

新和成 (002001)

证券研究报告

2021年03月02日

奋进新十年，逐梦新征程

辉煌二十载，奋进新十年

公司成立于1999年，主营是营养品、香精香料、新材料、原料药四大业务，是全球维生素龙头公司之一，维生素A和维生素E全球市场份额领先。2019年公司实现营收76.2亿，归属于上市公司股东的净利润21.7亿。01年至今收入增长13倍，净利润增长50.6倍。收入利润大幅增长的驱动力，来自公司不断推出新产品。过去2年公司加大投资力度，2020年3季报固定资产由81亿大幅上升至135亿，环比增长2/3，项目投产将增强公司内生增长动力。我们预计，现有项目完全投产后，收入有望达到180亿元，较19年收入增长1.4倍。

围绕四大产品平台，打造精细化工龙头

公司此前围绕丙酮产业链，开发了VA、VE、香精香料等系列产品。2017年公司蛋氨酸成功量产，标志着公司正式进入氢氰酸产业链；2019年公司光气资格获批，开始布局光气产业链；2020年黑龙江发酵法项目投产，正式进入玉米发酵产业链。公司有望从丙酮产业链，打造成为拥有四大产品平台，国内甚至全球领先的综合性精细化工龙头公司。蛋氨酸和己二腈两个重磅产品尤其值得关注。

新产品空间大格局好

己二腈壁垒高，全球供给主要是英威达，中国需求46万吨/年全部依靠进口。公司具备氢氰酸产业经验，采用最先进的丁二烯工艺生产己二腈，研发近10年，有望具备成本和产品质量优势。蛋氨酸壁垒高，据博亚和讯统计，CR4产能占比近87%。我们测算，行业2021年开工率将达到85%以上，供给偏紧，行业有望进入景气周期。公司聚焦精细化工，新产品市场规模大，竞争格局好，有望进入新一轮快速成长期。

估值低，未来有望提升

对比帝斯曼和国内一线白马公司，我们认为公司未来估值有望提升：1、公司产品增多，各产品景气不同步，收入利润的波动性有望明显降低，成长性增强；2、作为国内精细化学品龙头，参考可比龙头公司以及国际可比公司帝斯曼，公司估值明显偏低。

盈利预测与估值：Q4维生素价格低于预期，下调2020年EPS预测12%至1.73元，预计2020-2022年公司EPS分别为1.73/2.36/2.78元，现价对应2021年18.4倍PE。近几年公司固定资产大幅增长，新产能进入投产期，内生增长动力增强。给予21年25倍PE，目标价59元，维持买入评级。

风险提示：疫情影响全球饲料需求；原料价格波动；汇率大幅升值；人才流失和技术风险；

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,683.38	7,620.98	10,389.39	14,126.34	17,079.89
增长率(%)	39.27	(12.23)	36.33	35.97	20.91
EBITDA(百万元)	4,496.09	3,651.23	5,213.01	7,044.13	8,302.23
净利润(百万元)	3,078.88	2,168.62	3,706.96	5,070.14	5,970.96
增长率(%)	80.64	(29.56)	70.94	36.77	17.77
EPS(元/股)	1.43	1.01	1.73	2.36	2.78
市盈率(P/E)	30.26	42.96	25.13	18.38	15.60
市净率(P/B)	5.76	5.53	4.80	4.06	3.43
市销率(P/S)	10.73	12.22	8.97	6.60	5.45
EV/EBITDA	7.05	14.39	18.74	13.71	11.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	45.04元
目标价格	59元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,148.66
流通A股股本(百万股)	2,121.48
A股总市值(百万元)	96,775.75
流通A股市值(百万元)	95,551.52
每股净资产(元)	8.70
资产负债率(%)	37.78
一年内最高/最低(元)	45.30/24.10

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001 huili@tfzq.com	
潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006 panhaiyang@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com	
郭建奇	联系人
guojianqi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新和成-季报点评:产品量价短期回落，产能投产强化长期趋势》2020-10-29
- 《新和成-半年报点评:量价齐升，新项目投产在即》2020-08-29
- 《新和成-年报点评报告:高速增长，迈入发展新阶段》2020-04-28



内容目录

1. 辉煌二十载，奋进新十年	4
2. 聚焦精细化工，打造四大产品平台	5
2.1. 己二腈：亟需国产化，替代空间大	6
2.2. 蛋氨酸：行业见底，需求稳定增长	7
2.3. 发酵法项目	9
2.4. 光气产业链	10
2.5. 新项目空间大，竞争格局好	11
3. 成长性增强，估值有望提升	12
4. 估值及盈利预测	13
5. 风险提示	14

图表目录

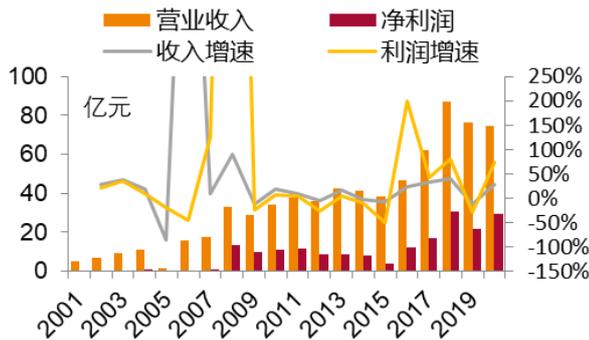
图 1：公司近 20 年收入利润快速增长	4
图 2：公司盈利能力稳步上行	4
图 3：新产品驱动公司收入持续增长	4
图 4：2019 年公司毛利构成	4
图 5：公司近几年投资力度明显加大	4
图 6：2020 年 Q3 固定资产大幅增长	4
图 7：现有项目达产后公司收入结构将发生明显变化	5
图 8：公司未来将打造四大产品链平台	5
图 9：全球己二腈供给高度集中	6
图 10：国内尼龙 66 需求分布	6
图 11：中国尼龙 66 需求持续增长	6
图 12：国内尼龙 66 消费占比明显低于全球水平	6
图 13：中国每年进口大量己二腈	7
图 14：己二胺价格走势	7
图 15：添加蛋氨酸可以明显降低养殖成本	8
图 16：蛋氨酸需求主要以禽类为主	8
图 17：蛋氨酸全球供需分析	8
图 18：全球蛋氨酸供给高度集中	8
图 19：蛋氨酸成本构成	8
图 20：蛋氨酸价格处于历史底部	8
图 21：维生素需求构成	9
图 22：维生素 C 价格走势	9
图 23：维生素 B2 价格走势	9
图 24：维生素 B12 价格走势	9
图 25：2019 年梅花生物氨基酸成本构成	10
图 26：2 月 27 日各地粮库玉米收购平均价	10

图 27: 光气下游应用广泛	11
图 28: 新产品市场规模更大.....	11
图 29: 新产品市场集中度更高.....	11
图 30: ROIC 对比.....	12
图 31: 公司持续保持较高研发投入.....	12
图 32: 新和成 PE 估值处于历史中位水平.....	12
图 33: DSM 股价创 20 年新高.....	12
图 34: DSM 收入和净利润.....	13
图 35: DSM2019 年收入构成.....	13
表 1: 己二腈工艺对比	7
表 2: 光气法与非光气法工艺对比.....	10
表 3: 盈利预测核心假设.....	13
表 4: 化工白马公司估值对比	13

1. 辉煌二十载，奋进新十年

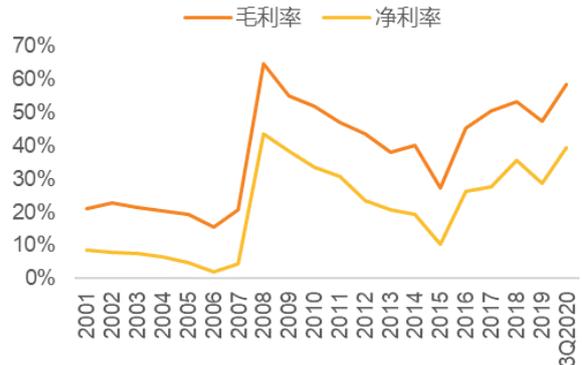
近 20 年快速发展。公司成立于 1999 年，是中小板首家上市公司，主营营养品、香精香料、新材料、原料药四大业务，是全球维生素龙头公司之一，维生素 A 和维生素 E 全球市场份额领先。2019 年公司实现营收 76.2 亿，归属于上市公司股东的净利润 21.7 亿。01 年至今收入增长 13 倍，净利润增长 50.6 倍。

图 1：公司近 20 年收入利润快速增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

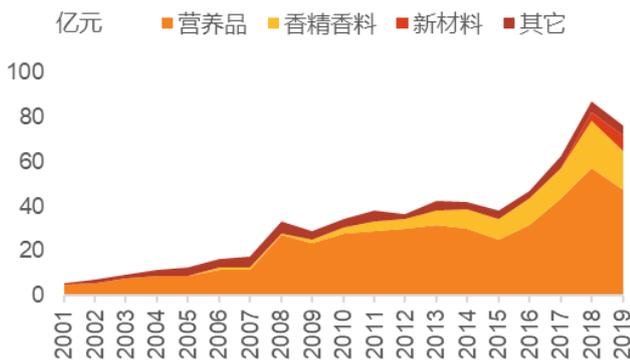
图 2：公司盈利能力稳步上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

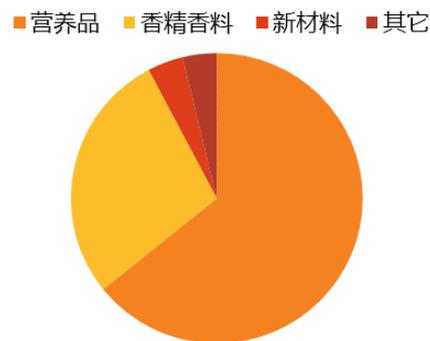
新产品驱动持续成长。精细化工与大化工不同，单个品种市场规模不大，只有不断推出新产品才能不断长大。新和成以回收提炼废酒精起步开始创业。1991 年，成功开发出国家级新产品乙氧甲叉，产值达到千万元；1993 年，三甲基氢醌开发成功，产值突破亿元；1996 年异植物醇成功投产，产品列入国家重大科技产业化项目；98-03 年生物素、芳樟醇、香叶酯、β-紫罗兰酮开发成功；97-06 年 VA 及柠檬醛开发成功；09 年山东基地投产，香料快速增长；13-15 年 PPS/PPA 投产，与帝斯曼合资发力新材料；17 年蛋氨酸开发成功，目前一期二期已经投产，产能 15 万吨，现价计算新增收入超过 30 亿元。

图 3：新产品驱动公司收入持续增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：2019 年公司毛利构成



资料来源：WIND，天风证券研究所

项目投产期，奋进新十年。过去 2 年公司加大投资力度，2020 年 3 季报披露，公司固定资产由 81 亿大幅上升至 135 亿，环比增长 2/3，项目投产将增强公司内生增长动力。我们预计，根据目前公司已披露的规划项目完全投产后，收入有望达到 180 亿元，较 19 年收入增长 1.4 倍。维生素价格波动导致的周期性将大幅减弱，业绩增长的稳定性有望提升。

图 5：公司近几年投资力度明显加大

图 6：2020 年 Q3 固定资产大幅增长



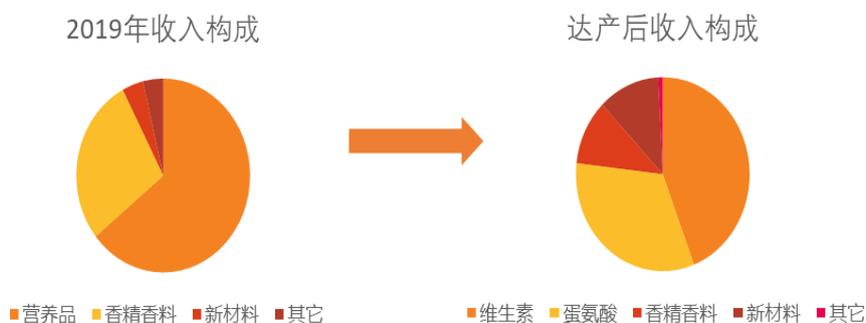
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

我们认为, 目前市场过于关注维生素的价格周期, 对公司未来成长性认识不足, 因此有必要梳理下公司未来规划的产品。

图 7: 现有项目达产后公司收入结构将发生明显变化

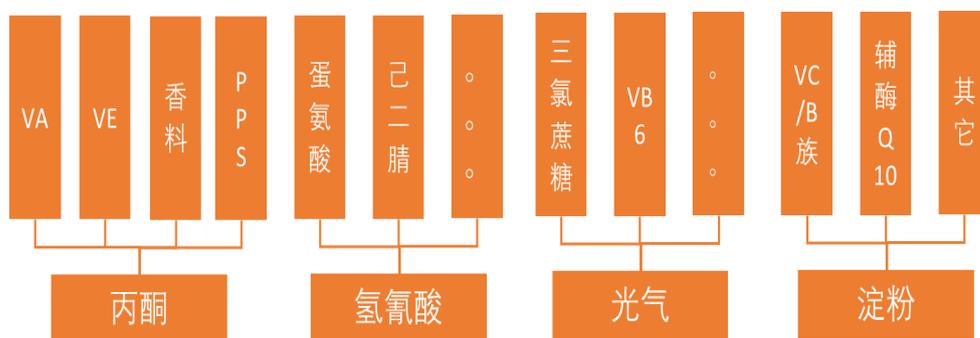


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 聚焦精细化工, 打造四大产品平台

公司此前产品众多, 主要围绕丙酮产业链, 打造了 VA、VE、香精香料等产品。2017 年公司蛋氨酸成功量产, 标志着公司正式进入氢氰酸产业链; 2019 年公司光气资格获批, 开始布局光气产业链; 2020 年黑龙江发酵法项目投产, 正式进入玉米发酵产业链。公司有望从丙酮产业链, 打造成为拥有四大产品平台, 国内甚至全球领先的综合性精细化工龙头公司。

图 8: 公司未来将打造四大产品链平台



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

其中, 我们认为蛋氨酸和己二腈两个重磅产品尤其值得关注。

2.1. 己二腈：亟需国产化，替代空间大

己二腈最重要的工业用途是生产己二胺，己二胺再与己二酸中和反应生成尼龙 66 盐。目前世界上每年约 90%以上的己二腈用于尼龙 66 盐的生产。另外，己二腈在电子、轻工及其它有机合成领域也有广泛的应用，己二腈也可用于制取火箭燃料、洗涤添加剂、杀虫剂等。

己二腈全部依赖国外进口。由于技术壁垒及投资门槛较高，属于高度寡头垄断的产品，全球己二腈主要生产商有：美国英威达公司、德国巴斯夫公司、美国奥升德公司、日本旭化成公司 4 家公司合计产能达到 172 万吨。世界各国己二腈生产厂商均建有配套的己二胺生产装置，大部分产能用于本公司己二胺及尼龙 66 的生产，仅有美国英威达公司、德国巴斯夫公司、美国奥升德公司 3 家公司具有部分剩余己二腈商品外售，全球己二腈市场已经趋于紧张状态。己二腈作为尼龙 66 的原料，重要性不言而喻，但由于技术要求高，国外企业对中国的技术封锁，虽然国内企业在己二腈生产方面做了诸多研究，到目前为止均未实现产业化。由于国内没有实现己二腈的产业化，目前所有己二腈全部需要进口，进口量为 29.3 万吨，长期受制于人。若将己二胺和尼龙 66 的量换算为对己二腈的需求，中国对己二腈的年实际需求量还将提高 16.7 万吨，达到 46 万吨/年。

图 9：全球己二腈供给高度集中

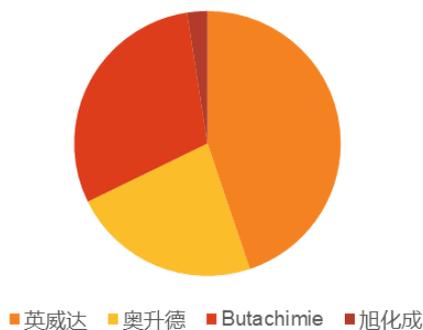
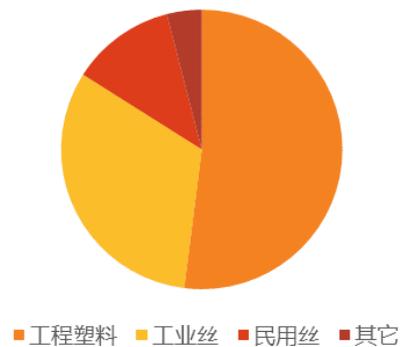


图 10：国内尼龙 66 需求分布

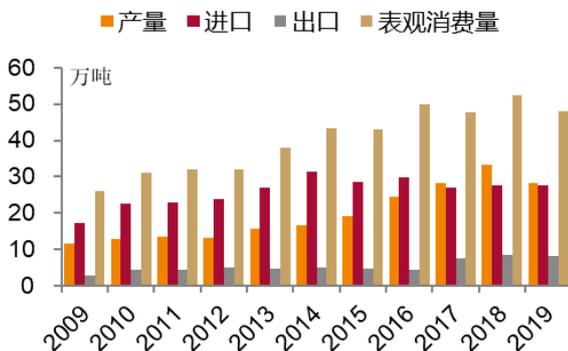


资料来源：中国产业信息，天风证券研究所

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

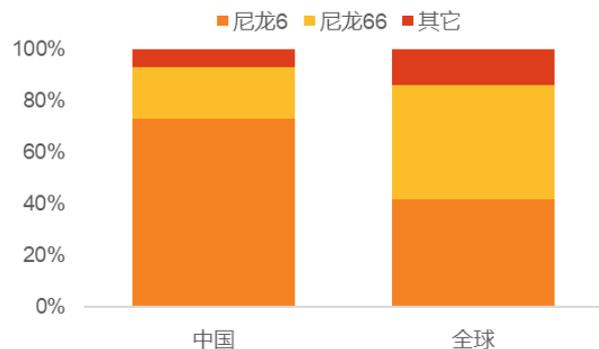
亟需国产化，尼龙 66 消费潜力大。根据赛瑞研究数据统计，全球尼龙市场以 PA6 和 PA66 为主，合计占比约 86%。而中国 PA66 产业由于关键原料己二腈严重依赖进口，发展受限，PA66 消费占比仅约 20%，PA6 消费占比超过 7 成。由于尼龙 66 较尼龙 6 拥有更高的韧性、熔点，更低的吸水性，因此主要用于高端工业领域如汽车、电子、航空等。随着国内相关产业的国产化推进，一旦关键原料己二腈国产化取得突破，预计尼龙 66 市场有望在国内迎来更快的发展。

图 11：中国尼龙 66 需求持续增长



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 12：国内尼龙 66 消费占比明显低于全球水平



资料来源：新材料在线，天风证券研究所

丁二烯法成本优势明显。丁二烯法生产己二腈主要原料为丁二烯、液氨、天然气，该工艺

路线短，原料价廉易得，反应条件温和，产品收率高，能耗低，污染小，综合成本较丙烯腈电解二聚法低 800 美元/吨，是目前世界上最先进的生产工艺。正因为此，掌握该技术的英威达公司的产能在世界范围内始终占据绝对优势。但该方法要求配套原料氢氰酸生产装置，且对一次投资及生产规模要求都比较高，另外还需有充足、廉价的天然气资源。

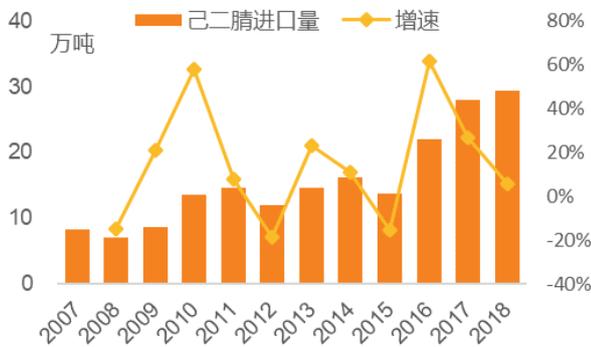
表 1: 己二腈工艺对比

项目	丙烯腈法		丁二烯法	
	有隔膜法	无隔膜法	氯化氰化法	直接氰化法
原料来源	广泛	广泛	广泛	广泛
原料成本	高	高	高	低
工艺路线	简单	简单	复杂	简单
能耗	高	一般	高	较低
生产规模	小	小	大	大
产品质量	一般	高	一般	高
收率	较低	高	较高	高
环保	污染大	污染大	严重污染	一般
投资	较低	较低	高	高

资料来源:《己二腈生产技术的研究进展》石广雷, 天风证券研究所

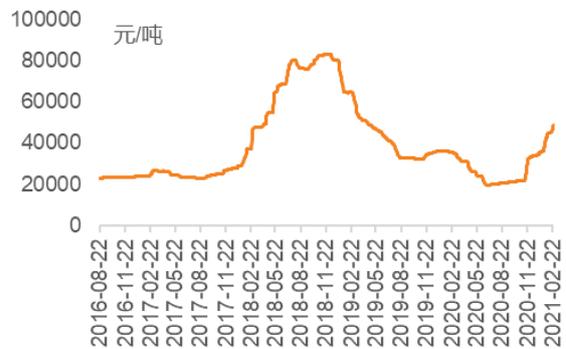
长期积累, 有望实现进口替代。己二腈合成技术由公司自主研发, 采用的是丁二烯法制备己二腈, 是全球最先进、最经济、竞争力最强的工艺。公司花费近 10 年时间开展研发工作, 目前拥有一支超过 30 人的研发团队, 其中包括 7 位博士, 16 位硕士, 2 名高工。国内企业利用进口己二腈, 通过加氢工艺合成己二胺, 得到的己二胺纯度为 99.7%, 只能用于普通 PA66 树脂合成。为得到更高端的 PA66 树脂, 新和成使用自主开发的己二胺技术, 制备得到 99.99%纯度的优级己二胺, 可以填补国内的技术空白。

图 13: 中国每年进口大量己二腈



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 14: 己二胺价格走势



资料来源: WIND, 天风证券研究所 注: 己二胺价格与己二腈同步

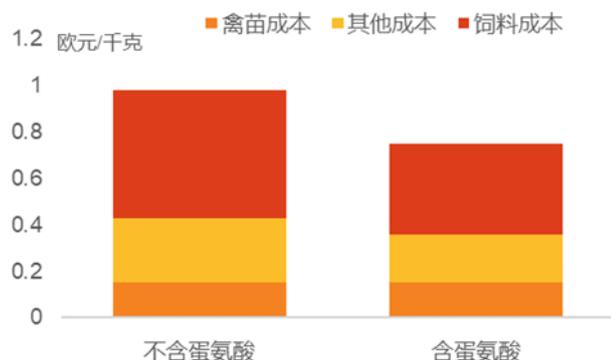
2.2. 蛋氨酸: 行业见底, 需求稳定增长

蛋氨酸是动物“必需氨基酸”之一, 同时也是家禽生产第一“限制性氨基酸”。家禽无法自然合成蛋氨酸, 必须通过采食摄取。在饲料中添加蛋氨酸, 可以按照动物生理对氨基酸需求, 均衡饲料配给, 进而减少饲料成本, 具有较高经济价值。根据安迪苏集团测算, 在营养成分摄入量一致的前提下, 假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸, 每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元, 占总生产成本约 23%, 能有效提高家禽生产行业利润率。

市场规模较大, 未来供需维持紧平衡。蛋氨酸主要用于动物饲料添加剂。在肉类工业化生产、全球人口增长和财富创造的带动下, 近十年全球肉类消费稳定增长, 年均增长 1%-2%。其中, 鸡肉增速高于猪肉和牛肉, 年均消费增长 2.4%。蛋氨酸下游主要用于家禽养殖和生

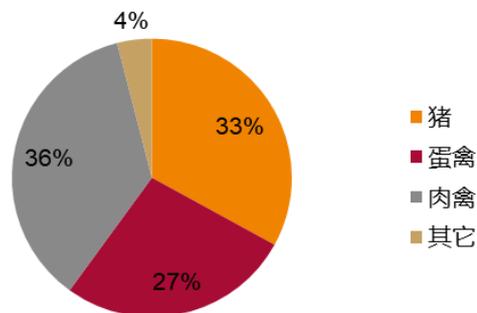
猪养殖，其中家禽占比超过 5 成，因此蛋氨酸需求也保持平稳增长，近几年全球需求保持 6%-7% 增长。根据博亚和讯统计，2019 年全球蛋氨酸产量 146.7 万吨（折纯），以此测算全球开工率 76%，需求增长 9.64%。

图 15：添加蛋氨酸可以明显降低养殖成本



资料来源：安迪苏公司公告，天风证券研究所

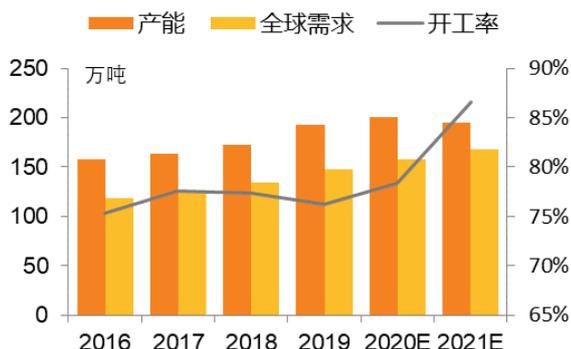
图 16：蛋氨酸需求主要以禽类为主



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

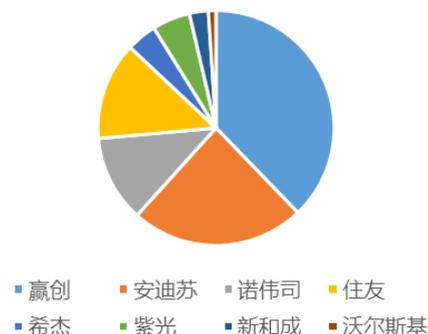
技术壁垒高，供给高度集中。蛋氨酸生产工艺复杂，需要配套建设的安全、环保设备投资金额较大，主要原材料因易燃、易爆等性质导致其运输半径相对较短，因此蛋氨酸对生产企业规模化、一体化生产要求较高。全球蛋氨酸市场产能高度集中，由赢创、安迪苏、诺伟司及住友等行业巨头控制。根据博亚和讯统计，CR4 产能占比近 87%，供给高度集中。

图 17：蛋氨酸全球供需分析



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 18：全球蛋氨酸供给高度集中

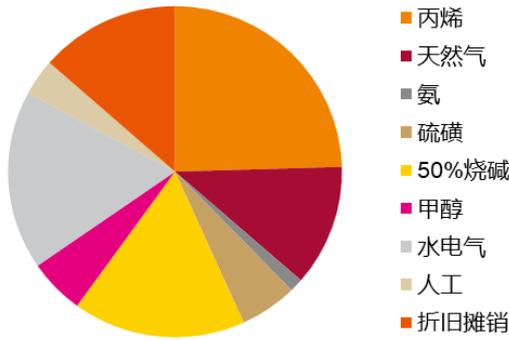


资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

新增产能有限，供需趋紧。18-19 年全球蛋氨酸巨头纷纷扩产，尤其是赢创新加坡 15 万吨产能和住友 10 万吨产能对亚太地区价格冲击明显。未来 2 年全球新增产能有限，2022 年安迪苏南京 18 万吨产能投产，2023 年新和成蛋氨酸三期 15 万吨有望投产。过去 2 年价格低迷，赢创宣布 2021 年 3 月前关闭德国工厂 6.5 万吨产能，国内紫光也保持较低开工率。我们测算，全球蛋氨酸行业 2021 年开工率将达到 85% 以上，供给偏紧。22-23 年虽然安迪苏和新和成扩产，但每年蛋氨酸需求增量超 10 万吨，供给增长与需求增长匹配。因此，我们预计未来 2-3 年全球蛋氨酸供给趋紧，景气有望持续复苏。近期受国外工厂停产等因素影响，蛋氨酸价格已经逐渐触底回升。2 月 22 日希杰报价 25 元/公斤，赢创提价至 23 元/公斤，2 月 25 日安迪苏固蛋报价 25 元/公斤。目前山东地区固蛋市场价 22.5 元/公斤，较 10 月价格底部上涨约 36%。

图 19：蛋氨酸成本构成

图 20：蛋氨酸价格处于历史底部



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、天风证券研究所测算



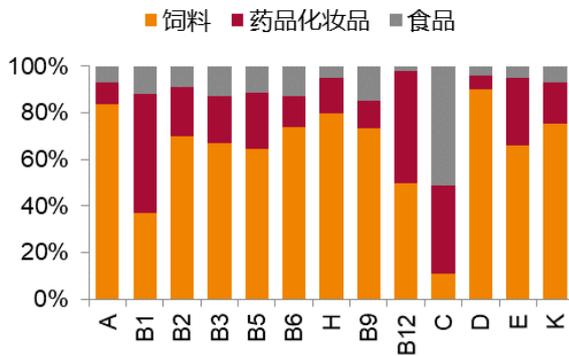
资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

成本和规模优势，有望成为行业龙头。 蛋氨酸主要原料是丙烯、天然气、合成氨、甲醇、硫磺等，山东作为中国化工大省，当地原料采购具有价格优势。凭借一体化及规模优势，我们认为公司有望成为蛋氨酸行业的行业龙头。

2.3. 发酵法项目

常见维生素有 13 种，部分维生素如 B 族维生素 B 和 VC 是水溶性，这意味着它们可以溶解在血液中，并最终通过尿液排泄出体外；部分维生素如 VA, VD, VE 和 VK 是脂溶性维生素，它们被储存在脂肪细胞或肝脏中，并最终通过淋巴系统排出体外。13 种维生素多数都是用于饲料、医药和食品饮料等，供需结构不同，部分是发酵法工艺为主，部分是化学合成工艺为主，价格周期不完全同步。

图 21：维生素需求构成



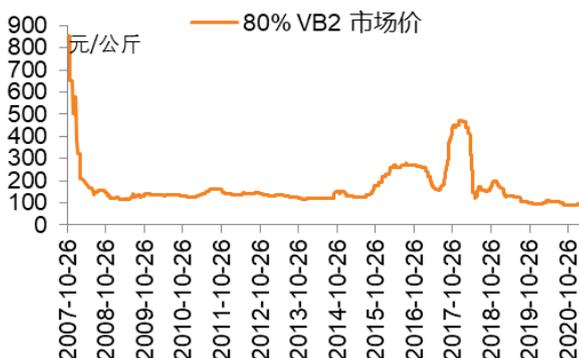
资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 22：维生素 C 价格走势



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 23：维生素 B2 价格走势



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 24：维生素 B12 价格走势

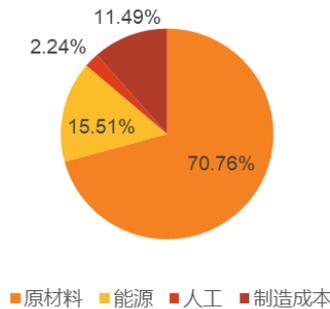


资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

补齐短板，两翼齐飞。新和成目前维生素产品主要为 VA、VE、VD3 和 VH，以化学合成法的脂溶性维生素为主。19 年公司在黑龙江绥化建设发酵法生产基地，目前已经一期投产建成 3 万吨 VC、500 吨辅酶 Q10 产能，二期计划再建 3000 吨 VB2 和 3000 吨 VB12 等。随着公司维生素品种趋于多样化，补齐水溶性维生素和发酵法工艺的短板，公司未来维生素业务的竞争力会进一步得到加强。

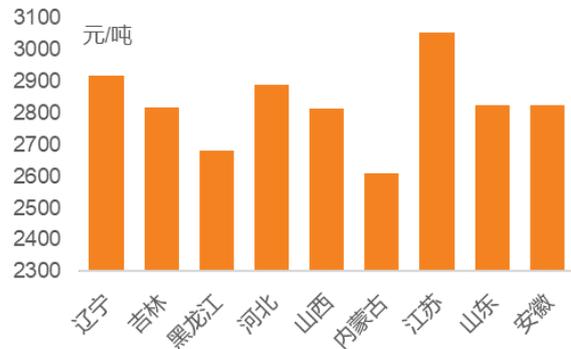
原料优势，热电配套，公司有望获得竞争优势。发酵工艺成本主要是玉米等原料成本和能源成本，根据梅花生物 19 年年报披露，两者成本占比超过 85%。新和成发酵基地选择黑龙江绥化，当地是国内玉米主要产区，玉米采购价格较低。根据 wind 数据，2 月 27 日各地粮库玉米收购均价，黑龙江收购均价仅 2681 元/吨，除内蒙古 2610 元/吨外，比其它北方地区都要低。公司同时配套热电装置（黑龙江新昊热电），可以有效降低能源成本。2019 年 3 月，公司与丹麦生物技术公司 Cysbio 签署合作协议，在布局生物发酵、抢占产业制高点上迈出重要步伐。丹麦在生物技术领域居于全球领先水平，Cysbio 公司源自丹麦技术大学诺和诺德基金会生物可持续性研究中心。通过与国际公司的技术合作，我们认为有望加速公司的发酵技术研发。

图 25：2019 年梅花生物氨基酸成本构成



资料来源：梅花生物公司公告，天风证券研究所

图 26：2 月 27 日各地粮库玉米收购均价



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 光气产业链

光气又称碳酰氯，化学式为 COCl_2 ，是一种重要的有机中间体，容易水解，是剧烈窒息性毒气，高浓度吸入可致肺水肿。光气具有活泼性强、合成下游产品反应路线短、生产清洁污染少等特点，被广泛应用于农药、医药、工程塑料、聚氨酯材料、染料以及造纸化学等领域。利用光气作为原料生产农药产品，具有成本低、质量优、工艺流程先进等优点，因而在农药领域拥有广泛的应用前景。

表 2：光气法与非光气法工艺对比

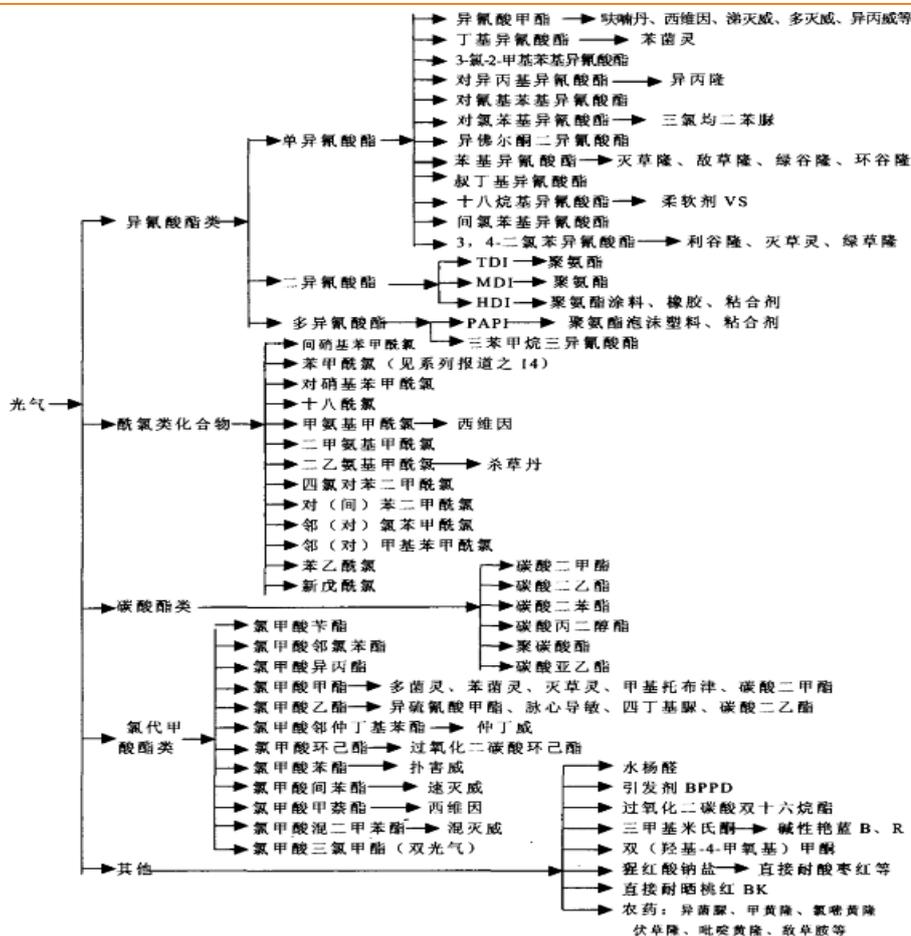
	光气法	非光气法
生产规模	规模化生产	规模较小，主要用于 PC 和异氰酸酯合成
生产成本	原料液氯和焦炭，成本低	原料成本高、反应条件苛刻、副反应多和后处理复杂
产品品质	副反应少，有害杂质低、纯度高	部分原料含有硫、磷等杂质，对产品质量有影响
环境保护	工艺清洁，废气氯化氢可生成盐酸外售	废气含有二氧化硫和硫化氢，废气量多约 20%，产生大量废液，处理难度大
安全性	剧毒，安全生产投入较高，管理水平要求较高	氯化亚砷剧毒，安全生产方面投入较高

资料来源：中化新网，天风证券研究所

作为剧毒气体，各国政府对于光气的管理比较严格，国内生产企业要获得国家发改委颁发

的《监控化学品生产特别许可证书》，而目前我国已基本不再审批新增光气生产点。从全球行业形势看，未来异氰酸酯和聚碳酸酯是光气用量的主要方向。异氰酸酯是生产聚氨酯最重要的原料，其发展状况直接决定了下游聚氨酯行业的综合实力水平。聚碳酸酯是光气的另一大下游产品，该产品主要应用于电子电气、玻璃板材等领域。除了两大下游产品异氰酸酯和聚碳酸酯外，光气还可以作为有机过氧化物、PVC 等塑料引发剂的主要原料。

图 27：光气下游应用广泛



资料来源：《光气及其下游产品的开发与应用》赵美法，天风证券研究所

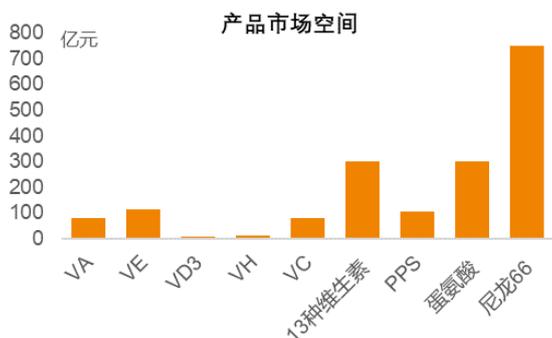
公司目前已经获得光气生产资格，未来下游产品开发值得期待。

2.5. 新项目空间大，竞争格局好

新项目市场规模更大。根据我们测算，己二腈下游尼龙 66 市场规模约 7-8 百亿，蛋氨酸市场规模约 3 百亿，PPS 市场规模约 1 百亿，13 种维生素市场规模合计约 3-4 百亿。显然，新和成未来规划产品的市场规模较公司原有产品空间要更大。

图 28：新产品市场规模更大

图 29：新产品市场集中度更高



资料来源：博亚和讯，卓创资讯，天风证券研究所



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

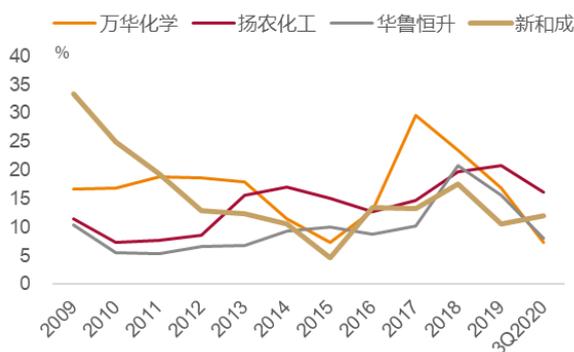
新项目行业格局更为集中。以氢氰酸产业链的重磅产品蛋氨酸和己二腈为例，由于涉及剧毒化学原料，合成难度大，因此市场集中度较高。前3大公司产能占全球比重分别为75.1%和97.5%，行业集中度较公司此前核心产品VA和VE更为集中。

综上所述，公司布局的新产品市场规模更大，竞争格局较原有产品甚至更好，我们认为公司未来成长空间大，随着项目陆续投产，有望进入新一轮快速成长期。

3. 成长性增强，估值有望提升

研发投入大，产业化能力强。公司聚焦精细化工品，单个产品市场规模不大，纵观公司成长历史，正是依靠持续的高强度研发和强大的产业化能力，依靠持续工艺改进降低成本能力，从最早的乙氧甲叉到今天形成营养品、香精香料、新材料和原料药四大系列产品。近3年公司年均研发费用4亿元，研发费用率超5%。09年至今，公司ROIC持续保持高位，均值15.44%，仅低于万华化学1PCT，较扬农化工和华鲁恒升高。鉴于公司过往的优异表现，我们对公司规划的项目保持较市场更乐观的看法。

图 30：ROIC 对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 31：公司持续保持较高研发投入



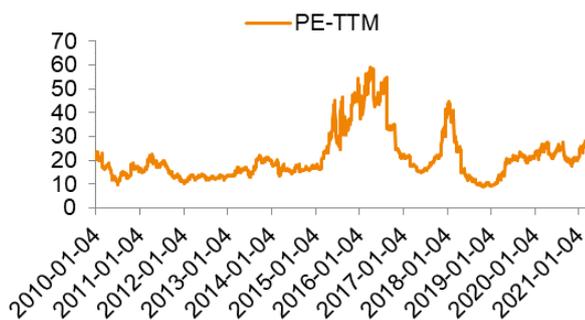
资料来源：WIND，天风证券研究所

历史估值偏低。由于维生素价格波动较大，加之08年公司实现净利润14.5亿至2017年公司净利润才创出新高至17.14亿，成长性不突出，因此市场给予公司的估值一直不高。目前公司PE(TTM法)27.4倍，处于历史中位水平。

波动减弱成长性增强，未来估值有望提升。对比帝斯曼和国内一线白马公司，我们认为公司未来估值有望提升：1、公司产品增多，各个产品景气不同步，尤其是蛋氨酸和新材料大量投产后，收入利润的波动性有望明显降低，内生长性逐渐增强；2、作为国内精细化学品龙头，参考可比龙头公司万华化学、扬农化工等以及国际可比公司帝斯曼，公司估值明显偏低。

图 32：新和成 PE 估值处于历史中位水平

图 33：DSM 股价创 20 年新高



资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: yahoo, 天风证券研究所

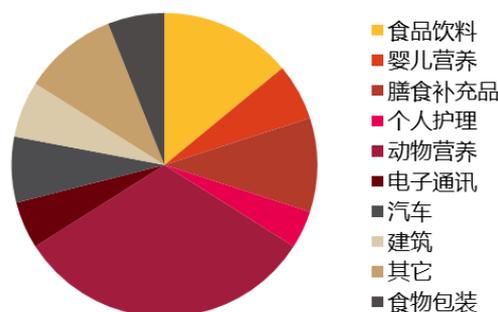
国际巨头帝斯曼聚焦人用和动物用营养品，与新和成在多个领域是直接竞争对手，业务与新和成最具可比性。据雅虎财经数据，2月26日帝斯曼市值235.5亿欧元，PE(TTM)约50倍。

图 34: DSM 收入和净利润



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 35: DSM2019 年收入构成



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

4. 估值及盈利预测

Q4 维生素价格低于预期，下调 2020 年 EPS 预测 12%至 1.73 元，预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.73/2.37/2.78 元，现价对应 2021 年 18.4 倍 PE。近几年公司固定资产大幅增长，新产能进入投产期，内生增长动力持续增强。维持买入评级。

表 3: 盈利预测核心假设

	2018	2019	2020	2021	2022	
营养品	收入 (百万元)	5,737.37	4,707.52	7,006.19	9,895.74	11,832.42
	收入增速	31.01%	-17.95%	48.83%	41.24%	19.57%
	毛利率	57.20%	49.13%	60.68%	58.40%	54.88%
香精香料	收入 (百万元)	2,085.85	1,793.18	2,062.16	2,474.59	2,969.51
	收入增速	56.40%	-14.03%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	54.22%	56.41%	56.00%	56.00%	56.00%
新材料	收入 (百万元)	398.20	669.18	869.93	1,304.90	1,826.86
	收入增速	-23.76%	68.05%	30.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	15.72%	21.27%	45.00%	40.00%	40.00%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

参考可比公司，新和成作为国内精细化工龙头公司，估值明显低估，给予 21 年 25 倍 PE，目标价 59 元，维持买入评级。

表 4: 化工白马公司估值对比

代码	公司名称	PE2019	PE2020	PE2021	PE2022	PB
600309.sh	万华化学	40.34	42.25	25.59	21.86	9.30
600426.sh	华鲁恒升	29.63	36.07	25.18	21.07	4.86
600486.sh	扬农化工	36.21	33.97	27.82	23.77	7.34
002064.sz	华峰化学	35.78	30.97	22.08	18.88	6.23
002601.sz	龙鳞佰利	35.97	33.29	25.05	20.78	6.02
	平均值	35.59	35.31	25.14	21.27	6.75
002001.sz	新和成	42.96	25.13	18.38	15.6	5.18

资料来源：wind，天风证券研究所 注：除新和成外，数据来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1、疫情影响。非洲猪瘟、新冠疫情等对全球饲料需求产生不利影响。
- 2、原料价格波动风险。
- 3、汇率风险。公司出口占比较高，人民币汇率大幅波动对公司业务产生影响。
- 4、人才和技术流失风险。公司成长需要持续研发投入，人才和技术流失将导致公司研发进度推迟，行业竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,611.41	3,422.48	2,597.35	3,531.58	4,269.97	营业收入	8,683.38	7,620.98	10,389.39	14,126.34	17,079.89
应收票据及应收账款	2,100.87	1,853.28	1,609.85	3,098.93	2,594.36	营业成本	4,048.70	4,017.68	4,433.67	6,281.90	8,035.09
预付账款	34.07	53.17	20.79	91.16	59.41	营业税金及附加	143.74	96.88	103.89	141.26	170.80
存货	1,445.66	2,032.60	1,415.82	2,423.12	2,040.82	营业费用	252.10	232.08	311.68	353.16	409.92
其他	4,486.09	5,209.09	4,515.64	5,356.50	5,150.02	管理费用	351.05	375.18	498.69	635.69	683.20
流动资产合计	10,678.09	12,570.62	10,159.44	14,501.31	14,114.58	研发费用	457.07	434.13	467.52	508.55	546.56
长期股权投资	239.87	280.96	280.96	280.96	280.96	财务费用	24.22	159.11	249.12	268.71	234.58
固定资产	5,350.60	7,768.79	12,860.95	16,097.15	19,709.77	资产减值损失	10.42	(17.10)	0.00	0.00	0.00
在建工程	3,518.27	6,104.45	5,462.67	4,477.60	3,886.56	公允价值变动收益	(7.58)	(0.94)	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,242.71	1,314.41	1,284.95	1,255.48	1,226.01	投资净收益	168.69	177.13	60.00	60.00	60.00
其他	905.35	462.29	546.52	622.66	541.58	其他	(395.13)	(419.86)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
非流动资产合计	11,256.80	15,930.90	20,436.05	22,733.84	25,644.87	营业利润	3,630.11	2,566.70	4,384.81	5,997.07	7,059.75
资产总计	21,934.89	28,501.52	30,595.49	37,235.15	39,759.45	营业外收入	24.06	7.71	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,892.73	3,234.74	4,793.06	5,247.67	4,907.53	营业外支出	14.47	5.72	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,377.24	2,355.59	754.26	3,885.87	2,459.62	利润总额	3,639.70	2,568.69	4,384.81	5,997.07	7,059.75
其他	1,297.52	1,183.88	1,226.98	1,278.92	1,357.11	所得税	541.26	392.14	657.72	899.56	1,058.96
流动负债合计	4,567.50	6,774.21	6,774.29	10,412.46	8,724.27	净利润	3,098.44	2,176.55	3,727.09	5,097.51	6,000.78
长期借款	387.68	3,897.54	3,721.42	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	19.55	7.94	20.13	27.37	29.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,078.88	2,168.62	3,706.96	5,070.14	5,970.96
其他	764.70	929.17	627.27	773.72	776.72	每股收益(元)	1.43	1.01	1.73	2.36	2.78
非流动负债合计	1,152.38	4,826.71	4,348.69	3,773.72	3,776.72						
负债合计	5,719.87	11,600.92	11,122.99	14,186.18	12,500.99	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	44.62	52.48	72.61	99.98	129.81	成长能力					
股本	2,148.66	2,148.66	2,148.66	2,148.66	2,148.66	营业收入	39.27%	-12.23%	36.33%	35.97%	20.91%
资本公积	4,527.82	4,527.82	4,527.82	4,527.82	4,527.82	营业利润	71.36%	-29.29%	70.83%	36.77%	17.72%
留存收益	13,991.80	14,656.36	17,251.23	20,800.33	24,980.00	归属于母公司净利润	80.64%	-29.56%	70.94%	36.77%	17.77%
其他	(4,497.89)	(4,484.72)	(4,527.82)	(4,527.82)	(4,527.82)	获利能力					
股东权益合计	16,215.02	16,900.60	19,472.50	23,048.97	27,258.47	毛利率	53.37%	47.28%	57.32%	55.53%	52.96%
负债和股东权益总计	21,934.89	28,501.52	30,595.49	37,235.15	39,759.45	净利率	35.46%	28.46%	35.68%	35.89%	34.96%
						ROE	19.04%	12.87%	19.11%	22.09%	22.01%
						ROIC	36.22%	14.79%	20.30%	22.24%	23.54%
						偿债能力					
						资产负债率	26.08%	40.70%	36.35%	38.10%	31.44%
						净负债率	1.91%	25.82%	32.96%	23.06%	15.49%
						流动比率	2.34	1.86	1.50	1.39	1.62
						速动比率	2.02	1.56	1.29	1.16	1.38
						营运能力					
						应收账款周转率	4.26	3.85	6.00	6.00	6.00
						存货周转率	5.79	4.38	6.03	7.36	7.65
						总资产周转率	0.43	0.30	0.35	0.42	0.44
						每股指标(元)					
						每股收益	1.43	1.01	1.73	2.36	2.78
						每股经营现金流	1.70	0.98	2.00	2.71	3.28
						每股净资产	7.53	7.84	9.03	10.68	12.63
						估值比率					
						市盈率	30.26	42.96	25.13	18.38	15.60
						市净率	5.76	5.53	4.80	4.06	3.43
						EV/EBITDA	7.05	14.39	18.74	13.71	11.51
						EV/EBIT	7.85	16.99	21.09	15.41	13.10

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,098.44	2,176.55	3,706.96	5,070.14	5,970.96
折旧摊销	457.81	559.66	579.09	778.34	1,007.89
财务费用	43.99	180.22	249.12	268.71	234.58
投资损失	(168.69)	(177.13)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(3,574.93)	505.28	(204.31)	(251.61)	(124.97)
其它	3,803.70	(1,142.27)	20.13	27.37	29.82
经营活动现金流	3,660.32	2,102.32	4,290.99	5,832.95	7,058.30
资本支出	4,187.70	5,511.48	5,301.90	2,853.56	3,996.99
长期投资	66.54	41.09	0.00	0.00	0.00
其他	(12,503.03)	(9,915.20)	(10,241.90)	(5,793.56)	(7,936.99)
投资活动现金流	(8,248.80)	(4,362.63)	(4,940.00)	(2,940.00)	(3,940.00)
债权融资	2,920.37	7,786.73	9,014.91	8,845.96	8,491.92
股权融资	(4.89)	(145.94)	(292.22)	(268.71)	(234.58)
其他	(3,223.50)	(4,582.73)	(8,898.81)	(10,535.96)	(10,637.24)
筹资活动现金流	(308.03)	3,058.06	(176.12)	(1,958.71)	(2,379.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4,896.50)	797.74	(825.13)	934.24	738.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com