

## 公司研究

## 维生素有望迎来景气周期，回购方案彰显未来发展信心

——新和成（002001.SZ）2021年半年度报告点评

## 要点

**事件：**2021年8月19日，公司发布2021半年度报告，21年H1实现营业收入73亿元，同比+37%，实现归母净利润24亿元，同比+9%。其中Q2单季度实现营业收入35亿元，同比+31%，环比-6%，实现归母净利润13亿，同比-3%，环比+12%。

**销量上涨带动业绩提升，下半年需求复苏公司业绩可期：**2021上半年，国内VA、VE、2%生物素、固体蛋氨酸均价分别为348元/kg、76元/kg、67元/kg、21元/kg，分别同比-18%、+15%、-74%、-5%，上半年营养品价格除VE外同比均有所下滑。上半年营养品收入同比+47%，主要由于销量大幅增长带动营收大幅增长；上半年营养品毛利率为52%，同比减少11个百分点，营养品毛利率大幅下滑致公司上半年业绩增速回落。2021年Q2国内VA、VE、2%生物素、固体蛋氨酸均价分别为334元/kg、78元/kg、69元/kg、21元/kg，分别同比-32%、+6%、-74%、-11%，环比-7%、+6%、+7%、+1%，二季度业绩增速回落主要受营养品价格下跌影响。下半年随着旺季的到来，维生素有望迎来量价齐升，公司盈利能力有望显著改善。

**VE有望再次迎来超级景气周期，VA受巴斯夫火灾影响下半年价格或将上涨：**21年，复产规模持续低于预期，龙头企业陆续在下半年停产检修，VE供给或将进一步紧缩。展望未来2-3年，帝斯曼与能特科技的合并，行业竞争格局显著改善，VE有望再次迎来超级景气周期。VA方面，2021年8月10日巴斯夫发布公告称，其路德维希港工厂于8月7日发生火灾，导致醇化物系列产品生产遭遇不可抗力，预计将至少影响数月生产。作为VA原料，甲醇钠生产受限将导致VA供给的收紧，随着维生素产品进入需求旺季，预计VA价格有较大上行空间。展望下半年，一方面受海运价格及国际大宗商品价格上涨，成本端支撑强劲，另一方面VA、VE行业供给格局显著改善，行业巨头生产受限，维生素有望迎来景气周期。

**回购方案彰显公司未来发展信心：**公司发布公告称拟以3-6亿元回购股份用于实施股权激励计划或员工持股计划，回购价格不超过人民币41元/股。此次回购方案的推出彰显公司对未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，将回购股份用于实施股权激励计划或员工持股计划也将进一步完善公司长效激励机制，充分调动核心人员积极性。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司2021-2023年盈利预测，预计公司2021-2023年分别实现归母净利润44.72/51.03/57.32亿元，对应EPS分别为1.73/1.98/2.22元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动，项目推进不及预期，全球经济复苏不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,621	10,314	12,612	14,423	16,008
营业收入增长率	-12.23%	35.34%	22.28%	14.36%	10.99%
净利润（百万元）	2,169	3,564	4,472	5,103	5,732
净利润增长率	-29.56%	64.33%	25.49%	14.11%	12.31%
EPS（元）	1.01	1.66	1.73	1.98	2.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.87%	18.43%	20.05%	20.28%	20.22%
P/E	29	17	17	15	13
P/B	3.7	3.2	3.3	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-19 注：公司总股本2019年和2020年末为21.49亿股，2021年资本公积金转增股本后目前总股本为25.78亿股。

## 买入（维持）

当前价：28.79元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

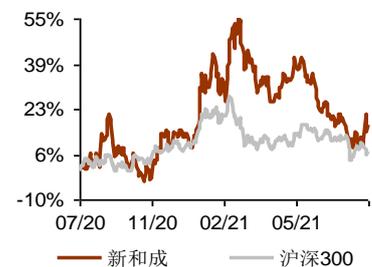
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	25.78
总市值(亿元)	742.32
一年最低/最高(元)	27.68/46.35
近3月换手率	49.99%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.80	10.89	2.27
绝对	5.51	5.51	5.51

资料来源：Wind

## 相关研报

营养品价格大幅上涨，业绩预增60%-80%——新和成（002001.SZ）2020年度业绩预告点评（2021-01-14）

业绩基本符合预期，关注公司在精细化工品方面的成长性——新和成（002001.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-30）

维生素业务量价齐升，关注公司在精细化工品方面的成长性——新和成（002001.SZ）2020年半年报点评（2020-09-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,621	10,314	12,612	14,423	16,008
营业成本	4,018	4,727	5,662	6,351	7,011
折旧和摊销	559	864	955	1,057	1,170
税金及附加	97	115	160	183	203
销售费用	232	313	383	438	486
管理费用	375	423	517	591	656
研发费用	434	546	667	763	847
财务费用	159	305	357	380	361
投资收益	177	160	142	142	142
营业利润	2,567	4,164	5,207	5,957	6,698
利润总额	2,569	4,110	5,294	6,034	6,775
所得税	392	533	808	921	1,035
净利润	2,177	3,577	4,486	5,112	5,741
少数股东损益	8	13	13	9	9
归属母公司净利润	2,169	3,564	4,472	5,103	5,732
EPS(元)	1.01	1.66	1.73	1.98	2.22

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,102	3,123	5,549	6,030	6,823
净利润	2,169	3,564	4,472	5,103	5,732
折旧摊销	559	864	955	1,057	1,170
净营运资金增加	-1,646	1,344	1,060	1,189	1,018
其他	1,021	-2,649	-939	-1,319	-1,097
投资活动产生现金流	-4,363	-194	-2,506	-2,583	-2,158
净资本支出	-4,533	-2,297	-3,000	-3,000	-2,500
长期投资变化	281	343	0	0	0
其他资产变化	-111	1,760	494	417	342
融资活动现金流	3,058	-1,376	-2,295	-2,632	-3,951
股本变化	0	0	430	0	0
债务净变化	4,866	-10	-434	-9	-1,035
无息负债变化	1,015	-97	259	370	371
净现金流	814	1,456	748	815	713

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	47.3%	54.2%	55.1%	56.0%	56.2%
EBITDA 率	41.1%	50.3%	49.7%	50.4%	50.6%
EBIT 率	33.8%	41.9%	42.1%	43.1%	43.3%
税前净利润率	33.7%	39.8%	42.0%	41.8%	42.3%
归母净利润率	28.5%	34.6%	35.5%	35.4%	35.8%
ROA	7.6%	11.6%	13.3%	13.8%	14.5%
ROE (摊薄)	12.9%	18.4%	20.1%	20.3%	20.2%
经营性 ROIC	9.5%	14.7%	15.6%	16.5%	17.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	37%	34%	32%	28%
流动比率	1.86	2.12	2.70	3.07	4.18
速动比率	1.56	1.63	2.27	2.57	3.48
归母权益/有息债务	2.16	2.49	3.04	3.43	4.50
有形资产/有息债务	3.48	3.78	4.39	4.84	6.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,502	30,897	33,703	36,934	39,454
货币资金	3,422	4,928	5,675	6,490	7,204
交易性金融资产	1,400	852	500	200	0
应收帐款	1,561	1,931	2,396	2,740	3,042
应收票据	292	332	504	577	640
其他应收款 (合计)	196	179	315	361	400
存货	2,033	3,117	2,265	2,540	2,805
其他流动资产	3,613	2,073	2,533	2,533	2,533
流动资产合计	12,571	13,528	14,305	15,565	16,753
其他权益工具	25	23	23	23	23
长期股权投资	281	343	343	343	343
固定资产	7,769	13,914	14,443	15,181	15,851
在建工程	6,104	1,326	2,569	3,502	3,939
无形资产	1,314	1,407	1,379	1,351	1,324
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	368	278	278	278	278
非流动资产合计	15,931	17,369	19,397	21,369	22,702
总负债	11,601	11,493	11,318	11,679	11,015
短期借款	3,235	2,364	2,105	1,496	62
应付账款	1,649	1,464	1,699	1,905	2,103
应付票据	706	498	566	635	701
预收账款	34	0	50	58	64
其他流动负债	0	5	5	5	5
流动负债合计	6,774	6,383	5,306	5,067	4,003
长期借款	3,898	4,137	5,137	5,737	6,137
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	850	873	873	873	873
非流动负债合计	4,827	5,110	6,012	6,612	7,012
股东权益	16,901	19,404	22,385	25,255	28,439
股本	2,149	2,149	2,578	2,578	2,578
公积金	5,480	5,635	5,420	5,420	5,420
未分配利润	9,177	11,515	14,269	17,129	20,305
归属母公司权益	16,848	19,336	22,304	25,165	28,340
少数股东权益	52	68	81	90	99

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.05%	3.03%	3.03%	3.03%	3.03%
管理费用率	4.92%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
财务费用率	2.09%	2.95%	2.83%	2.64%	2.25%
研发费用率	5.70%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%
所得税率	15%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.70	0.87	0.99	1.11
每股经营现金流	0.98	1.45	2.15	2.34	2.65
每股净资产	7.84	9.00	8.65	9.76	10.99
每股销售收入	3.55	4.80	4.89	5.59	6.21

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	17	17	15	13
PB	3.7	3.2	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	21.7	13.2	12.9	11.2	9.9
股息率	1.7%	2.4%	3.0%	3.4%	3.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE