

2020 年 06 月 23 日

罗健

H70406@capital.com.tw

目标价(元)

34.00

**公司基本资讯**

產業別	医药生物
A 股价(2020/6/23)	27.58
深证成指(2020/6/23)	11794.01
股價 12 個月高/低	28.75/18.23
總發行股數(百萬)	2148.66
A 股數(百萬)	2121.48
A 市值(億元)	585.10
主要股東	新和成控股集团有限公司 (48.55%)
每股淨值(元)	7.77
股價/賬面淨值	3.55
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	9.2 8.9 46.5

**近期评等**

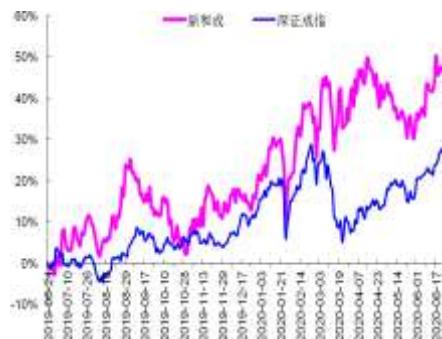
出刊日期	前日收盘	评等
2019.10.25	19.95	买入

**产品组合**

营养品	62.31%
香精香料类	23.58%
新材料	8.08%
其他	6.02%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	3.3%
一般法人	55.3%

**股价相对大盘走势**

**新和成 (002001.SZ)**
**Buy 买入**
**量价齐升，上半年业绩预增 90-100%**
**结论与建议：**

公司发布20年上半年业绩预告，公司预计上半年实现净利润21.96-23.1亿元， $\text{YoY}+90\text{-}100\%$ ，EPS为1.02-1.08元/股，其中第二季度净利润为12.95-14.09亿元， $\text{QoQ}+43.7\text{-}56.3\%$ ， $\text{YoY}+100.7\text{-}118.4\%$ ，业绩略超预期。后市看，海外巨头对VA、VE装置有停产升级改造预期，国内生猪存栏量增加而持续释放需求，维生素、蛋氨酸等景气度向上，叠加公司多个新增项目产能释放，公司下半年业绩大概率延续高增长，维持“买入”评级。

- **产品量价齐升，带动业绩大幅增长：**公司主要产品VA、VE、生物素、蛋氨酸上半年均价分别上涨16.6%、54.1%、380%、21.9%，公司盈利能力大幅提升，叠加产品销量增加，带动上半年业绩高增长。产品量价齐升一方面由于国内生猪存栏量自19年底以来持续增长，下游饲料拉动维生素等产品需求增加；另外一方面欧美地区VA、VE产能占比比较高，其中VA、VE、蛋氨酸产能占比分别达65%、42%、52%，疫情导致产能释放受阻，供给偏紧、叠加需求向好推动维生素价格上涨。
- **维生素等格局向好，有望维持景气上行：**当前VA、AE等价格较4月高点有所回落，但同比来看均有明显涨幅，其中VA涨11%、VE涨33%、生物素涨222%、蛋氨酸涨7%。VA方面，6月巴斯夫公布维生素A生产线故障停止三季度接单，同时受欧洲疫情影响，维生素A供给收缩。VE方面，DSM收购能特之后，行业格局大幅改善，重回由前四大生产商控制（含新和成），除DSM对能特装置升级改造外，部分生产商受装置影响，未来几年有检修计划，VE整体格局向好。另外国内蛋氨酸进口依赖度较高，反倾销立案调查初裁结果或将支撑蛋氨酸价格上涨。此外，国内农业部要求，确保年底前生猪产能基本恢复到接近常年的水平，随着生猪存栏量增加而需求释放，维生素、蛋氨酸等景气度有望继续上行。
- **新增项目陆续投产，业绩增长有保障：**公司公告显示，黑龙江生物发酵项目已处于试车阶段，预计下半年正式投产，该项目包括15.1万吨结晶葡萄糖等产能，投资额约36亿元，达产后预计贡献营收20亿元。同时，公司山东新建2万吨维生素E项目试车及产品认证同步进行，预计已基本完成，该项目投资额约21亿元，达产后预计贡献营收17.83亿元。此外公司在建项目还有25万吨蛋氨酸项目、山东产业园项目、麦芽酚等项目，除二期15万吨液体蛋氨酸外，绝大部分有望20年建成投产，贡献增量业绩。公司立足于维生素产业，重视自主研发创新，不断向相关产业链延伸拓展，以内生增长模式先后布局香精香料、蛋氨酸、新材料、原料药以及生物发酵，形成多业协同、产业链一体化的精细化工龙头企业，随着未来新增产能不断投产，公司成长空间将不断释放。
- **盈利预测：**因业绩超预期，上修盈利预测，预计公司2020/2021/2022年实现净利润40.2/46.7/54.0亿元， $\text{YoY}+85\%/+16\%/+16\%$ ，折合EPS为1.87/2.17/2.51元，目前A股股价对应的PE为15、13、11倍。鉴于公司业绩有望保持高速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期。

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3079	2169	4021	4668	5397
同比增减	%	80.64%	-29.56%	85.43%	16.09%	15.61%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.01	1.87	2.17	2.51
同比增减	%	6.26%	-29.56%	85.43%	16.09%	15.61%
A 股市盈率(P/E)	X	19.25	27.33	14.74	12.69	10.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.50	0.85	1.00	1.20
股息率 (Yield)	%	2.54%	1.81%	3.08%	3.63%	4.35%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

会计年度(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8683	7621	11351	14147	17384
经营成本	4049	4018	5129	6775	8699
研发费用	457	434	517	645	792
营业税金及附加	144	97	144	180	221
销售费用	252	232	311	388	476
管理费用	351	375	559	696	856
财务费用	24	159	190	213	235
资产减值损失	10	17	18	18	19
投资收益	169	177	182	188	194
营业利润	3630	2567	4769	5527	6389
营业外收入	24	8	8	8	8
营业外支出	14	6	6	6	6
利润总额	3640	2569	4771	5529	6391
所得税	541	392	728	844	976
少数股东损益	20	8	21	17	18
归属于母公司股东权益	3079	2169	4021	4668	5397

**附二：合并资产负债表**

会计年度(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2611	3422	4625	6452	8906
应收账款	1707	1561	1686	1771	1877
存货	1446	2033	2236	2348	2489
流动资产合计	10678	12571	14426	16945	19968
长期股权投资	240	281	303	319	335
固定资产	5351	7769	8746	10446	11582
在建工程	3518	6104	6288	5030	4024
非流动资产合计	11257	15931	17185	17699	17903
资产总计	21935	28502	31611	34644	37870
流动负债合计	4568	6774	7241	7493	7718
非流动负债合计	1152	4827	5254	5497	5662
负债合计	5720	11601	12494	12990	13380
少数股东权益	45	52	74	91	108
股东权益合计	16215	16901	19117	21653	24490
负债及股东权益合计	21935	28502	31611	34644	37870

**附三：合并现金流量表**

会计年度(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	3660	2102	4415	5739	6313
投资活动产生的现金流量净额	-8249	-4363	-2618	-2094	-1675
筹资活动产生的现金流量净额	-308	3058	-612	-1835	-2202
现金及现金等价物净增加额	-4826	814	1202	1828	2454

<sup>1</sup>

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。