

日期: 2019年11月18日

行业: 基础化工



# Q3 业绩同比回暖, 营业品产品价格企稳

分析师: 洪麟翔  
Tel: 021-53686178  
E-mail: honglinxiang@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据 (截止 2019 年 11 月 15 日)

报告日股价 (元)	22.35
12mth A 股价格区间 (元)	13.61/24.02
总股本 (亿股)	21.49
无限售 A 股/总股本	98.70%
流通市值 (亿元)	474
每股净资产 (元)	7.63

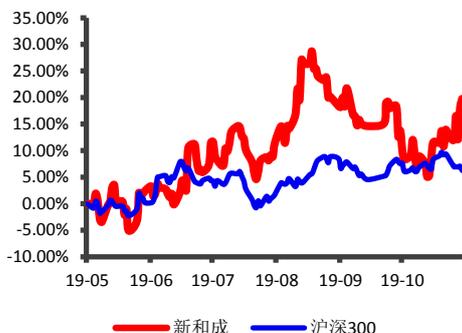
## 主要股东 (2019Q3)

新和成控股集团有限公司	48.55%
-------------	--------

## 收入结构 (2019H1)

营养品	62.31%
香精香料	23.58%
新材料	8.08%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX19-XHC01

首次报告日期: 2019年11月18日

相关报告:

## ■ 事件

近日, 维生素、生物素产品报价再度提升, VE、VA 报价达到 50 元/kg 和 330 元/kg, 前期低位在 40 元/kg 和 310 元/kg 左右。

## ■ 公司点评

### Q3 季度净利润同比继续增长, 现金流维持稳定

公司发布 19 年三季报, 19 年 1-9 月实现营业收入 57.65 亿元, 同比减少 14.20%, 归属于母公司股东净利润 17.06 亿元, 同比减少 32.77%。其中 Q3 季度实现营业收入 18.98 亿元, 同比减少 8.22%, 归属于母公司股东净利润 5.50 亿元, 同比增长 14.93%, 连续两季度同比回暖。Q3 季度毛利率为 47.26%, 环比继续回升, 净利率为 29.08%, 环比下滑 2.85 个百分点, 较 Q1 季度有所提升。销售商品提供劳务收到现金与营收比值为 95.09%, 环比回升。

### 全球供给寡头垄断, VA、VE 价格企稳回升

公司营养品板块主要产品包括 VE、VA、VD3、蛋氨酸、生物素、虾青素、辅酶 Q10 等, 其中 VA、VE 下游主要应用领域均为饲料, 且供给端均为寡头垄断, VA 全球生产厂商为帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏、金达威、浙江医药, 关键中间体柠檬醛仅有巴斯夫、新和成、可乐丽能够生产; VE 生产厂商为能特科技 (帝斯曼收购能特)、浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫等。从价格来看, 17 年 10 月巴斯夫柠檬醛工厂发生安全事故导致 VA、VE 价格均出现了大幅提升, 18 年中下旬价格回落至底部, VA 价格, VE 价格在 19 年 6 月回升至 55 元/kg 左右后再度降至 40 元/kg 左右, 近期 VA 和 VE 价格出现提升, 分别达到 330 元/kg 左右和 50 元/kg 左右, 底部相对较为明确, 未来受需求端回暖影响, 价格有望继续底部回升。

### 香精香料、高分子新材料全面发展, 新项目即将进入收获期

公司香精香料业务覆盖日化、食品、医药等领域, 主要产品为芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等, 主营产品市占率高, 多为国内独有产品; 高分子材料重点产品为 PPS、PPA 等, 今年 PPS 二期产能释放带动业绩大幅提升。增量方面, 公司在建工程在 19 年有大幅提升, 从 18 年年报的 35.18 亿元提升至 19 年 Q3 的 79.72 亿元, 产能快速扩张。蛋氨酸 25 万吨在建产能 (现有 5 万吨) 预计将于 2020-2021 年陆续投放, 年产 2 万吨 VE 产能预计将于 2020 年投产, 生物发酵项目 (结晶葡萄糖、叶红素、山梨醇、己糖酸等) 预计将于 2019-2020 年陆续投产, 为公司成长性提供保障。

### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为82.22亿、105.61亿元和129.60亿元，增速分别为-5.31%、28.45%和22.71%；归属于母公司股东净利润分别为23.96亿、30.14亿和37.05亿元，增速分别为-22.18%、25.78%和22.93%；全面摊薄每股EPS分别为1.12、1.40和1.72元，对应PE为20.0、15.9和13.0倍，首次覆盖，未来六个月内给予“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

原材料价格出现波动；新项目推进不及预期；需求端复苏不及预期；出现生产安全事故；系统性风险。

### ■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8683.38	8221.97	10561.25	12960.14
年增长率	39.27%	-5.31%	28.45%	22.71%
归属于母公司的净利润	3078.88	2396.09	3013.84	3704.92
年增长率	80.64%	-22.18%	25.78%	22.93%
每股收益 (元)	1.43	1.12	1.40	1.72
PE (X)	15.6	20.0	15.9	13.0

6 数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2611	2467	3168	3888
应收和预付款项	2300	2026	3529	3286
存货	1446	1769	2305	2642
其他流动资产	4321	4321	4321	4321
长期股权投资	240	255	272	292
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	8869	8384	7903	7422
无形资产和开发支出	1243	5002	8812	12672
其他非流动资产	839	837	836	836
<b>资产总计</b>	<b>21935</b>	<b>25062</b>	<b>31146</b>	<b>35359</b>
短期借款	1893	4814	7841	9602
应付和预收款项	1499	1289	2189	1991
长期借款	388	388	388	388
其他负债	648	640	640	640
<b>负债合计</b>	<b>5720</b>	<b>7131</b>	<b>11058</b>	<b>12620</b>
股本	2149	2149	2149	2149
资本公积	4528	4528	4528	4528
留存收益	9494	11201	13348	15987
归属母公司股东权益	16170	17877	20024	22664
少数股东权益	45	54	64	75
<b>股东权益合计</b>	<b>16215</b>	<b>17931</b>	<b>20088</b>	<b>22738</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>21935</b>	<b>25062</b>	<b>31146</b>	<b>35359</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	3660	2685	2569	4208
投资活动产生现金流量	-8249	-3678	-3733	-3778
融资活动产生现金流量	-308	2075	1865	289
<b>现金流量净额</b>	<b>-4826</b>	<b>1082</b>	<b>702</b>	<b>720</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8683</b>	<b>8222</b>	<b>10561</b>	<b>12960</b>
营业成本	4049	4338	5496	6674
营业税金及附加	144	90	114	139
营业费用	252	251	319	389
管理费用	351	777	993	1205
财务费用	24	151	287	396
资产减值损失	10	15	12	12
投资收益	169	135	142	150
公允价值变动损益	-8	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3630</b>	<b>2736</b>	<b>3482</b>	<b>4295</b>
营业外收支净额	10	70	50	50
<b>利润总额</b>	<b>3640</b>	<b>2806</b>	<b>3532</b>	<b>4345</b>
所得税	541	401	509	629
净利润	3098	2405	3024	3716
少数股东损益	20	9	10	11
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>3079</b>	<b>2396</b>	<b>3014</b>	<b>3705</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	53%	47%	48%	49%
EBIT/销售收入	42%	36%	36%	37%
销售净利率	36%	29%	29%	29%
ROE	19%	13%	15%	16%
资产负债率	26%	28%	36%	36%
流动比率	2.34	1.57	1.25	1.16
速动比率	2.02	0.67	0.63	0.59
总资产周转率	0.43	0.33	0.34	0.37
应收账款周转率	4.13	4.67	3.30	4.49
存货周转率	2.70	2.45	2.39	2.53

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。