

新和成(002001)

报告日期: 2022年10月25日

## 景气底部盈利略降, 看好需求复苏和未来成长

### ——新和成点评报告

#### 报告导读

公司发布 2022 年三季度报告, 实现营收 119.10 亿元, 同比增长 12.21%; 实现归母净利润 30.11 亿元, 同比下降 11.23%; 实现扣非归母净利润为 29.28 亿元, 同比下降 9.29%; Q3 单季度营收为 36.95 亿元, 同比增长 12.86%, 环比下降 5.43%; Q3 单季度归母净利润为 7.97 亿元, 同比下降 17.39%, 环比下降 21.17%; Q3 单季度扣非归母净利润为 8.33 亿元, 同比下降 10.33%, 环比下降 12.38%。业绩符合预期。

#### 投资要点

##### □ VA 跌价叠加 Q3 停产影响公司业绩, VE/蛋氨酸市场回暖对冲部分利润

公司 Q3 营收利润下滑主要是由于 VA 价格在 Q3 季度持续下行, 公司停产时间过长所导致。根据博亚和讯数据, 22 年前三季度 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 180.83/86.21/20.36 元/公斤, 同比分别为-44.70%/11.63%/1.34%, Q3 单季度 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 117.04/82.50/19.97 元/公斤, 环比分别为-38.23%/4.65%/10.32%。VA 价格在 Q3 持续下滑, VE/蛋氨酸价格在 Q3 出现回暖迹象。公司三季度销售毛利率为 33.64%, 同比减少 10.01PCT, 环比减少 4.24PCT, 销售净利率为 21.65%, 同比减少 7.89PCT, 环比减少 4.35PCT, 22Q3 季度 VA 价格下滑较多, 公司业绩受到影响。同时公司在 VA/VE 产线在 Q3 停产约 8 周, 相比往年同期 4 周停产时间加长, 影响公司业绩。公司 Q3 公允价值变动收益为-6500 万, 主要是由于汇率变动导致; 公司存货 41.24 亿元, 同比增加 10.61 亿元, 环比减少 4.38 亿元。

##### □ 仔猪养殖利润回暖有望拉动饲料需求, 新建项目落地即将贡献利润

根据 wind 数据, 2022 年 Q3 仔猪平均市场养殖利润回升到 731.54 元/头, 同比提升 1934.39 元/头, 环比提升 787.63 元/头。我们预计随着养猪利润开始提高, 饲料民购置饲料及维生素的意愿增强, 有望拉动 VA/VE/蛋氨酸价格上涨。公司在建工程 34.57 亿元, 同比增长 35.83%, 环比减少 10.32%。同比增加主要是因为公司今年在建项目较多, 主要包括 15 万吨蛋氨酸、3 万吨牛磺酸、7 千吨 PPS、5 千吨薄荷醇、己二腈等; 其中 5 千吨薄荷醇项目已于 22Q3 顺利投产。公司大手笔投资, 围绕丙酮、氢氰酸、光气和发酵法打造四大产品平台, 有望成为全球领先的综合性精细化工龙头公司。其中, 蛋氨酸、己二腈、异氰酸酯、香精香料等大品种值得关注。新项目陆续投产将加速公司增长, 并降低维生素价格波动对公司的影响。我们认为 Q4 季度是传统维生素销售旺季, 维生素价格触底有望反弹, PPS 扩产等新项目贡献, 公司 22Q4 盈利有望环比明显回升。

##### □ 盈利预测与估值

饲料需求低迷, 公司维生素和销量低于预期, 下调 2022-2024 年净利润至 45.87/55.77/76.99 亿元, EPS 分别为 1.48/1.8/2.49 元 (原预测分别为 1.66/2.09/2.8 元), 现价对应 PE 为 11.97/9.85/7.14 倍。公司是全球营养品和香精香料龙头, 产品线持续扩张, 新产能陆续进入投产期, 内生增长动力强。维持“买入”评级。

##### □ 风险提示

原料及产品价格大幅波动; 安全生产风险; 汇率及贸易风险; 环保政策风险; 投产时间不及预期等;

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉  
 执业证书号: S1230521120003  
 lihui01@stocke.com.cn

分析师: 张玉龙  
 执业证书号: S1230521110003  
 zhangyulong@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 17.77
总市值(百万元)	54,925.42
总股本(百万股)	3,090.91

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《需求低迷, 丰富产品线保障公司平稳发展——新和成中报点评》 2022.08.24
- 《【浙商化工】新和成: 收入创新高, 盈利能力企稳回升》 2022.04.28
- 《【浙商化工】新和成: 2021 年业绩符合预期, 新项目建设驱动成长》 2022.04.15

## 财务摘要

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14797.99	16663.54	20196.61	28147.11
同比	43.47%	12.61%	21.20%	39.37%
归属母公司净利润	4324.15	4587.31	5576.61	7698.60
同比	20.23%	6.09%	21.57%	38.05%
每股收益(元)	1.40	1.48	1.80	2.49
P/E	12.70	11.97	9.85	7.14

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	14914	16209	18496	22189
现金	5953	4768	5216	5312
交易性金融资产	1251	1251	1251	1251
应收账款	3104	3735	4398	6114
其它应收款	247	332	363	512
预付账款	79	149	191	226
存货	3194	4894	5994	7690
其他	1086	1081	1082	1083
<b>非流动资产</b>	19778	23850	27721	31378
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	351	351	351	351
固定资产	14319	16521	18883	21313
无形资产	1522	1583	1650	1719
在建工程	2985	4788	6230	7384
其他	602	607	607	611
<b>资产总计</b>	34692	40059	46217	53567
<b>流动负债</b>	6477	9754	13372	17292
短期借款	1403	3430	6430	8577
应付款项	2130	3970	4189	5620
预收账款	0	24	10	18
其他	2944	2331	2744	3077
<b>非流动负债</b>	6351	6184	6219	6251
长期借款	5149	5149	5149	5149
其他	1202	1035	1070	1102
<b>负债合计</b>	12828	15938	19591	23543
少数股东权益	64	80	99	126
归属母公司股东权益	21800	24041	26526	29897
<b>负债和股东权益</b>	34692	40059	46217	53567

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	5838	5182	5782	7762
净利润	4340	4603	5596	7726
折旧摊销	1227	1029	1232	1453
财务费用	270	347	460	567
投资损失	(128)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	612	1041	(315)	(188)
其它	(484)	(1738)	(1092)	(1695)
<b>投资活动现金流</b>	(3392)	(4991)	(5004)	(5007)
资本支出	(2064)	(5000)	(5000)	(5000)
长期投资	(8)	0	0	0
其他	(1320)	9	(4)	(7)
<b>筹资活动现金流</b>	(1345)	(1376)	(329)	(2659)
短期借款	(960)	2026	3000	2147
长期借款	1012	0	0	0
其他	(1396)	(3403)	(3329)	(4806)
<b>现金净增加额</b>	1101	(1185)	448	96

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14798	16664	20197	28147
营业成本	8212	9447	11481	16143
营业税金及附加	132	150	182	253
营业费用	107	117	121	169
管理费用	424	500	566	732
研发费用	783	883	1010	1407
财务费用	270	347	460	567
资产减值损失	104	0	0	0
公允价值变动损益	38	0	0	0
投资净收益	128	100	100	100
其他经营收益	151	95	107	113
<b>营业利润</b>	5083	5416	6584	9089
营业外收支	(52)	0	0	0
<b>利润总额</b>	5031	5416	6584	9089
所得税	691	812	988	1363
<b>净利润</b>	4340	4603	5596	7726
少数股东损益	16	16	20	27
<b>归属母公司净利润</b>	4324	4587	5577	7699
EBITDA	6461	6792	8276	11109
EPS (最新摊薄)	1.40	1.48	1.80	2.49

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	43.47%	12.61%	21.20%	39.37%
营业利润	21.11%	6.54%	21.57%	38.05%
归属母公司净利润	20.23%	6.09%	21.57%	38.05%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.50%	43.31%	43.15%	42.65%
净利率	29.33%	27.63%	27.71%	27.45%
ROE	20.96%	19.95%	21.98%	27.18%
ROIC	14.86%	14.43%	15.10%	18.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.98%	39.79%	42.39%	43.95%
净负债比率	66.90%	62.11%	66.97%	65.22%
流动比率	2.30	1.66	1.38	1.28
速动比率	1.81	1.16	0.93	0.84
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.56
应收账款周转率	6.32	5.59	5.75	6.16
应付账款周转率	5.66	4.44	3.95	4.65
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.40	1.48	1.80	2.49
每股经营现金	1.89	1.68	1.87	2.51
每股净资产	8.45	7.78	8.58	9.67
<b>估值比率</b>				
P/E	12.70	11.97	9.85	7.14
P/B	2.10	2.28	2.07	1.84
EV/EBITDA	12.64	8.67	7.45	5.75

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>