

新和成(002001)

报告日期: 2023年04月20日

价格见底, 盈利结构优化

——新和成年报及一季度点评报告

报告导读

1) 公司发布 2022 年年度报告, 公司实现收入 159.34 亿元, 同比增长 6.82%, 实现归母净利润 36.2 亿元, 同比下降 16.89%, 扣非归母净利润为 35.87 亿元, 同比下降 14.19%; 其中 Q4 单季度实现收入 40.24 亿元, 同比下降 6.49%, 环比增加 8.9%, 实现归母净利润 6.09 亿元, 同比下降 36.80%, 环比下降 23.58%; 业绩符合预期。2) 公司发布 2023 年一季度报告, Q1 单季度实现收入 36.12 亿元, 同比下降 16.15%, 实现归母净利润 6.43 亿元, 同比下降 46.55%; 业绩符合预期。

投资要点

□ VA 价格下跌, 盈利下行结构优化

公司 22 年全年利润下滑主要是由于 VA 价格持续下行, 根据博亚和讯, 22 年全年 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 158.09/84.87/20.30 元/公斤, 同比分别-49.8%/+5.5%/+1.2%, 其中 Q4 单季度 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 97.82/81.26/20.14 元/公斤, 环比分别为-16.4%/-1.5%/+0.8%。公司全年销售毛利率 36.94%, 同比减少 7.56 PCT, 其中 Q4 毛利率 34.12%, 同比减少 4.72 PCT, 环比增加 0.48 PCT。分产品看, 22 年营养品实现营收 109.52 亿元, 同比降 1.94%, 毛利率下降 10.47 PCT 至 36.59%; 其中山东氨基酸公司(蛋氨酸)收入增长 36%净利润增长 83%占比 32.8%; 香精香料板块实现营收 29.67 亿元, 同比大幅增加 32.04%, 毛利率增加 7.06 PCT 至 48.97%, 净利润占比 30%, **盈利下行结构大幅优化**。公司 22 年全年销售净利率为 22.83%, 同比减少 6.50 PCT。公司 Q4 在毛利率环比改善情况下, 净利率环比下降 6.38 PCT, 主要系 Q4 计提 1.5 亿元资产减值和 0.25 亿元信用减值, 此外公司 Q4 固定资产报废导致营业外支出 0.77 亿元。公司全年公允价值变动-6632 万元, 主要系汇率变动导致。

公司 23Q1 营收利润同比下滑主要是由于 VA、VE、蛋氨酸产品跌价, 根据博亚和讯, 23 年一季度 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 89.67/74.84/17.78 元/公斤, 同比分别-62.0%/-15.1%/-13.5%, 环比分别-8.3%/-7.9%/-11.7%。公司 23Q1 销售毛利率 31.69%, 同比减少 9.86 PCT, 环比减少 2.43 PCT; 销售净利率为 17.91%, 同比下滑 10.13 PCT, 环比增加 2.64 PCT。公司 23Q1 存货 45.18 亿元, 同比增加 8.65 亿元, 环比增加 3.73 亿元。

□ 维生素后续有望回暖, 新建项目落地即将贡献利润

22 年海外去库存及猪周期影响, 维生素价格跌至 10 多年低位, 公司 Q4 业绩明显好于业内可比公司。需求逐渐复苏, 部分品种陆续涨价或停报, 出口恢复增长, 预计 Q2 价格有望回升。公司 23Q1 在建工程 46.25 亿元, 同比增长 24.22%, 环比减少 9.12%。同比增加主要是因为公司今年在建项目较多, 其中 3 万吨牛磺酸、5 千吨薄荷醇、7 千吨 PPS 都已进入试车阶段, 己二腈处于中试阶段, 15 万吨蛋氨酸有望于 23 年 6 月建成投产。新项目陆续投产将加速公司增长, 并降低维生素价格波动对公司的影响。我们认为随着维生素需求逐步修复, 维生素价格触底有望反弹, 蛋氨酸、PPS 扩产等新项目贡献, 预计公司后续盈利有望环比回升。

□ 盈利预测与估值

公司维生素价格和销量低于预期, 下调公司 23-24 年盈利预测, 预计 23-25 年公司净利润为 42.21/49.86/68.99 亿元, EPS 分别为 1.37/1.61/2.23, 现价对应 PE 为 12.94/10.95/7.92 倍。公司是全球营养品和香精香料龙头, 产品线持续扩张, 新产能陆续进入投产期, 内生增长动力强。维持“买入”评级。

□ 风险提示

投资评级: 买入(维持)

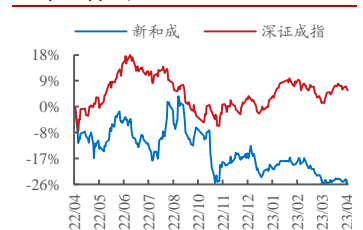
分析师: 李辉
执业证书号: S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 沈国琼
shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.67
总市值(百万元)	54,616.33
总股本(百万股)	3,090.91

股票走势图



相关报告

- 1 《景气底部盈利略降, 看好需求复苏和未来成长——新和成点评报告》 2022.10.26
- 2 《需求低迷, 丰富产品线保障公司平稳发展——新和成中报点评》 2022.08.24
- 3 《【浙商化工】新和成: 收入创新高, 盈利能力企稳回升》 2022.04.28

原料及产品价格大幅波动；安全生产风险；汇率及贸易风险；环保政策风险；
投产时间不及预期等；

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15933.98	18562.99	24530.36	28452.23
(+/-) (%)	6.82%	16.50%	32.15%	15.99%
归母净利润	3620.27	4221.33	4985.57	6898.55
(+/-) (%)	-16.89%	16.60%	18.10%	38.37%
每股收益(元)	1.17	1.37	1.61	2.23
P/E	15.09	12.94	10.95	7.92

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14111	16673	19282	20714
现金	5344	5408	5568	5440
交易性金融资产	720	720	720	720
应收账款	2849	3762	4834	5487
其它应收款	249	307	400	460
预付账款	222	219	271	334
存货	4145	5685	6915	7696
其他	582	571	574	576
非流动资产	24156	26158	28020	29742
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	433	433	433	433
固定资产	16524	17833	19112	20331
无形资产	1739	1843	1962	2095
在建工程	5089	5671	6137	6510
其他	372	378	376	374
资产总计	38268	42831	47303	50455
流动负债	7969	10644	13134	13676
短期借款	1846	3885	5126	5051
应付款项	2803	3710	4595	5109
预收账款	0	0	0	0
其他	3319	3048	3413	3516
非流动负债	6637	6453	6522	6537
长期借款	5274	5274	5274	5274
其他	1363	1180	1248	1264
负债合计	14605	17097	19656	20213
少数股东权益	87	102	120	144
归属母公司股东权益	23575	25633	27527	30098
负债和股东权益	38268	42831	47303	50455

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15934	18563	24530	28452
营业成本	10048	11677	16102	17376
营业税金及附加	127	167	221	256
营业费用	122	130	172	199
管理费用	505	575	736	854
研发费用	859	891	1227	1423
财务费用	44	362	420	441
资产减值损失	(158)	0	0	0
公允价值变动损益	(66)	0	0	0
投资净收益	129	100	100	100
其他经营收益	180	123	133	141
营业利润	4313	4984	5886	8144
营业外收支	(75)	0	0	0
利润总额	4238	4984	5886	8144
所得税	600	748	883	1222
净利润	3638	4236	5003	6923
少数股东损益	18	15	18	24
归属母公司净利润	3620	4221	4986	6899
EBITDA	5848	6496	7606	10040
EPS (最新摊薄)	1.17	1.37	1.61	2.23

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.82%	16.50%	32.15%	15.99%
营业利润	-15.69%	15.56%	18.10%	38.37%
归属母公司净利润	-16.89%	16.60%	18.10%	38.37%
获利能力				
毛利率	36.94%	37.10%	34.36%	38.93%
净利率	22.83%	22.82%	20.40%	24.33%
ROE	15.90%	17.09%	18.68%	23.83%
ROIC	11.48%	12.36%	13.36%	17.10%
偿债能力				
资产负债率	38.17%	39.92%	41.55%	40.06%
净负债比率	66.49%	65.07%	64.08%	62.21%
流动比率	1.77	1.57	1.47	1.51
速动比率	1.25	1.03	0.94	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.46	0.54	0.58
应收账款周转率	6.09	6.46	6.54	6.31
应付账款周转率	5.56	4.76	5.29	4.85
每股指标(元)				
每股收益	1.17	1.37	1.61	2.23
每股经营现金	1.41	1.36	1.70	2.50
每股净资产	7.63	8.29	8.91	9.74
估值比率				
P/E	15.09	12.94	10.95	7.92
P/B	2.32	2.13	1.98	1.81
EV/EBITDA	10.55	9.19	8.03	6.09

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4361	4212	5267	7740
净利润	3638	4236	5003	6923
折旧摊销	1396	1150	1299	1454
财务费用	44	362	420	441
投资损失	(129)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	1133	217	(153)	(218)
其它	(1722)	(1654)	(1203)	(760)
投资活动现金流	(3839)	(3034)	(3066)	(3079)
资本支出	(4309)	(3000)	(3000)	(3000)
长期投资	(81)	0	0	0
其他	551	(34)	(66)	(79)
筹资活动现金流	(1270)	(1113)	(2041)	(4789)
短期借款	443	2039	1241	(75)
长期借款	125	0	0	0
其他	(1838)	(3152)	(3281)	(4713)
现金净增加额	(748)	64	160	(128)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>