

基础化工

2024年10月20日

巴斯夫 VA、VE 复产推迟，继续看好产品景气上行

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（分析师）

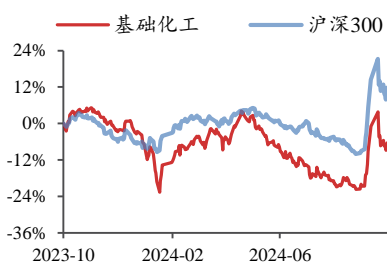
jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790524070005

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《氨基酸：夯实粮食安全，开拓合成生物——行业深度报告》-2024.10.15

《巴斯夫宣布 VA、VE 等不可抗力，关注维生素供给端扰动、价格上行——行业点评报告》-2024.8.8

《多种维生素报价上行，蛋氨酸厂商检修或提价，关注饲料添加剂行业供给端扰动——行业点评报告》-2024.2.7

● 事件：巴斯夫 VA、VE 等复产推迟，关注维生素供给端扰动、景气上行

10月17日，巴斯夫公告对受不可抗力影响的产品复产时间进行调整，预计将于2025年4月初重新开始生产VA，在2025年7月初重新开始生产VE和类胡萝卜素产品。此前巴斯夫德国路德维希港工厂于2024年7月29日发生火灾；8月7日公司宣布对部分VA、VE、类胡萝卜素产品及部分香原料产品供应遭遇不可抗力；8月21日公司预计部分VA、VE、类胡萝卜素产品的复产时间不会早于2025年1月。我们认为，维生素尤其是VE全球供给格局集中且稳定，巴斯夫复产推迟或造成供给偏紧，有望支撑产品价格延续上行。

● 维生素供给集中，2024年出口高增+养殖改善，供给扰动或支撑VE继续上行

(1) VA供给端：全球VA（50万IU/g）产能4.39万吨，包括：巴斯夫1.44万吨、新和成0.8万吨、帝斯曼0.75万吨、浙江医药0.5万吨、安迪苏0.5万吨、金达威0.4万吨，产能占比分别为33%、18%、17%、11%、11%、9%，规划新增产能包括浙江医药0.24万吨、天新药业0.1万吨，此外，万华化学规划4.8万吨柠檬醛及其衍生物一体化项目，而柠檬醛是生产VA及紫罗兰酮、甲基紫罗兰酮、香茅醇、香叶醇等的重要中间体。**(2) VE供给端：**全球VE油产能15万吨，包括：新和成3万吨、帝斯曼3万吨、能特科技3万吨、巴斯夫2万吨、浙江医药2万吨、海嘉诺1万吨、吉林北沙1万吨，产能占比分别为20%、20%、20%、13%、13%、7%、7%，规划新增产能包括花园生物1万吨。**(3) 进出口：**据Wind数据，2024年1-8月，VA出口量4112吨、同比+28%；VE出口量7.2万吨、同比+31%，此外VE在1-8月各月出口量均高于2019-2023年各月出口量均值。**(4) 2024Q3维生素E价格大幅上涨后回落，10月18日市场开始止跌。**据博亚和讯及饲料巴巴公众号等，复盘VA、VE价格，需求端主要用于饲料添加剂，供给端扰动对产品价格影响较大，其中2017-2018年期间因巴斯夫路德维西港柠檬醛装置事故叠加帝斯曼瑞士工厂事故，VA(50万IU/g)、VE(50%)价格最高分别达到1,425、125元/公斤。**2024年以来**，维生素供给端扰动不断带动产品价格底部上行，据Wind数据，7月29日巴斯夫火灾事故后VA、VE价格大幅上行，8月25日最高分别达到330、162.5元/公斤，此后由于市场需求不佳，巴斯夫9月5日更新关于相关产品进行第二波库存数量分配，加上贸易商降价出货、海外市场价格下跌等因素影响，截至10月18日VA、VE报价震荡回落至155、125元/公斤，分别处于2008年4月以来的49.5%、78.9%历史分位，较2023年均价分别上涨85%、78%。据百川盈孚数据，10月18日VE开始止跌，市场多数开始停报观望，部分参考成交价上涨至120-125元/公斤左右，且观望惜售情绪浓厚，部分报价上涨至130元/公斤及以上。我们认为，随着下游养殖业盈利改善叠加海外巴斯夫的维生素产能供给不确定性，行业供需改善或带动维生素E景气继续上行、企业盈利修复。推荐标的：新和成。受益标的：浙江医药等。

● **风险提示：**停产复产进展不确定性、需求不及预期、安全环保生产等。

附图 1: 巴斯夫拥有 VA (50 万 IU/g) 1.44 万吨、VE 油 2 万吨, 全球产能占比分别为 33%、13%

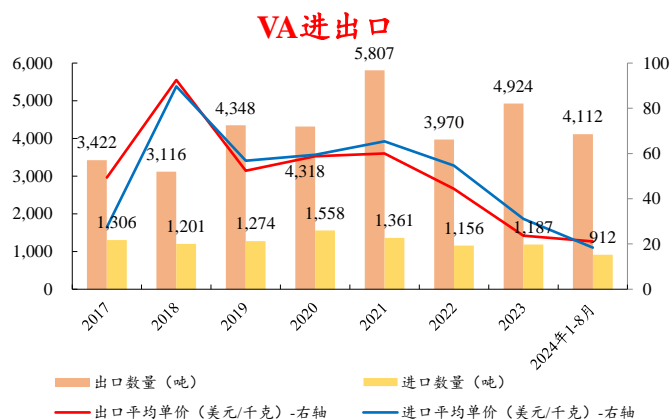
公司名称	新和成	浙江医药	金达威	花园生物	兄弟科技	亿帆医药	天新药业	广济药业	梅花生物	振华股份	安迪苏	能特科技	海嘉诺	吉林北沙	巴斯夫	帝斯曼	现有产能	远期产能
证券代码	002001.SZ	600216.SH	002626.SZ	300401.SZ	002562.SZ	002019.SZ	603235.SH	000952.SZ	600873.SH	603067.SH	600299.SH	002102.SZ						
总市值 (亿元)	738.7	163.7	89.7	81.0	43.0	143.8	121.7	19.4	282.4	58.4	296.1	68.5						
VA (50万IU/g)	8000	5000 (在建2400)	4000	在建6000			在建335+665				5000						43900	53300
VE油	30000	20000		在建10000								30000	10000	10000	20000	30000	150000	160000
VD3 (50万IU/g)	2000	150	1600	2000									250				6000	6000
25-羟基VD3				3.41 (原)														
VB1					3200			在建67000										
VB2									4000	1000								
VB3 (烟酸)					13000 (在建13000)													
VB5 (泛酸钙)				在建10000	5000	8000 (在建12010)	在建2000+5000											
VB6	6000 (在建700)			在建2000+3000		在建2500	6500	1000					2000					
VB7 (2%生物素)	120	30		在建7060		在建120	90 (折纯)						50 (在建2000)					
VB12 (1%含量)	3000																	
VC	45000																	
VK2			100															
VK3	在建5000				3000					2700								
辅酶Q10	300	有产品, 产能未知	320-620					有产品										

数据来源: Wind、博亚和讯、各公司公告等、项目环评报告等、开源证券研究所 (注: 产能单位吨/年; 总市值数据截至 2024 年 10 月 18 日)

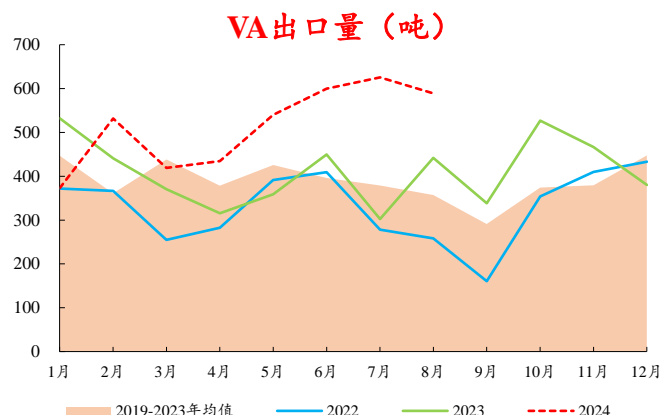
附图 2: 维生素产能/市值弹性表: 新和成维生素种类丰富、产能规模领先

证券简称	产品	2024年10月18日		年产能 (吨)	2024年10月18日 总市值 (亿元)	产能/总市值 (吨/亿元)	每上涨1元/公斤增厚净利润 (万元, 25%所得税)
		中国市场报价 (元/公斤)	历史分位 (2008年4月以来)				
新和成	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	8000	738.7	10.8	600
	VE油	250.0	78.9%	30000		40.6	2250
	VD3 (50万IU/g)	237.5	76.1%	2000		2.7	150
	VB6	162.5	65.3%	6000		8.1	450
	VB7 (2%生物素)	36.0	3.7%	120		0.2	9
	VB12 (1%含量)	113.0	10.7%	3000		4.1	225
	蛋氨酸 (固体)	20.5	28.6%	30万吨		406.1	22500
浙江医药	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	5000	163.7	30.5	375
	VE油	155.0	78.9%	20000		122.2	1500
	VB7 (2%生物素)	36.0	3.7%	30		0.2	2
能特科技	VE油	250.0	78.9%	30000	68.5	438.1	2250
安迪苏	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	5000	296.1	16.9	375
花园生物	VD3 (50万IU/g)	237.5	76.1%	2000	81.0	24.7	150
	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	4000		44.6	300
	VD3 (50万IU/g)	237.5	78.9%	1600		17.8	120
金达威	VD3 (50万IU/g)	237.5	78.9%	1600	89.7	17.8	120
	VK2			100		1.1	8
	VB1	201.0	77.6%	3200		74.5	240
兄弟科技	VB5 (泛酸钙)	56.0	14.3%	5000	43.0	116.4	375
	VK3	120.0	77.9%	3000		69.8	225
	VB7 (2%生物素)	36.0	3.7%	120		0.2	9
振华股份	VK3	120.0	77.9%	2700	58.4	46.2	203
梅花生物	VB2	104.0	23.7%	1000	282.4	3.5	75
广济药业	VB2	104.0	23.7%	4000	19.4	206.4	300
	VB6	162.5	65.3%	1000		51.6	75
	VB12 (1%含量)	113.0	10.7%	1000		51.6	75
天新药业	VB1	201.0	77.6%	7000	121.7	57.5	525
	VB6	162.5	65.3%	6500		53.4	488
	VB7 (2%生物素)	36.0	3.7%	4500		37.0	338
巴斯夫	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	14400			1080
	VE油	250.0	78.9%	20000			1500
帝斯曼	VA (50万IU/g)	155.0	49.5%	7500			563
	VE油	250.0	78.9%	30000			2250

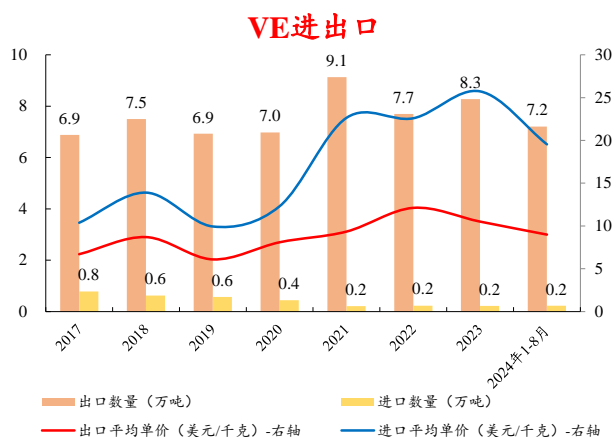
数据来源: Wind、博亚和讯、各公司公告、项目环评报告等、开源证券研究所

附图 3：2024 年 1-8 月，VA 出口量同比增长 28%


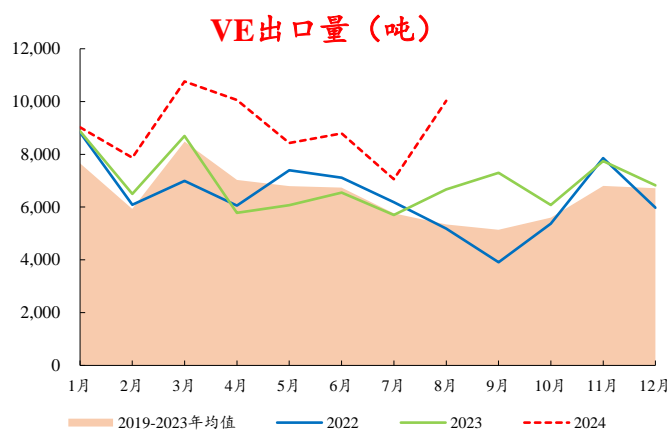
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2024 年 4-8 月，VA 月出口量高于 2019-2023 同期均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：2024 年 1-8 月，VE 出口量同比增长 31%


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：2024 年 1-8 月，VE 月出口量高于 2019-2023 同期均值


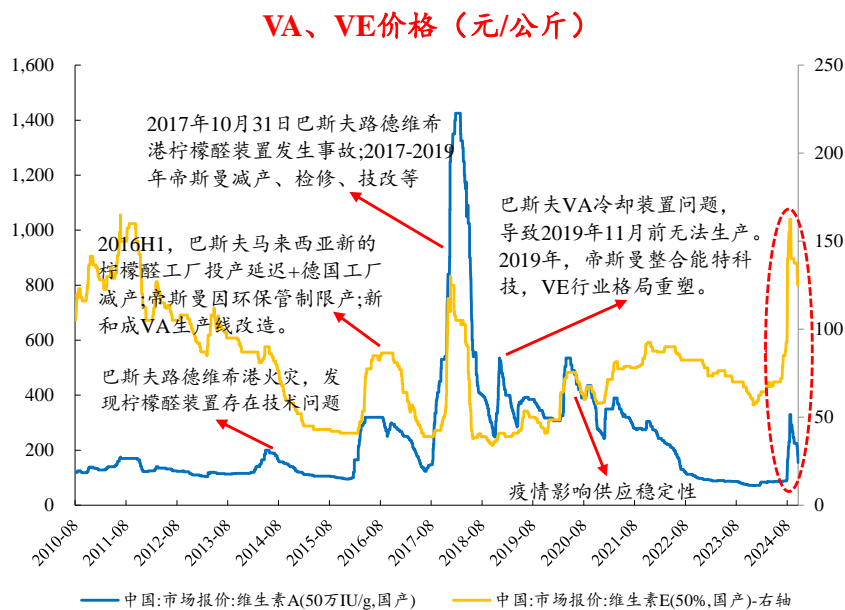
数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1: 2024 年以来, VA、VE、VD3、VK3 季度均价震荡上行

年份	VA (50 万 IU/g)	VE (50%)	VD3 (50 万 IU/g)	VB1 (98%)	VB2 (80%)	VB2 (烟酸, 99%)	VB5 (泛酸钙, 98%)	VB6 (98%)	VB7 (生物素, 2%)	VB12 (液相 1%)	VC 磷脂 酸(35%)	VK3 (MSB96%)
2007Y	109	83	65	147	701		160	145	185	240		
2008Y	222	191	55	146	202	108	99	151	273	260	56	144
2009Y	144	171	153	127	127	75	55	134	94	203	38	84
2010Y	135	140	204	105	134	71	56	131	76	202	30	58
2011Y	149	138	231	157	145	64	60	232	133	181	25	99
2012Y	125	108	145	149	140	41	57	170	127	150	19	97
2013Y	114	95	85	114	129	40	58	146	77	147	18	79
2014Y	154	75	123	148	127	41	110	157	83	141	18	60
2015Y	105	43	96	201	145	44	62	165	84	195	18	62
2016Y	272	72	97	319	260	40	278	237	78	207	19	60
2017Y	348	56	268	457	273	67	403	322	122	337	36	139
2018Y	721	60	412	329	252	35	156	328	85	405	24	85
2019Y	360	45	234	180	123	43	314	167	66	204	17	84
2020Y	390	64	175	191	99	51	213	140	181	156	17	80
2021Y	316	80	114	174	97	54	82	138	69	155	23	88
2022Y	160	85	73	143	90	41	273	125	56	123	23	186
2023Y	84	70	56	116	98	43	103	134	40	100	16	87
2024Q1	82	65	57	150	101	38	57	145	34	102	18	81
2024Q2	86	70	60	171	104	39	57	150	33	108	20	98
2024Q3	194	125	227	196	104	45	55	157	35	112	20	115
2024Y (截至 10 月 18 日)	126	90	124	174	103	41	56	152	34	108	19	100
2024 年 10 月 18 日	155	125	238	201	104	49	56	163	36	113	21	120
历史分位	49.5%	78.9%	76.1%	77.6%	23.7%	53.6%	14.3%	65.3%	3.7%	10.7%	57.3%	77.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2024Y 数据区间为 2024 年 1 月 1 日-10 月 18 日)

附图 7: 复盘 VE 价格: 主要受供给端影响, 2024Q3 价格大幅上涨后回落



数据来源: Wind、博亚和讯、饲料行业信息网、中国饲料工业协会等、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn