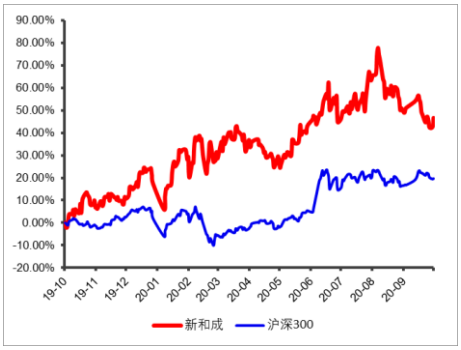
传统淡季增速放缓，员工持股计划彰显发展信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-29
近 12 个月最高/最低（元）	35.67/19.07
总股本（百万股）	2148.66
流通股本（百万股）	2121.48
流通股比例（%）	98.7
总市值（亿元）	621
流通市值（亿元）	613

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

研究助理：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➢ **10 月 29 日，公司发布三季度报**

公司前三季度实现营收 74.73 亿元，同比增长 28.95%；实现归母净利润 29.37 亿元，同比大幅增长 72.52%；扣非后归母净利润 28.01 亿元，同比增长 75.26%；经营活动现金流量净额 21.37 亿元，同比增长 95.16%；加权平均净资产收益率达到 16.45%，同比上升 6.03 个百分点；研发支出达到 3.49 亿元，同比增长 19.5%。

第三季度实现营收 21.7 亿元，同比增长 13.84%，环比下降 18.7%；实现归母净利润 7.28 亿元，同比增长 32.47%，环比下降 44.4%；扣非后归母净利润 6.86 亿元，同比增长 26.42%，环比下降 44.45%。

➢ **传统淡季导致业绩环比下滑，四季度需求回升将保障全年业绩增速**

公司三季度营收环比下降 18.7%，净利润环比下降 44.4%，主要由于三季度为公司维生素 A 等主营产品的传统淡季，产品需求及价格环比均有所回落，同样以维生素为主营产品的浙江医药三季度营收环比下降 1.4%，归母净利润环比下降 30.82%。公司通常也将检修集中安排在三季度，整体销量也受到一定程度影响。根据统计，2020Q3，维生素 A 市场均价为 41 万元/吨，同比上涨 10.6%，环比下跌 16.2%；维生素 E 市场均价为 6.5 万元/吨，同比上涨 33.4%，环比下跌 12%；蛋氨酸市场均价为 1.85 万元/吨，同比上涨 4.3%，环比下跌 25%。可以看出公司主营产品 Q3 仍然保持了同比的增长趋势，四季度为公司主营业务的传统旺季，将有望带动公司全年业绩实现增长。

图表 1 新和成主要产品季度均价

单位：元/吨	维生素 E	维生素 A	蛋氨酸
2017Q1	59,351	238,702	24,052
2017Q2	43,694	154,097	21,211
2017Q3	40,585	259,192	22,688
2017Q4	81,542	760,333	22,610
2018Q1	107,723	1,349,107	20,840
2018Q2	57,589	780,403	19,294
2018Q3	38,492	380,992	17,950
2018Q4	38,066	377,336	21,752
2019Q1	39,885	374,760	17,918
2019Q2	47,169	367,298	18,854
2019Q3	48,877	370,769	17,709
2019Q4	45,177	319,395	19,392
2020Q1	60,170	367,545	20,698
2020Q2	74,081	489,435	24,623
2020Q3	65,180	410,000	18,470

资料来源：wind，华安证券研究所

➢ 经营现金流规模持续增长，支撑公司加大研发投入及产能建设

公司前三季度销售收入同比大幅增长，同时相应资金回笼也同步增加，经营活动现金流量净额达到 21.37 亿元，达到近两年来的高位。充沛的现金流支撑公司持续增加研发投入，前三季度，公司研发支出达到 3.49 亿元，同比增长 19.5%。公司为以技术创新为核心的精细化工及新材料龙头公司，公司的研发投入一方面用于维生素、蛋氨酸等拳头产品的持续工艺改进和降本增效，另一方用于持续的新品类技术研发和紧贴市场需求的新产品开发工作。公司黑龙江生物发酵项目一期工程已经完成建设，正式投入生产，将持续丰富公司的产品品类，完善产品体系；PPS 等新材料项目已经开始为公司贡献业绩，未来随着研发资源的持续投入，产品品类和下游应用将不断丰富，成为公司新的利润增长点。

图表 2 新和成重要在建工程建设情况（截至 2020 年 6 月 30 日）

单位：亿元	预算投资额	工程进度
年产 25 万吨蛋氨酸项目	53.7	39%
黑龙江工业园一期项目	35.7	99%
山东工业园 615 项目	2.09	98.5%
黑龙江新昊项目	4.8	100%

备注：黑龙江生物发酵一期项目及蛋氨酸 10 万吨项目已于 10 月份建成投产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➢ 第三期员工持股计划将逐步落地，核心员工利益绑定彰显发展信心

10 与 27 日，公司公告了第三期员工持股计划。本次员工持股计划将覆盖公司 12 为董监高管理人员以及不超过 673 人的员工。持股计划设立资金不超过 3.06 亿元，其中计划参与人员自筹 1.53 亿元，其余金额按照 1:1 比例通过控股股东借款进行配资。本次员工持股计划将在股东大会审议通过后的 6 个月内通过二级市场购买并持有新和成股票。本次员工持股计划覆盖范围较广，彰显了公司高管及核心员工对公司发展的信心。持股计划完成后，公司员工凝聚力将得到进一步增强，将持续在为公司创造新的竞争优势。

图表 3 新和成历次持股计划汇总

时间	第一期	第二期	第三期
发布日期	2015.07	2018.12	2020.10
锁定期	12 个月	12 个月	12 个月
资金规模（亿元）	3.09	2.05	3.06
董监高参与人数（人）	11	12	12
核心员工参与人数	289	598	673
参与人数员工占比（%）	5.34%	6.90%	6.87%
股票购买均价（元）	14.59	16.98	——

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➢ 蛋氨酸及黑龙江生物发酵项目产能扩张带来持续的增长空间

公司现有的 5 万吨/年蛋氨酸产能由于下游需求旺盛，长期处于满产满销状态，今年 10 月公司 10 万吨/年蛋氨酸一期项目建成投产，将极大缓解目前蛋氨酸产能紧张态势。根据测算，公司新增 10 万吨/年蛋氨酸产能将有望为新和成带来 20 亿的营收增量和 2-3 亿的净利润空间。公司 25 万吨/年蛋氨酸建设项目全部完成后，将共计拥有 30 万吨/年产能。

公司黑龙江工业园生物发酵项目以玉米等为原料进行生物发酵，经过

分离提纯后得到结晶葡萄糖、麦芽糖浆、叶红素、己糖酸、山梨醇、核黄素、钴胺素等多种产品。黑龙江发酵项目一期工程于 2020 年 10 月正式投产，极大丰富公司产品库。该项目一期工程建成投产后，二期项目也将开工建设，将进一步巩固公司在精细化工产品领域的龙头地位。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 41.5、49.82、57.42 亿元，同比增速为 51.5%、22.1%、16%。对应 PE 分别为 15.67、13.05 和 11.32 倍。公司为精细化工领域绝对龙头，未来产业链将不断拓展，具有长期投资价值。给予“买入”评级。

风险提示

新进入者带来竞争格局恶化的风险；项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；下游需求不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7621	11547	14095	16351
(+/-) (%)	-12.2%	51.5%	22.1%	16.0%
净利润	2169	4150	4982	5742
(+/-) (%)	-29.6%	91.3%	20.1%	15.2%
EPS(元)	1.01	1.93	2.32	2.67
P/E	23.05	15.67	13.05	11.32

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12571	10572	12137	14119
现金	3422	12	342	1123
应收账款	1561	2461	2926	3417
其他应收款	196	300	348	414
预付账款	53	54	70	84
存货	2033	2248	2854	3397
其他	5305	5498	5596	5685
非流动资产	15931	20861	25726	30647
长期投资	281	281	281	281
固定资产	7769	9987	12019	14177
无形资产	1314	1660	1959	2236
其他	6567	8934	11466	13953
资产总计	28502	31434	37862	44766
流动负债	6774	5585	7087	8312
短期借款	3235	1820	2424	2903
应付账款	1649	1641	2165	2578
其他	1890	2124	2498	2831
非流动负债	4827	4777	4697	4607
长期借款	3898	3848	3768	3678
其他	929	929	929	929
负债合计	11601	10362	11783	12919
少数股东权益	52	74	99	126
股本	2149	2149	2149	2149
资本公积	4528	4528	4528	4528
留存收益	10172	14321	19303	25045
归属母公司股东权益	16848	20998	25980	31722
负债和股东权益	28502	31434	37862	44766

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2102	3868	5253	5885
净利润	2169	4150	4982	5742
折旧摊销	560	750	565	596
财务费用	180	346	323	344
投资损失	-177	-191	-278	-324
营运资金变动	-704	-1187	-336	-455
其他	2949	5337	5315	6180
投资活动现金流	-4363	-5469	-5123	-5150
资本支出	-4533	-5659	-5401	-5474
长期投资	-12	0	0	0
其他	182	191	278	324
筹资活动现金流	3058	-1810	201	46
短期借款	1342	-1414	603	479
长期借款	3510	-50	-80	-90
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1794	-346	-323	-344
现金净增加额	814	-3411	331	781

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7621	11547	14095	16351
营业成本	4018	4931	6257	7316
营业税金及附加	97	172	208	231
营业费用	232	359	426	500
管理费用	375	507	627	750
财务费用	159	272	322	336
资产减值损失	-17	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	177	191	278	324
营业利润	2567	4988	5925	6843
营业外收入	8	7	8	9
营业外支出	6	5	6	7
利润总额	2569	4990	5927	6845
所得税	392	819	920	1077
净利润	2177	4171	5007	5768
少数股东损益	8	21	25	27
归属母公司净利润	2169	4150	4982	5742
EBITDA	3025	5698	6371	7243
EPS(元)	1.01	1.93	2.32	2.67

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	-12.2%	51.5%	22.1%	16.0%
营业利润	-29.3%	94.3%	18.8%	15.5%
归属母公司净利润	-29.6%	91.3%	20.1%	15.2%
获利能力				
毛利率	47.3%	57.3%	55.6%	55.3%
净利率	28.5%	35.9%	35.3%	35.1%
ROE	12.9%	19.8%	19.2%	18.1%
ROIC	8.5%	15.1%	14.9%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	40.7%	33.0%	31.1%	28.9%
净负债比率	68.6%	49.2%	45.2%	40.6%
流动比率	1.86	1.89	1.71	1.70
速动比率	1.55	1.48	1.30	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.37	0.37	0.37
应收账款周转率	4.88	4.69	4.82	4.79
应付账款周转率	2.44	3.00	2.89	2.84
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.93	2.32	2.67
每股经营现金	0.98	1.80	2.44	2.74
每股净资产	7.84	9.77	12.09	14.76
估值比率				
P/E	23.05	15.67	13.05	11.32
P/B	2.97	3.10	2.50	2.05
EV/EBITDA	17.97	12.52	11.23	9.82

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。 市场基准指数为沪深 300 指数。