

公司研究

“生物+化工”平台逐步成型，VE 迎来景气周期

——新和成（002001.SZ）动态跟踪报告

买入（维持）

当前价：30.01 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

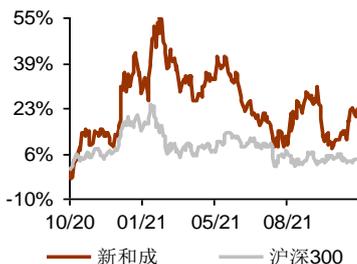
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.78
总市值(亿元):	773.77
一年最低/最高(元):	25.03/37.95
近3月换手率:	60.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.52	11.34	-6.39
绝对	18.75	11.17	14.17

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩环比下滑，布局尼龙前景可期——新和成（002001.SZ）21 年三季度报点评

（2021-10-29）

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（2021-08-20）

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

要点

事件：2021 年 11 月 17 日，国内 VE、VA、蛋氨酸价格已上涨至 92.5 元/kg、305 元/kg、19.8 元/kg。公司二期 15 万吨/年固体蛋氨酸预计 2023 年投产，黑龙江生物发酵二期项目主要产品 VB12 处在试车阶段，将于 2022 年投产。

点评：

VE 供需改善价格维持高位，迎来新一轮景气周期：截止 2021 年 11 月 17 日，国内 VE 市场均价已上涨至 92.5 元/kg，同比+59%。维生素 E 主要由 DSM、新和成、浙江医药和 BASF 维持着寡头垄断格局。20 年以来，受疫情封锁影响，维生素生产与运输受阻，同时巴斯夫部分产线检修和发生事故，加之能特与 DSM 合资工厂推迟复工，VE 生产受到较大冲击，VE 价格持续上涨。21 年，复产规模持续低于预期，龙头企业陆续在下半年面临停产检修，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使得行业竞争格局显著改善，VE 价格有望再次迎来超级景气周期，在目前的价格水平上仍存在较大上涨空间。

VA 原料甲醇钠供给偏紧，下游回暖价格稳中偏涨：目前，国内 VA 市场均价上涨至 305 元/kg，同比+8%。VA 供给格局良好且近十年来无新进入者，主要生产厂商为 DSM、BASF、安迪苏、新和成、金达威和浙江医药。2021 年 8 月 10 日，BASF 发生火灾导致甲醇钠供应偏紧，同时国内“双限”指令叠加检修致使 VA 供应紧张，厂商持提价意愿，11 月 5 日浙江医药提价 VA 至 360 元/公斤。需求端，进入冬季猪肉需求进一步加大，猪行业对上游维生素的需求有望进一步扩大。

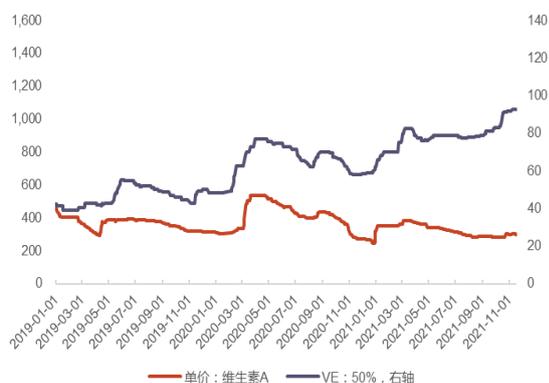
蛋氨酸价格有望企稳回升，二期 15 万吨将于 23 年投产：目前国内蛋氨酸价格区间上涨至 19-23 元/kg，稳中偏强。我国蛋氨酸市场在经历了 14-15 年的暴涨暴跌后价格总体持续下行，当前价格基本处于底部，拥有较广阔的上行空间。目前受新冠疫情影响，希杰马来西亚工厂生产受限，同时国内企业面临较高的安全、环保生产压力。近期，饲料行业迎来了一波“涨价潮”，每吨价格上涨 50 元到 100 元之间，赢创也提高了蛋氨酸报价，提价至 22 元/公斤。需求端，近期禽类产品价格上涨，养殖户重振信心积极投入禽类养殖，有望进一步提振蛋氨酸的需求。目前公司一期 15 万吨/年蛋氨酸满产，二期 15 万吨/固体蛋氨酸将于 23 年投产，届时公司业绩将进一步增厚。

积极布局生物发酵领域，“双碳”政策下前景可期：生物发酵法在大幅提升生物利用率的同时提高产品产率，有效解决了传统化学合成造成“三废”排放污染环境的问题，在“双碳”背景下具有广阔的发展前景。公司黑龙江生物发酵产业园分两期进行，年加工玉米 50 万吨，总投资 50 亿元。一期工程主要建设辅酶 Q10、淀粉糖、山梨醇、己糖酸及配套项目于 2020 年 10 月投产，主要产品 VC、辅酶 Q10 产能分别为 3 万吨/年、300 吨/年，其中 VC 产品于 21 年开始盈利。据公司公告披露，一期项目达产达效实现营业收入约 20 亿元，利税约 7.08 亿元。目前，黑龙江二期发酵项目主要产品 VB12 正在中试，规划产能 3000 吨/年，预计 2022 年投产。

“生物+化工”平台逐步成型，产品种类将持续丰富：公司积极布局生物科技子公司，打造“生物+化工”平台，生物发酵一期项目满负荷生产为公司未来在生物领域布局打下了坚实的基础，已投产的 VC、辅酶 Q10 以及二期规划的 VB12 将进一步丰富营养品种类并贡献未来业绩增长。同时公司依托化学合成与生物发酵两大技术平台，不断丰富香料品种，满足不断变化的市场需求，覆盖日化、食品和医药等多个领域，具备广阔的发展前景。

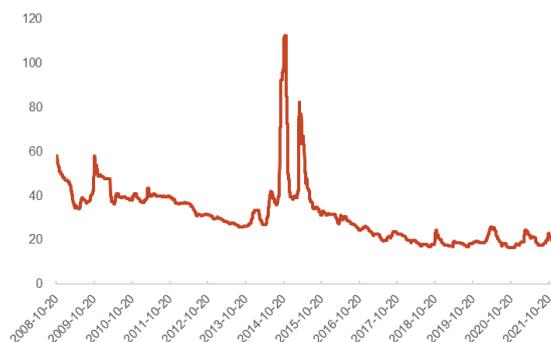
己二腈目前处于中试阶段，尼龙材料子公司蓄势待发：公司已二腈产品目前处于中试阶段，生产中所采用的丁二烯法具备成本优势，结合未来降耗政策，公司丁二烯法制己二腈有望具备较强竞争力，从而解决国内己二腈过度依赖进口的问题。2021年3月，公司成立新和成尼龙材料子公司，此举彰显了公司未来进入尼龙市场的信心，己二腈的生产解决了尼龙66生产中的“卡脖子”问题，成为公司进入聚酰胺产业的关键一步，有望进一步打开成长空间。

图 1: VE、VA 价格走势 (元/kg)



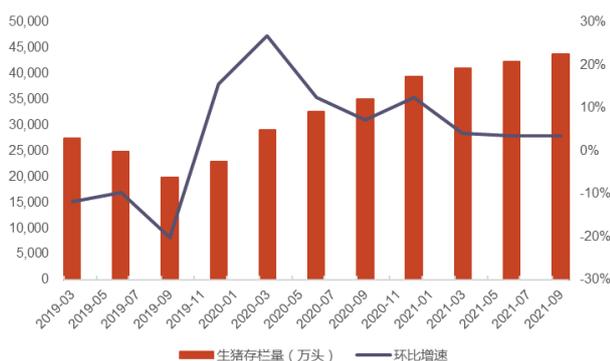
资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理 截至 2021.11.18

图 2: 蛋氨酸价格走势 (元/kg)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 截至 2021.11.18

图 3: 国内生猪存栏情况



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理 截至 2021.9

图 4: 国内能繁母猪存栏情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 截至 2021.9

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。

表 1: 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	30	18	17	15	14
P/B	3.8	3.3	3.5	3.1	2.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-11-18 注: 公司总股本 2019 年和 2020 年末为 21.49 亿股, 2021 年公积金转增股本后目前总股本为 25.78 亿股。

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
应收账款	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	30	18	17	15	14
PB	3.8	3.3	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.6	13.7	13.4	11.6	10.3
股息率	1.7%	2.3%	2.9%	3.3%	3.7%

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，任何机构和个人不得以任何形式、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