

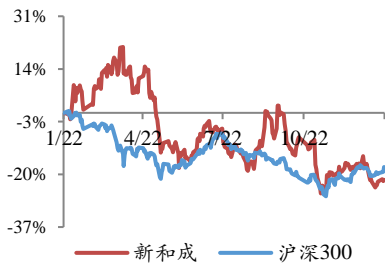
拟与中石化成立合资公司，持续布局蛋氨酸产业

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-06

收盘价(元) **18.84**
 近12个月最高/最低(元) **29.26/17.77**
 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) **582**
 流通市值(亿元) **575**

公司价格与沪深300走势比较



分析师：**王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 三季度业绩符合预期，新项目建设稳步推进 2022-10-26

主要观点：

● 事件描述

1月3日，新和成发布对外投资公告拟与中石化成立合资公司（公司持50%股权），以25.95亿元投建18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置。

● 积极布局蛋氨酸产业，提升公司综合实力

拟与中石化成立合资公司，积极布局蛋氨酸产业。公司签署《中国石油化工有限公司与浙江新和成股份有限公司股东协议》，拟以自有资金投入与中石化成立合资公司，建设18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置，该项目投资总额约为25.9451亿元，此次投资完成后公司持有合资公司50%股权，不纳入公司合并报表范围。公司现有蛋氨酸产能15万吨，蛋氨酸二期25万吨/年其中15万吨装置正在设备安装过程中，预计2023年6月建设完成，达产后固体蛋氨酸产能将达30万吨。公司积极布局蛋氨酸产业，此次与中石化合作的液体蛋氨酸项目将有利于进一步发挥公司在蛋氨酸领域的技术优势，提升公司的综合竞争力，也有利于双方后续在高端精细化工领域的深化合作。

图表1 拟成立合资公司股权结构

股东名称	出资方式	出资金额 (亿元)	持股比例	出资时间
中国石油化工股份有限公司	货币	3.8918	50%	2025.12.31前
浙江新和成股份有限公司	货币	3.8918	50%	
合计		7.7836	100%	-

数据来源：公司公告，华安证券研究所

● 维生素市场供大于需，长期看下游需求回暖有望改善公司利润

国内维生素供大于需，长期看下游需求将逐步恢复，维生素市场有望得到修复。欧洲和中国是全球重要的维生素供应基地，其中，欧洲维生素产能占全球产能约45%。目前国内维生素整体价格处于历史低位，根据百川资讯，截至2023年1月4日，VA价格为100元/公斤，较2022年年初下降63.64%，VE价格为82元/公斤，较2022年年初下降5.75%，2022年我国维生素行业整体较为疲软，主要是由于国内维生素产能持续扩张导致国内市场供大于需。就下游需求端来看，维生素最大下游应用是动物饲料，新冠疫情政策调整后导致短期内屠宰企业开工率不及预期，消费偏弱，猪肉价格有所回调，截至2023年1月3日，生猪现货价17.10元/公斤，较2022年10月价格高点27.48元/公斤下降约38%，短期内

仍有压力，长期来看疫情将逐步好转，预计下游猪肉需求有望回暖，维生素市场有望得到修复，公司利润有望得到改善。

● **多项目同步推进，营养品、香精香料及新材料业务持续扩张**

公司多领域布局，优化纵深产品矩阵。营养品板块，3万吨/年牛磺酸项目预计2022年底建设完成，2023年一季度试车；5000吨/年维生素B6、3000吨/年B12已经于2022年6、7月份试车完成，目前处于正常生产销售阶段。新材料板块，规划报批产能3万吨/年，现有年产能15000吨生产线正常生产销售，三期7000吨/年PPS已于2022年6月18日建设完全并试车，产品品质达到预期，预计2022年9、10月份负荷达到80%-90%；己二腈项目已进入中试阶段，计划首期在山东基地安排50000吨/年建设。香精香料板块，5000吨/年薄荷醇项目已于2022年9月建设完成并进行工艺段试车。公司坚持“化工+”和“生物+”的战略主航道，提升应用研究和应用服务能力，专注于营养品、香精香料、高分子新材料和原料药业务，坚持创新驱动，发展各类功能性化学品，加强技术平台和产业平台的建设，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38.24、50.76、60.19亿元。同比增速为-11.6%、32.7%、18.6%。当前股价对应PE分别为15、11、10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**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14798	15350	19693	21140
收入同比 (%)	43.5%	3.7%	28.3%	7.3%
归属母公司净利润	4324	3824	5076	6019
净利润同比 (%)	21.3%	-11.6%	32.7%	18.6%
毛利率 (%)	44.5%	39.5%	39.9%	42.8%
ROE (%)	19.8%	16.2%	17.7%	17.3%
每股收益 (元)	1.68	1.24	1.64	1.95
P/E	18.52	15.23	11.47	9.67
P/B	3.68	2.46	2.03	1.68
EV/EBITDA	12.86	9.33	6.92	5.06

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	17595	22073	30893	营业收入	14798	15350	19693	21140
现金	5953	6439	9060	18992	营业成本	8212	9292	11835	12098
应收账款	2755	2506	4061	2995	营业税金及附加	132	158	196	209
其他应收款	254	310	364	360	销售费用	107	289	333	337
预付账款	79	141	176	171	管理费用	424	556	679	721
存货	3194	5221	5375	5243	财务费用	270	156	151	125
其他流动资产	2679	2977	3036	3133	资产减值损失	-54	-14	-17	-18
非流动资产	19778	21526	21509	19669	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	205	239	253
固定资产	14319	15243	17787	15881	营业利润	5083	4450	5897	6998
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	4279	1585	1519	营业外支出	65	0	0	0
资产总计	34692	39121	43582	50561	利润总额	5031	4450	5897	6998
流动负债	6477	9041	8407	9345	所得税	691	611	802	956
短期借款	1403	1403	1403	1403	净利润	4340	3839	5095	6042
应付账款	1436	3276	2419	3249	少数股东损益	16	14	19	23
其他流动负债	3638	4361	4585	4692	归属母公司净利润	4324	3824	5076	6019
非流动负债	6351	6351	6351	6351	EBITDA	6445	6471	8352	9449
长期借款	5149	5149	5149	5149	EPS (元)	1.68	1.24	1.64	1.95
其他非流动负债	1202	1202	1202	1202					
负债合计	12828	15392	14758	15696					
少数股东权益	64	78	97	120	主要财务比率				
股本	2578	3091	3091	3091	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	4121	3609	3609	3609	成长能力				
留存收益	15101	16951	22027	28046	营业收入	43.5%	3.7%	28.3%	7.3%
归属母公司股东权	21800	23651	28727	34746	营业利润	22.1%	-12.5%	32.5%	18.7%
负债和股东权益	34692	39121	43582	50561	归属于母公司净利	21.3%	-11.6%	32.7%	18.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	44.5%	39.5%	39.9%	42.8%
					净利率 (%)	29.2%	24.9%	25.8%	28.5%
					ROE (%)	19.8%	16.2%	17.7%	17.3%
					ROIC (%)	14.8%	11.8%	13.4%	13.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.0%	39.3%	33.9%	31.0%
					净负债比率 (%)	58.7%	64.9%	51.2%	45.0%
					流动比率	2.30	1.95	2.63	3.31
					速动比率	1.66	1.25	1.86	2.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.42	0.48	0.45
					应收账款周转率	6.32	5.84	6.00	5.99
					应付账款周转率	5.66	3.94	4.16	4.27
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.68	1.24	1.64	1.95
					每股经营现金流薄)	1.89	2.03	1.66	3.44
					每股净资产	8.45	7.65	9.29	11.24
					估值比率				
					P/E	18.52	15.23	11.47	9.67
					P/B	3.68	2.46	2.03	1.68
					EV/EBITDA	12.86	9.33	6.92	5.06

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。