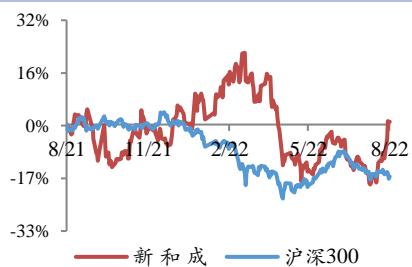


上半年经营稳健，新项目稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-25

收盘价（元）	24.18
近12个月最高/最低（元）	29.26/19.55
总股本（百万股）	3,091
流通股本（百万股）	3,055
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	747
流通市值（亿元）	739

公司价格与沪深300走势比较

分析师：尹沿技

执业证书号: S0010520020001

电话: 021-60958389

邮箱: yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号: S0010121060039

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

主要观点：
● 事件描述

8月24日，公司发布2022年半年度报告，2022年上半年实现营业收入82.15亿元，同比增长11.92%；实现归母净利润22.14亿元，同比下降8.78%；实现扣非归母净利润20.94亿元，同比减少8.13%；实现基本每股收益0.72元/股。

● 上半年香精香料板块和新材料板块稳健发展，维生素业务短期承压

公司上半年积极应对市场变化调整销售策略，营收同比增长11.92%，香精香料板块和新材料板块上半年稳健发展，蛋氨酸销量增长、产品价格稳定，维生素类主要产品销售价格较上年同期有下降，销售数量较上年同期有减少。同时，受国内疫情和全球政治经济环境影响，公司部分原辅材料价格上涨导致产品成本有所上升，上半年实现归母净利润22.14亿元，同比下降8.78%。期间费用方面，公司上半年销售、管理、财务费用率分别为0.70%、2.58%和0.27%，销售费用和管理费用分别同比增加3.24%和13.22%，主要是人员薪酬增加，财务费用同比减少84.62%，主要是汇率波动产生汇兑收益所致。

● 维生素上半年量价短期承压，欧洲产能缩减叠加下游需求回暖有望改善行业利润

2022年上半年国内维生素价格受主要下游饲料市场需求疲软影响价格持续走低，截至8月24日，VA和VE市场均价分别为113元/公斤和81元/公斤，其中VA同比减少60.35%。短期看，欧洲方面，“北溪-1”天然气管道停机检修导致天然气价格上升叠加高温极端天气影响，中国方面，国内多个维生素厂商集中停产检修，7月开工率大幅下滑，多重因素导致目前全球维生素供应短缺，同时上半年累积的库存不断消耗，处于低位；中长期看，俄乌战争不断发酵将对欧洲天然气价格造成影响，欧洲天然气价格“易上难下”，全球维生素将在很长一段时间内维持供给偏紧的状态。同时下游生猪价格回升，已由年初16.31元/公斤上涨至22.08元/公斤，上涨约35.38%，企业扭亏为盈，预计下半年饲料需求回暖，有望带动维生素等需求同步提升，预计下半年维生素板块利润将得到改善。

● 多个项目有序推进，纵深产品矩阵提升市场综合竞争力

营养品板块，公司蛋氨酸项目二期25万吨/年，其中10万吨装置平稳运行，15万吨装置按照进度有序推进，预计2023年6月建设完成；5000吨/年维生素B6、3000吨/年B12正常生产、销售；3万吨/年牛磺酸项目按进度建设。香精香料板块，5000吨/年薄荷醇项目按进度建设，其产业化将实现薄荷醇国产化突破，提升公司细分领域地位。新材料板块，7000

吨/年 PPS 三期项目开始试车，进展顺利；己二腈项目现处于中试阶段，项目报批流程有序推进。原料药板块，500 吨/年氯杂双环项目开始试车并销售，现已打通工艺路线，处于不断提升工艺进行技术改进过程中。公司依托深厚的精细化工基础，聚焦“化工+”“生物+”，产品上能对接基础化工原料，下能延伸生产特殊中间体、营养品、香精香料、高分子新材料、原料药等功能性化学品，同时不断优化纵深产品矩阵，有利于提高公司综合竞争力，稳固自身行业地位。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 51.62、58.64、68.18 亿元。同比增速为 19.4%、13.6%、16.3%。当前股价对应 PE 分别为 14、13、11 倍，维持买入评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (3) 产能建设不及预期；
- (4) 汇率及贸易风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14798	17818	19751	21944
收入同比 (%)	43.5%	20.4%	10.8%	11.1%
归属母公司净利润	4324	5162	5864	6818
净利润同比 (%)	21.3%	19.4%	13.6%	16.3%
毛利率 (%)	44.5%	44.0%	44.5%	45.8%
ROE (%)	19.8%	21.7%	19.8%	18.7%
每股收益 (元)	1.68	1.67	1.90	2.21
P/E	18.52	14.48	12.75	10.96
P/B	3.68	3.14	2.52	2.05
EV/EBITDA	12.86	9.71	7.94	6.70

资料来源：公司公告，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
	单位:百万元				单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14914	19095	19722	24347	营业收入	14798	17818	19751	21944
现金	5953	6186	9167	9821	营业成本	8212	9972	10969	11902
应收账款	2755	3352	3235	4090	营业税金及附加	132	183	197	217
其他应收款	254	400	276	476	销售费用	107	336	334	350
预付账款	79	152	163	168	管理费用	424	646	681	748
存货	3194	5838	3984	6462	财务费用	270	156	154	124
其他流动资产	2679	3167	2897	3331	资产减值损失	-54	-14	-17	-18
非流动资产	19778	20754	23646	28874	公允价值变动收益	38	0	0	0
长期投资	351	383	412	438	投资净收益	128	238	240	263
固定资产	14319	14761	18519	21714	营业利润	5083	6006	6812	7927
无形资产	1522	1622	1726	1830	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	3586	3988	2990	4892	营业外支出	65	0	0	0
资产总计	34692	39848	43368	53221	利润总额	5031	6006	6812	7927
流动负债	6477	9645	7279	10287	所得税	691	825	926	1083
短期借款	1403	1403	1403	1403	净利润	4340	5181	5886	6844
应付账款	1436	3621	1657	3919	少数股东损益	16	19	22	26
其他流动负债	3638	4620	4219	4965	归属母公司净利润	4324	5162	5864	6818
非流动负债	6351	6351	6351	6351	EBITDA	6445	7942	9344	10978
长期借款	5149	5149	5149	5149	EPS (元)	1.68	1.67	1.90	2.21
其他非流动负债	1202	1202	1202	1202					
负债合计	12828	15996	13630	16639					
少数股东权益	64	83	105	131					
股本	2578	3043	3043	3043					
资本公积	4121	2258	2258	2258					
留存收益	15101	18469	24332	31151					
归属母公司股东权	21800	23769	29633	36451					
负债和股东权益	34692	39848	43368	53221					
现金流量表					主要财务比率				
	单位:百万元				会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	5838	6397	8467	9024	营业收入	43.5%	20.4%	10.8%	11.1%
净利润	4340	5181	5886	6844	营业利润	22.1%	18.2%	13.4%	16.4%
折旧摊销	1227	2017	2609	3181	归属于母公司净利	21.3%	19.4%	13.6%	16.3%
财务费用	339	216	216	216	盈利能力				
投资损失	-128	-238	-240	-263	毛利率 (%)	44.5%	44.0%	44.5%	45.8%
营运资金变动	-114	-780	-12	-963	净利率 (%)	29.2%	29.0%	29.7%	31.1%
其他经营现金流	4627	5962	5906	7816	ROE (%)	19.8%	21.7%	19.8%	18.7%
投资活动现金流	-3392	-2755	-5271	-8155	ROIC (%)	14.8%	15.8%	15.2%	14.9%
资本支出	-3448	-2962	-5482	-8391	偿债能力				
长期投资	-84	-32	-29	-26	资产负债率 (%)	37.0%	40.1%	31.4%	31.3%
其他投资现金流	140	238	240	263	净负债比率 (%)	58.7%	67.1%	45.8%	45.5%
筹资活动现金流	-1345	-3408	-216	-216	流动比率	2.30	1.98	2.71	2.37
短期借款	-960	0	0	0	速动比率	1.66	1.27	2.02	1.64
长期借款	1012	0	0	0	营运能力				
普通股增加	430	465	0	0	总资产周转率	0.45	0.48	0.47	0.45
资本公积增加	-439	-1863	0	0	应收账款周转率	6.32	5.84	6.00	5.99
其他筹资现金流	-1387	-2009	-216	-216	应付账款周转率	5.66	3.94	4.16	4.27
现金净增加额	1045	233	2981	653	每股指标 (元)				
					每股收益	1.68	1.67	1.90	2.21
					每股经营现金流薄	1.89	2.07	2.74	2.92
					每股净资产	8.45	7.69	9.59	11.79
					估值比率				
					P/E	18.52	14.48	12.75	10.96
					P/B	3.68	3.14	2.52	2.05
					EV/EBITDA	12.86	9.71	7.94	6.70

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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。