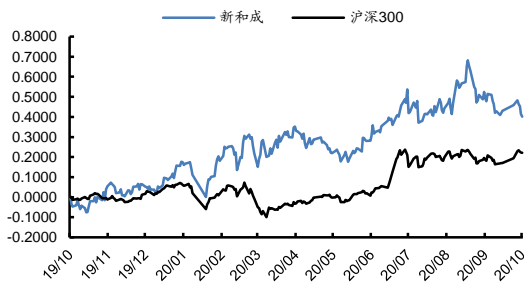


研究所

证券分析师：卢昊 S0350520050003
021-60338172 luh@ghzq.com.cn
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-61981318 daipj@ghzq.com.cn
联系人：袁帅 S0350120060022
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

三季度略低于预期，新产能投产打开成长空间 ——新和成（002001）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新和成	-8.0	-8.8	41.5
沪深300	2.9	6.1	22.2

市场数据

	2020-10-16
当前价格（元）	29.20
52周价格区间（元）	19.42 - 35.67
总市值（百万）	62740.94
流通市值（百万）	61947.26
总股本（万股）	214866.23
流通股（万股）	212148.14
日均成交额（百万）	806.56
近一月换手（%）	16.85

相关报告

《新和成（002001）中报点评：维生素涨价提升业绩，新项目带来高成长性》——2020-08-30
《新和成（002001）深度报告：打造精细化工产品产品群，精细化工龙头蓄势待发》——2020-07-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2020年10月14日，新和成发布2020Q3业绩预告：公司2020Q1-Q3实现归母净利润29.2-30.3亿元，同比+71.7%~78.2%，其中Q3单季度实现归母净利润7.1-8.2亿元，同比+30%~50%，环比-46%~-37%。

同时，公司公告称10万吨蛋氨酸产能和黑龙江生物发酵项目（一期）两大项目近期正式投产，开始为公司贡献营收。

投资要点：

■ **短期维生素价格下滑，生猪养殖回暖支撑长期需求。**公司2020Q3单季度业绩7.1-8.2亿元，环比出现下滑。原因在于维生素价格出现下跌，2020Q3维生素A均价410.2元/千克，同比下降16.2%，维生素E均价65.2元/千克，同比下降12.0%，维生素D3均价166.3元/千克，同比下降40.2%，生物素均价137.7元/千克，同比下降47.9%。前期由于BASF产能受影响和主流厂商纷纷检修，贸易商选择囤货，导致下游库存高企，影响了2020Q3维生素的销量。但长期来看，生猪养殖回暖对饲料需求提升的确定性高，将支撑维生素价格。同时，维生素E的行业格局改善得以确认，价格中枢提升，长期利好公司盈利。我们认为，下游库存消化完毕后，维生素将迎来量价齐升。

■ **公司10万吨蛋氨酸新产能正式投产，2020Q4开始为公司贡献利润。**虽然2020年10月9日商务部公告称收到宁夏紫光撤回蛋氨酸反倾销调查的申请，蛋氨酸反倾销预期落空，但蛋氨酸价格长期处于底部是不可持续的，目前的价格已到住友等企业的盈亏线。未来蛋氨酸行业可能出现两种情况：1.生产企业选择控量保价，提升价格。2.亏损企业逐步退出市场，行业格局改善。以新和成、安迪苏为代表的国内企业在成本端较赢创、住友、诺伟司等外企有明显优势。我们认为，无论出现以上哪一种情况，对于新和成来说都是利好。成本优势是新和成蛋氨酸项目最大的护城河。

■ **布局生物发酵领域，黑龙江生物发酵产业园项目投产。**生物发酵相比化学合成有其独特的优势，未来可能是颠覆性的技术。历史上，维生素C的生物发酵法出现后，由于其成本优势明显，化学合成法维生素C逐步被淘汰。新和成建设黑龙江生物发酵产业园项目是一项

战略布局，该项目生产辅酶 Q10、VC 等人用营养品。黑龙江生物发酵产业园项目两期共计划投资 50 亿元。是新和成在生物发酵领域的重要尝试，为公司生物发酵产业化积累经验，未来有可能将生物发酵法引入其他产品的生产中。

- **盈利预测和投资评级：**公司短期业绩受维生素价格波动影响，但维生素需求的长期逻辑仍在，不畏短期波动。公司保持高额资本开支，未来在香精香料、蛋氨酸、新材料、生物发酵和原料药等多个业务线上均有新产能投放，看好其成长性。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.78、1.89 和 2.27 元/股，对应 PE 分别为 16.4、15.4 和 12.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格大幅下跌；下游需求萎缩；行业内竞争格局恶化风险；相关产品进口替代不及预期；公司规划产能释放进度具有不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	7621	10796	13255	16761
增长率(%)	-12.2%	41.7%	22.8%	26.5%
归母净利润（百万元）	2169	3820	4065	4878
增长率(%)	-30%	76%	6%	20%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.78	1.89	2.27
ROE(%)	12.83%	20.29%	19.46%	20.68%

资料来源：Wind、国海证券研究所

附表：新和成盈利预测表

证券代码:	002001.SZ				股价:	29.20	投资评级:	买入	日期:	2020-10-16		
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值				2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标							
ROE	13%	20%	19%	21%	EPS				1.01	1.78	1.89	2.27
毛利率	47%	57%	51%	49%	BVPS				7.84	8.73	9.68	10.92
期间费率	11%	12%	11%	11%	估值							
销售净利率	28%	35%	31%	29%	P/E				28.93	16.43	15.44	12.86
成长能力					P/B				3.72	3.34	3.02	2.67
收入增长率	-12%	42%	23%	26%	P/S				8.23	5.81	4.73	3.74
利润增长率	-30%	76%	6%	20%								
营运能力					利润表 (百万元)				2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.27	0.32	0.36	0.41	营业收入				7621	10796	13255	16761
应收账款周转率	3.72	4.39	4.39	4.39	营业成本				4018	4674	6511	8596
存货周转率	1.98	2.22	2.22	2.22	营业税金及附加				97	140	172	218
偿债能力					销售费用				232	324	398	503
资产负债率	41%	45%	43%	43%	管理费用				375	529	650	821
流动比	1.86	2.03	1.81	1.88	财务费用				159	309	297	283
速动比	1.56	1.74	1.47	1.52	其他费用/(-收入)				193	197	190	200
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润				2567	4531	4821	5786
现金及现金等价物	3422	3976	2616	3353	营业外净收支				2	0	0	0
应收款项	2049	2459	3019	3817	利润总额				2569	4531	4821	5786
存货净额	2033	2172	3015	3976	所得税费用				392	692	736	883
其他流动资产	5067	6594	7777	9464	净利润				2177	3839	4085	4902
流动资产合计	12571	15201	16428	20611	少数股东损益				8	19	20	25
固定资产	7769	9492	11043	11938	归属于母公司净利润				2169	3820	4065	4878
在建工程	6104	6604	6104	5104	现金流量表 (百万元)				2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	1314	1183	1065	958	经营活动现金流				2102	3401	4196	4542
长期股权投资	281	281	281	281	净利润				2177	3839	4085	4902
资产总计	28502	34142	36804	41363	少数股东权益				8	19	20	25
短期借款	3235	3235	3235	3235	折旧摊销				559	908	1067	1211
应付款项	2356	2823	3918	5168	公允价值变动				(1)	0	0	0
预收帐款	34	47	58	74	营运资金变动				(640)	(1366)	(977)	(1595)
其他流动负债	1150	1381	1883	2470	投资活动现金流				(4363)	(4050)	(2621)	(1693)
流动负债合计	6774	7486	9095	10946	资本支出				(5004)	(3131)	(2118)	(1106)
长期借款及应付债券	3898	6898	5898	5898	长期投资				(41)	0	0	0
其他长期负债	929	929	929	929	其他				683	(918)	(503)	(587)
长期负债合计	4827	7827	6827	6827	筹资活动现金流				3058	1204	(2932)	(2109)
负债合计	11601	15312	15922	17773	债务融资				4852	3000	(1000)	0
股本	2149	2149	2149	2149	权益融资				0	0	0	0
股东权益	16901	18830	20882	23590	其它				(1794)	(1796)	(1932)	(2109)
负债和股东权益总计	28502	34142	36804	41363	现金净增加额				798	555	(1357)	740

资料来源: Wind、国海证券研究所

【化工组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4 年大型化工企业技术和管理工作经验，3 年化工行业研究经验，化工新材料组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，12 年证券行业从业经历，目前负责化工等行业研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020 年加入国海证券。

【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。