

# 维生素业务量价齐升，关注公司在精细化工品方面的成长性

## ——新和成(002001.SZ) 2020年半年报点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 32.77 元

### 分析师

肖亚平 (执业证书编号: S0930519050006)

021-52523809

[xiaoyaping@ebsecn.com](mailto:xiaoyaping@ebsecn.com)

裴孝锋 (执业证书编号: S0930517050001)

021-52523535

[qiuXF@ebsecn.com](mailto:qiuXF@ebsecn.com)

### 市场数据

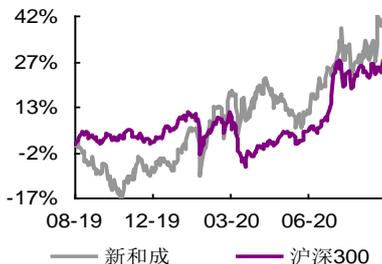
总股本(亿股): 21.49

总市值(亿元): 704.12

一年最低/最高(元): 19.07/33.40

近3月换手率: 111.17%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.65	7.36	14.71
绝对	11.08	31.91	41.47

资料来源: Wind

### 相关研报

业绩超预期, 继续看好饲料添加剂行业高景气, 成长仍是主旋律——新和成(002001.SZ) 2020年半年报业绩预告点评

..... 2020-06-23

公司多个产品价格有望维持高位, 业绩可期, 成长仍是主旋律——新和成(002001.SZ) 2019年报暨2020年一季报点评

..... 2020-04-29

业绩超预期, 继续看好饲料添加剂行业高景气——新和成(002001.SZ) 2020年一季报业绩预告点评

..... 2020-04-13

**事件:** 新和成披露2020年半年报, 公司营业收入52.90亿元, 同比增长36.8%, 净利润为22.12亿元, 同比增长91.4%, 扣非后净利润为21.15亿元, 同比增长100.2%。对应公司2020年第二季度营业收入26.71亿元, 同比增长31.5%, 净利润为13.11亿元, 同比增长103.3%, 扣非后净利润为12.35亿元, 同比增长115.0%。

### 点评:

1. **维生素业务量价齐升。**公司净利润大幅增长, 主要得益于公司维生素A、维生素E、生物素等产品量价齐升以及香精香料、新材料业务增长。据Wind数据, 维生素E/维生素A/生物素20年Q1均价分别为60/368/257元/千克, 分别同比上年同期上涨51%/-2%/373%; 20年Q2均价分别为74/489/264元/千克, 分别同比上年同期上涨58%/35%/373%。

2. **各板块业务良性增长。**2020年上半年, 公司营养品系列产品收入37.21亿元, 同比增长54.40%, 毛利率64.31%, 同比上升17.70PCT。香精香料系列产品收入10.53亿元, 同比增长15.43%, 毛利率56.76%, 同比下降2.65PCT, 香精香料业务在保持高毛利率的同时, 营业收入仍保持较高增速。新材料系列产品收入3.11亿元, 同比下降0.50%, 毛利率42.74%, 同比上升15.71PCT, 新材料业务毛利率有较大幅度改善。

3. **维生素A、E和D3价格有望维持强势, 利好公司业绩。**

**需求端:** 8月开始维生素逐步进入传统旺季; 国内生猪存栏明显回升, 国内维生素需求较去年明显改善。海外新冠疫情进入常态化, 从恐慌转为持久战, 屠宰业和养殖业逐步进入新常态, 海外维生素需求回暖。

**供给端:** 国内和国外部分维生素企业维生素E和维生素A装置检修时间长于往年2-4周检修时间。能特科技与DSM的行业整合对维生素E行业格局影响深远, 受疫情影响, 能特改造完成时间预计延后, 维生素E全球供给收紧; BASF 6月公布维生素A生产线故障, 影响三季度订单, 维生素A供给收缩; 维生素D3国标7月1日执行, 脑干胆固醇强制退出维生素D3原料市场, 供给收缩。

**渠道:** 春节过后, 疫情恐慌下, 国内和海外维生素补库, 透支短期需求, 随着近期库存消耗, 渠道和终端库下降。

公司拥有10000吨维生素A粉、40000吨维生素E粉、1000吨维生素D3粉产能, 后期维生素A、E和D3价格有望维持强势, 利好公司业绩。

4. **公司维生素业务坚持做大做强, 有望实现维生素单体全品类覆盖。**公司维生素A、维生素E、维生素D3、生物素、虾青素等脂溶性维生素品种产能位居全球前列, 公司在黑龙江生物发酵基地规划有维生素C, 维生素B2、维生素B6、维生素B12等水溶性维生素品种, 将丰富公司维生素产品种类, 有望实现维生素单体全品类覆盖, 进一步增强公司在维生素领域的竞争优势。

## 5. 精细化工品持续投入，有望逐步进入收获期。

公司在黑龙江布局生物发酵基地，基地具有原材料优势，公司维生素 C 和辅酶 Q10 于 2019 年下半年进入试生产阶段，开工率逐步提升，有望贡献利润。

公司蛋氨酸项目位于山东潍坊，一期 5 万吨固体蛋氨酸项已达产，二期 10 万吨项目处于试生产。三期 15 万吨建设明确实施规划，有望开工建设。30 万吨蛋氨酸项目全部投产，公司有望成为全球第三大蛋氨酸企业。

香精香料：公司香精香料板块收入持续增长，公司在柠檬醛系列、芳樟醇系列的基础上，逐步多元化，不断推出一体化、系列化、协同化香料新品种。

新材料：公司新材料板块以 PPS 和 PPA 的基础上，坚持一体化、系列化发展思路，重点发展大产品，构建化工聚合、特种纤维、应用加工等技术平台。

同时公司依托现有新昌、上虞、山东和黑龙江生产基地，将协同化、系列化发展原料药及中间体。

上述新项目将构成公司未来重要增量。

### ◆盈利预测、估值与评级

我们维持 2020-2022 年业绩预测，预计公司 20-22 年净利润分别为 48.11/49.28/52.00 亿元，EPS 为 2.24/2.29/2.42 元。目前股价对应 2020 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

安全生产风险、产品价格下跌风险、产能过剩的风险、蛋氨酸产能投放低于预期、养殖业等下游需求变弱、原材料价格波动、疫情对全球经济大幅影响、全球经济持续低于预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,683	7,621	12,612	14,031	15,439
营业收入增长率	39.27%	-12.23%	65.49%	11.25%	10.03%
净利润（百万元）	3,079	2,169	4,811	4,928	5,200
净利润增长率	80.64%	-29.56%	121.86%	2.43%	5.51%
EPS（元）	1.43	1.01	2.24	2.29	2.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.04%	12.87%	23.37%	21.33%	20.13%
P/E	23	32	15	14	14
P/B	4.4	4.2	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 31 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,683	7,621	12,612	14,031	15,439
营业成本	4,049	4,018	5,232	6,376	7,407
折旧和摊销	458	559	602	770	933
税金及附加	144	97	160	178	196
销售费用	252	232	308	325	342
管理费用	351	375	413	437	455
研发费用	457	434	643	689	722
财务费用	24	159	372	516	498
投资收益	169	177	142	142	142
营业利润	3,630	2,567	5,601	5,750	6,070
利润总额	3,640	2,569	5,688	5,827	6,147
所得税	541	392	869	890	939
净利润	3,098	2,177	4,819	4,937	5,208
少数股东损益	20	8	8	9	9
归属母公司净利润	3,079	2,169	4,811	4,928	5,200
EPS(按最新股本计)	1.43	1.01	2.24	2.29	2.42

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,660	2,102	3,318	5,802	6,222
净利润	3,079	2,169	4,811	4,928	5,200
折旧摊销	458	559	602	770	933
净营运资金增加	4,041	-1,487	3,760	700	696
其他	-3,917	861	-5,855	-596	-606
投资活动产生现金流	-8,249	-4,363	-1,477	-2,883	-2,358
净资本支出	-4,888	-4,533	-3,000	-3,000	-2,500
长期投资变化	240	281	0	0	0
其他资产变化	-3,600	-111	1,523	117	142
融资活动现金流	-308	3,058	-1,481	-2,494	-3,442
股本变化	885	0	0	0	0
债务净变化	618	4,866	-35	432	-475
无息负债变化	916	1,015	-64	556	508
净现金流	-4,826	814	361	426	422

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	53.4%	47.3%	58.5%	54.6%	52.0%
EBITDA 率	45.5%	41.1%	52.0%	49.2%	47.8%
EBIT 率	40.2%	33.8%	47.2%	43.7%	41.7%
税前净利润率	41.9%	33.7%	45.1%	41.5%	39.8%
归母净利润率	35.5%	28.5%	38.1%	35.1%	33.7%
ROA	14.1%	7.6%	15.0%	13.8%	13.6%
ROE (摊薄)	19.0%	12.9%	23.4%	21.3%	20.1%
经营性 ROIC	15.8%	10.0%	18.0%	16.8%	16.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	26%	41%	36%	35%	33%
流动比率	2.34	1.86	2.40	2.46	2.82
速动比率	2.02	1.56	2.04	2.04	2.31
归母权益/有息债务	5.54	2.16	2.66	2.82	3.35
有形资产/有息债务	7.06	3.48	3.97	4.20	4.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	21,935	28,502	32,148	35,664	38,437
货币资金	2,611	3,422	3,784	4,209	4,632
交易性金融资产	0	1,400	10	10	10
应收账款	1,707	1,561	2,396	2,666	2,933
应收票据	394	292	504	561	618
其他应收款(合计)	165	196	315	351	386
存货	1,446	2,033	2,093	2,550	2,963
其他流动资产	4,321	3,613	4,612	4,612	4,612
流动资产合计	10,678	12,571	13,827	15,083	16,287
其他权益工具	0	25	25	25	25
长期股权投资	240	281	281	281	281
固定资产	5,351	7,769	9,844	11,763	13,341
在建工程	3,518	6,104	6,153	6,190	5,955
无形资产	1,243	1,314	1,288	1,262	1,237
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	793	368	368	368	368
非流动资产合计	11,257	15,931	18,321	20,580	22,150
总负债	5,720	11,601	11,503	12,491	12,524
短期借款	1,893	3,235	2,755	2,587	1,712
应付账款	1,037	1,649	1,570	1,913	2,222
应付票据	341	706	523	638	741
预收账款	19	34	50	56	62
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,567	6,774	5,753	6,141	5,774
长期借款	388	3,898	4,898	5,498	5,898
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	743	850	850	850	850
非流动负债合计	1,152	4,827	5,749	6,349	6,749
股东权益	16,215	16,901	20,645	23,173	25,913
股本	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
公积金	5,371	5,480	5,602	5,602	5,602
未分配利润	8,621	9,177	12,791	15,310	18,041
归属母公司权益	16,170	16,848	20,585	23,104	25,835
少数股东权益	45	52	60	69	78

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.90%	3.05%	2.44%	2.32%	2.21%
管理费用率	4.04%	4.92%	3.27%	3.12%	2.95%
财务费用率	0.28%	2.09%	2.95%	3.68%	3.23%
研发费用率	5.26%	5.70%	5.10%	4.91%	4.68%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.70	0.50	1.12	1.15	1.21
每股经营现金流	1.70	0.98	1.54	2.70	2.90
每股净资产	7.53	7.84	9.58	10.75	12.02
每股销售收入	4.04	3.55	5.87	6.53	7.19

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	23	32	15	14	14
PB	4.4	4.2	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	18.5	24.1	11.9	11.4	10.6
股息率	2.1%	1.5%	3.4%	3.5%	3.7%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼