

医药生物

2022年08月29日

新和成 (002001)

——新项目持续推动，关注营养品欧洲生产供应趋紧带来的涨价催化

报告原因：有业绩公布需要点评

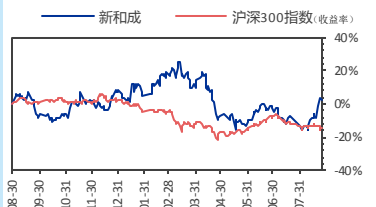
增持 (维持)

| 市场数据： | 2022年08月26日 |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元) | 23.92 |
| 一年内最高/最低(元) | 37.83/19.3 |
| 市净率 | 3.4 |
| 息率(分红/股价) | 2.93 |
| 流通A股市值(百万元) | 73064 |
| 上证指数/深证成指 | 3236.22/12059.71 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2022年06月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 7.15 |
| 资产负债率% | 41.33 |
| 总股本/流通A股(百万) | 3091/3055 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新和成(002001)点评：业绩符合预期，新产品、新工艺研发投入大幅增加助力公司长期成长》 2022/04/17

《新和成(002001)点评：VE、蛋氨酸量价齐升助力业绩同比较快增长，多个项目有望贡献2022年成长动能》 2022/01/25

证券分析师

胡双 A0230520080006
hushuang@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布2022年中报**：上半年公司实现营收82.15亿元(YoY+12%)，归母净利润22.14亿元(YoY-9%)，扣非后归母净利润20.94亿元(YoY-8%)，经营性现金净流入12.42亿元(YoY-46%)。Q2营收39.07亿元(YoY+10%，QoQ-9%)，归母净利润10.11亿元(YoY-21%，QoQ-16%)，扣非后归母净利润9.51亿元(YoY-20%，QoQ-17%)，业绩基本符合预期。公司上半年销售毛利率39.80%，同比减少8.43pct，其中Q2季度毛利率37.88%，环比减少3.67pct。上半年期间费用率8.91%，同比减少1.28pct，其中Q2季度期间费用率7.78%，环比减少2.15pct，主要系汇兑收益导致财务费用减少所致。上半年净利率27.07%，同比减少6.25pct，Q2季度净利率26.00%，环比减少2.04pct。
- **22Q2营养品市场价格普遍回落，香精香料业务量价齐升**：22Q2公司主要产品市场均价VA 189元/kg(YoY-43%，QoQ-20%)、VD3 80元/kg(YoY-36%，QoQ-13%)、生物素59元/kg(YoY-15%，QoQ-14%)、VC 36元/kg(YoY-28%，QoQ-8%)等同、环比有所下跌。VE 88元/kg(YoY+13%，QoQ+0%)、蛋氨酸21元/kg(YoY-6%，QoQ+0%)等环比基本保持稳定。公司上半年营养品共实现营收57.69亿元，同比增长5%，毛利率40.53%，同比减少11.17pct。其中蛋氨酸子公司山东新和成氨基酸上半年贡献净利润5.29亿元(YoY+2.25亿元)，预计主要系10万吨新产能持续放量带来的贡献。VE子公司山东新和成维生素贡献净利润4.74亿元(YoY-0.58亿元)。上虞基地贡献净利润2.63亿元(YoY-2.52亿元)，预计主要系产品价格下跌等影响。公司香精香料上半年实现营收15.23亿元，同比增长31%，毛利率49.83%，同比提高5.65pct，香精香料业务实现量价齐升，相关子公司山东新和成药业上半年贡献净利润5.79亿元(YoY+1.53亿元)。
- **营养品价格见底，关注欧洲干旱、冬季天然气供应紧张带来的涨价催化**：VA价格自年初以来快速下跌，目前112元/公斤市场价格已至2016年以来的底部位置。随着VA价格的见底，目前来看，公司营养品价格基本都处于历史较低景气分位。短期来看，欧洲作为维生素、蛋氨酸的全球主要供应基地，承担着重要运力的莱茵河水位下降导致运力不足，巴斯夫、赢创等化工巨头的物流运输成本、运力均受较大影响，叠加冬季采暖季天然气需求旺季的到来，维生素、蛋氨酸等产品价格存在或因上述供给端的大幅收缩而价格上涨的弹性。公司作为全球VA、VE、蛋氨酸的主要供应商，涨价业绩弹性明显。
- **VB、薄荷醇、牛磺酸、PPS等新项目有望年内陆续投产，蛋氨酸、己二腈等大品种产品带来更大成长性**：截至22Q2末公司在建工程38.55亿元，环比增加1.31亿元，固定资产148.96亿元，环比增加6.23亿元。公司5000吨VB6、3000吨VB12等开始贡献增量，7000PPS试车、5000吨薄荷醇、3万吨牛磺酸等项目年内有望投产。公司山东基地15万吨蛋氨酸新产能有序推进，预计将于2023年6月建设完成。新材料领域，公司在山东布局10万吨己二腈、10万吨己二胺、20万吨尼龙66项目，打造下一个产业链平台。随着多个项目的有序推进，公司“化工+”、“生物+”平台不断丰富，持续成长性可期。
- **投资分析意见**：结合目前产品价格景气情况，下调公司2022-2024年归母净利润预测为46.52、54.20、62.19亿元(原值为50.24、58.52、66.17亿元)，对应PE分别为16X、14X、12X，维持“增持”评级。
- **风险提示**：产品价格大幅波动；新项目进度不及预期

财务数据及盈利预测

| | 2021 | 2022H1 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 14,798 | 8,215 | 15,686 | 18,250 | 21,489 |
| 同比增长率(%) | 43.5 | 11.9 | 6.0 | 16.3 | 17.8 |
| 归母净利润(百万元) | 4,324 | 2,214 | 4,652 | 5,420 | 6,219 |
| 同比增长率(%) | 21.3 | -8.8 | 7.6 | 16.5 | 14.8 |
| 每股收益(元/股) | 1.68 | 0.72 | 1.50 | 1.75 | 2.01 |
| 毛利率(%) | 44.5 | 39.8 | 44.4 | 44.3 | 43.2 |
| ROE(%) | 19.8 | 10.0 | 17.6 | 17.0 | 16.3 |
| 市盈率 | 17 | | 16 | 14 | 12 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 10,314 | 14,798 | 15,686 | 18,250 | 21,489 |
| 其中: 营业收入 | 10,314 | 14,798 | 15,686 | 18,250 | 21,489 |
| 减: 营业成本 | 4,727 | 8,212 | 8,717 | 10,174 | 12,214 |
| 减: 税金及附加 | 115 | 132 | 140 | 162 | 191 |
| 主营业务利润 | 5,472 | 6,454 | 6,829 | 7,914 | 9,084 |
| 减: 销售费用 | 313 | 107 | 110 | 128 | 129 |
| 减: 管理费用 | 423 | 424 | 439 | 474 | 537 |
| 减: 研发费用 | 546 | 783 | 831 | 931 | 1,074 |
| 减: 财务费用 | 305 | 270 | 267 | 242 | 196 |
| 经营性利润 | 3,886 | 4,871 | 5,182 | 6,139 | 7,148 |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -4 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -12 | -54 | 15 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 295 | 317 | 221 | 179 | 110 |
| 营业利润 | 4,164 | 5,083 | 5,419 | 6,318 | 7,257 |
| 加: 营业外净收入 | -54 | -52 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 4,110 | 5,031 | 5,419 | 6,318 | 7,257 |
| 减: 所得税 | 533 | 691 | 749 | 879 | 1,015 |
| 净利润 | 3,577 | 4,340 | 4,669 | 5,440 | 6,242 |
| 少数股东损益 | 13 | 16 | 17 | 20 | 23 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3,564 | 4,324 | 4,652 | 5,420 | 6,219 |
| 全面摊薄总股本 | 2,149 | 2,578 | 3,091 | 3,091 | 3,091 |
| 每股收益 (元) | 1.38 | 1.68 | 1.50 | 1.75 | 2.01 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|-------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶 | 021-33388362 | chentao1@swhy.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211 | xiewenni@swhy.com |
| 华北组 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhy.com |
| 华南组 | 李昇 | 0755-82990609 | Lisheng5@swhy.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。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。