

## Q3 基本符合预期, 公司即将进入产能释放期 买入 (维持)

2019 年 10 月 28 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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,683	8,570	11,727	15,609
同比 (%)	39.3%	-1.3%	36.8%	33.1%
归母净利润 (百万元)	3,079	2,394	3,094	3,674
同比 (%)	80.6%	-22.2%	29.2%	18.8%
每股收益 (元/股)	1.43	1.11	1.44	1.71
P/E (倍)	14.01	18.01	13.94	11.74

### 事件

公司发布三季报, 19 年前三季度累计实现营收 57.66 亿元, 同比下降 14.2%; 实现归母净利润 17.06 亿元, 同比下降 32.77%。

### 投资要点

■ **三季度的净利润基本符合预期。**非洲猪瘟影响维生素下游的需求, 整体而言, 三季度的 VA 均价同比下降 13.97%、环比增长 2.27%, VE 均价同比增长 27.45%, 环比增长 5.71%。3 季度实现营收 18.98 亿元, 同比下滑 8.22%, 实现归母净利润 5.5 亿元, 同比增长 14.93%, 扣非净利润 5.43 亿元, 同比增长 29.98%。

■ **目前维生素价格略有波动, 但是格局向好。**7 月后 VA、VE 价格有所回落, VA 从 385 元/kg 下跌至 317 元/kg, VE 从 52 元/kg 下跌至 41 元/kg, 部分因为三季度历来属于维生素需求淡季, 叠加猪瘟影响, 部分因为帝斯曼整合行业所致。展望后市, VA 供给持续偏紧, 不确定因素在于浙江医药的 500 吨油扩产节奏和巴斯夫的技术改造节奏。VE 整体供求格局偏松, 但是产业协同增强。其他小品种, 辅酶 Q10 较为值得期待。公司是全球维生素龙头公司, 价格上涨业绩弹性大。同时, 商务部 19 年 4 月对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口固蛋进行反倾销调查, 蛋氨酸价格有支撑。

■ **公司即将进入新产能释放期。**在建工程 79.73 亿, 较年初增加 44.55 亿元, 新产能快速推进。山东 2 万吨营养品和黑龙江发酵法项目已开始试车。10 万吨蛋氨酸预计 2020 年投入、15 万吨蛋氨酸预计 2021 年底建成。

■ **二期员工持股计划已经完成。**截至 19 年 5 月, 公司二期员工持股计划已经完成, 总计通过二级市场竞价交易方式购买公司股票共计 1185.51 万股, 成交均价约为 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 85.70 亿元、117.27 亿元、156.09 亿元, 归母净利润分别为 23.94 亿元、30.94 亿元、36.74 亿元, EPS 分别为 1.11 元、1.44 元、1.71 元, 当前股价对应 PE 分别为 18X、14X、12X。维持“买入”评级。

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.07
一年最低/最高价	13.23/24.20
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	42578.13

### 基础数据

每股净资产(元)	7.63
资产负债率(%)	39.45
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): VE 格局重塑、VA 景气周期上行》  
2019-09-02

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
<b>流动资产</b>	<b>10,678</b>	<b>11,148</b>	<b>13,458</b>	<b>15,506</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,683</b>	<b>8,570</b>	<b>11,727</b>	<b>15,609</b>
现金	2,611	2,647	2,345	3,122	减:营业成本	4,049	4,397	6,349	8,937
应收账款	1,707	1,644	2,942	3,162	营业税金及附加	144	139	191	254
存货	1,446	1,813	2,893	3,730	营业费用	252	263	353	437
其他流动资产	4,914	5,045	5,278	5,493	管理费用	802	805	1,098	1,464
<b>非流动资产</b>	<b>11,257</b>	<b>10,969</b>	<b>13,900</b>	<b>17,305</b>	财务费用	24	132	179	325
长期股权投资	240	306	373	439	资产减值损失	10	119	59	31
固定资产	5,351	5,573	7,973	10,722	加:投资净收益	169	108	122	117
在建工程	3,518	2,796	3,095	3,496	其他收益	74	56	65	60
无形资产	1,243	1,388	1,553	1,742	<b>营业利润</b>	<b>3,630</b>	<b>2,877</b>	<b>3,682</b>	<b>4,336</b>
其他非流动资产	905	906	906	906	加:营业外净收支	10	6	7	7
<b>资产总计</b>	<b>21,935</b>	<b>22,117</b>	<b>27,358</b>	<b>32,812</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,640</b>	<b>2,883</b>	<b>3,689</b>	<b>4,343</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,567</b>	<b>3,959</b>	<b>7,498</b>	<b>10,664</b>	减:所得税费用	541	490	572	651
短期借款	1,893	1,893	4,125	6,885	少数股东损益	20	-1	23	18
应付账款	1,037	940	1,914	2,103	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,079</b>	<b>2,394</b>	<b>3,094</b>	<b>3,674</b>
其他流动负债	1,638	1,127	1,459	1,676	EBIT	3,702	2,930	3,808	4,609
<b>非流动负债</b>	<b>1,152</b>	<b>1,053</b>	<b>1,142</b>	<b>1,243</b>	EBITDA	4,159	3,363	4,370	5,404
长期借款	388	289	377	478					
其他非流动负债	765	765	765	765	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,720</b>	<b>5,013</b>	<b>8,640</b>	<b>11,906</b>	每股收益(元)	1.43	1.11	1.44	1.71
少数股东权益	45	44	67	85	每股净资产(元)	7.53	7.94	8.68	9.69
					发行在外股份(百万股)	2149	2149	2149	2149
归属母公司股东权益	16,170	17,060	18,650	20,820	ROIC(%)	15.9%	12.1%	13.4%	13.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,935</b>	<b>22,117</b>	<b>27,358</b>	<b>32,812</b>	ROE(%)	19.1%	14.0%	16.7%	17.7%
					毛利率(%)	53.4%	48.7%	45.9%	42.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	35.5%	27.9%	26.4%	23.5%
经营活动现金流	3,660	2,371	2,395	3,776	资产负债率(%)	26.1%	22.7%	31.6%	36.3%
投资活动现金流	-8,249	-39	-3,375	-4,086	收入增长率(%)	39.3%	-1.3%	36.8%	33.1%
筹资活动现金流	-308	-2,297	679	1,087	净利润增长率(%)	80.6%	-22.2%	29.2%	18.8%
现金净增加额	-4,826	35	-301	776	P/E	14.01	18.01	13.94	11.74
折旧和摊销	458	433	563	795	P/B	2.67	2.53	2.31	2.07
资本开支	4,915	-355	2,865	3,339	EV/EBITDA	10.63	12.94	10.57	8.95
营运资本变动	157	-481	-1,345	-922					

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>