

VE 格局重塑、VA 景气周期上行 买入 (维持)

2019 年 09 月 01 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,683	9,050	12,048	15,887
同比 (%)	39.3%	4.2%	33.1%	31.9%
归母净利润 (百万元)	3,079	2,647	3,361	4,080
同比 (%)	80.6%	-14.0%	27.0%	21.4%
每股收益 (元/股)	1.43	1.23	1.56	1.90
P/E (倍)	16.46	19.15	15.08	12.42

事件

公司发布中报,报告期内实现营收 38.67 亿元,同比减少 16.85%。实现归母净利润 11.56 亿元,同比减少 43.87%。

投资要点

■ **中报业绩同比下滑、Q2 环比改善明显:** 本期业绩同比下滑主要是由于 17 年底海外装置不可抗力导致 18 年 VA/VE 高景气,19 年上半年 VA/VE 价格同比下滑,同时部分香精、香料产品价格也出现不同程度的低位回落。2019Q2 的 VA/VE 环比价格回暖,拉动公司业绩环比改善。另外,2018 年 10 月份新投产的 1 万吨 PPS 满负荷生产是新材料业务改善的主要原因。

■ **VA 景气周期上行、VE 格局重塑。** 考虑到巴斯夫欧洲产线在 2020 年之前只能低负荷运行,2020 年下半年需要停产并线,VA 的景气可持续较长时间。由于帝斯曼和能特科技的整合,VE 行业将重回寡头垄断格局。并且,在帝斯曼升级能特科技产线期间,全球 VE 供给仍然偏紧,中期向好态势明确。公司目前有 2000 吨 VA 油、2 万吨 VE 油产能,弹性较大。

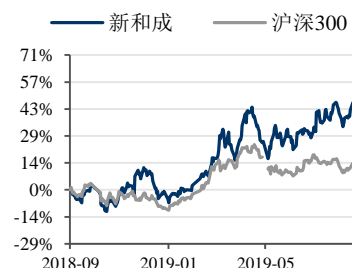
■ **在建工程较大,预计 20 年上半年逐步转固。** 目前在建工程 63.35 亿元,山东 2 万吨营养品项目、黑龙江发酵法项目一期土建基本完成,逐步进入试车阶段。蛋氨酸二期 10 万吨固蛋计划 2020 年上半年逐步投产。

■ **二期员工持股已经实施完毕。** 截至 2019 年 5 月 8 日,二期员工持股计划已经完成,通过二级市场竞价交易方式购买公司股票合计 1185.51 万股,成交金额为 2.02 亿元,成交均价约 16.98 元/股。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 90.50 亿元、120.48 亿元、158.87 亿元,归母净利润分别为 26.47 亿元、33.61 亿元、40.80 亿元, EPS 分别为 1.23 元、1.56 元、1.90 元,当前股价对应 PE 分别为 19X、15X、12X。考虑到 VA 景气周期上行,VE 格局重塑,公司未来盈利能力有望持续增长,我们维持对公司的“买入”评级。

■ **风险提示:** 国内生猪养殖恢复进度不及预期,导致维生素类产品需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.59
一年最低/最高价	12.67/24.20
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	50045.75

基础数据

每股净资产(元)	7.36
资产负债率(%)	40.22
总股本(百万股)	2148.66
流通 A 股(百万股)	2121.48

相关研究

1、《新和成 (002001): 维生素龙头, 四大业务板块助力成长》
2017-11-23

新和成三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,678	10,970	13,441	15,783	营业收入	8,683	9,050	12,048	15,887
现金	2,611	2,226	2,410	3,177	减:营业成本	4,049	4,397	6,349	8,937
应收账款	1,707	1,832	2,879	3,333	营业税金及附加	144	147	197	259
存货	1,446	1,813	2,893	3,730	营业费用	252	277	363	445
其他流动资产	4,914	5,101	5,259	5,543	管理费用	802	941	1,084	1,271
非流动资产	11,257	11,427	14,174	17,520	财务费用	24	144	178	303
长期股权投资	240	306	373	439	资产减值损失	10	126	60	32
固定资产	5,351	5,914	8,196	10,906	加:投资净收益	169	108	122	117
在建工程	3,518	2,913	3,146	3,526	其他收益	74	56	65	60
无形资产	1,243	1,388	1,553	1,742	营业利润	3,630	3,181	4,001	4,816
其他非流动资产	905	906	906	906	加:营业外净收支	10	6	7	7
资产总计	21,935	22,397	27,615	33,303	利润总额	3,640	3,187	4,008	4,823
流动负债	4,567	3,960	7,219	10,213	减:所得税费用	541	541	621	723
短期借款	1,893	1,893	3,847	6,437	少数股东损益	20	-1	25	20
应付账款	1,037	940	1,914	2,103	归属母公司净利润	3,079	2,647	3,361	4,080
其他流动负债	1,638	1,128	1,457	1,673	EBIT	3,702	3,241	4,124	5,065
非流动负债	1,152	1,080	1,156	1,255	EBITDA	4,159	3,686	4,708	5,878
长期借款	388	315	391	490					
其他非流动负债	765	765	765	765	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5,720	5,040	8,375	11,468	每股收益(元)	1.43	1.23	1.56	1.90
少数股东权益	45	44	69	89	每股净资产(元)	7.53	8.06	8.92	10.12
					发行在外股份(百万股)	2149	2149	2149	2149
归属母公司股东权益	16,170	17,313	19,170	21,746	ROIC(%)	15.9%	13.2%	14.4%	14.6%
负债和股东权益	21,935	22,397	27,615	33,303	ROE(%)	19.1%	15.2%	17.6%	18.8%
					毛利率(%)	53.4%	51.4%	47.3%	43.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	35.5%	29.2%	27.9%	25.7%
经营活动现金流	3,660	2,405	3,009	3,876	资产负债率(%)	26.1%	22.5%	30.3%	34.4%
投资活动现金流	-8,249	-509	-3,212	-4,044	收入增长率(%)	39.3%	4.2%	33.1%	31.9%
筹资活动现金流	-308	-2,281	387	936	净利润增长率(%)	80.6%	-14.0%	27.0%	21.4%
现金净增加额	-4,826	-386	184	768	P/E	16.46	19.15	15.08	12.42
折旧和摊销	458	445	584	813	P/B	3.13	2.93	2.64	2.33
资本开支	4,915	103	2,681	3,279	EV/EBITDA	12.45	13.98	11.35	9.43
营运资本变动	157	-724	-1,021	-1,225					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>