

新和成 (002001.SZ)

维生素高景气，蛋氨酸、生物发酵助推公司新一轮成长

事件: 公司发布 2021 年一季度报告, 报告期内公司实现营收 37.44 亿元, 同比+42.64%, 环比+31.78%, 归母净利润 11.37 亿元, 同比+26.34%, 环比+81.63%, 公司一季度业绩符合预期。

公司盈利同比大幅提升, 全年业绩符合预期。 公司 2021Q1 毛利率 48.14%, 同比减少 2.86pct, 净利率 30.48%, 同比减少 3.92 pct, 我们预计主要是维生素产品价格波动以及费用率同比增加所致(根据博亚和讯数据, 2021Q1 VA 均价 36.4 万/吨, 同比-0.84%, VE 均价 7.5 万/吨, 同比+42.4%, 生物素均价 6.5 万/吨, 同比-74.54%, 蛋氨酸 2.1 万元/吨, 同比+5.49%); 财务费用 0.76 亿元, 同比+106.70%, 主要是汇率波动及利息支出增加所致; 销售费用 1.12 亿元, 同比增加 156.81%, 主要是销量增加引起运输费增加所致; 经营现金流净额 10.77 亿元, 同比增加 317.01%, 主要是销售收入增加相应贷款回笼增加所致。固定资产 138.43 亿元, 同比增加 79.15%, 在建工程 16.88 亿元, 同比减少 73.85%, 主要是蛋氨酸、生物发酵等新项目转固所致。

维生素业务维持高景气, 蛋氨酸、生物发酵等项目助推新一轮成长。 维生素下游饲料需求持续改善, 根据奥特奇统计数据, 2020 年全球饲料产量 11.88 亿吨, 同比增加 1%, 其中, 中国饲料产量 2.4 亿吨, 同比增加 5%。VA 行业巴斯夫 VA1000 产品仍然无法正常供应, 帝斯曼整合能特科技后 VE 行业格局持续优化, 供需格局稳定下, 行业仍将维持高盈利(目前 VA 价格 33.5 万元/吨, VE 价格 7.8 万元/吨)。公司蛋氨酸二期 10 万吨投产后, 蛋氨酸产能达到 15 万吨, 成本显著下降, VC 项目投产后市场开拓顺利, 市场份额均明显提升, 叶醇系列产品产销规模也进一步释放。此外, 公司黑龙江生物发酵一期项目已于 2020 年下半年全面投产, 形成“淀粉乳-葡萄糖-叶红素-己糖酸-山梨醇-C”一体化产业链, 公司产品结构进一步完善, 盈利能力进一步提升。

立足技术创新, 产业链延伸更加精细化和多元化, 未来成长空间广阔。 公司持续加大创新研发投入, 2021Q1 研发费用 1.6 亿元, 同比增长 70.50%, 连续七年研发投入占营业收入比重超过 5%。公司技术储备丰富, 在香精香料领域围绕关键中间体做技术相关产业链延伸, 不断向精细化和多元化延伸; 在新材料领域, 公司持续加大研发投入, PPS、PPA 等新材料产品质量和市占率均位居全球前列。未来蛋氨酸三期, 生物发酵二期、原料药、新材料、香精香料等多个高附加值项目将持续为公司未来成长提供有力保障。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 40.87/51.14/58.67 亿元, 折合 EPS 分别为 1.90、2.38、2.73 元, 目前股价对应 PE 估值分别为 20.6/16.5/14.4 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 在建项目审核时间长于预期、香精香料价格大幅波动、行业新进入者风险、安全生产风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,621	10,314	14,702	17,563	21,619
增长率 yoy (%)	-12.2	35.3	42.5	19.5	23.1
归母净利润(百万元)	2,169	3,564	4,087	5,114	5,867
增长率 yoy (%)	-29.6	64.3	14.7	25.1	14.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.01	1.66	1.90	2.38	2.73
净资产收益率(%)	12.9	18.4	18.7	19.8	19.5
P/E(倍)	38.9	23.7	20.6	16.5	14.4
P/B(倍)	5.0	4.4	3.8	3.3	2.9

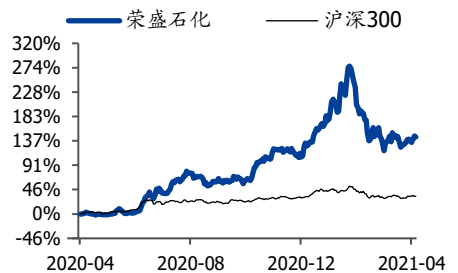
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	
04月28日收盘价	39.27
总市值(百万元)	
总股本(百万股)	
其中自由流通股(%)	
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

相关研究



事件:公司发布 2021 年一季度报告,报告期内公司实现营收 37.44 亿元,同比+42.64%,环比+31.78%,归母净利润 11.37 亿元,同比+26.34%,环比+81.63%,公司一季度业绩符合预期。

公司盈利同比大幅提升,全年业绩符合预期。公司 2021Q1 毛利率 48.14%,同比减少 2.86pct,净利率 30.48%,同比减少 3.92 pct,我们预计主要是维生素产品价格波动以及费用率同比增加所致(根据博亚和讯数据,2021Q1 VA 均价 36.4 万/吨,同比-0.84%,VE 均价 7.5 万/吨,同比+42.4%,生物素均价 6.5 万/吨,同比-74.54%,蛋氨酸 2.1 万元/吨,同比+5.49%);财务费用 0.76 亿元,同比增加 106.70%,主要是汇率波动及利息支出增加所致;销售费用 1.12 亿元,同比增加 156.81%,主要是销量增加引起运输费增加所致;经营现金流净额 10.77 亿元,同比增加 317.01%,主要是销售收入增加相应贷款回笼增加所致。固定资产 138.43 亿元,同比增加 79.15%,在建工程 16.88 亿元,同比减少 73.85%,主要是蛋氨酸、生物发酵等新项目转固所致。

维生素业务高景气,蛋氨酸、生物发酵等项目助推新一轮成长。维生素下游饲料需求持续改善,根据奥特奇统计数据,2020 年全球饲料产量 11.88 亿吨,同比增加 1%,其中,中国饲料产量 2.4 亿吨,同比增加 5%。VA 行业巴斯夫 VA1000 产品仍然无法正常供应,帝斯曼整合能特科技后 VE 行业格局持续优化,供需格局稳定下,行业仍将维持高盈利(目前 VA 价格 33.5 万元/吨,VE 价格 7.8 万元/吨)。公司蛋氨酸二期 10 万吨投产后,蛋氨酸产能达到 15 万吨,成本显著下降,VC 项目投产后市场开拓顺利,市场份额均明显提升,叶醇系列产品产销规模也进一步释放。此外,公司黑龙江生物发酵一期项目已于 2020 年下半年全面投产,形成“淀粉乳-葡萄糖-叶红素-己糖酸-山梨醇-C”一体化产业链,公司产品结构进一步完善,盈利能力进一步提升。

立足技术创新,产业链延伸更加精细化和多元化,未来成长空间广阔。公司持续加大创新研发投入,2021Q1 研发费用 1.6 亿元,同比增长 70.50%,连续七年研发投入占营业收入比重超过 5%。公司技术储备丰富,在香精香料领域围绕关键中间体做技术相关产业链延伸,不断向精细化和多元化延伸;在新材料领域,公司持续加大研发投入,PPS、PPA 等新材料产品质量和市占率均位居全球前列。未来蛋氨酸三期,生物发酵二期、原料药、新材料、香精香料等多个高附加值项目将持续为公司未来成长提供有力保障。

第三期员工持股计划完成购买,助力公司持续健康发展。截至 2021 年 2 月 26 日,公司通过二级市场竞价交易方式完成股票购买,累计购买公司股票 844 万股,占公司总股本的 0.39%,成交金额 3.04 亿元,成交均价约 35.97 元/股,锁定期自 2021 年 2 月 27 日起 12 个月。持股计划中董事、监事和高级管理人员等 12 人持有总份额的 13.05%;其他人员持有总份额的 86.95%。持股计划可以充分调动公司核心骨干的积极性,增强公司凝聚力,彰显公司对未来高增长信心。

盈利预测与投资建议:我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 40.87/51.14/58.67 亿元,折合 EPS 分别为 1.90、2.38、2.73 元,目前股价对应 PE 估值分别为 20.6/16.5/14.4 倍,维持“买入”评级。

风险提示:在建项目审核时间长于预期、香精香料价格大幅波动、行业新进入者风险、安全生产风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12571	13528	12421	14626	15711	营业收入	7621	10314	14702	17563	21619
现金	3422	4928	3244	5781	6001	营业成本	4018	4727	7810	9372	12072
应收票据及应收账款	1853	2263	2638	2380	3024	营业税金及附加	97	115	176	211	259
其他应收款	196	179	355	282	502	营业费用	232	313	445	532	655
预付账款	53	116	129	141	339	管理费用	375	423	662	790	973
存货	2033	3117	3131	3117	2919	研发费用	434	546	662	703	865
其他流动资产	5013	2925	2925	2925	2925	财务费用	159	305	197	152	106
非流动资产	15931	17369	19372	20354	22516	资产减值损失	-17	-12	44	53	65
长期投资	281	343	436	530	629	其他收益	91	121	0	0	0
固定资产	7769	13914	14783	15162	16503	公允价值变动收益	-1	9	0	0	2
无形资产	1314	1407	1558	1738	1929	投资净收益	177	160	137	161	159
其他非流动资产	6567	1705	2595	2924	3455	资产处置收益	31	4	0	0	0
资产总计	28502	30897	31794	34981	38228	营业利润	2567	4164	4842	5911	6786
流动负债	6774	6383	5268	5886	5660	营业外收入	8	2	9	11	7
短期借款	3235	2364	2300	2000	1800	营业外支出	6	56	20	24	26
应付票据及应付账款	2356	1961	1227	2121	1903	利润总额	2569	4110	4832	5898	6767
其他流动负债	1184	2058	1742	1765	1956	所得税	392	533	725	885	1015
非流动负债	4827	5110	4519	3751	3116	净利润	2177	3577	4107	5013	5752
长期借款	3898	4137	3546	2778	2143	少数股东损益	8	13	20	-100	-115
其他非流动负债	929	973	973	973	973	归属母公司净利润	2169	3564	4087	5114	5867
负债合计	11601	11493	9787	9637	8776	EBITDA	3479	5244	6016	7155	8088
少数股东权益	52	68	87	-13	-128	EPS (元)	1.01	1.66	1.90	2.38	2.73
股本	2149	2149	2578	2578	2578						
资本公积	4528	4561	4131	4131	4131						
留存收益	10129	12590	14720	17368	20430						
归属母公司股东权益	16848	19336	21919	25357	29580						
负债和股东权益	28502	30897	31794	34981	38228						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2102	3123	3965	7382	6038
净利润	2177	3577	4107	5013	5752
折旧摊销	560	866	1039	1158	1301
财务费用	159	305	197	152	106
投资损失	-177	-160	-137	-161	-159
营运资金变动	-710	-1539	-1240	1220	-960
其他经营现金流	94	74	-0	-0	-2
投资活动现金流	-4363	-194	-2905	-1979	-3303
资本支出	4576	2353	1910	887	2064
长期投资	-12	-17	-92	-101	-98
其他投资现金流	201	2142	-1087	-1193	-1337
筹资活动现金流	3058	-1376	-2745	-2866	-2515
短期借款	1342	-871	-64	-300	-200
长期借款	3510	239	-591	-768	-635
普通股增加	0	0	430	0	0
资本公积增加	0	33	-430	0	0
其他筹资现金流	-1794	-777	-2090	-1798	-1680
现金净增加额	814	1456	-1684	2537	221

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	35.3	42.5	19.5	23.1
营业利润(%)	-29.3	62.2	16.3	22.1	14.8
归属于母公司净利润(%)	-29.6	64.3	14.7	25.1	14.7
获利能力					
毛利率(%)	47.3	54.2	46.9	46.6	44.2
净利率(%)	28.5	34.6	27.8	29.1	27.1
ROE(%)	12.9	18.4	18.7	19.8	19.5
ROIC(%)	9.7	13.6	14.3	16.0	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	37.2	30.8	27.5	23.0
净负债比率(%)	30.9	19.2	19.8	3.1	-0.7
流动比率	1.9	2.1	2.4	2.5	2.8
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.9	5.0	6.0	7.0	8.0
应付账款周转率	2.2	2.2	4.9	5.6	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.66	1.90	2.38	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.45	1.85	3.44	2.81
每股净资产(最新摊薄)	7.84	9.00	10.20	11.80	13.77
估值比率					
P/E	38.9	23.7	20.6	16.5	14.4
P/B	5.0	4.4	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	30.2	19.9	17.4	14.1	12.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com