

## Q4 业绩受影响，看好公司长期发展



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月31日)	38.23元
目标价格	41.85元
52周最高价/最低价	46.35/24.12元
总股本/流通A股(万股)	214,866/212,084
A股市值(百万元)	82,143
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.25	-11.83	13.51	42.61
相对表现	0.6	-9.75	9.3	22.38
沪深300	1.65	-2.08	4.21	20.23



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉  
021-63325888\*7504  
niji@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517120003

联系人 袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

### 相关报告

景气度高涨，业绩大幅提升	2020-08-31
化工龙头价值分析系列之七-新和成	2020-03-31

### 核心观点

- 2020Q4 业绩受影响:** 公司近日公布 2020 年年报，实现营业收入 103.1 亿元，同比+34.6%；实现归母净利润 35.6 亿元，同比+64.6%。其中 Q4 实现营业收入 28.4 亿元，同比+52.3%，环比+30.9%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比+35.4%，环比-14.0%，不及预期。我们认为营收的增长来自于 10 万吨蛋氨酸装置和黑龙江生物发酵项目（一期）的转固。而归母净利润的下滑有三方面原因：1.VA、VE、蛋氨酸价格下滑，2020Q4 的 VA 均价 294 元/kg，环比-28.3%，VE 均价 59 元/kg，环比-9.1%，固体蛋氨酸均价 17 元/kg，环比-4.6%。2.原料丙酮、丙烯涨价，2020Q4 时丙酮均价 7745 元/吨，环比+11.7%，丙烯均价 7160 元/吨，环比+4.8%。3.高研发费用和财务费用，2020Q4 的研发费用率 6.9%，财务费用率 4.8%，其中财务费用中包含汇兑损失，全年汇兑损失 8241 万元。为应对汇率波动，公司计划开展规模不超过 25 亿元人民币或等值外币外汇的套期保值业务。
- 新项目助力公司长期增长:** 公司目前明确的新增项目包含 15 万吨蛋氨酸项目、黑龙江生物发酵项目（二期）、年产 4 万吨香精香料系列产品项目、年产 30000 吨纤维级聚苯硫醚（PPS）项目二期。其中黑龙江生物发酵项目（二期）计划建设 3000 吨/年核黄素（VB2）和 3000 吨/年 1%含量的钴胺素（VB12），进一步拓宽公司的能力圈，打造“生物+”平台。
- 员工持股计划彰显信心:** 截至 2021 年 2 月 26 日，公司第三期员工持股计划已完成股票购买，通过二级市场竞价方式购买公司股票共计 844.3 万股，成交均价约 35.97 元/股，锁定期 12 个月。本次员工持股计划激励人员 681 人，也彰显公司对未来发展的信心。

### 财务预测与投资建议

- 基于对公司新建项目投放进度的预期，我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.99/2.19/2.40 元（原预测 1.77/2.00/-元），按照 21 年可比公司平均 21 倍市盈率，给予目标价 41.85 元，维持增持评级。

### 风险提示

- 原料价格上涨；产品价格下滑；新项目投产进度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,660	10,314	12,614	14,372	15,703
同比增长(%)	-11.8%	34.6%	22.3%	13.9%	9.3%
营业利润(百万元)	2,563	4,164	5,054	5,544	6,087
同比增长(%)	-29.4%	62.5%	21.4%	9.7%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,165	3,564	4,282	4,697	5,157
同比增长(%)	-29.7%	64.6%	20.2%	9.7%	9.8%
每股收益(元)	1.01	1.66	1.99	2.19	2.40
毛利率(%)	47.1%	54.2%	51.8%	50.5%	50.6%
净利率(%)	28.3%	34.6%	33.9%	32.7%	32.8%
净资产收益率(%)	13.1%	19.6%	20.8%	20.2%	19.7%
市盈率	38.2	23.2	19.3	17.6	16.0
市净率	4.9	4.3	3.8	3.4	3.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值表**

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
浙江医药	0.76	1.39	1.87	18.66	10.20	7.62
兄弟科技	0.12	0.19	0.28	42.36	26.23	17.76
安迪苏	0.50	0.69	0.79	27.73	20.26	17.70
万华化学	3.20	6.06	6.76	34.79	18.35	16.47
扬农化工	3.90	4.94	6.18	31.47	24.86	19.87
调整后平均				30	21	17

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：核心假设调整**

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
<b>核心假设</b>				
VE 价格（元/kg）	52	52	75	80
变动幅度			44.23%	53.85%
VA 价格（元/kg）	350	350	350	320
变动幅度			0.00%	-8.57%
生物素价格（元/kg）	8000	6000	5200	5200
变动幅度			-35.00%	-13.33%
<b>分项目盈利预测</b>				
<b>营养品</b>				
销售收入	9918	11324	8957	10332
变动幅度			-9.69%	-8.77%
毛利率	44.30%	43.70%	53.50%	52.12%
变动幅度			20.76%	19.26%
<b>香精香料</b>				
销售收入	2615	2929	2153	2369
变动幅度			-17.65%	-19.12%
毛利率	59.00%	59.00%	55.47%	55.47%
变动幅度			-5.98%	-5.98%
<b>新材料</b>				
销售收入	1020	1020	1020	1188
变动幅度			0.00%	16.47%
毛利率	30.00%	30.00%	40.00%	35.00%
变动幅度			33.33%	16.67%
<b>其他业务</b>				
销售收入	465	465	484	484

变动幅度			4.01%	4.01%
毛利率	32.30%	32.30%	30.00%	30.00%
变动幅度			-7.12%	-7.12%
销售收入合计	14018	15738	12614	14372
变动幅度			-10.02%	-8.68%
综合毛利率	45.60%	45.30%	51.84%	50.51%
变动幅度			13.69%	11.50%

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3：盈利预测调整**

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	14018	15738	12614	14372
变动幅度			-10.01%	-8.68%
营业利润	4491	5080	5054	5544
变动幅度			12.54%	9.12%
归属母公司净利润	3805	4304	4282	4697
变动幅度			12.54%	9.12%
每股收益（元）	1.77	2.00	1.99	2.19
变动幅度			12.60%	9.29%
毛利率(%)	45.60%	45.30%	51.84%	50.51%
变动幅度			13.69%	11.50%
净利率(%)	27.10%	27.30%	33.95%	32.68%
变动幅度			25.27%	19.71%

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,426	4,928	6,200	6,597	7,993	营业收入	7,660	10,314	12,614	14,372	15,703
应收票据、账款及款项融资	2,000	2,558	2,964	3,377	3,690	营业成本	4,051	4,727	6,075	7,113	7,762
预付账款	54	116	63	72	79	营业税金及附加	98	115	164	187	204
存货	2,169	3,117	3,037	3,556	3,881	营业费用	235	313	249	267	283
其他	5,086	2,808	2,156	2,209	2,249	管理费用及研发费用	815	968	934	1,131	1,244
<b>流动资产合计</b>	<b>12,734</b>	<b>13,528</b>	<b>14,420</b>	<b>15,811</b>	<b>17,891</b>	财务费用	161	305	437	429	420
长期股权投资	281	343	343	343	343	资产、信用减值损失	38	16	0	0	0
固定资产	7,797	13,914	16,197	18,300	20,640	公允价值变动收益	(1)	9	(1)	(1)	(1)
在建工程	6,109	1,326	1,377	1,235	230	投资净收益	177	160	177	177	177
无形资产	1,338	1,407	1,573	1,635	1,695	其他	125	125	122	122	122
其他	463	379	12	12	11	<b>营业利润</b>	<b>2,563</b>	<b>4,164</b>	<b>5,054</b>	<b>5,544</b>	<b>6,087</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,990</b>	<b>17,369</b>	<b>19,502</b>	<b>21,524</b>	<b>22,920</b>	营业外收入	8	2	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>28,724</b>	<b>30,897</b>	<b>33,923</b>	<b>37,335</b>	<b>40,811</b>	营业外支出	6	56	6	6	6
短期借款	3,263	2,364	2,364	2,364	2,364	<b>利润总额</b>	<b>2,565</b>	<b>4,110</b>	<b>5,056</b>	<b>5,545</b>	<b>6,089</b>
应付票据及应付账款	2,360	1,961	3,341	3,912	4,269	所得税	392	533	758	832	913
其他	1,206	2,058	1,257	1,264	1,269	<b>净利润</b>	<b>2,173</b>	<b>3,577</b>	<b>4,298</b>	<b>4,714</b>	<b>5,176</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,830</b>	<b>6,383</b>	<b>6,961</b>	<b>7,539</b>	<b>7,902</b>	少数股东损益	8	13	15	17	19
长期借款	3,898	4,137	4,137	4,137	4,137	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,165</b>	<b>3,564</b>	<b>4,282</b>	<b>4,697</b>	<b>5,157</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.66	1.99	2.19	2.40
其他	933	973	873	873	873						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,831</b>	<b>5,110</b>	<b>5,010</b>	<b>5,010</b>	<b>5,010</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>11,660</b>	<b>11,493</b>	<b>11,971</b>	<b>12,549</b>	<b>12,912</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	52	68	83	100	119	成长能力					
实收资本(或股本)	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	营业收入	-11.8%	34.6%	22.3%	13.9%	9.3%
资本公积	4,709	4,561	4,561	4,561	4,561	营业利润	-29.4%	62.5%	21.4%	9.7%	9.8%
留存收益	10,110	12,590	15,159	17,977	21,071	归属于母公司净利润	-29.7%	64.6%	20.2%	9.7%	9.8%
其他	43	37	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>17,063</b>	<b>19,404</b>	<b>21,951</b>	<b>24,786</b>	<b>27,899</b>	毛利率	47.1%	54.2%	51.8%	50.5%	50.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,724</b>	<b>30,897</b>	<b>33,923</b>	<b>37,335</b>	<b>40,811</b>	净利率	28.3%	34.6%	33.9%	32.7%	32.8%
						ROE	13.1%	19.6%	20.8%	20.2%	19.7%
						ROIC	10.5%	14.9%	16.4%	16.3%	16.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	40.6%	37.2%	35.3%	33.6%	31.6%
净利润	2,173	3,577	4,298	4,714	5,176	净负债率	25.7%	14.7%	7.2%	4.8%	0.0%
折旧摊销	386	(3,188)	120	292	477	流动比率	1.86	2.12	2.07	2.10	2.26
财务费用	161	305	437	429	420	速动比率	1.54	1.63	1.64	1.63	1.77
投资损失	(177)	(160)	(177)	(177)	(177)	营运能力					
营运资金变动	1,053	20	957	(416)	(322)	应收账款周转率	4.7	5.9	5.7	5.3	5.2
其它	(1,490)	2,569	230	1	1	存货周转率	2.2	1.8	2.0	2.2	2.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,107</b>	<b>3,123</b>	<b>5,864</b>	<b>4,843</b>	<b>5,575</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(5,464)	1,785	(2,618)	(2,314)	(1,873)	每股指标(元)					
长期投资	2	(62)	0	0	0	每股收益	1.01	1.66	1.99	2.19	2.40
其他	1,093	(1,917)	176	176	176	每股经营现金流	0.98	1.45	2.73	2.25	2.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,369)</b>	<b>(194)</b>	<b>(2,442)</b>	<b>(2,138)</b>	<b>(1,696)</b>	每股净资产	7.92	9.00	10.18	11.49	12.93
债权融资	3,506	861	0	0	0	估值比率					
股权融资	181	(149)	0	0	0	市盈率	38.2	23.2	19.3	17.6	16.0
其他	(653)	(2,088)	(2,150)	(2,308)	(2,483)	市净率	4.9	4.3	3.8	3.4	3.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,034</b>	<b>(1,376)</b>	<b>(2,150)</b>	<b>(2,308)</b>	<b>(2,483)</b>	EV/EBITDA	27.2	66.1	15.1	13.5	12.1
汇率变动影响	16	(97)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.1	19.0	15.4	14.2	13.0
<b>现金净增加额</b>	<b>787</b>	<b>1,456</b>	<b>1,272</b>	<b>397</b>	<b>1,396</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)