

医药生物

2019年05月15日

新和成 (002001)

——VA、VE、蛋氨酸相继上涨，业绩有望增厚

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2019年05月14日

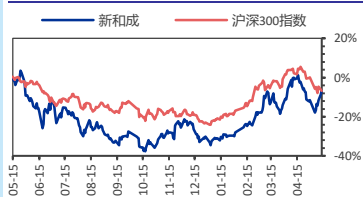
收盘价(元)	20.07
一年内最高/最低(元)	38.67/13.12
市净率	2.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	42578
上证指数/深证成指	2883.61/9038.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年03月31日

每股净资产(元)	7.76
资产负债率%	28.79
总股本/流通A股(百万)	2149/2121
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新和成(002001)点评：业绩符合预期，未来VE、蛋氨酸价格有望底部回升》
2019/04/29

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

沈衡 A0230518090001
shenheng@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件**：据博亚和讯、饲料巴巴等网站信息，5月14日VE报价提高至60元/kg。
- **VE格局优化，价格有望持续回升**。此前VE行业新进入者较多，尤其是能特科技采用新工艺生产中间体三甲基氢醌和异植物醇，成本较低，对市场价格造成冲击。VE自BASF爆炸后最高130元/公斤回落至40元/公斤的底部区间。短期由于海外企业废水处理装置问题影响VE生产，供应量明显下降。近期VE价格底部回升，市场价格反弹至45-50元/公斤。5月14日公司大幅提高报价至60元/公斤。长期看，能特科技异植物醇主要原料法尼烯由Amyris合作供应，而DSM在2017年底宣布收购Amyris巴西工厂及法尼烯知识产权，同时2019年初冠福股份公告就与能特科技和DSM在VE领域达成合作，就维生素E及其中间体业务组建合资公司。交易拟于2019年第二季度或第三季度完成，双方将就现有设备进行改造升级。未来双方合作后，VE格局将得到优化，支撑VE价格持续回升。
- **VA格局稳定，价格高位震荡**。VA全球仅6家企业生产，格局稳定。自BASF柠檬醛爆炸事故修复以来，产品价格由最高1600元/公斤回落至年初400元/公斤。19年受猪瘟影响，价格一度下跌至285元/公斤。由于VA自BASF爆炸以来库存始终处于低位，寡头垄断对价格控制能力较强，叠加近期国内安全环保检查导致维生素产品普遍上涨，同时受海外企业废水处理装置问题影响，VA价格回升至380-400元/公斤。据饲料巴巴信息，个别厂家报价395元/公斤。预计VA长期有望高位震荡。
- **商务部公告蛋氨酸反倾销调查，蛋氨酸价格反弹**。4月10日，商务部发布公告，决定对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口甲硫氨酸（蛋氨酸）进行反倾销立案调查。受反倾销调查消息刺激，4月10日国内多地蛋氨酸价格由17.0-17.5元/公斤反弹至18-20元/公斤后停止报价。国内蛋氨酸70%依赖进口，赢创约占一半，受反倾销调查影响，赢创对国内进口量有所减少，使得国内市场供应收缩。同时4月17日赢创决定在全球范围内提高蛋氨酸价格，涨幅7%。蛋氨酸价格底部反弹。
- **投资建议**：维持“增持”评级，暂维持盈利预测，预计2019-21年归母净利润24.55、29.55、36.00亿元，EPS 1.14、1.38、1.68元，PE 18X、15X、12X。公司VA（50万IU）产能1万吨，价格每上涨100元/公斤，增厚净利润约7.5亿元。当前VE（油）产能2万吨，对应4万吨粉，价格每上涨10元/吨，增厚净利润约3亿元。公司在山东新建2万吨VE（油）产能，进一步提升生产工艺效率，降低成本，未来计划置换现有产能。当前蛋氨酸产能5万吨，另有10万吨在建，远期将形成30万吨产能。以目前5万吨计算，价格每上涨1元/公斤，增厚净利润0.4亿元。
- **风险提示**：VA、VE价格大幅回落，新项目投产进度不及预期

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,683	1,836	9,373	12,238	15,392
同比增长率(%)	39.3	-39.7	7.9	30.6	25.8
净利润(百万元)	3,079	511	2,455	2,955	3,600
同比增长率(%)	80.6	-65.8	-20.3	20.4	21.8
每股收益(元/股)	1.43	0.24	1.14	1.38	1.68
毛利率(%)	53.4	46.6	45.9	43.3	42.3
ROE(%)	19.0	3.1	15.0	15.5	16.0
市盈率	14		18	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,696	6,235	8,683	9,373	12,238	15,392
营业收入同比增长率 (yoy)	22.86%	32.77%	39.27%	7.90%	30.60%	25.80%
减: 营业成本	2,563	3,088	4,049	5,069	6,939	8,885
毛利率 (%)	45.43%	50.47%	53.37%	45.90%	43.30%	42.30%
减: 税金及附加	75	97	144	150	196	246
主营业务利润	2,059	3,050	4,491	4,154	5,104	6,260
主营业务利润率 (%)	43.84%	48.92%	51.72%	44.30%	41.70%	40.70%
减: 销售费用	149	211	252	281	367	462
减: 管理费用	478	598	351	890	1,163	1,462
减: 财务费用	-4	151	24	150	150	150
经营性利润	1,436	2,089	3,864	2,832	3,424	4,186
经营性利润同比增长率 (yoy)	246.57%	45.51%	84.93%	-26.70%	20.90%	22.30%
经营性利润率 (%)	30.57%	33.51%	44.49%	30.20%	28.00%	27.20%
减: 资产减值损失	26	58	10	10	10	10
加: 投资收益及其他	61	43	169	80	80	80
营业利润	1,470	2,118	3,630	2,902	3,494	4,256
加: 营业外净收入	30	0	10	0	0	0
利润总额	1,500	2,118	3,640	2,902	3,494	4,256
减: 所得税	275	404	541	435	524	638
净利润	1,225	1,714	3,098	2,467	2,970	3,618
少数股东损益	23	9	20	12	15	18
归属于母公司所有者的净利润	1,203	1,704	3,079	2,455	2,955	3,600
净利润同比增长率 (yoy)	199.11%	41.72%	80.64%	-20.27%	20.37%	21.83%
全面摊薄总股本	1,089	1,264	2,149	2,149	2,149	2,149
每股收益 (元)	1.10	1.57	1.43	1.14	1.38	1.68
归属母公司所有者净利润率 (%)	25.61%	27.34%	35.46%	26.20%	24.10%	23.40%
ROE	14.92%	12.21%	19.04%	15.00%	15.50%	16.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。