

2020年08月30日

公司研究

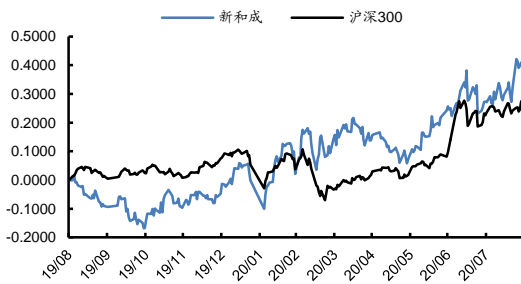
评级：买入（维持）

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

维生素涨价提升业绩，新项目带来高成长性 ——新和成（002001）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新和成	10.8	31.4	40.2
沪深300	4.0	25.3	27.5

市场数据	2020-08-28
当前价格（元）	32.65
52周价格区间（元）	19.42 - 33.40
总市值（百万）	70153.82
流通市值（百万）	69266.37
总股本（万股）	214866.23
流通股（万股）	212148.14
日均成交额（百万）	765.36
近一月换手（%）	40.36

相关报告

《新和成（002001）深度报告：打造精细化学产品产品群，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：

8月27日，新和成发布中报：2020年H1，公司实现营业收入52.9亿元，同比+36.8%，实现归母净利润22.1亿元，同比+91.4%，扣非后净利润21.2亿元，同比+100.2%；其中2季度实现营业收入26.7亿元，同比+31.5%，实现归母净利润13.1亿元，同比+103.2%，扣非后净利润12.4亿元，同比+115.0%。

分业务来看，营养品业务实现营收37.2亿元，同比+54.4%，毛利率63.4%，同比上升17.7个pct；香精香料业务实现营收10.5亿元，同比+15.5%，毛利率56.8%，同比下降2.7个pct；新材料业务实现营收3.1亿元，同比-0.6%，毛利率42.7%，同比上升15.7个pct。2020H1营养品和新材料两大业务的毛利率均大幅上升。

投资要点：

- **维生素量价齐升，助力业绩增长。**受下游饲料需求回暖和新冠疫情影响海外维生素供应的双重作用，2020H1主要维生素产品价格出现大幅上涨，VA价格从年初的300元/千克上涨至最高535元/千克，VE价格从年初的48元/千克上涨至最高75元/千克，VD3价格从年初的92元/千克上涨至最高425元/千克。公司维生素产品在2020H1实现量价齐升。短期来看，营养品业务占总营收的比例较大，上升至70.3%，业绩受维生素价格的影响较大。长期来看，VA行业的供需格局依旧良好，VE行业因DSM收购能特后集中度提升，我们认为VA价格将相对稳定，VE价格有望上行。
- **新材料业务毛利大幅提升，未来拥有巨大潜力。**公司目前拥有1.5万吨PPS产能，2020H1新材料业务的毛利为42.7%，同比上升15.7个pct。毛利大幅上升的原因在于公司通过技改不断改进产品工艺，提升产品性能，降低生产成本。PPS材料在新应用领域开拓顺利，公司订单稳定。2020年8月11日，公司公告称拟分别以自有资金1798万元和2284万元收购绍兴纳岩材料科技有限公司和绍兴勤进新材料有限公司100%股权，以发展PPS造粒业务、长玻璃增强业务、PPS薄膜和挤出业务，为新材料下游应用加工提供保障，进一步提升产品竞争力。
- **蛋氨酸项目已试生产，价格有望因反倾销而提升。**2020H1公司新建

的 10 万吨蛋氨酸项目已进入试生产阶段，达产后蛋氨酸产能将达到 15 万吨，能有效缓解我国蛋氨酸的进口依赖。当前蛋氨酸价格处于历史低谷，固体蛋氨酸 1.8 万元/吨，液体蛋氨酸 1.5 万元/吨，行业整体承压，未来价格继续下行的空间不大。2020 年 10 月 10 日前商务部蛋氨酸反倾销调查结果即将公布，若反倾销胜诉，蛋氨酸价格有望回升。公司未来还有 15 万吨蛋氨酸规划产能，根据环评规划预计 2022 年 6 月投产，全部投产后将贡献大量现金流。

- **香精香料业绩持续增长，看好新项目带来的长期成长性。**香精香料业务实现营收 10.5 亿元，同比+15.5%，毛利率 56.8%，保持稳健增长。未来公司还有“年产 4 万吨香精香料系列产品项目”和“年产 9000 吨麦芽酚、8000 吨桂醛、1600 吨女贞醛、1000 吨苯乐戊醇、100 吨乙酸己酯及多功能建设项目”计划建设，总投资共计 9.6 亿元。在人用营养品领域，公司的黑龙江生物发酵产业园项目一期已进入试生产阶段，该项目将生产辅酶 Q10、VC、蛋白粉等人用营养品。黑龙江生物发酵产业园项目两期共计划投资 50 亿元。我们看好新建项目给公司带来的成长性，消费属性产品将弱化维生素周期对公司盈利能力的影 响。
- **盈利预测和投资评级：**公司致力于打造精细化学品平台，新项目将弱化周期对公司营收的影响。香精香料、新材料、蛋氨酸、生物发酵等项目将打开公司成长空间。基于公司中报，我们上调公司的盈利预期，基于审慎性原则，暂不考虑收购绍兴纳岩材料科技有限公司和绍兴勤进新材料有限公司 100% 股权对公司业绩的影响，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.82、1.96 和 2.32 元/股，对应 PE 分别为 17.93、16.67 和 14.07 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目推进进度不及预期；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；公司相关收购进程的不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	7621	10796	13168	16636
增长率(%)	-12.2%	41.7%	22.0%	26.3%
归母净利润（百万元）	2169	3914	4209	4987
增长率(%)	-30%	80%	8%	18%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.82	1.96	2.32
ROE(%)	12.83%	20.73%	20.04%	20.98%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新和成盈利预测表（暂不考虑对绍兴纳岩和绍兴勤进的收购）

证券代码:	002001.SZ				股价:	32.65	投资评级:	买入	日期:	2020-8-28
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%	21%	20%	21%	EPS	1.01	1.82	1.96	2.32	
毛利率	47%	58%	52%	50%	BVPS	7.84	8.75	9.73	11.01	
期间费率	11%	12%	11%	11%	估值					
销售净利率	28%	36%	32%	30%	P/E	32.35	17.93	16.67	14.07	
成长能力					P/B	4.16	3.73	3.36	2.97	
收入增长率	-12%	42%	22%	26%	P/S	9.21	6.50	5.33	4.22	
利润增长率	-30%	80%	8%	18%						
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	0.40	营业收入	7621	10796	13168	16636	
应收账款周转率	3.72	4.39	4.39	4.39	营业成本	4018	4563	6267	8364	
存货周转率	1.98	2.22	2.22	2.22	营业税金及附加	97	140	171	216	
偿债能力					销售费用	232	324	395	499	
资产负债率	41%	45%	43%	43%	管理费用	375	529	645	815	
流动比	1.86	2.05	1.85	1.92	财务费用	159	309	294	279	
速动比	1.56	1.77	1.52	1.56	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	4642	4993	5914	
现金及现金等价物	3422	4008	2765	3590	营业外净收支	2	0	0	0	
应收款项	2049	2459	2999	3789	利润总额	2569	4642	4993	5914	
存货净额	2033	2122	2904	3871	所得税费用	392	709	762	903	
其他流动资产	5067	6594	7736	9404	净利润	2177	3933	4230	5012	
流动资产合计	12571	15183	16404	20654	少数股东损益	8	20	21	25	
固定资产	7769	9492	11043	11938	归属于母公司净利润	2169	3914	4209	4987	
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	3454	4351	4682	
长期股权投资	281	281	281	281	净利润	2177	3933	4230	5012	
资产总计	28502	34097	36719	41347	少数股东权益	8	20	21	25	
短期借款	3235	3235	3235	3235	折旧摊销	559	908	1067	1211	
应付款项	2356	2758	3775	5031	公允价值变动	(1)	0	0	0	
预收帐款	34	47	58	73	营运资金变动	(640)	(1407)	(968)	(1565)	
其他流动负债	1150	1354	1822	2411	投资活动现金流	(4363)	(4023)	(2587)	(1695)	
流动负债合计	6774	7394	8889	10749	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	(891)	(468)	(589)	
长期负债合计	4827	7827	6827	6827	筹资活动现金流	3058	1157	(3005)	(2158)	
负债合计	11601	15220	15716	17576	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	18877	21003	23771	其它	(1794)	(1843)	(2005)	(2158)	
负债和股东权益总计	28502	34097	36719	41346	现金净增加额	798	588	(1240)	829	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工新材料组介绍】

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。