

维生素景气全面回升，公司业绩迎来高增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司 2019 年实现营业收入 76.21 亿元，同比-12.23%，归母净利润 21.69 亿元，同比-29.56%，每 10 股派现 5 元；2020 年 1 季度营业收入 26.2 亿元，同比+42.68%，归母净利润 9.01 亿元，同比+76.51%。
- 2019 年需求受猪瘟影响，2020Q1 维生素景气全面回升。**2019 年维生素景气从高位回落，加上国内猪瘟影响饲料需求，公司主要维生素品种均有不同幅度下滑，不过近年来公司香料、蛋氨酸、PPS 业务发展迅速，整体上抵御周期波动能力有所提升，18Q2-19Q4 公司能够保持单季度 5 亿左右的盈利。2019Q4 毛利率 48.68%，环比增加 1.42 个百分点，而管理、研发和财务费用增加导致业绩环比下降 15.81% 至 4.63 亿元。2020Q1 全球维生素供应紧张，VA、VE、VD3、VH、蛋氨酸价格均有上涨。公司 Q1 业绩主要受益生物素、辅酶 Q10、VE 涨价，毛利率达 51%，同比增加 4.4 个百分点，环比增加 2.32 个百分点。考虑到订单滞后因素，产品涨价对业绩的贡献将在 2 季度继续体现。
- 公司拥抱维生素全面景气，新项目投产打开成长空间。**维生素景气度全面回升，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，各品种涨价带来可观的业绩弹性。同时，公司正向全品类龙头发展，黑龙江一期项目 3 万吨 VC 已试生产，VB2、VB12 也在未来规划中。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，公司能够最大程度享受维生素行业的景气红利。黑龙江一期项目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回升，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。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 43.14、49.89、53.87 亿元，对应 PE 分别 14、12、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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7620.98	11042.12	12458.62	13400.44
增长率	-12.23%	44.89%	12.83%	7.56%
归属母公司净利润 (百万元)	2168.62	4314.32	4989.10	5387.05
增长率	-29.56%	98.94%	15.64%	7.98%
每股收益 EPS (元)	1.01	2.01	2.32	2.51
净资产收益率 ROE	12.88%	20.80%	20.07%	18.42%
PE	27	14	12	11
PB	3.50	2.85	2.38	2.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

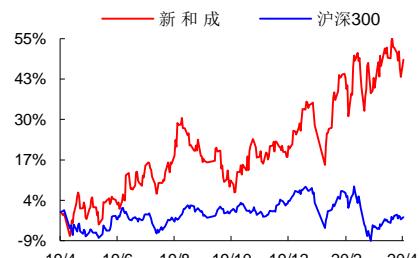
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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)	17.64-28.7
总市值(亿元)	590.02
总资产(亿元)	290.62
每股净资产(元)	8.27

相关研究

- 新和成 (002001): 一季度业绩超预期，维生素龙头拥抱行业景气 (2020-04-13)
- 新和成 (002001): 业绩符合预期，维生素迎来景气提升 (2020-02-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7620.98	11042.12	12458.62	13400.44	净利润	2176.55	4314.32	4989.10	5387.05
营业成本	4017.68	4480.69	5010.48	5431.15	折旧与摊销	559.66	126.40	128.42	130.38
营业税金及附加	96.88	138.03	155.73	167.51	财务费用	159.11	188.93	102.59	36.44
销售费用	232.08	265.01	299.01	321.61	资产减值损失	-17.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	375.18	993.79	1121.28	1206.04	经营营运资本变动	1185.45	-2648.10	-779.75	-579.21
财务费用	159.11	188.93	102.59	36.44	其他	-1961.36	-91.12	-106.88	-98.04
资产减值损失	-17.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2102.32	1890.43	4333.48	4876.62
投资收益	177.13	100.00	100.00	100.00	资本支出	8229.08	-65.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-0.94	0.00	0.00	0.00	其他	-12591.72	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4362.63	35.00	70.00	70.00
营业利润	2566.70	5075.67	5869.53	6337.70	短期借款	1342.01	-2923.50	-311.24	0.00
其他非经营损益	1.99	0.00	0.00	0.00	长期借款	3509.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	2568.69	5075.67	5869.53	6337.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	392.14	761.35	880.43	950.66	支付股利	0.00	-433.72	-862.86	-997.82
净利润	2176.55	4314.32	4989.10	5387.05	其他	-1793.81	-886.48	-102.59	-36.44
少数股东损益	7.94	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3058.06	-4243.70	-1276.70	-1034.26
归属母公司股东净利润	2168.62	4314.32	4989.10	5387.05	现金流量净额	813.87	-2318.27	3126.78	3912.36
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3422.48	1104.21	4230.99	8143.35	成长能力				
应收和预付款项	1906.45	2973.48	3246.00	3502.90	销售收入增长率	-12.23%	44.89%	12.83%	7.56%
存货	2032.60	2257.96	2532.87	2743.73	营业利润增长率	-29.29%	97.75%	15.64%	7.98%
其他流动资产	5209.09	6435.65	7081.63	7511.14	净利润增长率	-29.75%	98.22%	15.64%	7.98%
长期股权投资	280.96	280.96	280.96	280.96	EBITDA 增长率	-20.10%	64.09%	13.16%	6.62%
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	0.00	63.97	90.92	115.92	毛利率	47.28%	59.42%	59.78%	59.47%
无形资产和开发支出	1314.41	1189.55	1064.68	939.81	三费率	10.06%	13.11%	12.22%	11.67%
其他非流动资产	14335.53	14335.02	14334.52	14334.01	净利润率	28.56%	39.07%	40.05%	40.20%
资产总计	28501.52	28640.81	32862.57	37571.83	ROE	12.88%	20.80%	20.07%	18.42%
短期借款	3234.74	311.24	0.00	0.00	ROA	7.64%	15.06%	15.18%	14.34%
应付和预收款项	2838.78	2755.26	3160.90	3480.04	ROIC	20.75%	59.86%	54.29%	53.90%
长期借款	3897.54	3897.54	3897.54	3897.54	EBITDA/销售收入	43.11%	48.82%	48.97%	48.54%
其他负债	1629.86	938.68	939.80	940.69	营运能力				
负债合计	11600.92	7902.71	7998.24	8318.27	总资产周转率	0.30	0.39	0.41	0.38
股本	2148.66	2148.66	2148.66	2148.66	固定资产周转率	2.85	701.74	273.38	184.88
资本公积	4527.82	4527.82	4527.82	4527.82	应收账款周转率	4.66	5.64	5.04	4.98
留存收益	10128.54	14009.13	18135.37	22524.60	存货周转率	2.30	2.08	2.09	2.06
归属母公司股东权益	16848.12	20685.62	24811.85	29201.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.27%	—	—	—
少数股东权益	52.48	52.48	52.48	52.48	资本结构				
股东权益合计	16900.60	20738.10	24864.33	29253.56	资产负债率	40.70%	27.59%	24.34%	22.14%
负债和股东权益合计	28501.52	28640.81	32862.57	37571.83	带息债务/总负债	61.48%	53.26%	48.73%	46.86%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	1.86	4.15	5.39	6.27
EBITDA	3285.47	5391.00	6100.55	6504.52	速动比率	1.56	3.42	4.59	5.49
PE	27.21	13.68	11.83	10.95	股利支付率	0.00%	10.05%	17.29%	18.52%
PB	3.50	2.85	2.38	2.02	每股指标				
PS	7.74	5.34	4.74	4.40	每股收益	1.01	2.01	2.32	2.51
EV/EBITDA	14.50	8.60	7.04	6.00	每股净资产	7.84	9.63	11.55	13.59
股息率	0.00%	0.74%	1.46%	1.69%	每股经营现金	0.98	0.88	2.02	2.27
					每股股利	0.00	0.20	0.40	0.46

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

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

行业评级

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情范围内，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
	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
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn