

一季度业绩超预期，维生素龙头拥抱行业景气

投资要点

- **事件:** 公司公布 20Q1 业绩预告, 预计归母净利润 8.68~9.70 亿元, 同比增长 70~90%。
 - **维生素量价齐升, 公司业绩超预期。** 在疫情背景下, Q1 国内维生素开工推迟, 海外采购需求加大, 公司产品价格上涨, 2020 年 1 季度 VA 均价 359 元/kg(YOY-6%), VE 均价 59 元/kg(YOY+47%), VH 均价 245 元/kg(YOY+352%), VD3 均价 120 元/kg(YOY-60%), 蛋氨酸均价 2.06 万元/吨(YOY+15%), VA、VE、VD3、VH、蛋氨酸价格环比分别提高 12%、30%、4%、158%、7%。同时, 公司克服复工推迟、物流受阻等问题, 销量逆势同比增长。另外, 山东 VE 新产线也更具成本竞争力。因为订单滞后, 公司业绩并未充分反应产品价格涨幅, 特别是 3 月启动涨价且幅度较大的品种, 例如 VA, 考虑到海外疫情恶化导致全球维生素供应不确定性提高, 且下游需求相对刚性, 维生素涨价逻辑将持续兑现, 期待 2 季度业绩再上新台阶。
 - **具体看 20Q1 业绩, 量的方面,** 山东基地受疫情影响较小, VE、香料、蛋氨酸等生产正常, 与 19Q1 下游需求受猪瘟困扰不同, 20Q1 海外客户加大采购需求, 带来公司整体量的增长; 价格方面, 生物素、辅酶 Q10 在 19Q4 已经开始涨价, 2 月 VE 开始迅速涨价, 生物素加速上涨, 3 月 VA、蛋氨酸、VD3 有比较明显的上涨, 因此 20Q1 涨价带来的业绩增长主要来自生物素、辅酶 Q10、VE、VA、蛋氨酸、VD3 涨价业绩贡献将在 Q2 季度集中体现, 而 VE、生物素、辅酶 Q10 将继续在 Q2 兑现业绩。成本方面, 油价大幅下滑, 上游化工原料成本下降, 公司产品价差扩大。
 - **公司拥抱维生素全面景气。** 维生素需求刚性, 而供给存在不确定性, 叠加供给集中度高、下游成本占比低等因素, 维生素正展开一轮可持续的涨价行情, 部分常年低迷品种盈利加快修复, 例如 VE。公司是国内维生素龙头, VA 产能 1 万吨, VE 产能 4 万吨, 生物素产能 6000 吨, VD3 产能 2000 吨, 各品种涨价可以带来可观的业绩弹性。同时, 公司正向全品类龙头发展, 丰富维生素品种, 黑龙江一期项目 3 万吨 VC 已试生产, VB2、VB12 也在未来规划中。同时公司各维生素品种关键原料自给率较高, 原料供应风险小, 公司生产供应有保障, “一体化生产+新产能释放” 让公司能够最大程度享受维生素行业的景气红利。
- 具体看各品种, VA 进入壁垒高, 行业竞争格局极佳, 由于巴斯夫供应能力尚未恢复正常水平, VA 及原料柠檬醛供应紧张, 价格保持强势, 目前报价 535 元/kg, 同比+74%; VE 市场库存低、货源偏紧, 海外疫情恶化, VE 及原料供给存在较大不确定性, 2019 年 DSM 整合能特科技并对其装置进行整改, 预计 2020 年年底复产, 由于 VE 价格底部徘徊多年, 行业整合后竞争格局优化, 叠加疫情突发事件推动 VE 加速向上修复, 目前报价 75 元/kg, 同比+84%; VD3 库存较低, 市场货源紧张, 受海外疫情影响原料供应偏紧, 目前报价 429 元/kg, 同比+45%; 蛋氨酸全球产能占比 80% 以上, 随着海外疫情恶化供应趋紧, 蛋氨酸景气下行长达 5 年, 随着行业整体扩产步伐趋缓, 行业竞争格局边际好转, 叠加疫情因素, 蛋氨酸盈利正迎来自上修复, 目前报价 27.3 元/kg, 同比+57%;

西南证券研究发展中心

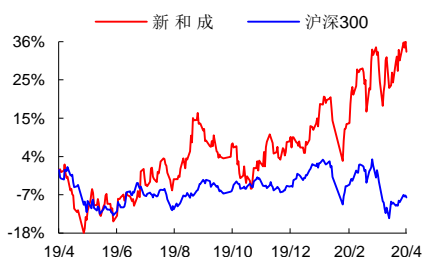
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.49
流通 A 股(亿股)	21.21
52 周内股价区间(元)	17.64-28.17
总市值(亿元)	592.60
总资产(亿元)	271.59
每股净资产(元)	7.63

相关研究

1. 新和成(002001): 业绩符合预期, 维生素迎来景气提升 (2020-02-28)
2. 新和成(002001): 业绩符合预期, 静待四季度景气回升 (2019-10-24)
3. 新和成(002001): 上半年业绩符合预期, VE 行业整合值得期待 (2019-08-22)

生物素厂家海嘉诺等无法开工，市场供需出现缺口，目前报价 295 元/kg，同比 +451%。

- **新项目年内将贡献业绩增量。**公司黑龙江一期项目投产，VC 新增产能 3 万吨，辅酶 Q10 产能增至 500 吨，黑龙江基地是公司生物发酵产品布局重要落脚点，在上虞基地公司已积累发酵类产品相关技术经验，此次结合黑龙江当地丰富的原料资源，可以打造行业成本优势。2020 年上半年 10 万吨蛋氨酸投产可期，届时总产能将提高至 15 万吨，因为占全球 80% 以上的海外产能受疫情影响，当前蛋氨酸景气正从历史底部上行，价格已从年初 1.98 万元/吨上涨至最新 2.73 万元/吨，项目投产叠加景气提升，业绩增量有望超预期。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到维生素景气大幅提升，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 43.37 亿元、52.77 亿元，对应 PE 分别 14、11 倍。维生素景气提升，蛋氨酸项目、黑龙江基地陆续投产，公司未来成长空间大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目投产或不及预期；维生素价格大幅下滑。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8683.38	7607.20	11022.15	12436.09
增长率	39.27%	-12.39%	44.89%	12.83%
归属母公司净利润（百万元）	3078.88	2217.89	4337.80	5277.52
增长率	80.64%	-27.96%	95.58%	21.66%
每股收益 EPS（元）	1.43	1.03	2.02	2.46
净资产收益率 ROE	19.11%	12.47%	20.01%	20.23%
PE	19	27	14	11
PB	3.66	3.34	2.74	2.28

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：假设 2020、2021 年 VA 均价 400 元/kg、VE 均价 70 元/kg、生物素均价 200 元/kg；

假设 2：2020 年 VA、VE 销量同比略有增长各 1000 吨；

假设 3：2020 年蛋氨酸、黑龙江基地顺利投产，产能逐步释放，预计 2022 年达满产，蛋氨酸产量达到 15 万吨，VC 产量 3 万吨。

表 1：公司业务拆分

业务	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营养品	收入(亿元)	63.11	52.54	83.58	97.72
	YOY	29%	-17%	59%	17%
香料香精	收入(亿元)	20.00	17.78	20.00	20.00
	YOY	50%	-11%	13%	0%
新材料	收入(亿元)	3.72	5.75	6.64	6.64
	YOY	-	55%	15%	0%
合计	收入(亿元)	86.83	76.07	110.22	124.36
	YOY	39%	-12%	45%	13%
	毛利率	53.37%	48.30%	59.42%	62.67%

数据来源：Wind，西南证券

表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8683.38	7607.20	11022.15	12436.09	净利润	3098.44	2217.89	4337.80	5277.52
营业成本	4048.70	3932.71	4472.59	4642.52	折旧与摊销	457.81	705.83	807.75	862.95
营业税金及附加	143.74	91.29	132.27	149.23	财务费用	24.22	141.83	123.61	92.40
销售费用	252.10	221.37	308.62	348.21	资产减值损失	10.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	351.05	760.72	881.77	994.89	经营营运资本变动	-3305.34	536.90	-2502.81	-1001.27
财务费用	24.22	141.83	123.61	92.40	其他	3374.78	-151.04	-15.86	8.10
资产减值损失	10.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3660.32	3451.41	2750.48	5239.70
投资收益	168.69	150.00	0.00	0.00	资本支出	-3776.97	-40.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-7.58	0.00	0.00	0.00	其他	-4471.82	150.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8248.80	110.00	-20.00	-20.00
营业利润	3630.11	2609.29	5103.30	6208.84	短期借款	720.52	-1892.73	0.00	0.00
其他非经营损益	9.59	0.00	0.00	0.00	长期借款	-535.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	3639.70	2609.29	5103.30	6208.84	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	541.26	391.39	765.49	931.33	支付股利	-884.74	-615.78	-443.58	-867.56
净利润	3098.44	2217.89	4337.80	5277.52	其他	392.16	-811.72	-123.61	-92.40
少数股东损益	19.55	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-308.03	-3320.23	-567.18	-959.96
归属母公司股东净利润	3078.88	2217.89	4337.80	5277.52	现金流量净额	-4826.47	241.18	2163.30	4259.74
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2611.41	2852.59	5015.89	9275.63	成长能力				
应收和预付款项	2299.55	2296.29	3292.05	3649.02	销售收入增长率	39.27%	-12.39%	44.89%	12.83%
存货	1445.66	1404.74	1615.89	1669.26	营业利润增长率	71.36%	-28.12%	95.58%	21.66%
其他流动资产	4321.48	3785.89	5485.42	6189.10	净利润增长率	80.79%	-28.42%	95.58%	21.66%
长期股权投资	239.87	239.87	239.87	239.87	EBITDA 增长率	55.79%	-15.93%	74.57%	18.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8868.87	8332.11	7673.44	6959.57	毛利率	53.37%	48.30%	59.42%	62.67%
无形资产和开发支出	1242.71	1113.92	985.13	856.34	三费率	7.22%	14.77%	11.92%	11.54%
其他非流动资产	905.35	905.07	904.78	904.50	净利率	35.68%	29.16%	39.36%	42.44%
资产总计	21934.89	20930.49	25212.47	29743.28	ROE	19.11%	12.47%	20.01%	20.23%
短期借款	1892.73	0.00	0.00	0.00	ROA	14.13%	10.60%	17.20%	17.74%
应付和预收款项	1905.44	1865.25	2235.76	2351.19	ROIC	24.60%	14.99%	27.81%	31.21%
长期借款	387.68	387.68	387.68	387.68	EBITDA/销售收入	47.36%	45.44%	54.75%	57.61%
其他负债	1534.02	890.36	907.61	913.04	营运能力				
负债合计	5719.87	3143.28	3531.04	3651.90	总资产周转率	0.43	0.35	0.48	0.45
股本	2148.66	2148.66	2148.66	2148.66	固定资产周转率	1.74	1.28	1.59	1.75
资本公积	4527.82	4527.82	4527.82	4527.82	应收账款周转率	5.12	4.50	5.37	4.86
留存收益	9463.98	11066.10	14960.32	19370.28	存货周转率	2.67	2.72	2.94	2.82
归属母公司股东权益	16170.40	17742.58	21636.81	26046.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.47%	—	—	—
少数股东权益	44.62	44.62	44.62	44.62	资本结构				
股东权益合计	16215.02	17787.20	21681.43	26091.38	资产负债率	26.08%	15.02%	14.01%	12.28%
负债和股东权益合计	21934.89	20930.49	25212.47	29743.28	带息债务/总负债	39.87%	12.33%	10.98%	10.62%
					流动比率	2.34	5.19	6.48	8.31
					速动比率	2.02	4.49	5.80	7.65
					股利支付率	28.74%	27.76%	10.23%	16.44%
					每股指标				
					每股收益	1.43	1.03	2.02	2.46
					每股净资产	7.53	8.26	10.07	12.12
					每股经营现金	1.70	1.61	1.28	2.44
					每股股利	0.41	0.29	0.21	0.40
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4112.13	3456.94	6034.65	7164.19					
PE	19.25	26.72	13.66	11.23					
PB	3.66	3.34	2.74	2.28					
PS	6.82	7.79	5.38	4.77					
EV/EBITDA	14.27	16.17	8.90	6.91					
股息率	1.49%	1.04%	0.75%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn