粤开证券 YUEKAI SECURITIES

新 和 成(002001.SZ)

行业景气复苏，维生素龙头王者归来

2020 年 04 月 12 日

买入(首次评级)

当前价： 27.58 元

分析师：于庭泽
执业编号：S0300518070002
电话：010-66235689
邮箱：yutingze@ykzq.com

近期报告

事项：

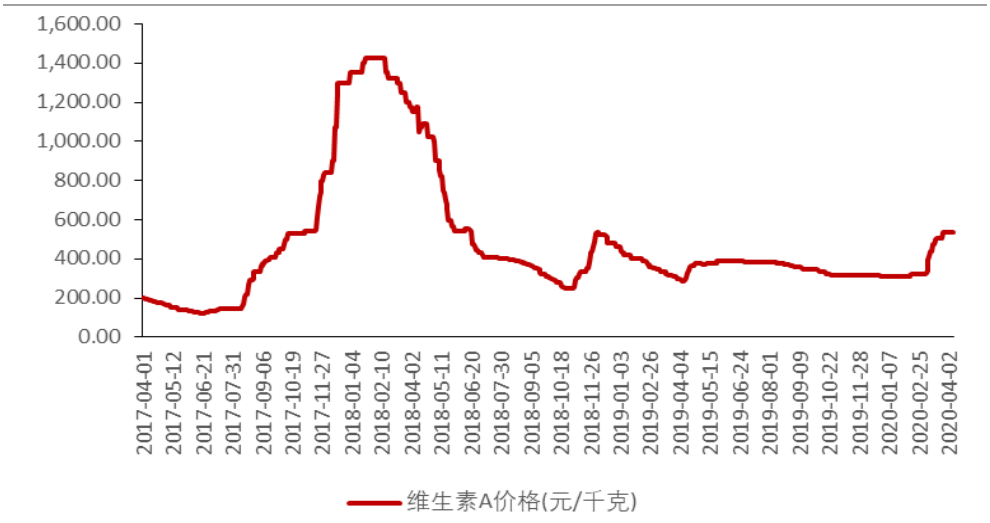
公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润 8.68~9.70 亿，同比增长 70%~90%。

评论：

维生素产品量价齐升，公司重回增长快车道

公司报告期业绩大幅增长主要受益于报告期内维生素 A、维生素 E、生物素等产品量价齐升。受供需格局持续改善影响，维生素行业自去年四季度开始景气逐步复苏，产品价格持续上涨：维生素 AQ1 均价 367.5 元/kg，同比-1.93%，环比+15.07%；维生素 EQ1 均价 60.17 元/kg，同比+50.88%，环比+33.18%；生物素 Q1 均价 257.05 元/kg，同比+372.95%，环比+158.91%；蛋氨酸 Q1 均价 20698 元/kg，同比+15.52%，环比+6.73%。

图表1：国产维生素 A 价格走势



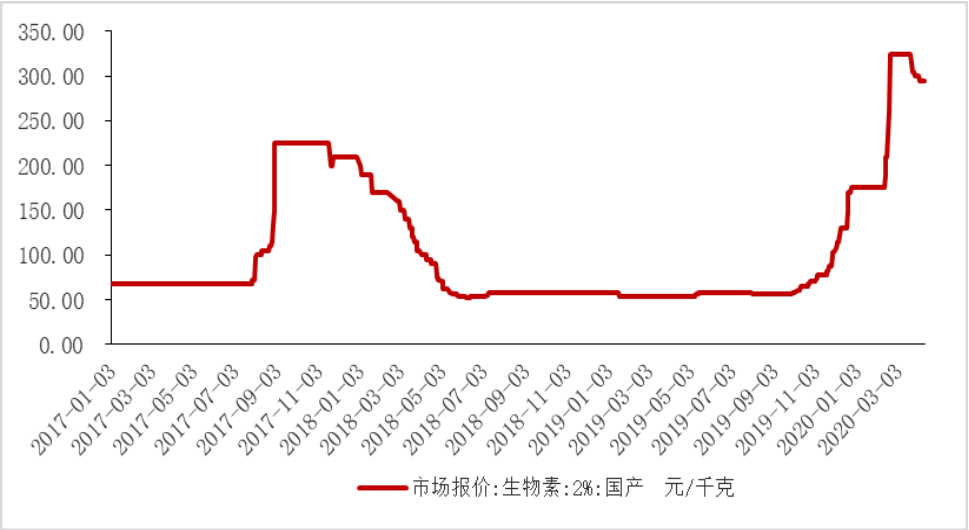
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：国产维生素 E 价格走势



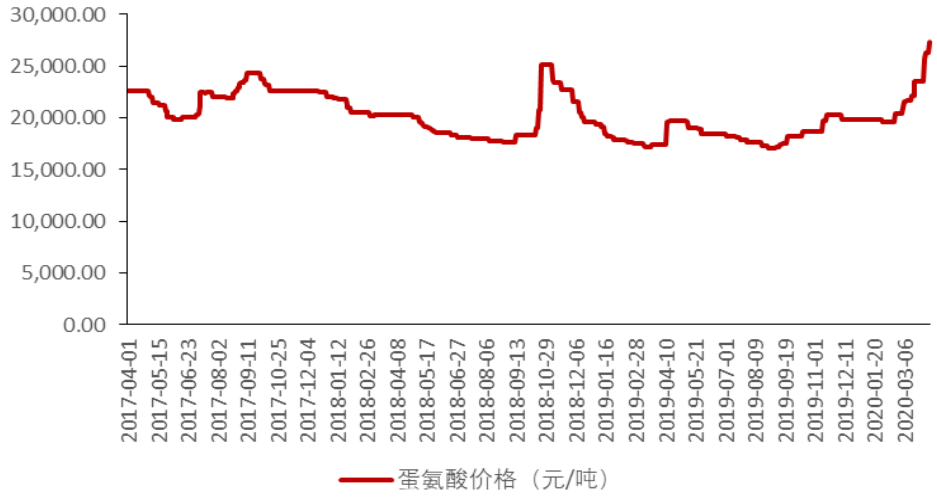
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：国产生物素价格走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：国产蛋氨酸价格走势

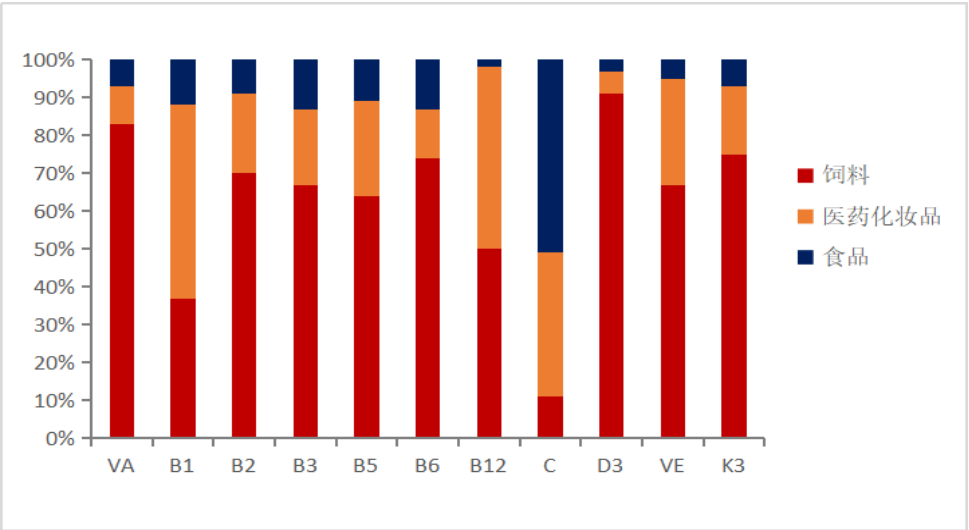


资料来源：wind、粤开证券研究院

维生素景气复苏，VA、VE 价格持续上涨

我们在前期点评报告《供给持续受限，维生素板块再迎布局良机》强调，本轮维生素行情受益于供需结构改善，产品价格有望持续上涨，行业景气迎来复苏。一方面，德国朗盛不可抗力影响，间甲酚供应持续紧张，导致 DSM 一季度 VE 减产约 25%，并有可能持续影响二季度；而近期欧洲疫情爆发，进一步加剧供应紧张，德国、瑞士等地开启最高等级防控，导致 VA 及原料产量持续下降，价格持续上涨。VA 最新报价已经达到 550 元/公斤，VE80 元/公斤。另一方面，生猪补栏拉动维生素需求改善，当前时点全力保障生猪补栏，稳定猪肉价格是重中之重，今年中央 1 号文件明确指出生猪稳产保供是当前经济工作的一件大事，要采取综合性措施，确保 2020 年年底前生猪产能基本恢复到接近正常年份水平。维生素的主要下游为饲料，有望直接受益于生猪补栏拉动的饲料需求改善。

图表5：维生素系列产品下游分布



资料来源：博亚和讯、粤开证券研究院

看好本轮维生素行情持续发酵，公司龙头王者归来，首次覆盖予以“买入”评级

公司是国内维生素 A、E 龙头，当前时点受供给受限以及生猪补栏带动饲料刚性需求驱动，维生素以及生物素等系列产品具备提价预期，公司有望受益产品价格上涨带动业绩高弹性。看好本轮维生素行情持续发酵，公司龙头王者归来，预计公司 20/21 年实现归母净利润 36.52 亿/42.15 亿，EPS1.70/1.96，对应当前 PE16.23/14.06 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：需求不达预期、产品价格波动、新产能投放

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10678.1	12250.8	14005.6	17444.6
现金	2611.4	5173.9	5095.5	6989.0
应收账款	2100.9	1823.1	2366.4	2756.9
其它应收款	164.6	144.2	187.2	218.1
预付账款	34.1	30.6	33.4	40.7
存货	1445.7	1293.2	1409.4	1715.4
其他	4321.5	3785.6	4913.7	5724.5
非流动资产	11256.8	11866.4	12222.9	12447.8
长期投资	282.7	282.7	282.7	282.7
固定资产	8868.9	9403.3	9692.1	9956.0
无形资产	1245.6	1320.7	1388.4	1349.4
其他	859.7	859.7	859.7	859.7
资产总计	21934.9	24117.2	26228.6	29892.3
流动负债	4567.5	5493.4	4807.1	5106.9
短期借款	1892.7	3400.0	2500.0	2500.0
应付账款	1377.2	1238.9	1350.2	1643.4
其他	1297.5	854.5	957.0	963.5
非流动负债	1152.4	1252.4	1452.4	1652.4
长期借款	387.7	487.7	687.7	887.7
其他	764.7	764.7	764.7	764.7
负债合计	5719.9	6745.8	6259.5	6759.2
少数股东权益	44.6	56.9	77.1	100.4
归属母公司股东权益	16215.0	17371.4	19969.1	23133.1
负债和股东权益	21934.9	24117.2	26228.6	29892.3

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8683.4	7606.6	9873.4	11502.5
营业成本	4048.7	3642.1	3969.1	4831.1
营业税金及附加	143.7	125.9	163.4	190.4
营业费用	252.1	220.8	286.6	333.9
管理费用	351.0	307.5	399.2	465.0
财务费用	24.2	229.1	236.2	166.9
资产减值损失	10.4	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
投资净收益	242.3	80.0	80.0	80.0
营业利润	4087.9	2600.6	4296.3	4962.6
营业外收入	24.1	24.1	24.1	24.1
营业外支出	14.5	14.5	14.5	14.5
利润总额	4097.5	2610.2	4305.9	4972.2
所得税	541.3	379.5	633.9	733.8
净利润	3556.2	2230.7	3672.0	4238.4
少数股东损益	19.6	12.3	20.2	23.3
归属母公司净利润	3078.9	2218.4	3651.8	4215.1
EBITDA	4545.7	3418.5	5175.0	5803.8
EPS（元）	1.43	1.03	1.70	1.96

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3660.3	3826.2	2759.7	3762.3
净利润	3078.9	2218.4	3651.8	4215.1
折旧摊销	457.8	588.8	642.6	674.3
财务费用	44.0	229.1	236.2	166.9
投资损失	-168.7	-72.4	-72.4	-72.4
营运资金变动	186.1	852.0	-1725.3	-1251.1
其它	62.3	10.4	26.9	29.5
投资活动现金流	-8248.8	-1127.6	-927.6	-827.6
资本支出	-4914.6	-1200.0	-1000.0	-900.0
长期投资	164.9	0.0	0.0	0.0
其他	-3499.2	72.4	72.4	72.4
筹资活动现金流	-308.0	-136.1	-1910.5	-1041.3
短期借款	720.5	1507.3	-900.0	0.0
长期借款	-102.9	-340.0	300.0	200.0
其他	-925.6	-1303.4	-1310.5	-1241.3
现金净增加额	-4896.5	2562.5	-78.4	1893.5

主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	39.3%	-12.4%	29.8%	16.5%
营业利润	93.5%	-36.4%	65.2%	15.5%
归属母公司净利润	80.6%	-27.9%	64.6%	15.4%
获利能力				
毛利率	53.4%	52.1%	59.8%	58.0%
净利率	35.5%	29.2%	37.0%	36.6%
ROE	19.1%	12.8%	18.4%	18.3%
ROIC	18.5%	11.2%	16.4%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	28.0%	23.9%	22.6%
净负债比率	13.3%	16.9%	13.3%	12.3%
流动比率	2.34	2.23	2.91	3.42
速动比率	2.02	1.99	2.62	3.08
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.32	0.38	0.38
应收账款周转率	5.12	4.78	5.81	5.54
应付账款周转率	4.45	3.70	4.07	4.29
每股指标(元)				
每股收益	1.43	1.03	1.70	1.96
每股经营现金	1.70	1.78	1.28	1.75
每股净资产	7.51	8.05	9.25	10.71
估值比率				
P/E	19.25	26.71	16.23	14.06
P/B	3.67	3.43	2.98	2.58

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018 年 5 月加入粤开证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com