剂	白色蜡状固体，非危险化学品，属非离子表面活性剂	用于水性系统包括涂料、油墨、胶粘剂、颜料、分散染料、农药和矿石浮选等，功能为降低动态表面张力，改善表面覆盖润湿能力

资料来源：招股说明书、招商证券

二、脂肪胺：产品国内领先，率先替代进口

公司是国内较早进入脂肪胺领域的公司，产品率先替代进口，且装置规模与通用性、工艺技术、市场占有等在国内都具有较强市场竞争力，得到广大脂肪胺需求企业的充分认可。新化公司主要脂肪胺系列产品异丙胺和乙基胺的生产规模居国内前列，工艺技术水平 and 产品质量与国际接轨，在国内外均处于领先地位。

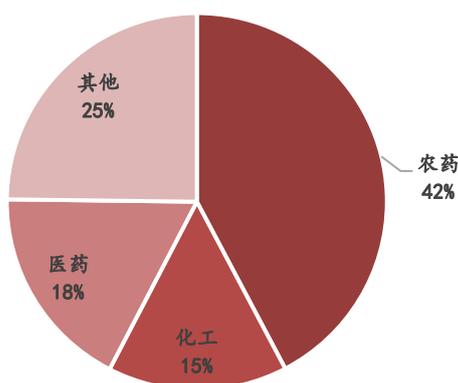
表 2: 脂肪胺国内同业企业产能 (脂肪胺仅指公司主营的异丙胺和乙基胺)

序号	公司名称	产能 (万吨)
1	新化股份	13.5
2	浙江建业化工股份跟有限公司	8.3
3	德州德田化工有限公司	6
4	山东昆达生物科技有限公司	6
5	安徽昊源化工集团有限公司	3

资料来源：公司公告、招商证券

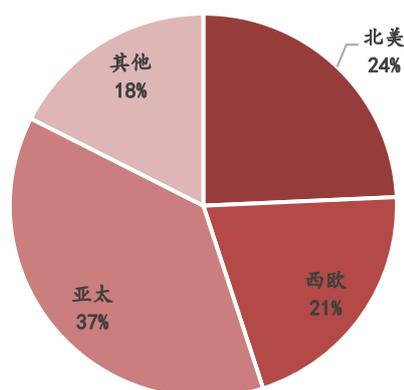
公司脂肪胺系列的主要产品为异丙胺和乙基胺系列。异丙胺和乙基胺等低碳脂肪胺产品在我国主要消费在农药和医药、食品添加剂、饲料添加剂、水处理化学品、表面活性剂、橡胶助剂等领域。2005 年，我国农药总产量 103.9 万吨，产量首次突破百万吨大关，超过美国成为世界第一的农药生产大国。根据 Freedonia 的调研，2017 年全球脂肪胺的需求量约为 700 万吨，其中北美地区为 170 万吨，西欧地区为 145 万吨，亚太地区为 262.5 万吨。

图 2: 低碳脂肪胺的下游应用情况



资料来源：招商证券

图 3: 全球各地区脂肪胺需求占比



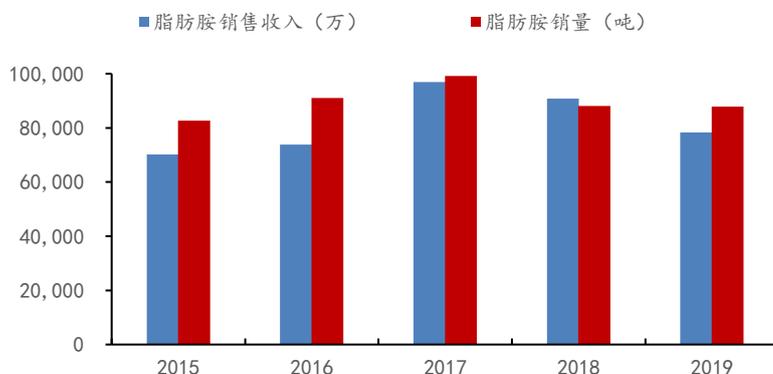
资料来源：Freedonia、招商证券

1、脂肪胺主要应用于农药和医药，经营较稳定

脂肪胺下游主要应用于农药生产，其次是医药领域。农药客户主要是跨国企业，如孟山都、纽发姆等，他们面向全球销售，采购一般不存在明显的季节性，国内外对农药的刚性需求是行业稳定的首要因素。此外，自 2005 年我国成为农药第一生产大国以来，我国农药生产与国际相比成本优势明显，生产规模逐年扩大，与之相应的脂肪类产品用量

也将大幅增加；在目前大力发展大健康产业的背景下，下游医药行业亦不存在明显的周期性，受我国医改加深、政府投入增长、社会老龄化水平加重以及居民收入水平提高等因素的影响，医药行业预期将持续增长。

图 4：2015-2019 公司脂肪胺销售收入及销量



资料来源：公司公告、招商证券

2015 年到 2017 年，公司脂肪胺销量、销售收入呈稳定增长趋势，销量复合增长率为 9.56%，销售收入复合增长率达 17.56%。2018 年，脂肪胺主要产品异丙胺销售数量较 2017 年下降 19.21%，主要是异丙胺总体毛利率（9.17%）较低，公司优先保障联产丙酮法异丙醇的生产，使用得异丙胺产销量下降。

公司异丙胺、乙基胺从生产规模、成本、市场占有率来说，都具有较强的竞争优势，作为国内脂肪胺行业重要企业，公司的综合产能较大，也是全球范围内排名前列的脂肪胺产品生产企业，下游客户忠诚度较高，与国际、国内农化巨头的合作时间均在 10 年以上，是草甘膦国际农化公司在亚太地区最主要的合作伙伴。

2、立足科研经验，规模效应突显

公司为国家高新技术企业，建有浙江省博士后科研工作站、新化高级胺省级高新技术研究开发中心、浙江省企业技术中心和省级新材料企业研究院。经过多年发展，公司通过自主研发新型催化剂以及合成技术等，多项技术获得了专利许可，主要产品通过自己的研发与科研院所的合作，公司形成了一些特有的工艺技术。装置的先进性与通用性为合理安排生产提供了多种可能，形成了较强竞争力，成本优势较为明显。目前公司持续发力，着力推动三项脂肪胺相关项目研发。

表 3：公司在研脂肪胺项目情况

序号	项目名称	立项情况	研发内容及预期成果	进展情况
1	HOMA 合成工艺研究开发	属于国家重点支持的高新技术领域：四、新材料—（五）精细和专用化学品—1、新型催化制备及应用技术（有机合成新型催化剂）	HOMA 是一种新型耐候型脂环胺固化剂，具有脂环胺抗紫外线、耐黄变、抗白化等优良特性，又具有无色透明、粘度低、固化速度适中到独特性能。与双酚 A 环氧树脂固化形成固化物具有光亮、无油膜、美观的特性。HOMA 应用范围越来越广，市场需求量越来越大，但目前国内还没有生产。开发 HOMA 生产工艺技术，填补国内市场的空白，将会产生带来很好的社会效益和经济效益。	工艺技术开发及中试验证
2	乙基胺工艺技术优化研究	属于国家重点支持的高新技术领域：四、新材料—（五）精细和专用化学品—1、新型催	乙基胺主要包括一乙胺、二乙胺、三乙胺等，是一种重要的精细化工中间体，可与多种化合物反应形成衍生物，广泛应用于医药、农药、化工助剂和军工业等行业。传统方法制得的乙基胺中二乙胺的含量高达 50%以上，但是一乙胺的市场需求较大。对乙基胺的合	工艺技术开发及中试验证

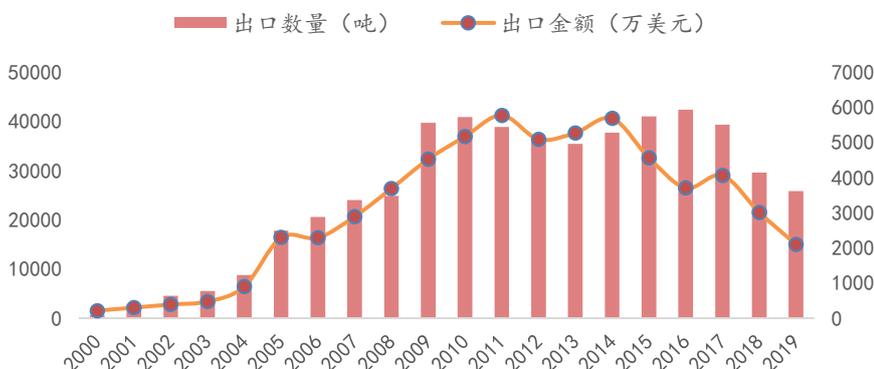
		化制备及应用技术(有机合成新型催化剂)	成工艺进行研究,优化催化剂提高一乙胺反应的选择性,调整产品比例。这对灵活适应产品供需市场变化具有重大意义。	
3	异丙胺催化合成工艺与技术优化研究	属于国家重点支持的高新技术领域:四、新材料—(五)精细和专用化学品—1、新型催化制备及应用技术(有机合成新型催化剂)	异丙胺,通常包括一异丙胺、二异丙胺和三异丙胺。虽然异丙胺生产工艺比较成熟,但反应中异丙胺的选择性较低,导致副产物处理困难,严重制约许多基于异丙胺为中间体的下游精细化工产品的开发。开展对异丙胺合成工艺改进研究,克服传统工艺技术缺陷,降低产品的生产成本,提高市场竞争力,对其合成工艺和分离技术进行再研究具有重大意义。	工艺技术开发及中试验证

资料来源:招股说明书、招商证券

公司主要脂肪胺产品包括异丙胺与乙基胺系列,下面分述公司这两类脂肪胺产品。

异丙胺(分子式 C₃H₉N),属于低碳脂肪胺(C₂~C₈)类产品,是一种主要的有机化工原料,可以生产农药(如除草剂草甘膦异丙胺盐、莠去津、扑草净、苯达松等)、医药(如肝乐、心得安、吡喹酮、氯喹等)、染料中间体,在橡胶行业用作橡胶促进剂,在水处理行业用作硬水处理剂和去垢剂,此外在轻工、纺织、日化、制革等行业中还用于制造表面活性剂、纺织助剂、增溶剂、洗涤剂、脱毛剂等,其中以农药的用量最大。在国内市场上,异丙胺主要用于草甘膦异丙胺盐、莠去津、灭草松、橡胶、医药等领域。其中,草甘膦异丙胺盐和莠去津是前两大应用领域。在国际市场上,异丙胺全球需求迅速增长。2001年,我国异丙胺出口数量首次超过进口数量,并呈现迅速增长趋势,2010年我国异丙胺出口数量达到4万吨,几乎是2006年的两倍。我国异丙胺2000年-2019年进出口情况如下:

图 5: 2000-2019 我国异丙胺出口金额与数量



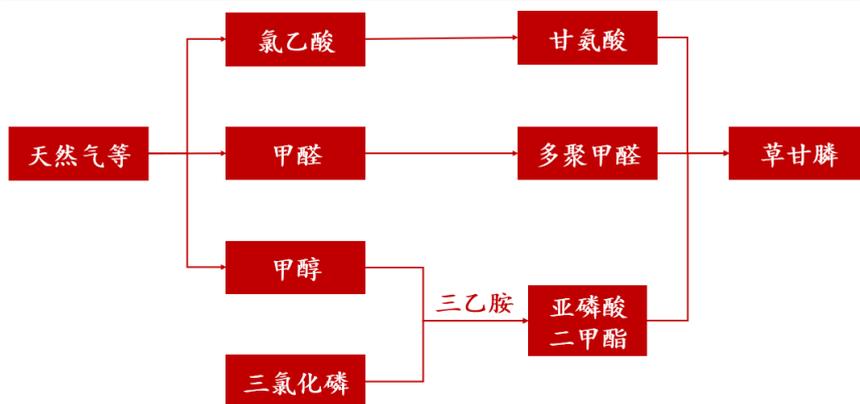
资料来源:招股说明书、招商证券

公司乙基胺系列产品包括一乙胺、二乙胺、三乙胺。乙基胺主要用于生产农药、医药、染料、表面活性剂、冶金选矿剂、合成有机中间体、抗氧剂、阻聚剂、橡胶助剂和橡胶硫化剂、高能燃料、润湿剂及杀菌剂等,是一种重要的化工原料。我国乙基胺产品的工业化是从1994年吉化公司引进美国生产技术建成吉化江城染料厂开始的。之后,浙江建德有机化工厂(现浙江建业化工股份有限公司)、浙江新化化工股份有限公司的乙基胺生产装置先后建成投产,逐步改变了国内乙基胺装置生产能力小、收率低、能耗高且产品质量差的状况,逐渐地取代进口产品,占领了国内市场。此后,乙基胺迎来了大规模的发展阶段。目前,国内乙基胺产能相对比较集中,厂家获得竞争优势就在于成本的控制。

草甘膦是公司乙基胺系列产品的第一大应用领域。草甘膦(glyphosate)是目前世界范围内使用最广泛的除草剂品种,属于高效、低毒、灭生性苗后除草剂。草甘膦原药可以用于加工成10%草甘膦水剂、41%草甘膦异丙胺盐水剂、62%草甘膦异丙胺盐水剂。

草甘膦工业生产主要有两条路线，甘氨酸法和亚氨基二乙酸（IDA）法。目前我国主要采用甘氨酸法生产，以甲醇为反应溶剂，在催化剂三乙胺的存在下，甘氨酸首先和聚甲醛反应生成 N,N-二羟甲基甘氨酸，再与亚磷酸二甲酯反应后加盐酸水解生成草甘膦。生产过程需要大量的三乙胺作催化剂，每生产 1 吨草甘膦原粉需投入三乙胺约 0.19 吨。

图 6：草甘膦生产工艺流程



资料来源：中国知网、招商证券

公司的规模效应明显，在成本控制方面具有优势；产品的工艺技术等在国内也具有较强的竞争优势，公司装置主要系自行研发设计，通用性强，可根据市场需求情况及时调整工艺，生产多种不同脂肪胺产品，灵活性和适应性强，有利于公司根据市场情况调整产品结构，选择毛利率相对较高的产品或工艺技术进行生产。

公司产能规模较大，具有一定的原材料采购议价能力，如大宗原料丙酮，公司年用量在 10 万吨以上，是国内主要丙酮采购商之一，公司与主要丙酮生产商大多签订年度合约，且享有优惠的合约价格，大宗原材料采购价格较低有利于提升毛利率水平。

三、有机溶剂：国内异丙醇唯一实现丙酮法和丙烯法规模化生产的企业

1、电子清洗剂和消毒剂为异丙醇需求亮点

公司有机溶剂系列主要产品是异丙醇。异丙醇是重要的化工原料，呈现用途分散、用量偏小的状态，主要用于制药、化妆品、塑料、香料、涂料及电子工业上用作脱水剂及清洗剂，以及测定钡、钙、镁、镍、钾、钠和锶等的试剂，色谱分析参比物质，在许多工业和消费产品中，异丙醇用作低成本溶剂，也用作萃取剂。

从制备方式来看，异丙醇主要上游原料包括丙酮、丙烯、催化剂、氢气等。从异丙醇的用途来看，主要用作溶剂、中间体等，下游需求市场主要包括制药行业、农药行业、涂料行业、塑料行业、化妆品行业、工业清洗行业等。

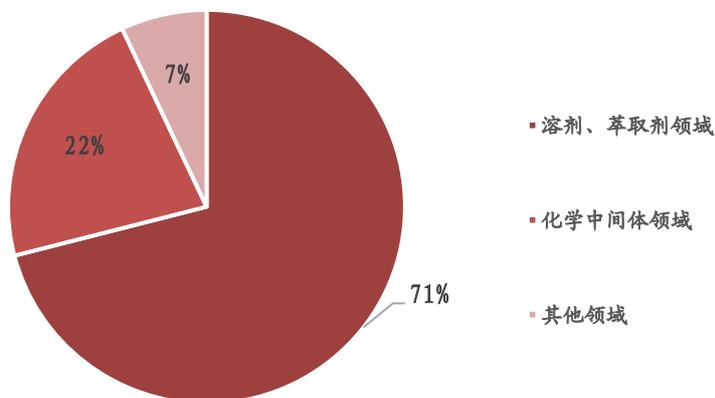
图 7: 异丙醇行业产业链



资料来源: CNKI、招商证券

从下游市场需求看,国内异丙醇主要用作油墨、涂料和制药工业过程中的溶剂或萃取剂,消费量约占异丙醇总消费量的 71%;在化学中间体领域的消费量约占异丙醇总消费量的 22%;此外,电子工业清洗剂、汽车防冻液、消毒剂、洗涤用品、日化产品等消耗的异丙醇约占其总消费量的 7%。

图 8: 异丙醇下游应用领域分布



资料来源: 公司公告、招商证券

其中,溶剂领域,在涂料中,异丙醇主要用在如硝化纤维素清漆中作惰性溶剂,以减少贮存和运输过程中的可燃性等;在制药方面,主要用作抗生素、维生素萃取剂和药品胶囊清洗剂等;在油墨中,主要用作水基涂料的助剂和稀释剂,醇溶油墨能够解决甲苯类油墨对健康所产生的危害,以及溶剂残留影响包装食品质量等问题。

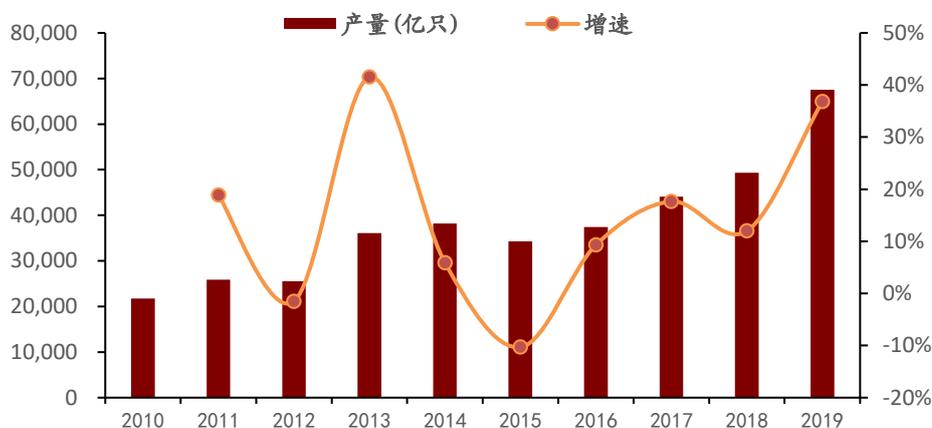
在化学中间体领域,异丙醇主要用于生产异丙胺、异丙醚以及一些酯类。

在清洗剂领域,主要是采用高纯度异丙醇作为半导体的清洗剂以及金属脱酯清洗剂,我国目前已成为世界电子元器件的主要基地,异丙醇在该领域的应用刚刚起步,发展潜力巨大。

此外异丙醇有优良的消毒杀菌作用,其作为胶囊清洗剂、药厂车间清洗剂、花园及室内

杀虫剂、医院消毒剂等领域的用途较广，整体用量有望继续增加；2020 年以来，由于国内外爆发新型冠状病毒的肺炎疫情，作为生产消毒剂原料之一的异丙醇需求大幅增加。

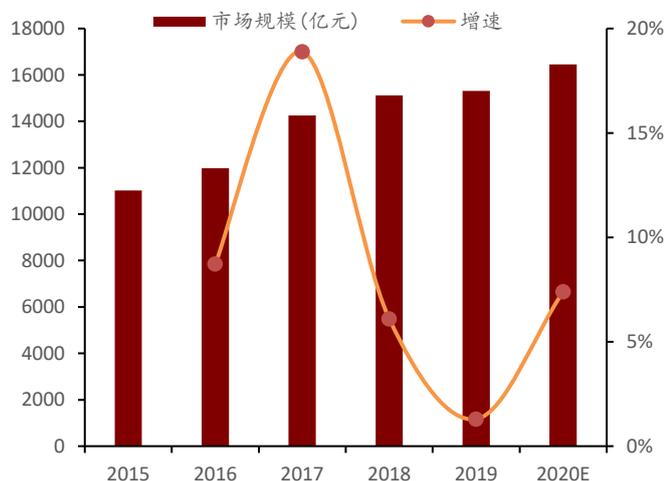
图 9：2010-2019 年中国电子元器件产量及增速



资料来源：国家统计局，招商证券

2019 年中国异丙醇需求总量 43.10 万吨，预计未来将保持年均 10% 左右的需求增长量。异丙醇供给格局整体处于平衡状态，传统需求近年来无重大增幅，但下游应用领域并未得到全部有效开发，发展中的需求用量如电子清洗领域新增需求将带来较大增量。另一方面，全球异丙醇装置的产能供应量出现净减少，有利于中国出口的增加，中国已逐步从异丙醇净进口国转变为净出口国，预计未来将继续增长。

图 10：2015-2020 年中国集成电路市场规模及增速



资料来源：国家统计局，招商证券

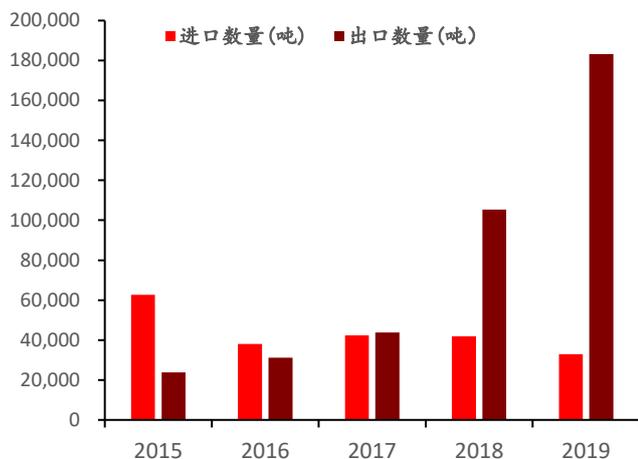
图 11：2015-2020 年中国集成电路产业规模及增速



资料来源：国家统计局，招商证券

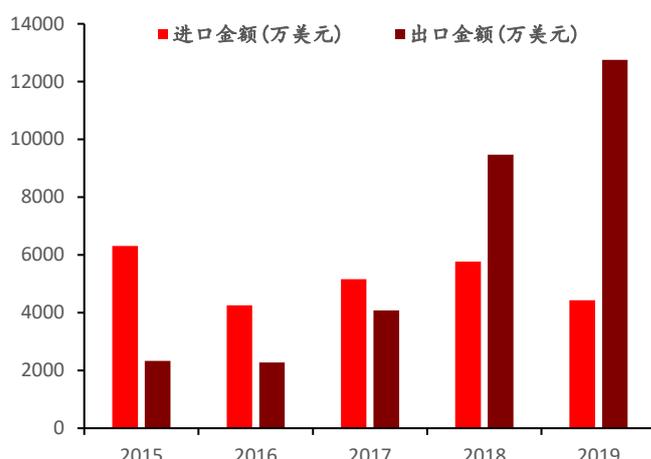
就国际市场具体来看，未来异丙醇的出口量将继续增加：从全球角度来看，2019 年全球异丙醇的生产能力约 321.3 万吨/年，主要集中在亚洲、美洲和欧洲地区等地；2019 年中国总产能约 90 万吨/年，占总产能的 26%。近年中国异丙醇市场发展迅速，中国异丙醇产能在亚洲乃至全球均有着举足轻重的地位。2019 年中国异丙醇出口量大增，主要来自东南亚地区的需求增涨，印度、印度尼西亚、泰国等是主要的出口地区；南美洲由于生产装置淘汰，对中国异丙醇的需求量有望增加，并可能成为新的主流出口方向之一。2020 年由于新冠疫情的影响，中国异丙醇的出口量继续大幅增长。

图 12: 2015-2019 年中国异丙醇进出口数量



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 13: 2015-2019 年中国异丙醇进出口金额

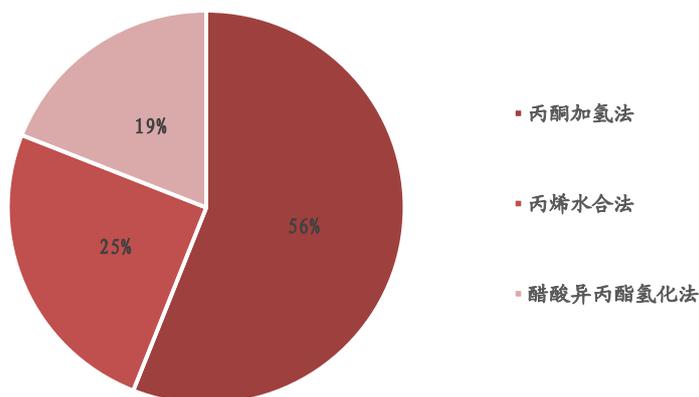


资料来源: 国家统计局、招商证券

2、异丙醇同时具备丙酮法和丙烯法工艺，行业竞争力强

目前国内生产异丙醇有三种工艺，丙烯水合法、丙酮加氢法及醋酸异丙酯氢化法，其中丙酮加氢法和丙烯水合法是传统工艺，醋酸异丙酯氢化法系新工艺。醋酸异丙酯氢化法虽能联产无水乙醇，但无水乙醇与异丙醇分离较为困难，加上脱水过程也较为复杂，因此，丙酮加氢法和丙烯水合法仍是主流工艺，新化股份是目前国内唯一实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家。

图 14: 2019 年中国异丙醇生产工艺占比图

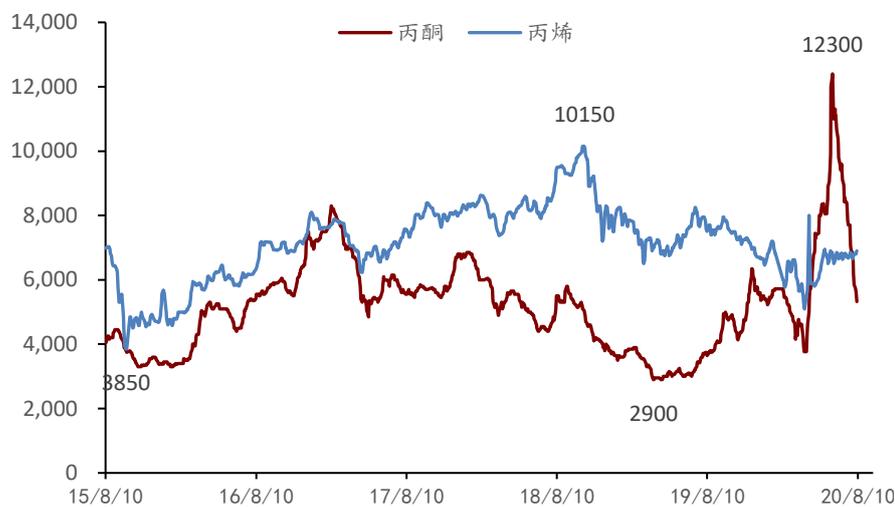


资料来源: 招商证券

近年来，原材料市场价格的大幅波动使得不同工艺厂家的成本变化较大，如果某种原料价格持续处于高位，则会迫使生产厂家停车。例如 2016-2017 年由于丙烯和丙酮的价格差距较小，生产 1 吨异丙醇需要 1 吨左右丙酮，但只需要 0.7 吨左右丙烯，丙稀法的利润整体高于丙酮法；而 2018 年-2019 年由于丙烯价格持续处于高位，最高达到 10150 元/吨，而丙酮最低可达 2900 元/吨，使得两种工艺的厂家利润差距极大，丙酮法利润远高于丙烯法利润，丙酮法厂家开工率较高，丙烯法厂家开工率较低，甚至处于停车状态；2020 年以来，随着丙酮价格的上升和丙烯价格的下降，丙烯法利润又大幅增加，但疫情影响带来出口需求增加，两种工艺厂家都处于高开工率状态。

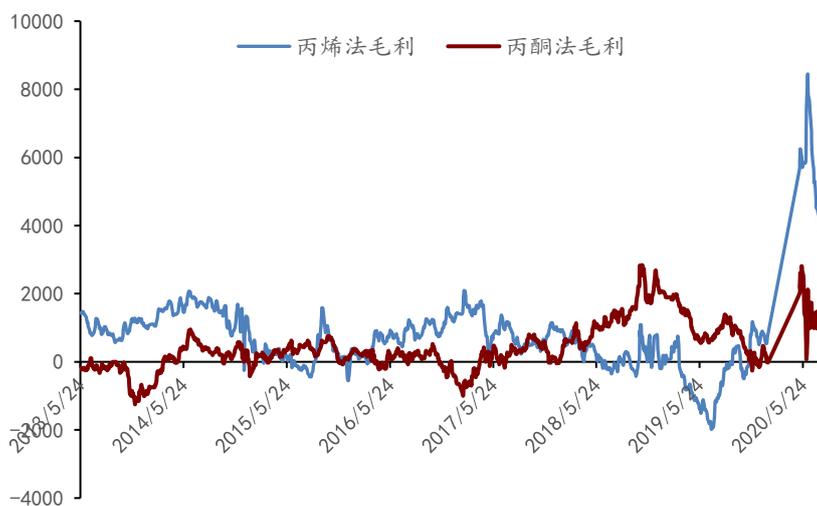
新化股份是目前国内唯一实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家，两种工艺使公司可以在不同原料之间进行选择具有成本优势的原料进行产品生产。

图 15: 2015-2020 年丙酮和丙烯价格走势(元/吨)



资料来源: 化工在线、招商证券

图 16: 丙酮法和丙烯法异丙醇毛利走势(元/吨)



资料来源: 卓创资讯、招商证券

产能方面，据统计，截止 2019 年，国内异丙醇生产企业共有 11 家，产能约为 90 万吨左右，其中丙烯水合法约 23 万吨，占比 25%左右；丙酮加氢法约 50 万吨，占比 56%左右；醋酸异丙酯氢化法约 17 万吨，占比 19%左右。年内新增三套异丙醇装置分别为：湖南常德化工 1.5 万吨/年、联盛科技 3 万吨/年以及青岛海力加 5 万吨/年的异丙醇装置，累计新增产能 9.5 万吨/年。2020 年国内异丙醇装置预期有三套装置投产，惠州中创 5 万吨/年、利华益维远化工 10 万吨/年以及淄博诺奥化工 5 万吨/年异丙醇装置，合计新增 20 万吨，届时国内异丙醇产能将达到 110 万吨左右，同比增幅约 22%。

表 4: 国内异丙醇产能前五公司(万吨/年)

序号	公司	地区	产能	生产工艺
1	新化股份	浙江建德	6	丙酮加氢法
		江苏盐城	5	丙烯水合法
2	中国石油锦州石油化工有限公司	辽宁锦州	10	丙烯水合法
3	山东大地苏普化工有限公司	山东寿光	10	丙酮加氢法
4	凯凌化工(张家港)有限公司	江苏张家港	10	丙酮加氢法
5	山东东营海科化工(集团)公司	山东东营	8	丙烯水合法

资料来源: 卓创资讯、招商证券

公司建有 2 套异丙醇生产装置, 10 万吨/年丙酮法加氢生产异丙胺副产异丙醇装置(异丙醇产能 6 万吨, 位于江苏基地), 5 万吨/年丙烯直接水合生产异丙醇装置(位于浙江基地)。公司是目前国内唯一实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家, 其中, 丙酮加氢法是国内首创, 丙烯水合法是利用中科院大连化物所的专利技术建设并持续改进提升而成。经过持续的技术创新发展, 公司在有机溶剂领域取得了多项核心技术, 技术优势明显。装置的先进性与通用性为合理安排生产提供了多种可能, 形成了较强竞争力, 成本优势较为明显。

表 5: 公司生产线详情(万吨/年)

工艺	生产线名称	所在地	产能	合成压力	合成温度
丙酮法	异丙胺 10 万吨产线(主产异丙胺, 副产异丙醇)	浙江建德	异丙胺、异丙醇	0.6-1.0MPa	120-180℃
丙烯法	异丙醇 5 万吨产线(副产异丙醚)	江苏滨海	异丙醇、异丙醚	6.0-8.0MPa	120-180℃

资料来源: 招股说明书、招商证券

因为公司的竞争优势明显, 公司多年来异丙醇的产能利用率和产销率一直保持较高的水平。2019 年公司产能利用率为 86.62%, 产销率为 94.58%。

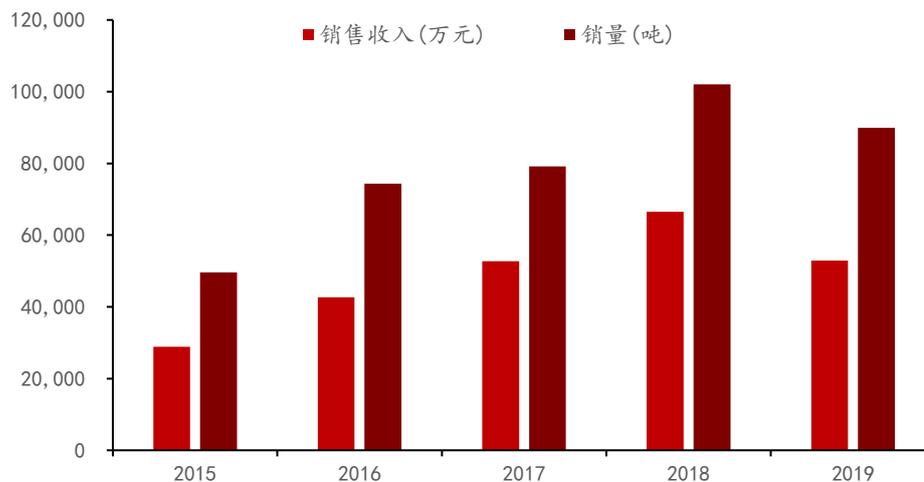
表 6: 异丙醇产能和产销情况(吨)

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
实际产能	110,000.00	110,000.00	80,000.00	80,000.00
产量	95121.90	94,365.26	73,796.62	67,004.28
产能利用率	86.62%	85.79%	92.25%	83.76%
自产自销量	89962.28	94,304.19	69,624.22	63,849.52
产销率	94.58%	99.94%	94.35%	95.29%

资料来源: 公司公告、招商证券

2015 年-2018 年, 公司有机溶剂销售数量及销售收入逐年大幅增长, 整体复合增长率较高, 销量复合增长率为 27.21%, 销售收入复合增长率为 32.04%, 主要受国内下游需求稳定增长以及 2018 年国外异丙醇有效产能下降、新增出口需求影响。2019 年, 受“3.21 爆炸”影响, 江苏基地停产后未能按照预期恢复正常生产, 使得公司有机溶剂销量和销售收入大幅下降, 其中销量较 2018 年同比下降 11.86%, 销售收入较 2018 年同比下降 30.33%。

图 17: 2015-2019 年公司有机溶剂销量及销售收入



资料来源: 招商证券

四、香料香精：与全球龙头奇华顿合作，馨瑞香料复产产能大幅提升

1、与全球最大香料香精企业奇华顿合作，香料香精业务保障性强

瑞士奇华顿公司（GIVAUDAN LTD）是目前全球香料香精行业最大的公司之一，也是新化股份香料业务最大的客户，双方业务合作关系已近 15 年。瑞士奇华顿成立于 1796 年，是全球香料香精行业的领导者，拥有全球香料香精行业 25% 的市场占有率，市值约为 170 亿瑞士法郎。2014 年，奇华顿旗下 Givaudan SA 与公司合资设立馨瑞香料，公司直接持股 33%，通过全资子公司江苏新化持股 18%，合计持股 51%。

表 7、公司向 GIVAUDAN LTD 销售香料产品的情况

项目（单位：百万元）	2019	2018	2017
向 GIVAUDAN LTD 的销售金额	186	347	287
发行人香料香精业务收入	225	443	358
占发行人香料香精业务收入比例	82.5%	78.3%	80.0%
公司主营业务收入	1694	2207	2008
占发行人主营业务收入比例	11.0%	15.7%	14.3%

资料来源: 公司公告、招商证券

馨瑞香料自 2018 年分期建设全部完成后，受江苏响水“3.21 爆炸事故”影响而停产，2020 年 4 月 17 日，江苏馨瑞逐步恢复正常生产，为稳定并扩大对其他第三方需求和奇华顿的新增需求，公司与奇华顿已沟通后续追加投资事宜，拟扩大馨瑞香料生产规模，将进一步增强公司香料业务产销能力、提升公司经营业绩。

表 8、公司独家供应奇华顿的产品收入、毛利及占比情况

产品名称 (单位: 万元)	2018			2017			2016			独家供应
	收入	成本	毛利	收入	成本	毛利	收入	成本	毛利	
檀香酮	-	-	-	288	196	92	1227	732	495	是
檀香 210	1578	1024	554	1617	1304	313	1395	985	409	是
超级檀香 208	-	-	-	-	-	-	1115	757	358	2017 年变 更为非独家
檀香 208	-	-	-	-	-	-	1081	766	316	
杨梅醛/草莓醛	1001	694	307	615	539	76	443	372	71	是
牡丹腈	5234	3893	1341	3352	2599	753	514	570	-57	是
鲜薄荷酮	1005	686	319	750	595	155	236	280	-44	是
十一醛	133	109	24	728	610	118			-	是
黑檀醇	1396	1107	289	403	315	88			-	是
芳香玫瑰醚	188	140	48	48	43	4			-	是
合计	10536	7653	2883	7802	6201	1600	6011	4463	1548	
占公司收入比例	4.7%			3.9%			3.8%			
占公司毛利比例	6.0%			4.2%			5.1%			

资料来源: 公司公告、招商证券

由于双方合作具有较强的业务黏性并相互倚重, 且随着双方合作关系的深化, 在可预计的未来, 瑞士奇华顿仍将是公司香料产品的最大客户。香料产品与全球香料行业龙头奇华顿公司深度合作, 保证了领先的技术与稳定的市场供应, 为公司带来了稳定效益来源。

表 9、馨瑞香料向合作双方支付的技术使用费情况

项目 (单位: 万元)	2018	2017	2016
向奇华顿支付技术使用费	81	59	7
向新化股份支付技术使用费	124	83	79

资料来源: 公司数据、招商证券

2、子公司馨瑞香料复产, 香料香精业务产销能力将上升

公司香料香精产品主要包括四个系列产品。第一系列酯类产品采用核心高效液相加氢技术, 选用可循环的贵金属催化剂, 绿色酯化工艺, 减少生产过程中污水产生, 循环回收利用技术使原料得到充分利用, 选择专有的催化剂使反应的选择性、转化率达到 99% 以上; 第二系列为奇华顿生产的产品, 采用具有分子效应的生产工艺, 生产过程采用特有的反应釜, 全套进口搅拌系统, 反应过程安全平稳; 第三系列为奇华顿的专利产品, 为高附加值的香料产品, 引进国外先进生产工艺, 采用与奇华顿原厂相同工艺、相同原料、相同管理模式, 确保了产品的高端品质, 该系列产品香型各有不同, 是奇华顿独家内部使用的香原料; 第四系列为檀香产品, 采用连续化精馏技术回收溶剂技术, 特有的缩合还原工艺, 相比传统工艺, 减少了反应步骤, 缩短了反应时间, 大大降低了反应过程中污染物的产生, 避免其他还原工艺的高成本以及不安全因素, 产品质量稳定, 香气醇正, 具有强烈的檀香木香气, 能够在日化香精配方中广泛使用。

表 10、公司的主要香料香精产品和用途

产品系列	产品名称	产品简介	用途
香料香精	超级檀香 208	分子式 C ₁₄ H ₂₄ O, 无色至淡黄色透明液体, 有强烈檀香木香气, 并具有微弱的玫瑰花香, 留香时间较天然檀香油短	广泛用于各类香精中, 如素心兰、檀香、琥珀香、木香等
	檀香 208	分子式 C ₁₄ H ₂₄ O, 无色至淡黄色透明液体, 有强烈檀香木香气, 并具有微弱的玫瑰花香, 留香时间较天然檀香油短	广泛用于各类香精中, 如素心兰、檀香、琥珀香、木香等
	二氢月桂烯醇	分子式 C ₁₀ H ₂₀ O, 无色微稠厚液体, 香气清甜而有力, 有新鲜辛辣的柑橘、	用于白柠檬、柑橘型日用香精。用于制作

		松柏、薰衣草、果香、花香，辛甜带酸的香气，且具有白柠檬、古龙气息	香皂、洗涤剂；是重要的萜类香料
	二氢月桂烯	分子式 C ₁₀ H ₁₈ ，不溶于水，能溶于乙醇、氯仿和乙醚，几乎可以与所有的香料混合	香料中间体，可用于生产二氢月桂烯醇、香茅醇等多种产品

资料来源：公司公告、招商证券

公司与全球最大的香料香精企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立的香料生产企业馨瑞香料，其产能设计规划为 16,000 吨香料产品。目前已建设完成一期 4,000 吨香料生产装置及二期 12,000 吨香料生产装置。合资公司充分利用合作双方的技术和生产经验进行装置建设与生产，为公司的稳定生产与市场销售提供了有力的保障。

但受江苏响水 3.21 爆炸事故影响，子公司江苏新化、馨瑞香料、滨海新化自 2019 年 3 月 21 日起停止生产、进入安全检修，且停产后未能按照预期恢复生产，2019 年公司总体经济效益比上年同期相比有较大幅度下降，香料香精的产能利用率仅为 22.81%。江苏馨瑞香料于 2019 年 11 月 9 日收到滨海县人民政府出具的《关于同意江苏馨瑞香料有限公司复产的批复》批复后，在工业园管委会指导下开始组织恢复生产。因园区尚未恢复供热及氢气，江苏馨瑞生产线仅部分投料复产。2020 年 4 月 17 日，园区江苏森达沿海热电有限公司已恢复供热。江苏馨瑞组织生产车间根据计划逐步恢复正常生产。

在 2019 年 3 月 21 日停产前，随着馨瑞香料的产能建设及逐步投产，2016 年至 2018 年，香料香精产品种类逐步增加。2016-2017 年，公司香料香精销量上升，主要系馨瑞香料产能和品种增加所致，产销能力得到显著提升；2018 年销售略有下降，主要系馨瑞香料高端产品占比增加，平均售价上升幅度较大。报告期内，香料香精销售单价呈上升趋势，与原材料价格变化趋势一致。公司香料业务的主要客户稳定，奇华顿已将馨瑞香料作为全球最主要的原料供应基地，加之公司与其他客户合作持续深入，在产品销售单价未发生重大波动情况下，公司香料香精收入逐年大幅增加。

表 11、公司主要香料香精产品的销售数量及单价

项目（单位：万元）	2018		2017		2016	
	数量（吨）	单价（元/吨）	数量（吨）	单价（元/吨）	数量（吨）	单价（元/吨）
檀香	709	115829	732	84967	635	78292
乙酸邻叔丁基环己酯	3218	19632	3677	16446	3426	16750
牡丹腈	1242	42145	853	39293	141	36389
乙酸对叔丁基环己酯	1659	18311	1974	14270	2166	14514
乙酸三环癸烯酯	2486	13124	2191	10984	2008	11442
水杨酸己酯	619	29939	782	26960	175	26156
甲基壬乙醛	190	82390	207	81779	0	85470
乙酸苏合香酯	632	24775	589	21705	433	22974
菠萝酯	338	59679	256	49267	275	54705
丙酸三环癸烯酯	890	17600	856	13584	780	14339
己酸烯丙酯	167	38599	394	29240	205	29609
庚酸烯丙酯	313	39078	278	32931	177	32366
苯乐戊醇	178	68428	131	65013	0	75214
水杨酸戊酯	365	24305	353	21107	53	21215
檀香酮	-	-	49	59352	211	58254
合计	13006	29685	13323	24250	10685	21769

资料来源：公司公告、招商证券

公司香料香精销售量大于生产量，主要原因是存在外协产品销售。2016-2018年，公司香料香精产品的外销收入持续增长、占比基本稳定，主要系随着馨瑞香料投产、产销能力逐年上升所致。香料香精外销数量在2016-2017年上升，主要是馨瑞香料产能和品种逐步增加所致；2018年外销数量略有下降，主要是公司高端香料产品占比增加（每吨产品生产耗时增加）。香料香精外销单价呈持续上升变动，且2018年因高端产品占比增加，单价上升较多，香料产品售价与原材料价格变化趋势一致。

表 12、公司香料香精产品收入、销量和价格情况

项目	2019	2018	2017	2016
销量（吨）	6661	13996	14240	11332
收入（万元）	22502	44349	35850	24890
均价（元/吨）	33783	31687	25175	21965

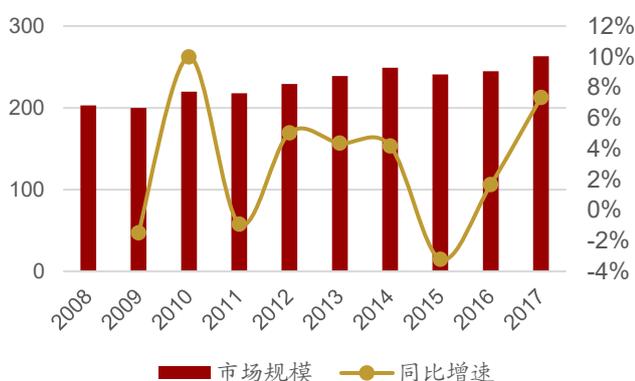
资料来源：公司数据、招商证券

公司目前的香料香精业务由于行业格局相对固定，单一的业务结构不利于保持业绩持续稳定增长，公司将优化公司产品结构，增加产品种类，创造新的业绩增长点。同时，公司将逐步扩大生产规模，持续投入香料香精生产线及其他部分技改项目，提高各生产基地产能。

3、国际香料香精呈垄断格局，中国增速较快

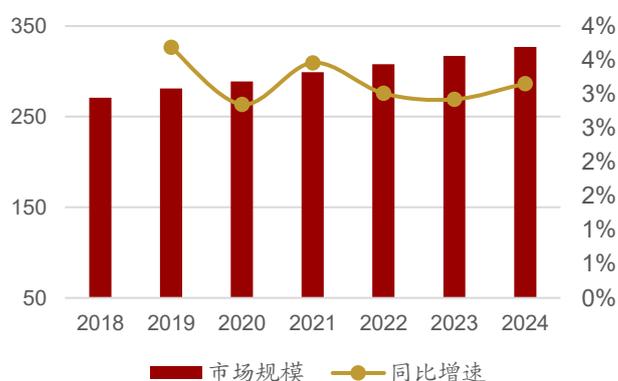
香料是用来调配香精的化合物或混合物，香精是利用天然和合成香料调配成的混合物，香料香精是用来添加在其他产品中的配套原料。香料香精行业属于精细化工行业子行业之一，目前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心。经过 100 多年的发展，国际上已形成以香精为龙头产品带动天然香料和合成香料发展的格局，香料与香精生产比例在 3: 7 左右。香料香精消费量和人民生活密切相关，上世纪 90 年代以来，随着世界各国尤其是发达国家经济的发展，生活水平不断提高，人们对食品、日用品的品质要求越来越高，促进了香料香精行业增长。根据 Leffingwell&Associates 统计，全球香料香精市场 2017 年销售额达 263 亿美元，近 10 年复合增长率 2.63%。

图 18: 全球香料香精市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Leffingwell&Associates、招商证券

图 19: 全球香料香精市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Leffingwell&Associates、招商证券

根据 IAL Consultants 发布的报告显示，全球香料香精的市场需求将从 2015 年的 236 亿美元增至 2020 年的 300 亿美元，年增长率 5.1%。其中，亚洲市场所占市场份额最高，2017 年其消费额约占全球市场的 41.28%，其次是北美和西欧市场，其他市场需求

规模较小，但新兴国家需求增长较快。此外，报告还预测了亚洲市场将从 2015 年的 116.46 亿美元增至 2020 年的 158.46 亿美元，年均增速 6.4%，超过全球平均增速，未来亚洲等发展中国家较为集中的地区有望成为香料香精行业需求增长的主要地区。

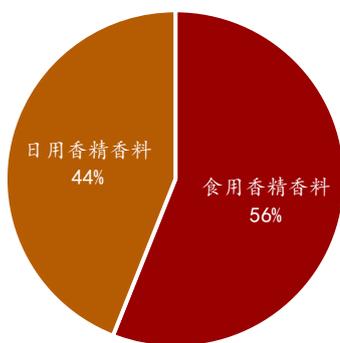
表 13、全球香料香精消费市场分布（百万美元）

国家 (单位:百万美元)	2017	占比	2022E	占比	2017-2022 复合增速
非洲/中东	1509	5.4%	1928	5.4%	5.0%
亚洲	11646	41.3%	15846	44.2%	6.4%
中美洲和北美	6662	23.6%	7889	22.0%	3.4%
中欧/东欧	1661	5.9%	2078	5.8%	4.6%
南美洲	2116	7.5%	2636	7.4%	4.5%
西欧	4621	16.4%	5486	15.3%	3.5%

资料来源：IAL Consultants、招商证券

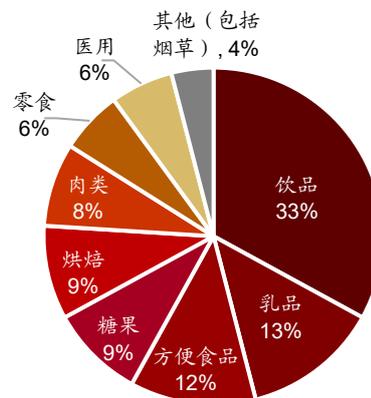
在全球香料香精市场中，食用香料香精占比为 56%，日用香料香精占比约为 44%。香料香精的下游产业是食品行业、日化行业、烟草行业、饮料行业和饲料行业。对应下游市场来看，饮料市场、乳制品和方便食品分别占食用香精市场份额的 33%、13%和 12%；香皂洗涤剂市场、化妆品市场以及高档香水市场分别占日用香精市场的 32%、27%和 17%。

图 20：全球香料香精市场构成



资料来源：IAL Consultants、招商证券

图 21：食用香料香精构成



资料来源：IAL Consultants、招商证券

总体来看，全球香料香精产业呈现高度垄断格局，国际十大香料香精公司多集中于发达国家。20 世纪 90 年代以来，行业集中程度明显加速，核心生产企业日趋稳固，2017 年前十大生产企业市占率达 78.73%，头部公司奇华顿的全球市场份额就高达 20%。

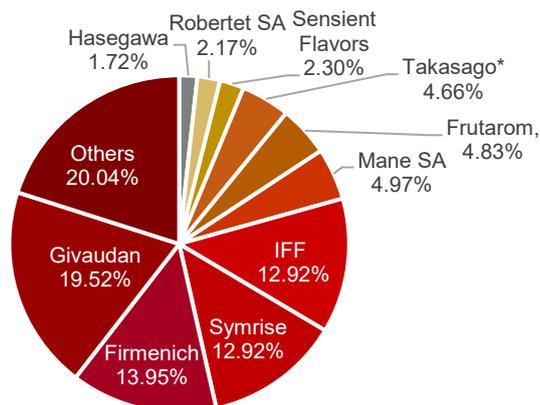
反观中国市场，中国香料香精产业共经历了 40 多年的发展历程，近几年取得较快发展，年均增速高达 7.3%，但仍处于成长期，无论从销售或者是消费均存在巨大的发展空间。公开资料显示，我国 2010 年香料香精市场销售额为 200 亿元，至 2015 年销售额达 338.5 亿元，年复合增速为 10.97%。2015 年，我国香料香精消费额为 13.89 亿美元，仅占全球总消费的 5.67%，增长空间巨大。

图 22: 全球香料香精前十大公司市场占有率



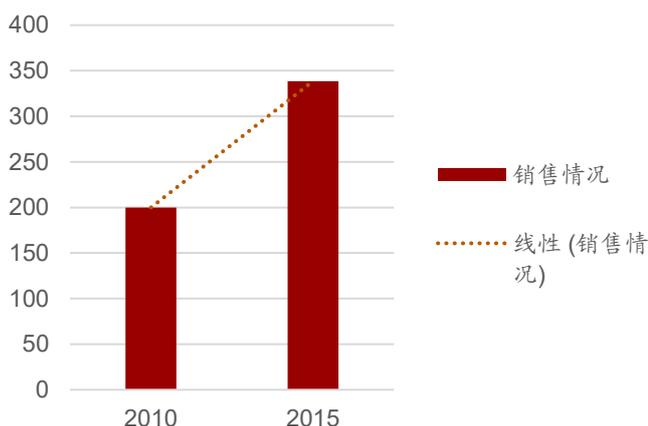
资料来源: Leffingwell&Associates、招商证券

图 23: 全球香料香精前十大公司份额



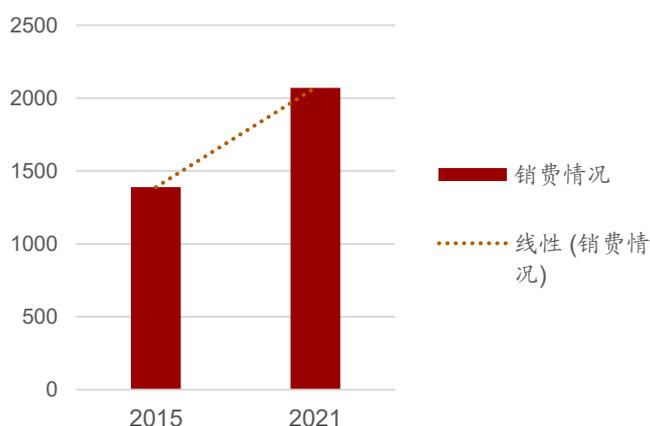
资料来源: Leffingwell&Associates、招商证券

图 24: 我国香料香精整体销售情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料、招商证券

图 25: 我国香料香精整体消费情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 公开资料、招商证券

中国目前共有香料香精企业 1000 余家, 大多属于中小型企业, 行业集中度相对较低。国内中小型企业在消费前端信息采集、市场研究以及研发投入较少, 难以形成以技术为核心的竞争力, 因此大部分中小型企业成长进程缓慢。而国际市场目前已呈现高度垄断格局, 前十大公司市占率已接近 80%, 行业发展成熟。

表 14、部分国内香料香精行业公司

公司名称	公司代码	相关主营业务	2017 年香料香精营业收入
中国香料香精	3318.HK	香料、香精制造	10.61 亿元
百润股份	002569.SZ	食用香精	1.39 亿元
爱普股份	603020.SH	食品配料、香料香精	23.01 亿元
百花香料		香精、香料	3.38 亿元
美味源	835233.OC	食用香精	0.31 亿元

资料来源: 公开资料、招商证券

近年来, 发达国家香料香精企业纷纷通过多种方式投资建厂开发中国市场, 一方面通过市场扩张与渗透寻求更高的市场份额与业务发展, 另一方面也带来了新的生产技术、设备、研发技术以及先进管理理念, 刺激了国内民营香料生产企业的发展。国内民营香料

香精生产企业的专业化生产能力大幅提高，香料香精行业细分程度不断加强，国内呈现出食用香精、日用香精、烟用香精等多个细分发展方向。

表 15、国际企业在华发展情况

全球排名	公司在华名称	全球市场占有率
1	上海奇华顿有限公司	19.52%
2	芬美意香料（中国）有限公司	13.95%
3	德之馨（上海）有限公司	12.92%
4	美国国际香料香精（中国）有限公司	12.92%

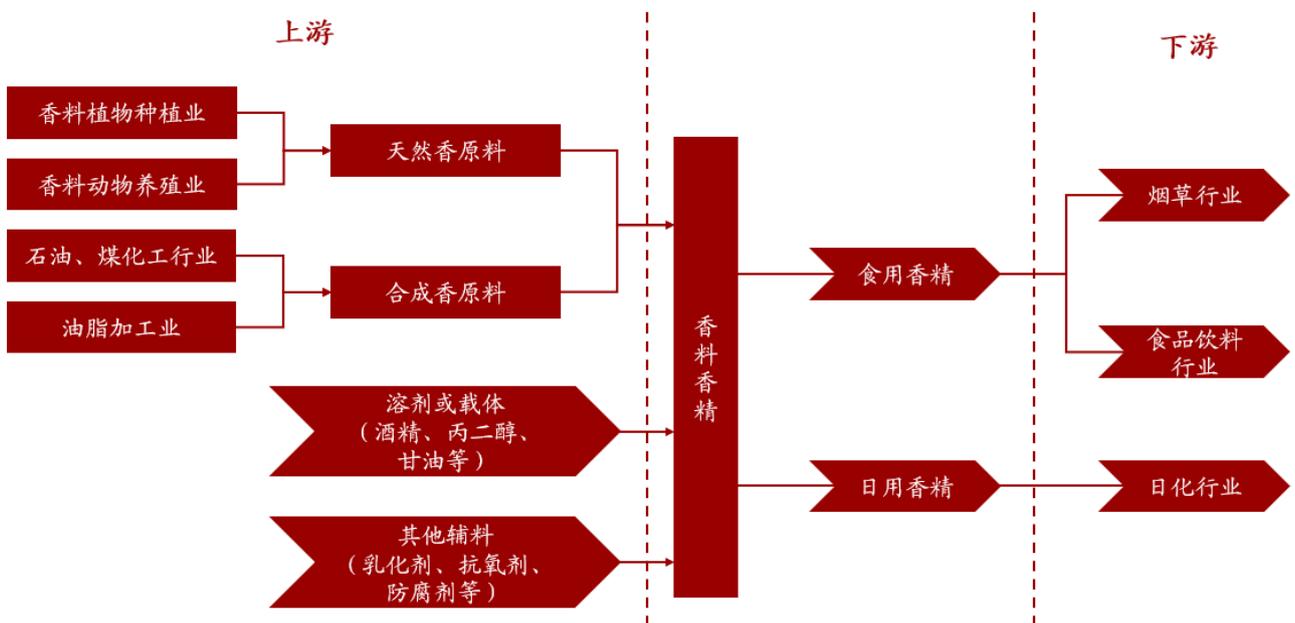
资料来源：公开资料、招商证券

4、香料香精产业链上游供给充足，下游需求稳定

香精是多种香原料与溶剂或载体以及其他辅料构成的混合物，香精行业的直接上游包括香原料行业、生产溶剂或载体的基础化工行业以及生产其他辅料的精细化工行业，溶剂或者载体主要包括酒精、丙二醇、甘油等，上述基础化工产品市场供应充分。香精生产的其他辅料则包括乳化剂、抗氧化剂、防腐剂等精细化工产品，目前国内市场供应充足。香料香精的原材料主要包括薄荷、柠檬、玫瑰、薰衣草、岩兰草等香料植物，和麝香、龙涎香等香料动物，其产业链的上游涵盖了农业、林业、畜牧业等诸多领域，涉及到种植、养殖、农业科技、采收加工等资源性基础环节。

香精行业的下游主要包括食品、饮料、烟草、日化行业等等。在食品饮料行业中，随着中国城市化进程突飞猛进的发展，人们对于饮食的需求日益发生变化，现代快节奏的生活特征，带动了预包装食品需求的迅速增长，从而推进了香精行业的发展。而在烟草行业，为了保持卷烟的香气和吸味，要通过加料和加香，消除不同等级烟叶之间的差异，保持卷烟的品质。同时，通过使用香精还能赋予品牌香烟独有的香气，提升卷烟的等级。日用香精产品则主要应用于洗护用品、化妆品、香水等日化领域，随着消费者对于美好生活的不断追求，日化行业的增长潜力巨大，为日用香精的发展提供了良好机遇。

图 26：香料香精产业链



资料来源：智研咨询、招商证券

表 16、公司香料香精主要产品单价及单位成本变动情况

项目 (单位: 元/吨)		2018		2017		2016
		金额	变动情况	金额	变动情况	金额
乙酸邻叔丁基环己酯	平均单价	19632	19.4%	16446	-1.8%	16750
	单位成本	16319	21.3%	13452	-1.2%	13609
	毛利率		16.9%		18.2%	18.8%
乙酸对叔丁基环己酯	平均单价	18311	28.3%	14270	-1.7%	14514
	单位成本	15412	27.0%	12138	1.1%	12008
	毛利率		15.8%		14.9%	17.3%
檀香	平均单价	42145	7.3%	84967	8.5%	78292
	单位成本	31346	3.8%	56486	13.9%	49612
	毛利率		35.3%		33.5%	36.6%

资料来源: 公司公告、招商证券

公司香料香精主要产品有乙酸邻叔丁基环己酯、乙酸对叔丁基环己酯、檀香等, 其中乙酸邻叔丁基环己酯和檀香占公司香料香精收入比重较高。乙酸邻叔丁基环己酯主要原材料邻叔丁基苯酚产品厂家较少, 无公开市场报价; 檀香 (包括数种明细产品) 主要原材料松节油市场价格变动很大, 但公司与客户销售价格按半年或三个月定价一次。乙酸邻叔丁基环己酯月度销售价格与生产其主要原材料邻叔丁基苯酚采购价格走势基本保持一致, 部分时段由于与奇华顿销售价格为半年或三个月调整一次, 在原材料价格短期上涨情况下, 存在调整滞后的情况。

表 17、公司香料香精主营业务成本构成

项目 (单位: 万元)	2018		2017		2016	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直接材料	28618	86.6%	25113	85.1%	16005	81.8%
直接人工	902	2.7%	840	2.9%	904	4.6%
制造费用	1983	6.0%	1922	6.5%	1679	8.6%
免抵退不得抵扣部分	1563	4.7%	1623	5.5%	984	5.0%
合计	33066	100.0%	29498	100.0%	19571	100.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

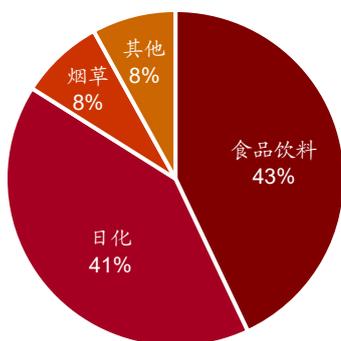
表 18、公司香料香精各期前五大客户收入及占比变动情况

客户名称 (单位: 万元)	2018		2017		2016	
	营业收入	占香料香精收入比例	营业收入	占香料香精收入比例	营业收入	占香料香精收入比例
GIVAUDAN	34557	77.9%	28680	80.0%	19057	76.6%
国际香料香精公司	1931	4.4%	224	0.6%	-	-
Supreme Resources	1150	2.6%	792	2.2%	1115	4.5%
花王 (上海) 贸易有限公司	888	2.0%	990	2.8%	775	3.1%
芬美意香料	803	1.8%	1005	2.8%	771	3.1%
北京北达正元科技有限公司	675	1.5%	728	2.0%	647	2.6%
合计	40004	90.2%	32419	90.4%	22364	89.9%

资料来源: 公司数据、招商证券

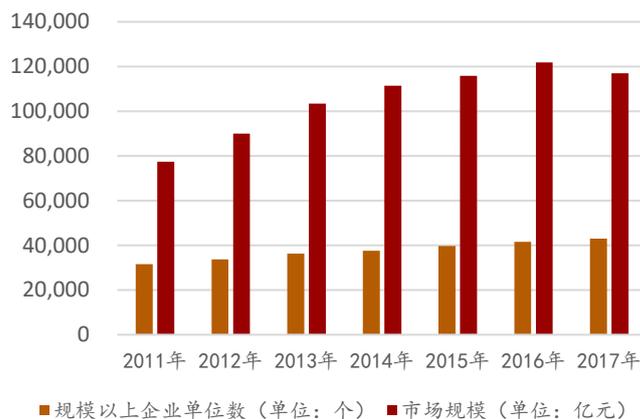
下游需求方面, 目前食品饮料制造业是我国最大的香料香精需求市场, 需求占比为 43%, 日化行业需求占比为 41%, 烟草行业需求占比为 8%。

图 27: 我国香料香精需求领域分布格局



资料来源: 智研咨询、招商证券

图 28: 我国食品饮料行业情况



资料来源: 智研咨询、招商证券

香料香精在日化行业的应用主要是对香水、化妆品、洗涤剂、盥洗用品以及工业制品加香矫味, 目的主要是让消费者在使用这些产品的过程中能嗅到舒适宜的香气, 其中香精的使用量很小, 但作用却是举足轻重。例如, 香水香精的水平直接决定了香水的品质。近年来, 国内日化行业消费量稳步增长。随着消费者对于美好生活的不断追求, 日化行业的增长潜力较大, 为日用香精的发展提供了良好的机遇。

五、公司未来展望

1、募投项目规划

除了今年 4 月份随着馨瑞香料复产, 公司香料香精产能从 4000 吨增加至 1.6 万吨外, 公司募投产能中还规划了多个新产品, 其中, 电子级双氧水 (一期) 1 万吨和无卤有机阻燃剂 2000 吨在 20 年下半年开始了试生产; 4 万吨合成氨新型煤气化项目将有助于降低公司生产成本; 新化综服的 5.81 万吨/年废酸、1.16 万吨/年废碱、1 万吨/年废有机溶剂资源化综合利用迁建项目, 将提升新化综服的废酸废碱处理能力; 新化新材料研究院主要有有机胺系列、有机溶剂系列、有机磷系列、香料香精系列、离子液系列和电子化学品系列, 在浙江新化新材料研究院上的投入将加快公司新产品上市的步伐。

表 19: 募集资金投资项目(万元)

序号	项目名称	项目权属	总投资	使用募集资金
1	年产 2 万吨电子级双氧水与 8 千吨电子级氨水项目 建德市新化综合服务有限公司 58100 吨/年废酸、	新化股份	13,978.73	13,978.73
2	11600 吨/年废碱、10000 吨/年废有机溶剂资源化综合利用迁建项目	新化股份	10,031.16	10,031.16
3	新建 2000 吨/年新型无卤有机阻燃剂项目	新化股份	3,172.01	3,172.01
4	4 万吨/年合成氨(制气单元)新型煤气化综合利用技术改造项目	新化股份	14,312.00	14,312.00
5	浙江新化新材料研究院	新化股份	7,572.57	7,572.57
	合计		49,066.47	49,066.47

资料来源: 招股说明书、招商证券

表 20: 募集资金投资项目与主营业务的关系

序号	项目名称	产品	用途	与现有业务关系	产能关系	协同效应
1	年产 2 万吨电子级双氧水与 8 千吨电子级氨水项目	电子级双氧水、电子级氨水	电子级化学品, 用于新能源、集成电路、微电子等领域	现有产品双氧水和氨水的深加工, 升级延伸	消化现有产能	技术: 升级延伸 产能: 消化现有产能
2	建德市新化综合服务有限公司 58100 吨/年度酸、11600 吨/年度碱、10000 吨/年度有机溶剂资源化综合利用迁建项目	综合利用产品 (磷酸、硫酸、磷酸盐类、硫酸盐类、有机溶剂等)	基础化工产品, 用于化工、化肥、灭火器等	现有危废处置业务技改扩能迁建项目	并非主要产品, 资源综合利用	成本: 迁建降低成本 产能: 资源综合利用业务的搬迁扩建
3	新建 2000 吨/年新型无卤有机阻燃剂项目	无卤有机阻燃剂	化学建材、电子电器、交通运输、航天航空、日用家具、室内装饰等	现有的有机磷业务延伸	新产品	技术: 业务延伸
4	4 万吨/年合成氨(制气单元)新型煤气化综合利用技术改造项目	蒸汽、氢气	为生产提供原料和能源, 提升核心竞争力	现有装置节能技改	-	成本: 节能技改降低成本
5	浙江新化新材料研究院	-	增强研发能力, 提升核心竞争力	研究开发	-	技术: 增强技术创新

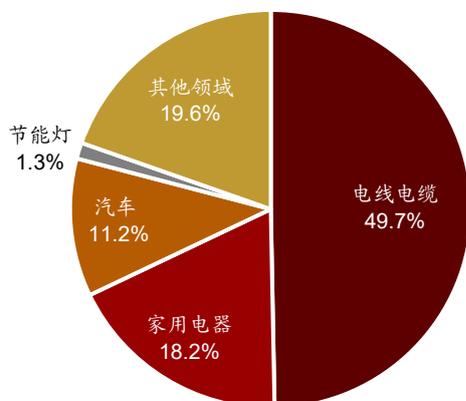
资料来源: 招股说明书、招商证券

2、公司阻燃剂符合行业发展趋势，成长性较好

根据环评报告，公司 2000 吨阻燃剂为新型无卤有机磷阻燃剂，以次磷酸盐和乙烯为原料，采用催化体系下反应得到烷基次磷酸盐的自主知识产权技术或工艺。

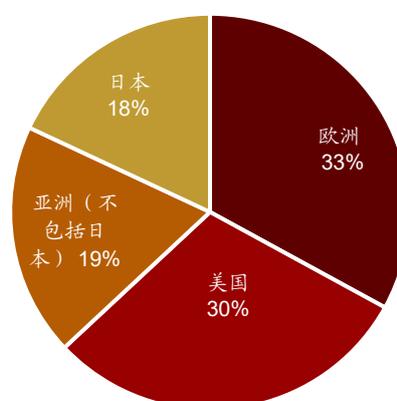
阻燃剂是用以阻止材料被引燃和抑制火焰传播的一种助剂，可以有效提高易燃物的难燃性、自熄性或消烟性，主要应用于高分子材料的阻燃处理。经过阻燃剂加工后的材料，在受到外界火源攻击时，能够有效地阻止、延缓或终止火焰的传播，从而达到阻燃的作用。阻燃剂的下游应用领域很广，包括软垫家具、家电外壳、建筑材料及婴儿产品等，其中，应用于塑料和橡胶产品的阻燃剂分别约占 80%和 10%，应用于纺织品、涂料、纸张等产品的阻燃剂合计约占 10%。

图 29: 阻燃剂各应用领域市场需求占比



资料来源: 新材料在线、招商证券

图 30: 世界阻燃剂消费量分布

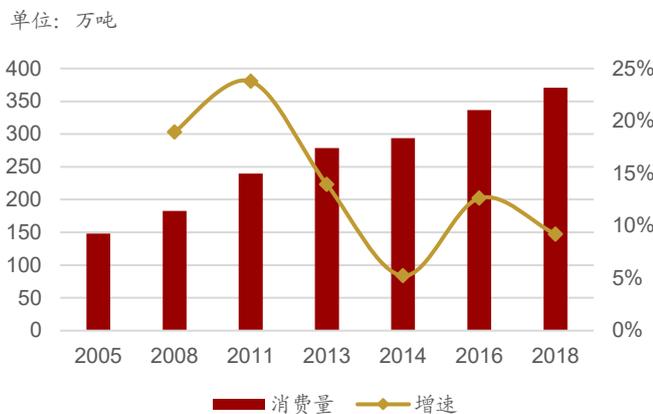


资料来源: 中国产业信息、招商证券

当前全球阻燃剂的总用量在各类塑料助剂中仅次于增塑剂而居第二位，根据前瞻产业研究院的统计数据，2018 年全球阻燃剂消费量约为 370 万吨，近十年年均复合增速约为 7.38%。北美、西欧、中国及其它亚洲国家和地区（包括日本、印度、韩国等）是阻燃剂的四大市场，其中中国约占全球阻燃剂消费量的 15%。

目前，卤素阻燃剂特别是溴系阻燃剂应用最为广泛，是最大宗阻燃品种，其生产工艺成熟、原料便宜、阻燃效率高、对材料的性能影响小，优异的性价比是其他阻燃剂无法匹敌的，因此在阻燃剂市场中处于主流地位。但是卤素阻燃剂长期受到二噁英问题的困扰，再加上以其阻燃的高分子材料在热裂解及燃烧时生成大量的烟尘及卤化氢气体，具有高腐蚀性，往往发生二次危害，且会影响人的免疫和再生系统。对此，欧盟 ROHS 法令、IPC 草案等都已经提出限制其使用，欧盟已宣布从 2006 年 7 月 1 日起开始在电子产品中停止使用溴系阻燃剂。

图 31：全球阻燃剂消费量



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

图 32：全球有机磷系阻燃剂消费量及占比



资料来源：中国产业信息、招商证券

长期看，磷系阻燃剂需求会迎来长期增长。除了欧盟无卤化法规会促进磷系阻燃剂的需求增长外，新能源汽车的发展、PC 等工程塑料产能的持续扩张、5G 基站的建设都会推动阻燃剂需求的增加。除了环保和政策因素外，中国缺少溴素资源，也是我国有机无卤磷系阻燃剂行业发展的优势。

图 33：2015-2025 年中国阻燃剂市场需求及预测



资料来源：新材料在线、招商证券

3、利用原料优势往下游拓展湿电子化学品

电子级双氧水与电子级氨水均属于湿电子化学品，公司有大量的双氧水和氨水产能，可以往下游发展电子级产品。湿电子化学品是指主体成分纯度大于 99.99%，杂质离子和微粒数符合严格要求的化学试剂，是微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种电子化工材料。

图 34：湿电子化学品产业链



资料来源：公司公告、招商证券

湿电子化学品主要用于晶圆、面板、硅片电池制造加工过程中的清洗、光刻、显影、蚀刻、去胶等湿法工艺制程，是集成电路、分立器件、显示面板、太阳能电池等电子工业生产湿法工艺制程关键性基础化工材料，也是重要支撑材料之一。

按照组成成分和应用工艺不同，湿电子化学品可分为通用性湿电子化学品（又称超净高纯试剂）和功能性湿电子化学品（以光刻胶配套试剂为代表）。

通用湿电子化学品是指在集成电路、液晶显示器、太阳能电池、LED 制造工艺中被大量使用的液体化学品，一般要求化学试剂中控制颗粒的粒径在 $0.5\mu\text{m}$ 以下，杂质含量低于 ppm 级，是化学试剂中对颗粒控制、杂质含量要求最高的试剂。包括超净高纯酸及碱类和超净高纯有机溶剂等，用量较大的品种有双氧水、氢氟酸、硫酸、硝酸等，但在不同领域应用结构有所差别。在晶硅太阳能电池片领域，氢氟酸、硝酸、盐酸用量最大；在面板领域，磷酸、双氧水、硝酸、醋酸是用量最大的清洗、蚀刻用产品；在应用占比逐步提升的半导体领域，硫酸、双氧水、氨水、氢氟酸用量最大，主要用于晶圆的湿法清洗和刻蚀。

功能湿电子化学品是指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的配方类或复配类化学品，功能性化学品一般配合光刻胶用，主要包括显影液、剥离液、清洗液、刻蚀液等。

从产品结构来看，2019 年，我国通用湿电子化学品占总湿电子化学品需求的 88.2%，其中以过氧化氢、氢氟酸、硫酸和硝酸为主；功能性化学品占比达 11.8%，占比较大的是半导体用显影液和刻蚀液等。

表 21: 通用湿电子化学品主要品种

酸类	碱类	有机溶剂类	其他类
硫酸	氟化铵	甲醇	过氧化氢
盐酸	氨水	甲苯	
硝酸	氢氧化钾	无水乙醇	
氢氟酸	氢氧化钠	异丙醇	
磷酸		丙酮	
冰乙酸		N-甲基吡咯烷酮	
		丙二醇甲醚	
		丙二醇甲醚醋酸酯	

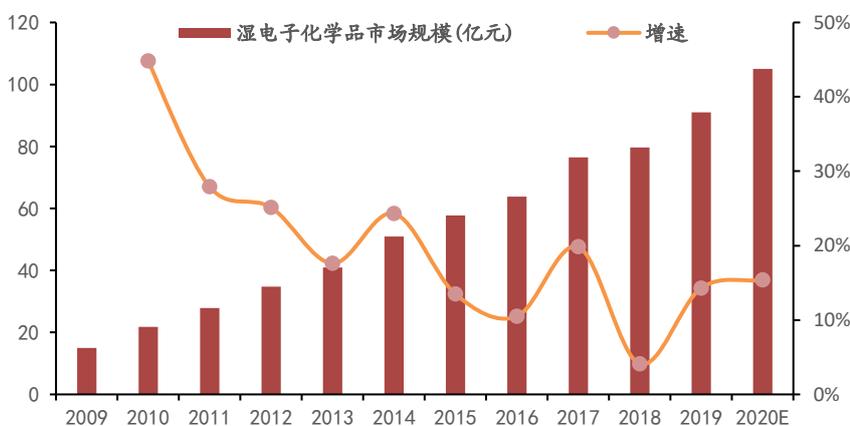
资料来源: CNKI、招商证券

表 22: 湿电子化学品分类及其占总需求的比例

类别	湿化学品名称	占总需求的比例(%)	合计占比(%)
通用湿电子化学品	过氧化氢	16.7	88.2
	氢氟酸	16.0	
	硫酸	15.3	
	硝酸	14.3	
	磷酸	8.7	
	盐酸	4.8	
	氢氧化钾	3.8	
	氨水	3.7	
	异丙酮	2.8	
	醋酸	1.9	
功能湿电子化学品	MEA 等极佳溶液	3.2	11.8
	显影液 (半导体用)	2.7	
	蚀刻液 (半导体用)	2.2	
	显影液 (液晶面板用)	1.6	
	剥离液 (半导体用)	1.2	
	缓冲刻蚀液 (BOE)	0.9	

资料来源: 中国电子材料行业协会、招商证券

图 35: 2009-2020 年中国湿电子化学品市场规模及增速

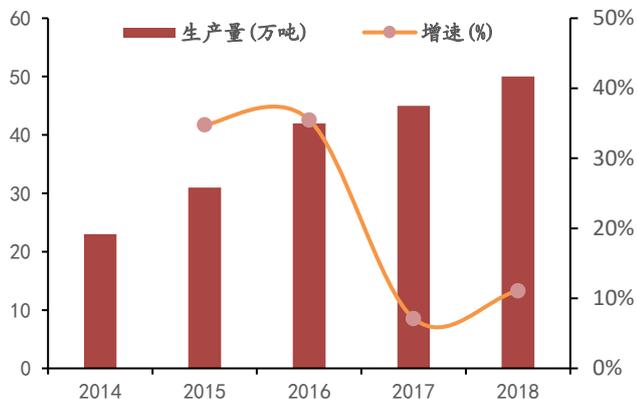


资料来源: 中国电子材料行业协会、招商证券

2010 年之后, 湿电子化学品下游平板显示、半导体、太阳能等新兴产业得到较快发展为湿电子化学品行业带来了机遇, 整个行业近年来也迅速发展。数据显示, 2018 年,

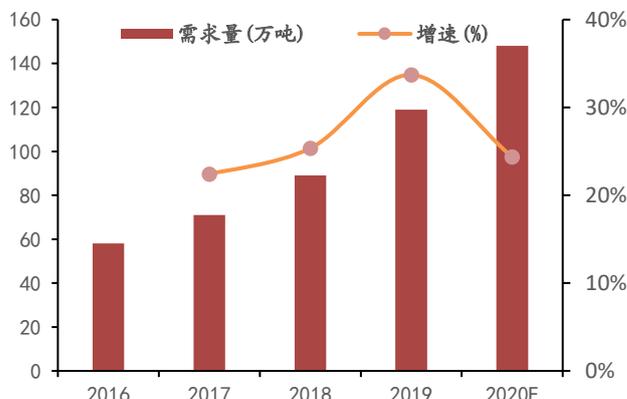
我国湿电子化学品市场规模约 79.62 亿元，需求量约 90.51 万吨。到 2020 年，我国湿电子化学品市场规模有望超过 105 亿元，需求量将达到 147.04 万吨，复合增长率达到 27.46%。

图 36: 2014-2018 年我国湿电子化学品生产量



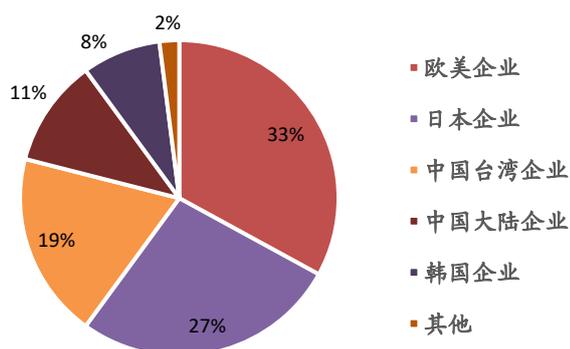
资料来源：中国电子材料行业协会、招商证券

图 37: 2016-2020 年我国湿电子化学品需求量



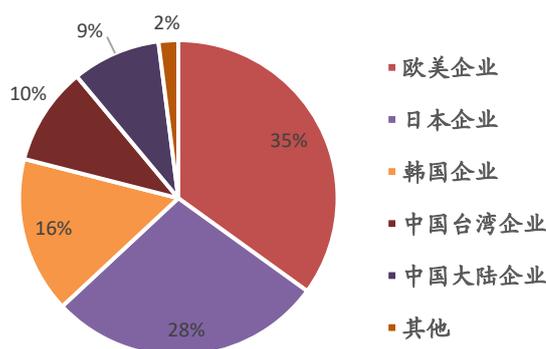
资料来源：中国电子材料行业协会、招商证券

图 38: 世界湿电子化学品市场格局



资料来源：中国电子材料行业协会、招商证券

图 39: 中国通用湿电子化学品市场供应格局



资料来源：中国电子材料行业协会、招商证券

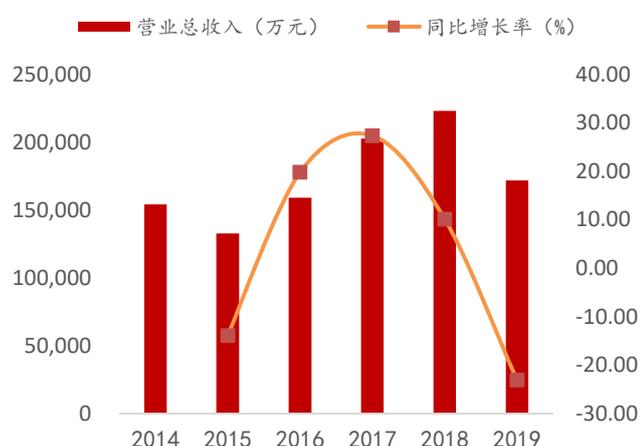
目前世界湿电子化学品的市场格局大致可分为三部分。第一部分为欧美传统湿电子化学品企业，比如：巴斯夫、亚什兰、E.Merck、霍尼韦尔等，占据约 33% 的市场份额；第二部分由日本的十家左右湿电子化学品企业组成，合计约占 27% 市场份额，欧美和日本企业基本占据了湿电子化学品的高端市场；第三部分则由韩国、中国大陆及台湾地区的湿电子化学品企业组成，韩国、台湾企业在生产技术上具有一定优势，中国大陆湿电子化学品企业距世界整体水平还有一定距离。

虽然我国湿电子化学品市场规模巨大，但由于我国起步较晚，累计研发和高端设备投入资金压力较大、高端人才储备以及配套设备供应能力的不足，都制约着我国湿电子化学品行业的发展。在当前下游推动，国际贸易摩擦加大的背景下，中国在湿电子化学品领域必须实现自主供应，进口替代空间巨大。

六、财务分析

1、成长能力分析

图 40: 营业收入 (单位: 万元) 及增速



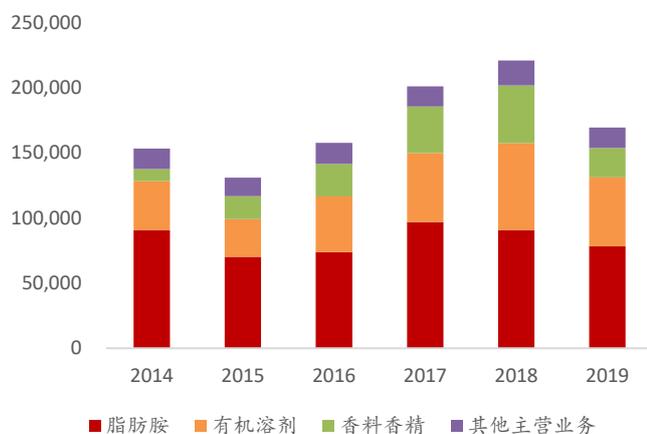
资料来源: 公司公告、招商证券

图 41: 归母净利润 (单位: 万元) 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 42: 产品营收结构 (单位: 万元)



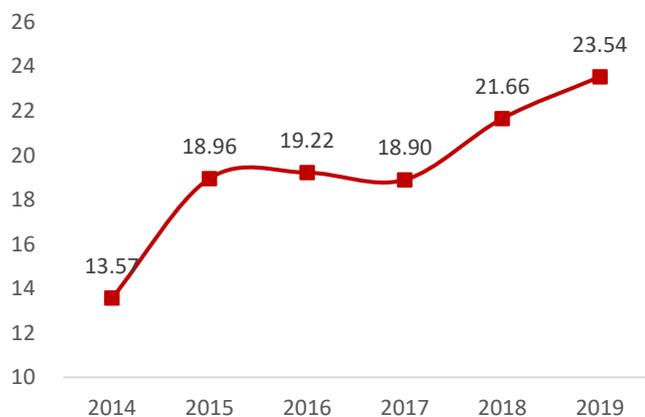
资料来源: 公司公告、招商证券

2014 年-2018 年, 公司收入总体呈增长趋势, 除 2015 年有所下降外, 其他年份同比增长率均在 10% 以上。2019 年公司的营业收入同比下降 23.04%, 主要原因是受江苏响水“3.21 爆炸”事故影响, 子公司江苏新化、馨瑞香料、滨海新化自 2019 年 3 月 21 日起停止生产、进入安全检修。目前江苏馨瑞已经正式复产, 江苏新化取得复产批复, 公司营业收入有望恢复至正常水平。公司的主要营收来自于脂肪胺和有机溶剂业务, 2014 年以来脂肪胺业务占营业总收入的比值均在 40% 以上。随着馨瑞香料投产, 香料香精收入占比将逐年上升。

2014 年-2018 年, 公司的归母净利润持续上升, 年均复合增长率达到 37.70%; 2019 年的归母净利润为 1.23 亿元, 比 2014 年增长 250.33%。

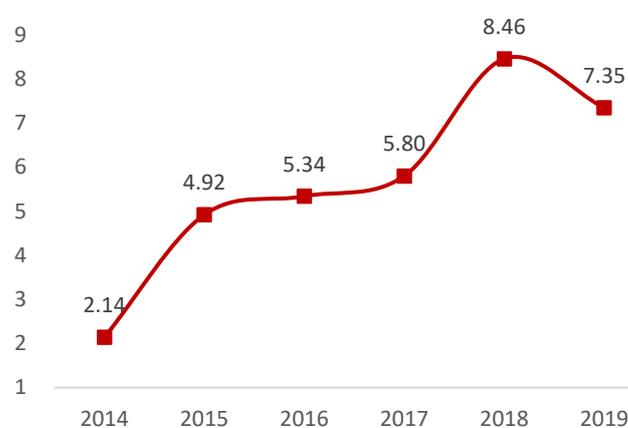
2、收益质量分析

图 43: 销售毛利率走势 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 44: 销售净利率走势 (单位: %)



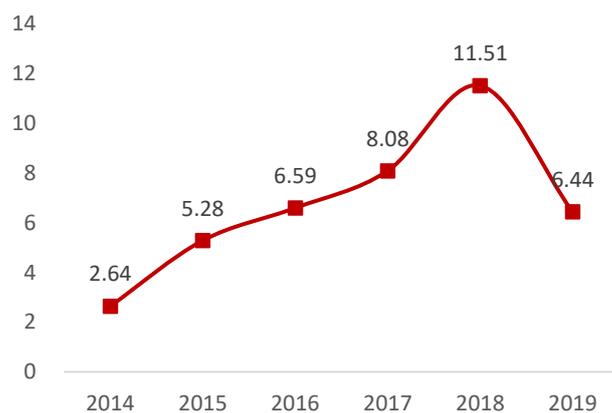
资料来源: 公司公告、招商证券

图 45: 加权净资产收益率走势 (单位: %)



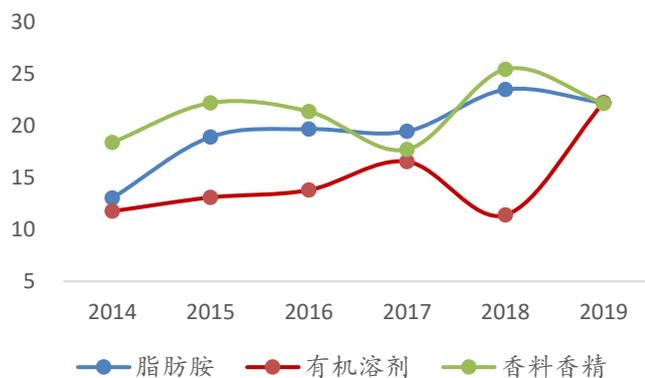
资料来源: 公司公告、招商证券

图 46: 总资产收益率 (ROA) 走势 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 公司分产品毛利率 (单位: %)



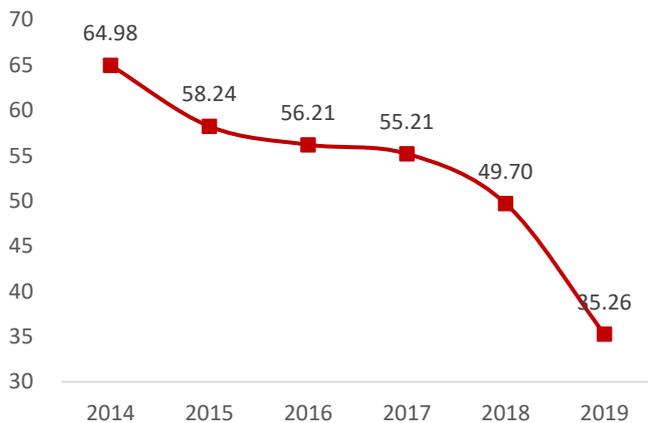
资料来源: 公司公告、招商证券

公司的销售毛利率和销售净利率整体呈上升趋势。2014年-2019年,销售毛利率由13.57%上升至23.54%。分产品类别来看,总体上香料香精毛利率最高,脂肪胺毛利率次之,

有机溶剂的毛利率较低，2019 年这三类产品的毛利率趋于一致，均在 22% 左右。公司的销售净利率则是由 2014 年的 2.14% 上升至 2018 年的 8.46%，随后又小幅下滑至 2019 年的 7.35%。2014 年-2018 年，公司的加权净资产收益率和总资产收益率逐年攀升，2019 年显著下降，下降的原因主要是江苏基地受“3.21 爆炸”影响停工损失增加，公司利润大幅下滑。

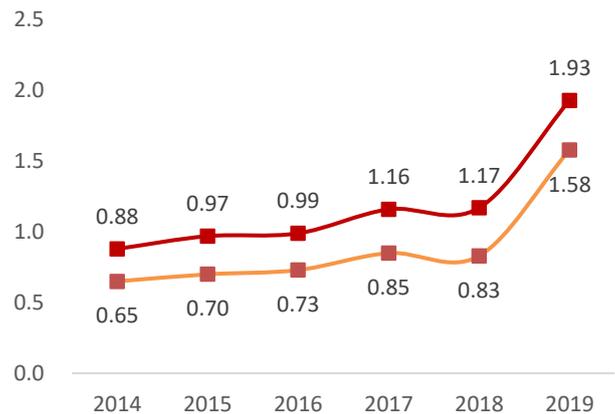
3、资本结构和偿债能力分析

图 48：公司资产负债率走势（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 49：公司流动比率和速动比率走势（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

表 23：主要资产构成和主要负债构成

项目（单位：万元）	2019	2018	2017	2016	2015	2014
货币资金	34,003.80	30,935.18	23,191.45	13,675.54	9,545.19	8,713.94
应收票据		11,775.93	14,527.31	12,306.94	9,929.51	14,664.01
应收账款	11,521.97	18,563.04	20,458.42	18,933.12	15,972.64	15,135.95
预付款项	2,435.30	1,743.40	2,561.35	3,341.80	2,187.07	3,796.24
存货	24,443.13	25,649.81	22,715.13	18,275.17	16,226.40	16,189.96
流动资产合计	133,702.34	90,281.22	85,478.62	68,480.80	59,165.52	62,175.37
固定资产	62,458.05	64,205.43	50,122.21	45,892.41	44,218.50	45,875.18
在建工程	7,936.37	4,301.18	5,038.69	6,909.23	5,372.11	2,135.34
无形资产	12,562.44	11,736.05	11,958.69	11,074.39	10,823.42	9,825.42
商誉						
非流动资产合计	85,845.48	82,180.59	70,074.83	67,108.29	63,522.75	62,953.78
资产总计	219,547.82	172,461.81	155,553.45	135,589.09	122,688.28	125,129.15
短期借款	9,001.45	20,693.18	23,200.00	25,566.46	30,292.20	31,488.38
应付票据	33,584.23	21,526.73	23,875.69	17,967.33	10,184.50	16,237.91
应付账款	16,196.70	21,473.02	17,820.87	13,321.15	9,381.32	10,551.20
预收款项	1,067.12	1,237.62	1,371.30	911.74	1,667.56	1,626.35
流动负债合计	69,859.50	77,930.55	73,875.82	68,956.03	61,075.04	70,362.28
长期借款	3,044.29	4,510.00	7,500.00	1,000.00	2,500.00	1,500.00
应付债券						
非流动负债合计	8,041.04	8,301.88	12,007.61	7,263.53	10,384.46	10,941.33
负债合计	77,900.54	86,232.43	85,883.42	76,219.57	71,459.50	81,303.61

资料来源：公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

2014年-2019年，随着公司业务规模扩大和盈利水平增加，资产负债率整体逐年下降，从64.98%下降至35.26%。总体而言，公司资产负债结构合理，显示出了良好的长期偿债能力。此外，公司与银行保持着良好的合作关系，与供应商有着互信的合作基础，商业信誉良好，为公司债务的偿付提供了有力的保障。

公司的流动比率和速动比率呈现稳定增长态势，2014年至2019年，流动比率分别为0.88、0.97、0.99、1.16、1.17和1.93，速动比率分别为0.65、0.70、0.73、0.85、0.83和1.58。流动比率和速动比率指标逐年上升，这主要是因为公司经营业绩增长，公司经营活动现金流增加，公司营运资金状况逐步改善。随着业务规模的上升，公司流动负债特别是短期借款、应付票据、应付账款规模保持在较高水平，有一定的短期偿债压力，但没有明显的偿债风险。

4、营运能力分析

图 50：公司存货周转天数及周转率



资料来源：公司公告、招商证券

图 51：公司应收账款周转天数及周转率



资料来源：公司公告、招商证券

表 24：营运能力主要数据

项目	2019	2018	2017	2016	2015	2014
存货周转天数 (天)	68.64	49.79	44.89	48.31	54.21	43.73
应收账款周转天数 (天)	31.52	31.47	34.99	39.48	42.16	35.33
营业周期 (天)	100.16	81.25	79.87	87.80	96.36	79.06
应付账款周转天数 (天)	51.62	40.45	34.10	31.79	33.33	28.50
净营业周期 (天)	48.54	40.80	45.77	56.01	63.03	50.57
流动资产周转率 (次)	1.53	2.54	2.63	2.49	2.19	2.48
固定资产周转率 (次)	2.71	3.90	4.22	3.53	2.95	3.36
总资产周转率 (次)	0.88	1.36	1.39	1.23	1.07	0.88

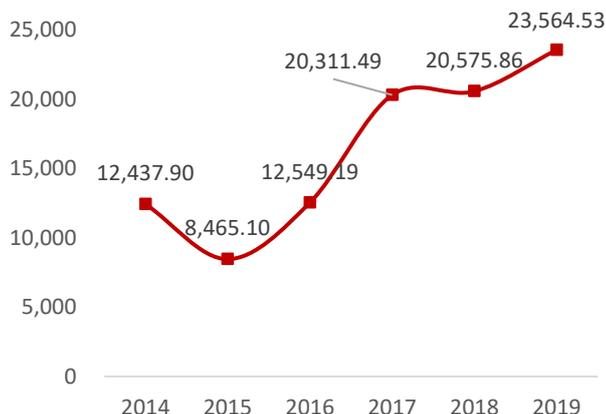
资料来源：公司公告、招商证券

2014年以来，公司存货周转率在波动中下降，存货周转率从2014年的8.23下滑至2019年的5.24，这主要是因为销货成本增加的幅度低于存货增加的幅度，但公司产品销售周期较短，存货所占资金使用效率较高，总体而言存货周转率的表现仍然优异。

公司十分重视客户的信用管理和应收账款的回款质量，2014 年至 2019 年，应收账款周转率水平稳中有升。

5、现金流量分析

图 52: 经营活动产生现金流量净额 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 53: 经营性现金流净额/归母净利润



资料来源: 公司公告、招商证券

2015 年以来公司经营活动产生的现金流量净额逐年增加，经营性现金流净额与归母净利润的比值均远高于 1，公司现金流表现十分优异。

表 25: 从净利润到经营活动产生的现金流量净额主要科目

项目 (单位: 万元)	2019	2018	2017	2016
净利润	12,622.49	18,874.11	11,762.70	8,504.56
资产减值准备	-330.18	282.76	288.67	311.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,857.29	5,807.14	5,915.68	5,732.43
财务费用	948.23	1,422.81	2,165.39	1,210.73
存货的减少	978.83	-3,152.92	-4,574.25	-3,034.36
经营性应收项目的减少	-4,260.71	-1,981.09	-6,676.94	-10,888.27
经营性应付项目的增加	6,598.60	-2,006.08	10,350.29	9,233.69
经营活动产生的现金流量净额	23,564.53	20,575.86	20,311.49	12,549.19

资料来源: 公司公告、招商证券

七、盈利预测与投资评级

主要假设:

(公司产品众多, 这里只列出每个系列产品的假设, 不具体列出每个具体产品的假设)

- 1、2020-2022 年, 脂肪胺系列产品收入增速分别为 35.4%、7.4%和 2.6%, 毛利率分别为 23.4%、28.5%和 31.3%;
- 2、2020-2022 年, 有机溶剂系列产品收入增速分别为 23.6%、25.5%和 0.0%, 毛利率分别为 16.7%、14.7%和 19.5%;
- 3、2020-2022 年, 香料香精系列产品收入增速分别为 86.7%、14.3%和 6.7%, 毛利率分别为 30.0%、35.0%和 35.0%;
- 4、2021-2022 年, 有机无卤阻燃剂系列产品收入分别为 0.36 亿元和 0.54 亿元, 毛利率分别为 30.0%和 30.0%;
- 5、2020-2022 年, 其他主营业务收入增速分别为 14.6%、11.1%和 10.0%, 毛利率分别为 35.0%、35.0%和 35.0%; 其他业务收入增速分别为 4.7%、40.0%和 28.6%, 毛利率分别为 50.0%、50.0%和 50.0%。

表 26: 公司各项目收入成本情况

单位: 百万	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、脂肪胺					
收入	908	783	1061	1140	1169
增速	-6.3%	-13.8%	35.4%	7.4%	2.6%
成本	695	609	812	815	803
毛利	213	174	248	324	365
毛利率	23.5%	22.2%	23.4%	28.5%	31.3%
二、有机溶剂					
收入	665	529	653	820	820
增速	26.1%	-20.5%	23.6%	25.5%	0.0%
成本	589	411	544	699	660
毛利	76	118	109	121	160
毛利率	11.4%	22.2%	16.7%	14.7%	19.5%
三、香料香精					
收入	443	225	420	480	512
增速	23.7%	-49.3%	86.7%	14.3%	6.7%
成本	331	175	294	312	333
毛利	113	50	126	168	179
毛利率	25.4%	22.1%	30.0%	35.0%	35.0%
四、有机无卤阻燃剂					
收入				36	54
增速					50.0%
成本				25	38
毛利				11	16
毛利率				30.0%	30.0%
五、其他主营业务					
收入	190	157	180	200	220
增速	24.5%	-17.3%	14.6%	11.1%	10.0%
成本	124	106	117	130	143

毛利	66	52	63	70	77
毛利率	34.6%	32.8%	35.0%	35.0%	35.0%
六、其他业务					
收入	25	24	25	35	45
增速	34.9%	-5.6%	4.7%	40.0%	28.6%
成本	9	12	13	18	23
毛利	16	12	13	18	23
毛利率	63.3%	48.2%	50.0%	50.0%	50.0%
营业收入	2232	1718	2339	2711	2820
增速	10.1%	-23.0%	36.2%	15.9%	4.0%
营业成本	1749	1314	1780	1999	2000
毛利	484	404	559	711	820
毛利率	21.7%	23.5%	23.9%	26.2%	29.1%

资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测与投资评级：

预计公司 2020-2022 年收入分别为 23.39 亿元、27.11 亿元和 28.20 亿元，归母净利润分别为 1.70 亿元、2.52 亿元和 3.26 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.80 元和 2.33 元，对应 PE 分别为 21.5 倍、14.5 倍和 11.2 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

八、风险提示

原材料价格波动及市场风险。

公司生产所需主要原材料为基础化工原料，大部分市场供应充足，但是价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性。全球石油市场的价格波动会带来基础化工产品采购价格的波动，市场供需的不平衡也会对公司原材料价格造成影响。若产品售价未能与原材料成本同步调整，经营成本的增加将影响公司的盈利水平。在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司产品的毛利产生一定影响，公司面临原材料价格波动风险。

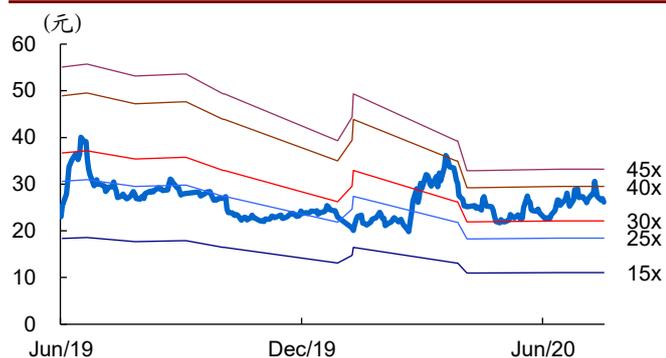
环保政策及安全的风险。

公司属精细化工行业，生产经营中面临着三废排放与综合治理问题。随着国家和社会对环境保护要求的日益提高，国家将有可能颁布更高的环境保护标准。如果环保标准提高，公司对环境保护设施和日常运营管理的投入将进一步加大，从而影响公司盈利水平。公司生产所需部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，产品生产过程对工艺操作要求较高。公司十分重视生产安全管理，制定了全面的生产安全管理制度并严格执行，报告期内未发生重大安全事故；但是，仍然不排除因操作不当、机器设备故障或不可抗力的自然因素等导致发生安全事故的风险，从而影响公司正常经营。

募投项目不及预期的风险。

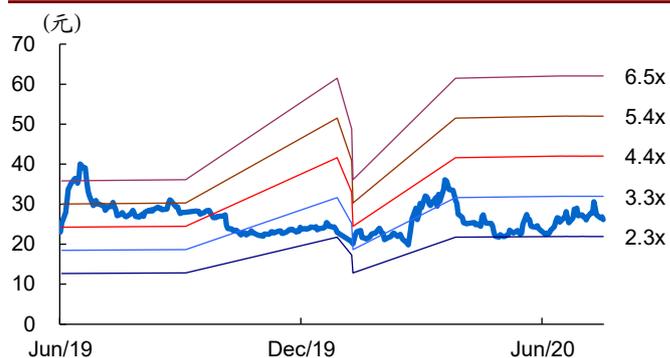
公司募投项目较多，成长性主要取决于募投项目的释放，若公司产品品质、应用便利性等方面未能满足客户要求，或下游市场需求增长较慢或新产品市场开发力度不足，将存在产品销售遇阻、部分生产设备闲置，募集资金投资项目不能达到预期收益的风险。

图 54: 新化股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 55: 新化股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《新化股份(603867)-江苏新化收到复产通知, 经营稳健长期成长性显著》2020/8/5

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	903	1337	1617	1946	2242
现金	309	340	346	507	767
交易性投资	0	141	141	141	141
应收票据	118	0	0	0	0
应收款项	186	115	134	155	161
其它应收款	0	2	2	2	2
存货	256	244	321	360	360
其他	34	495	674	780	810
非流动资产	822	858	830	805	782
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	642	625	609	595	582
无形资产	117	126	113	102	92
其他	61	107	107	107	107
资产总计	1725	2195	2447	2750	3024
流动负债	774	694	840	919	915
短期借款	207	90	70	65	60
应付账款	430	498	675	758	758
预收账款	12	11	14	16	16
其他	125	95	80	80	80
长期负债	83	80	80	80	80
长期借款	45	30	30	30	30
其他	38	50	50	50	50
负债合计	857	774	920	1000	995
股本	105	140	140	140	140
资本公积金	42	498	498	498	498
留存收益	643	705	806	1007	1257
少数股东权益	77	78	83	105	134
归属于母公司所有者权益	790	1343	1444	1645	1895
负债及权益合计	1725	2195	2447	2750	3024

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	206	236	165	274	399
净利润	175	123	170	252	326
折旧摊销	62	83	90	87	84
财务费用	14	9	6	8	10
投资收益	0	(1)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(61)	3	(99)	(87)	(37)
其它	16	17	11	27	29
投资活动现金流	(50)	(542)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(51)	(76)	(61)	(61)	(61)
其他投资	0	(466)	13	13	13
筹资活动现金流	(47)	295	(111)	(64)	(91)
借款变动	(21)	(149)	(35)	(5)	(5)
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	(1)	456	0	0	0
股利分配	0	(35)	(70)	(51)	(76)
其他	(25)	(12)	(6)	(8)	(10)
现金净增加额	109	(12)	6	161	260

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2232	1718	2339	2711	2820
营业成本	1749	1314	1780	1999	2000
营业税金及附加	13	11	14	17	17
营业费用	78	71	97	108	113
管理费用	108	130	177	190	197
研发费用	63	58	79	92	96
财务费用	16	8	6	8	10
资产减值损失	(3)	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	18	12	12	12	12
投资收益	(0)	1	1	1	1
营业利润	220	142	198	310	400
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	218	142	198	309	400
所得税	29	16	22	35	45
少数股东损益	14	3	5	22	28
归属于母公司净利润	175	123	170	252	326

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10%	-23%	36%	16%	4%
营业利润	58%	-35%	39%	56%	29%
净利润	47%	-29%	38%	48%	29%
获利能力					
毛利率	21.7%	23.5%	23.9%	26.2%	29.1%
净利率	7.8%	7.2%	7.3%	9.3%	11.6%
ROE	22.1%	9.2%	11.8%	15.3%	17.2%
ROIC	18.1%	8.6%	11.1%	15.2%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	35.3%	37.6%	36.4%	32.9%
净负债比率	15.2%	6.2%	4.1%	3.5%	3.0%
流动比率	1.2	1.9	1.9	2.1	2.5
速动比率	0.8	1.6	1.5	1.7	2.1
营运能力					
资产周转率	1.3	0.8	1.0	1.0	0.9
存货周转率	7.2	5.2	6.3	5.9	5.6
应收帐款周转率	6.8	8.2	18.8	18.8	17.8
应付帐款周转率	4.1	2.8	3.0	2.8	2.6
每股资料 (元)					
EPS	1.66	0.88	1.22	1.80	2.33
每股经营现金	1.96	1.68	1.18	1.95	2.85
每股净资产	7.52	9.60	10.31	11.75	13.54
每股股利	0.00	0.50	0.37	0.54	0.70
估值比率					
PE	15.7	29.7	21.5	14.5	11.2
PB	3.5	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.7	18.9	14.7	10.7	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年2月加入招商证券，曾供职于太平洋证券，5年证券行业研究经验，1年大宗商品研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。