

2022 年 11 月 24 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 23.00

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2022/11/23)	20.03
深证成指(2022/11/23)	10972.81
股价 12 个月高/低	30.69/17.5
总发行股数(百万)	3090.91
A 股数(百万)	3054.53
A 市值(亿元)	611.82
主要股东	新和成控股集团 有限公司 (49.22%)
每股净值(元)	7.44
股价/账面净值	2.69
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.7 -16.3 -14.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.04.28	21.37	买入
2022.10.26	17.77	区间操作

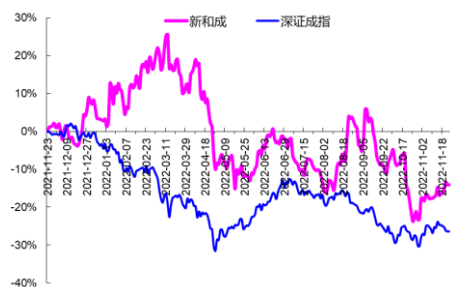
产品组合

营养品	75.2%
香精香料类	15.1%
新材料	5.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.60%
一般法人	54.57%

股价相对大盘走势



新和成 (002001.SZ)

Trading Buy 区间操作

欧洲能源价格上涨，维生素价格有望上行

事件:

11月21日，帝斯曼宣布，基于对冬季能源成本较高的预期，帝斯曼将从2023年1月2日起停止瑞士锡瑟尔恩工厂的Rovimix维生素A生产，停产不少于两个月。由于共用配套公用工程，Rovimix维生素E 50的生产也将受到严重影响。

结论及建议:

受天然气短缺影响，欧洲化工品成本上涨，影响维生素产量，叠加国内养殖利润回升，维生素价格有望上行。公司作为全球知名的维生素供应商，有望受益于海外生产商的供给收缩。公司后续有多个项目新增产能释放，长期成长动力充足，维持“区间操作”评级。

■ **欧洲能源价格上涨，维生素价格有望反转：**2022 年受疫情及全球通胀影响，养殖业需求不振，饲料添加剂景气下滑，公司 VA/VE 价格承压。11 月 VA 均价为 100.88 元/kg，yoy-67%，mom-3%；VE 均价为 81.88 元/kg，yoy-11%，mom+1%；均处于历史底部位置。而受天然气价格上涨影响，欧洲化工品成本抬升，维生素产量受到影响。维生素行业目前呈现寡头垄断格局，受供给端影响较大，根据 Feedinfo 资讯，此次受影响的锡瑟尔恩工厂的维生素 A（1000IU）名义产能为 5600 吨/年，约占全球产能的 15%；用来生产 50%维生素 E 的维生素 E 油名义产能为 18000 吨/年，约占全球产能的 13%。欧洲维生素供给端收紧，后续看好维生素价格反转，带动公司利润修复。

■ **养殖利润回升，下游承受能力增强：**维生素主要的下游应用是饲料添加剂，2022 年下半年来，生猪养殖利润开始扭亏为盈，上周自繁自养模式生猪养殖利润为 805.24 元/头，yoy+83%，wow-13%。我们认为下游利润回升有望提高养殖企业对维生素价格上涨的承受能力。此外，Q4 是维生素传统旺季，双重因素叠加，我们看好维生素价格上涨。

■ **新增项目陆续投产，保障公司长期发展：**公司持续布局“生物+”、“化工+”平台，不断丰富产品线，三个板块协同发展。营养品板块 25 万吨/年蛋氨酸二期项目稳步推进，其中 10 万吨装置平稳运行，15 万吨装置预计 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，年产 5000 吨薄荷醇项目已于 2022 年 Q3 投产。新材料板块，7000 吨/年 PPS 三期项目试车顺利；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/年氮杂双环项目已打通工艺路线，开车并销售。公司在建项目丰富，成长潜力充足，我们看好其长期发展。

■ **盈利预测：**我们维持盈利预测不变，预计公司 2022/2023 年分别实现净利润 40/49 亿元，yoy-6.94%/+22.95%，折合 EPS 为 1.30/1.60 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 15/13 倍，估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,165	3,564	4,324	4,024	4,947
同比增减	%	-29.67%	64.59%	21.34%	-6.94%	22.95%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.66	1.68	1.30	1.60
同比增减	%	-29.67%	64.59%	1.11%	-22.37%	22.95%
A 股市盈率(P/E)	X	19.88	12.08	11.94	15.39	12.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7
股息率 (Yield)	%	2.50%	3.49%	3.49%	3.00%	3.49%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7660	10314	14798	15826	18855
经营成本	4051	4727	8212	9540	11153
研发费用	435	546	783	837	997
营业税金及附加	98	115	132	141	168
销售费用	235	313	107	114	136
管理费用	380	423	424	444	529
财务费用	161	305	270	202	241
资产减值损失	-17	-12	-54	0	0
投资收益	177	160	128	38	31
营业利润	2563	4164	5083	4746	5821
营业外收入	8	2	12	13	14
营业外支出	6	56	65	65	65
利润总额	2565	4110	5031	4682	5756
所得税	392	533	691	643	790
少数股东损益	8	13	16	15	19
归属于母公司股东权益	2165	3564	4324	4024	4947

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3422	4928	5194	6227	8411
应收账款	1853	2263	2782	3060	3366
存货	2033	3117	3273	3437	3608
流动资产合计	12571	13528	17605	19532	22718
长期股权投资	281	343	372	372	372
固定资产	7769	13914	14749	16224	17846
在建工程	6104	1326	2651	2545	2418
非流动资产合计	15931	17369	19998	21551	23321
资产总计	28502	30897	37603	41083	46038
流动负债合计	6774	6383	8078	8384	7914
非流动负债合计	4827	5110	7291	7721	8181
负债合计	11601	11493	15369	16105	16096
少数股东权益	52	68	77	87	104
股东权益合计	16901	19404	22234	24978	29943
负债及股东权益合计	28502	30897	37603	41083	46038

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	2102	3123	3747	4122	4947
投资活动产生的现金流量净额	-4363	-194	-2036	-1934	-1837
筹资活动产生的现金流量净额	3058	-1376	-1445	-1156	-925
现金及现金等价物净增加额	814	1456	267	1032	2185

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。