

VE价格回暖支撑盈利预期提升

新和成 (002001)

评级: 增持 (首次)

股价: 34.63 元 目标价: 40.0 元

调研报告

2009 年 7 月 7 日 星期二

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/化学原料药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

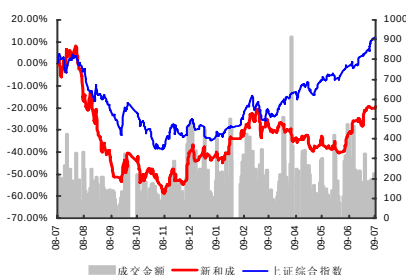
总股本(亿股)	3.42
流通股本(亿股)	1.32
总市值(亿元)	118.43
流通市值(亿元)	45.71

6 个月目标价位	40.0
升值潜力 (%)	15.5
目标价确定日期:	2009.7.7

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	19.21	5.74
3 个月	22.99	(6.14)
6 个月	5.55	47.27

个股相对上证综指走势图



投资要点

去库存化引导 VE 价格回暖

VE 是目前公司盈利的主要驱动力,08 年 VE 营业收入占比 61%, 毛利占比 73.5%, VE 此轮价格的上涨将对公司业绩提供强烈的支撑。

09 年初开始, VE 主要生产企业开始了产业链最后一环节的去库存化工作。随着从下游终端到上游生产全部环节的库存逐渐消化, VE 生产企业的议价能力提升, 经销商受 VE 价格上涨预期影响竞相采购, VE 价格开始大幅反弹, 报价从最低点的 100 元/千克 (50%VE 粉, 厂商报价, 下同) 回升至目前的 150-160 元/千克, 反弹幅度超过 50%, 我们预计公司 09 年 VE 均价仍能达到去年 130 元/千克左右的水平。

从海关出口数据看, 4-5 月的出口数量也开始大幅回升, 目前已经恢复至 08 年的平均水平, 预计公司全年 VE 销量能恢复至 08 年的 85% 左右。

VE 供求格局诠释出行业低点已过

在维生素类原料药中, VE 是供求最为偏紧的品种。从 VE 的下游需求数据看, 07 年全球 VE 粉需求量约 12 万吨, 08 年受经济危机影响需求萎缩, 但全年仍保持了 10.5 万吨的大额需求 (9 万吨饲料用, 1.5 万吨人用)。在正常的经济情况下, VE 需求以每年 3-5% 的速度增长。

VE 的上游供给方面, 全球四大寡头的设计产能情况为 DSM 约 3.6 万吨、BASF 约 3 万吨、浙江医药约 2.4 万吨, 新和成约 1 万吨, 合计约 10 万吨, 且实际产量更小 (停产检修等因素)。因此从 VE 供求格局看, VE 在完成了痛苦的去库存化过程后, 价格是有其理性走高的基础的。

目前 VE 的终端需求逐渐恢复, VE 厂商格局没有发生变化, 行业最困难的时期已经过去, 2010 年有望恢复景气。

VE 景气恢复前夕预先停产检修、扩大产能

公司 5 月公告, 由于生产设备老化需停产检修, 公司决定于 6 月下旬至 8 月中旬停产 VE, 此次检修是公司上市以来最为全面彻底的一次, 是保证下半

年 VE 供应的重要基础，也是巩固 VE 供求格局的重要手段。预计此次检修设备将使公司减少约 1000 吨的产量，但公司会保证战略客户的产品供应。

另外，公司已经研究出安全更好、成本更低的 VE 新工艺路线，公司将通过增发融资来建设年产 12000 吨的 VE 生产线易地改造工程项目，在现有 10000 吨产能的基础上扩大 20%，这也表明公司长期看好 VE 的市场前景。

□ VA 恢复速度较慢

VA 同 VE 相比，供给过剩现象仍然存在，一方面 VA 的供给厂商较多，整体供应大于终端需求，且厂商间并未形成如同 VE 寡头式的供给格局，彼此仍采用价格战竞争，导致 VA 厂商提价能力较弱。另一方面 VA 保质期较短，也使得经销商的囤货意愿不强。

目前 VA 价格受 VE 价格的带动反弹至 145 元/千克，未来价格的走向将取决于供需结构的变化。公司方面因为 VA 库存较多，于 5 月下旬至 8 月下旬停产 VA；海关出口数据方面，5 月的 VA 出口数量也大幅上升。VA 供求关系的良性变化将有效地防止 VA 价格大幅回落。

□ 朝香精香料领域积极开拓

公司近期再融资项目中 3 个项目属于未来重点发展的香精香料业务，包括年产 3000 吨二氢茉莉酮酸甲酯项目、年产 900 吨叶醇（酯）项目和年产 600 吨覆盆子酮项目，彰显出公司对未来香精香料业务的良好预期。由于香精香料业务的市场广泛，全球市场容量约 800 亿美元，国内尚无生产龙头；且公司在 VE、VA 产业链中产生的各类中间体正好可以作为香精香料业务的原料，一方面可以发挥公司有机合成的技术优势，就地取材降低成本，另一方面可以改善公司的盈利结构，进一步完善延伸产业链。

□ 盈利预测与估值

我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 2.86 元和 3.29 元，我们给予公司 6 个月目标价为 40 元，对应公司 09-10 年每股收益的 PE 分别为 14 倍和 12 倍，给予公司“增持”评级。

表 1：新和成盈利预测表

盈利预测及市场重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	160,960	174,788	331,396	275,323	297,250
增长率	28.1%	8.6%	89.6%	-16.9%	8.0%
营业利润(万元)	4,893	11,072	164,213	121,552	139,675
增长率	-44.6%	126.3%	1383.1%	-26.0%	14.9%
净利润(万元)	3376	7707	137451	97889	112484
增长率	-44.8%	128.3%	1683.4%	-28.8%	14.9%
每股净资产(元)	2.25	2.44	5.35	7.36	9.66
每股收益(元)	0.10	0.23	4.02	2.86	3.29
市盈率(P/E)	51.2	144.2	6.1	12.1	10.5
市净率(P/B)	2.2	13.3	4.6	4.7	3.6
EV/EBITDA	11.7	38.2	5.0	9.6	8.4

资料来源：东海证券研究所，公司报告

□ 风险提示

原料药价格波动较大，公司业绩具有不确定性。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122