医药生物

2017 年 06 月 07 日

# 新和成 (002001)

## ——公司实际控制人大比例间接增持，彰显长期发展信心

报告原因：有信息公布需要点评

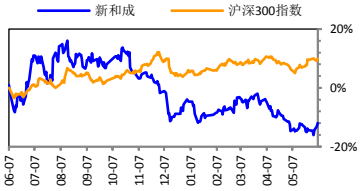
**买入**（维持）

| 市场数据： | 2017 年 06 月 06 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 18.29 |
| 一年内最高/最低（元） | 24.3/17.36 |
| 市净率 | 2.4 |
| 息率（分红/股价） | 3.28 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 19627 |
| 上证指数/深证成指 | 3102.13 / 9915.92 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2017 年 03 月 31 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 7.62 |
| 资产负债率% | 30.21 |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 1089/1073 |
| 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：Q1 业绩低于预期，蛋氨酸产品生产顺利》 2017/04/24

《新和成（002001）点评：业绩高增长符合预期，蛋氨酸项目进展顺利，营养助剂龙头再启航》 2017/03/28

证券分析师
宋涛 A0230516070001
songtao@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：

- **公司公告：**公司实际控制人胡柏藩通过控制的合伙企业受让了新和成集团其他部分股东转让的股权。本次增持前，胡柏藩直接持有新和成集团 53.76%的股权并直接持有公司 0.52%的股权，新和成集团持有公司 56.36%的股权。本次增持后，胡柏藩直接或间接控制的新和成集团股权比例增加了 14.74%至 68.50%。

- **维生素价格逐步回调。**目前 VA 价格持续下跌至在 135-140 元/kg 左右，VE 价格持续下跌至在 39-42 元/kg，Q1 价格因下游需求受禽流感影响回调。2016Q1 VA/VE 均价为 191.81、44.33 元/kg，2016Q4 283.51、81.56 元/kg，同时由于去年同期有部分低价老订单，因此产品均价仍未提上来。能特科技维 E 项目已投产，处于调试生产阶段，海嘉诺 VE 粉已经正常生产和销售，预计未来维 A 及 E 价格仍将缓慢下行。

- **定增扩产 25 万吨蛋氨酸，有望再造一个新和成。**公司蛋氨酸一期 5 万吨项目试车基本完成，目前已正式投产，日产量在 100 吨左右。目前蛋氨酸市场价格约 2 万元/吨，毛利率约 40%左右。此次扩产后，公司蛋氨酸产能达 30 万吨，支撑 60 亿的销售收入，有望再造一个新和成。

- **香精香料业务锦上添花，新材料、原料药多项新型业务均处于顺利进展。**公司借助自身工艺优势开展香精香料业务，目前已经逐步进入高速增长期，2016 年香精香料营收同比增长 25%，2017Q1 继续维持高增长，全年有望达到 40%增长。此外，5000 吨 PPS（聚苯硫醚）已满产，二期扩产 1 万吨已建成即将投产。PPA（聚邻苯二甲酰胺）项目也已完成一期建设并已开始试生产。同时公司与闰土股份合作，合力打造中间体业务。

- **盈利预测和估值。**公司作为动物营养剂维生素、氨基酸龙头，多项业务梯级成长，有序推进，实际控制人大比例间接增持彰显对公司未来发展信心，维持“买入”评级，维持盈利预测。预计 2017-19 年 EPS 分别为 1.20、1.30、1.58 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 15X、14X、12X。

- **风险提示：**维生素价格持续下滑导致业绩不达预期；蛋氨酸价格下滑；新材料拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

| | 2016 | 2017Q1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 4,696 | 1,228 | 7,711 | 8,986 | 10,618 |
| 同比增长率（%） | 22.86 | 13.01 | 64.19 | 16.53 | 18.16 |
| 净利润（百万元） | 1,203 | 232 | 1,309 | 1,421 | 1,723 |
| 同比增长率（%） | 199.11 | 48.86 | 8.84 | 8.56 | 21.25 |
| 每股收益（元/股） | 1.10 | 0.21 | 1.20 | 1.30 | 1.58 |
| 毛利率（%） | 45.4 | 38.9 | 38.4 | 37.0 | 37.5 |
| ROE（%） | 14.9 | 2.8 | 14.0 | 13.2 | 13.8 |
| 市盈率 | 17 | | 15 | 14 | 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 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 4,164 | 3,823 | 4,696 | 7,711 | 8,986 | 10,618 |
| 营业收入同比增长率（yoy） | -1.73% | -8.20% | 22.86% | 46.80% | 31.80% | - |
| 减：营业成本 | 2,500 | 2,782 | 2,563 | 4,750 | 5,660 | 6,633 |
| 毛利率（%） | 39.98% | 27.22% | 45.43% | 38.40% | 37.00% | 37.50% |
| 减：营业税金及附加 | 40 | 40 | 75 | 77 | 90 | 106 |
| 主营业务利润 | 1,625 | 1,001 | 2,059 | 2,800 | 3,192 | - |
| 主营业务利润率（%） | 39.01% | 26.18% | 43.84% | 35.10% | 30.30% | - |
| 减：销售费用 | 115 | 157 | 149 | 317 | 369 | 436 |
| 减：管理费用 | 434 | 430 | 478 | 868 | 1,069 | 1,264 |
| 减：财务费用 | 60 | -1 | -4 | 43 | 0 | 0 |
| 经营性利润 | 1,015 | 414 | 1,436 | 1,742 | 1,820 | - |
| 经营性利润同比增长率（yoy） | -2.91% | -59.18% | 246.57% | 56.80% | 4.50% | - |
| 经营性利润率（%） | 24.37% | 10.84% | 30.57% | 21.80% | 17.30% | - |
| 减：资产减值损失 | 5 | 2 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 加：投资收益及其他 | 0 | 55 | 61 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,006 | 469 | 1,470 | 1,656 | 1,797 | 2,179 |
| 加：营业外净收入 | 11 | 12 | 30 | 1 | 1 | 2 |
| 利润总额 | 1,016 | 481 | 1,500 | 1,657 | 1,798 | 2,181 |
| 减：所得税 | 208 | 91 | 275 | 348 | 378 | 458 |
| 净利润 | 808 | 390 | 1,225 | 1,309 | 1,421 | 1,723 |
| 少数股东损益 | 0 | -12 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 808 | 402 | 1,203 | 1,309 | 1,421 | 1,723 |
| 净利润同比增长率（yoy） | -8.40% | -50.24% | 199.11% | 56.30% | 4.40% | - |
| 全面摊薄总股本 | 1,089 | 1,089 | 1,089 | 1,089 | 1,089 | 1,089 |
| 每股收益（元） | 0.74 | 0.37 | 1.10 | 1.20 | 1.30 | 1.58 |
| 归属母公司所有者净利润率（%） | 19.40% | 10.52% | 25.61% | 17.50% | 13.80% | - |
| ROE | 11.52% | 5.70% | 14.92% | 14.00% | 13.20% | 13.80% |

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，资格证书编号为：ZX0065。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

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.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。