

投资维生素 E 正当时

——新和成（002001）投资价值分析

核心观点

1、VE 重新回归景气周期。VE 这一轮景气周期是从 2007 年开始的，并在 08 年底出现了一定波动，但我们认为这种波动具有一定偶然性特征。因为决定 VE 景气周期长短的最终因素是供求关系。而目前 VE 的供需格局基本稳定，供求相对平衡。因此，在这种供需格局没有产生重大变化之前，VE 的景气周期是不会结束的。目前 50%VE 粉的经销商报价已回升至 180 元/KG 附近；而且其出口也不断好转，4 月份和 5 月份的 VE 的出口量已接近去年平均水平。VE 又重新回归景气周期。

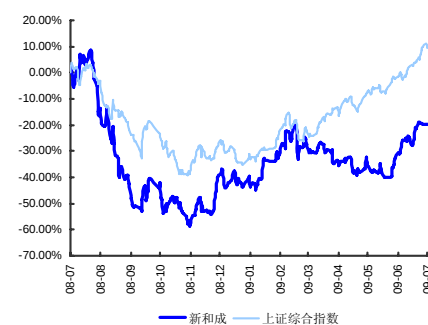
2、供需格局决定了 VE 景气周期有望延续。目前 VE 已经形成了寡头垄断的供应格局，DSM、BASF、浙江医药、新和成四大家族占据了全球 VE 产能的绝大部分。而且由于存在较高的技术、资金和政策壁垒，新的产能很难进入该行业，这种寡头垄断的供应格局在短期内仍难以改变。另一方面，VE 的需求较为稳定，全球 VE 市场每年仍有 3-5%的自然增长。而且经济危机和经销商因素对 VE 需求的影响也十分有限，并不会导致 VE 需求出现大幅减少的情况。这种稳定的供需格局也就决定了 VE 的景气周期有望延续。

3、公司是投资 VE 的优良标的，VA 也有望企稳反弹。VE 业务是新和成的主要利润来源，因此公司业绩对 VE 具有很强的敏感性。随着二季度 VE 行情的逐步回暖，公司业绩在二、三季度也有望呈现逐季好转的态势，公司的估值优势将会不断显现，公司也将迎来绝佳的投资机会。VA 是公司另一重要利润来源。目前，VA 市场也出现了一定的复苏迹象，5 月份 VA 的出口量就环比大增了 205.65%，而经销商的报价也出现了小幅上扬。而 VA 的企稳反弹将为公司业绩提供进一步支撑。

4、募投项目拓展公司成长空间。公司将实施定向增发工作，募投资金将用于包括 3 个香精香料项目在内的共 6 个项目。公司也已经将香精香料作为未来发展的一个重点。这些募投项目的实施也将会为公司提供新的业绩增长点，拓展了公司未来的成长空间。

5、给予公司短期推荐-长期 B 的投资评级。我们预计公司 09 和 10 年 EPS 分别为 2.95 元和 3.19 元。以 7 月 7 日收盘价 34.63 元计算，其 09 和 10 年动态 PE 分别为 12 倍和 11 倍。我们认为其 09 年合理动态 PE 应在 15 倍左右，对应合理目标价为 44.25 元。给予公司“短期推荐-长期 A”的投资评级。

最近 12 个月走势特征



数据来源：wind

相关报告：

《新和成实施停产，有利于 VE、VA 价格稳定》——2009/05/22

研究员：蔡建军、潘蕾

电话：010-84183153

010-84183157

E-mail: caijianjun@guodu.com

panlei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1. 供需格局决定了VE景气周期有望延续.....	4
1.1 VE重新回归景气周期.....	4
1.2 寡头垄断的供应格局短期不会改变	5
1.3 VE最终需求波动性并不大.....	7
2. 新和成——投资VE的优良标的.....	8
2.1 VE是公司收入和利润的主要来源.....	8
2.2 VA也有望企稳反弹.....	9
3. 增发项目为公司未来成长拓展空间.....	11
4. 盈利预测和投资评级.....	12
5. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 维生素E及其衍生物的出口情况	4
图表 2: 50%VE粉（饲料级）的报价情况	5
图表 3: 目前VE生产格局（单位：吨）	5
图表 4: VE合成路线（需 20 多步化学反应）	6
图表 5: 全球商品饲料总产量情况	7
图表 6: 全球VE最终需求情况（单位：吨）	8
图表 7: 新和成公司收入和毛利构成（2008）	8
图表 8: 公司营业收入情况	9
图表 9: 公司归属母公司净利润情况	9
图表 10: VA及其衍生物的出口情况	10
图表 11: VA经销商报价情况	11
图表 12: 公司定向增发募投项目	12
图表 13: 公司主要产品收入预测	13
图表 14: 盈利预测表（单位：万元）	14

1. 供需格局决定了 VE 景气周期有望延续

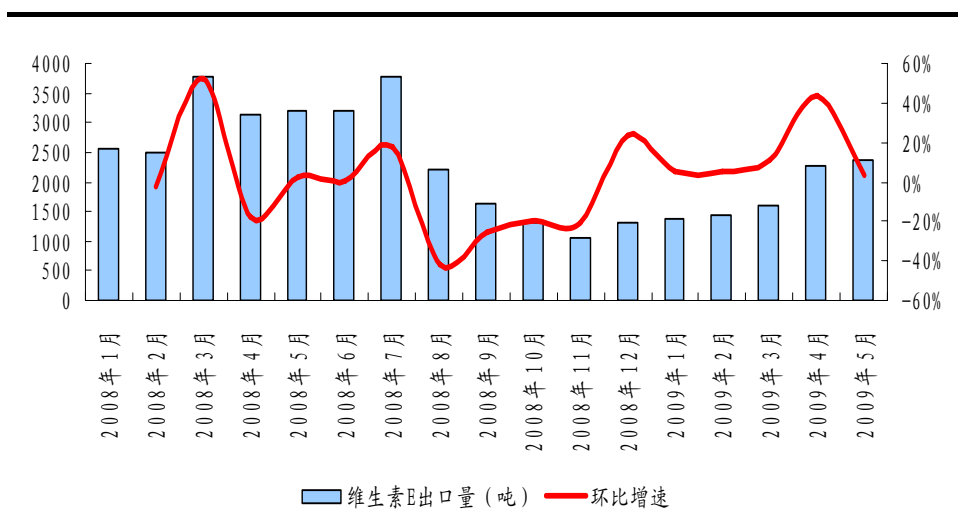
1.1 VE 重新回归景气周期

2008 年四季度是 VE 最困难的时期，VE 的出口呈现量价齐跌的态势。这一方面与经济危机导致外部需求减少有关，另一方面也与经销商受奥运限产和价格上涨等因素影响，在 08 年上半年大量屯货有关。

VE 这一轮景气周期是从 2007 年开始的，在 08 年底出现了波动。但我们认为这种波动具有一定偶然性特征的。因为决定 VE 景气周期长短的最终因素是供求关系。而目前 VE 的供需格局基本稳定，供求相对平衡。因此，在这种供需格局没有产生重大变化之前，VE 的景气周期是不会结束的。

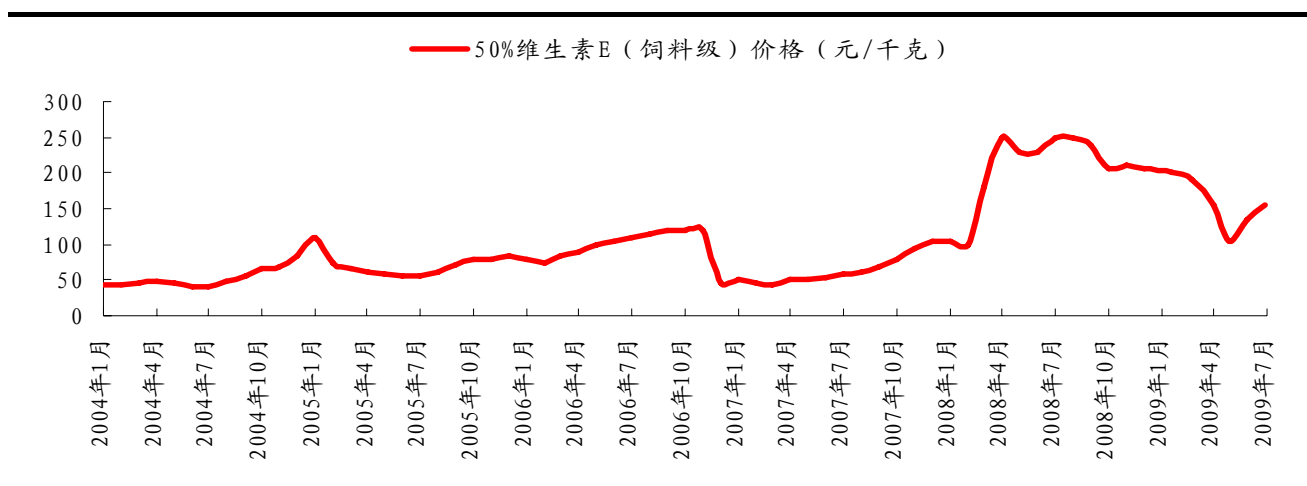
今年二季度，随着经销商去库存化进程的结束，VE 刚性需求逐步显现，VE 又重新回归景气周期。根据健康网的数据显示，目前 50%VE 粉的经销商报价已由前期 105 元/KG 左右的低点回升至 180 元/KG 附近；而且 VE 的出口也不断回暖，5 月份 VE 的出口量已达 2,360 吨，连续六个月环比正增长，4 月份和 5 月份的出口量更是接近了去年平均水平。

图表 1: 维生素 E 及其衍生物的出口情况



资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所

图表 2：50%VE 粉（饲料级）的报价情况

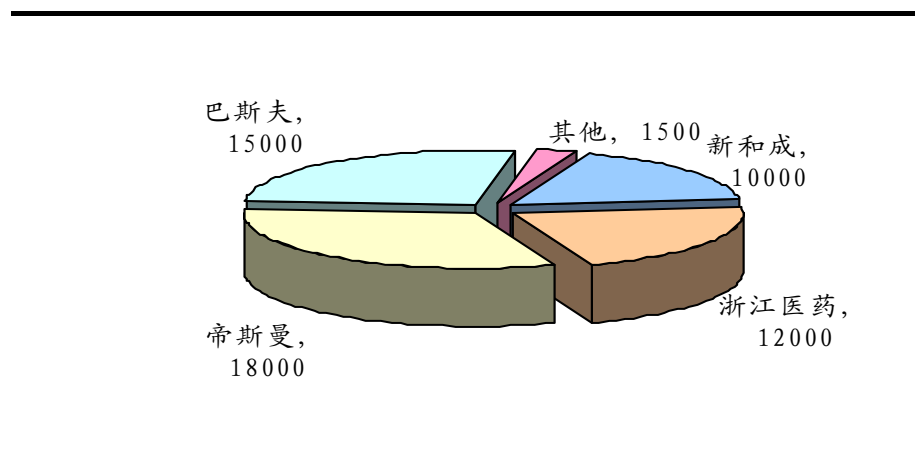


资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所

1.2 寡头垄断的供应格局短期不会改变

目前维生素 E 已经形成了寡头垄断的供应格局，四大家族占据了全球绝大部分产能。全球 VE 油总产能在 5.65 万吨左右：其中，DSM 约为 1.8 万吨，产能最大；BASF 次之，拥有 1.5 万吨产能；国内企业中，浙江医药产能在 1.2 万吨左右；新和成产能在 1 万吨左右；此外，西南合成还有 1500 吨 VE 油产能。

图表 3：目前 VE 生产格局（单位：吨）



资料来源：健康网、博雅和讯、公司公告、国都证券研究所

我们认为 VE 寡头垄断的供应格局短期内不会改变，主要原因有以下几点：

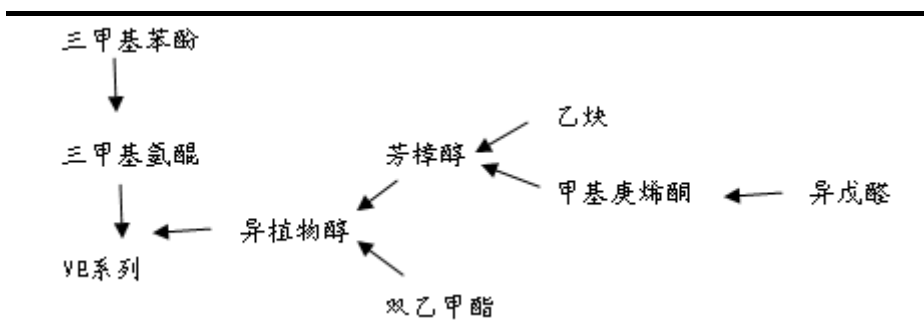
1) 技术壁垒。维生素 E 属于脂溶性维生素，其生产工艺十分复杂、整个合成过程包括 20 多步化学反应，所需中间体繁多，因此该行业进入的技术壁垒很高。目前只有四大巨头掌握了关键中间体的合成技术，而像西南合成这样的企业由于未能掌握中间体的合成技术，其 VE 产能很难扩大。

2) 环保政策壁垒。维生素行业属于高污染、高耗能行业，国际巨头的产业转移和布局已经基本完成。而国内新的《制药行业水污染物排放标准》也于 2008 年 8 月 1 日开始正式实施。污染物排放标准已经大幅提高，因此新的 VE 产能的进入需要面对较高的政策壁垒。

3) 资金壁垒。维生素 E 行业属于资本密集型行业，新建一条年产万吨的生产线，就需要近 10 亿元的资金，因此，高额的资本投入也阻挡了一部分行业的潜在进入者。

4) 行业竞争壁垒。经过前期残酷的价格大战，VE 第五大生产商安迪苏已经在 2007 年被淘汰了。而在现有的生产工艺条件下，剩下的四大巨头又很难再通过扩产降价的方式来打败对方，而且四大家族在经历了 07 年至 08 年 VE 价格上涨带来巨额利润之后，已经意识到合作的必要性，谁也不会盲目的扩产来破坏这种平衡。因此，这种行业内部的相互协作，也将是行业潜在进入者难以逾越的壁垒。

图表 4：VE 合成路线（需 20 多步化学反应）



资料来源：新和成招股说明书、国都证券研究所

1.3 VE 最终需求波动性并不大

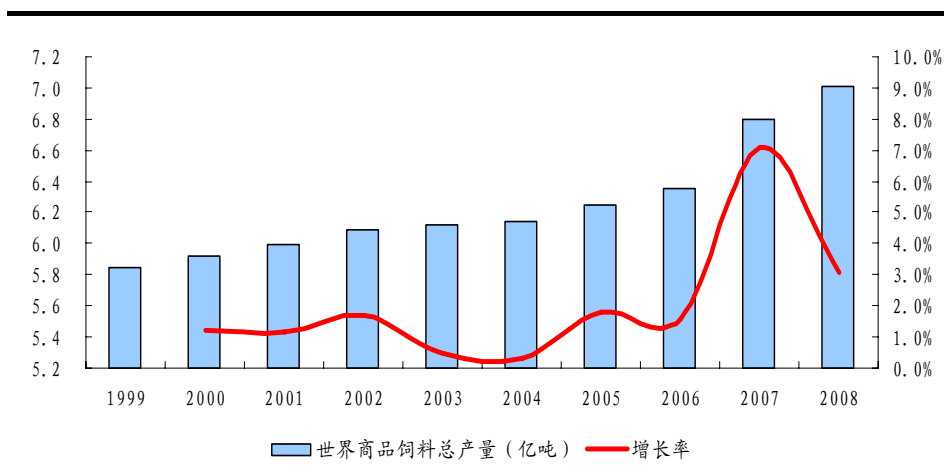
我们认为 VE 的需求应该包括两部分，一部分属于终端需求，另一部分则包括经销商的库存需求。

从 VE 的终端需求来看：由于 VE 最大的用途是作为饲料添加剂使用，而且 VE 在饲料需求相对刚性。因此，VE 的需求量与饲料产量具有很强的相关性。

近 10 年来，全球饲料的产量一直保持稳定增长的态势。即使是在金融危机肆虐的 2008 年，全球商品饲料产量仍然实现了正增长。

饲料市场的稳定增长也保证了 VE 终端需求的相对稳定。据统计，欧美市场 VE 终端需求每年存在 2-3% 的自然增长；亚太市场，每年增速在 5-8%；全球 VE 市场每年整体仍有 3-5% 的增长。

图表 5：全球商品饲料总产量情况

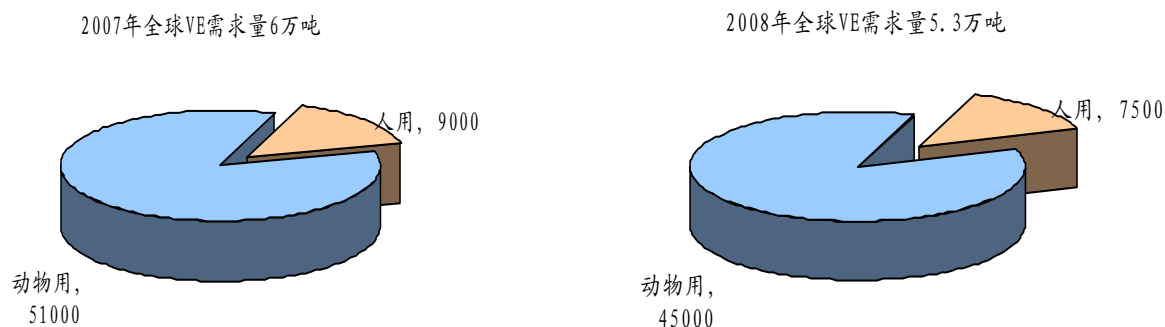


资料来源：博雅和讯、农博网、国都证券研究所

虽然 VE 的终端需求相对稳定，但经销商因素也会对 VE 的需求产生一定的影响。2007 至 2008 年上半年，VE 的价格步入上升通道，由于经销商对 VE 价格上涨存在预期从而加大了囤货，因此一定程度上也放大了 VE 的需求，致使 2007 年全球的 VE 需求量达到了一个历史的高点，接近 6 万吨。但 08 年下半年随着全球经济危机的蔓延，经销商也面临较大的去库存化压力，全球 VE 的需求有所降低，降低到 5.3 万吨左右。但下降幅度并不大，仅在 11% 左右。

因此，经济危机和经销商去库存化进程可能会对 09 年 VE 的最终需求产生了一定影响，但这种影响还是十分有限的，VE 最终需求波动性并不大，并不会大幅减少的情况。

图表 6: 全球 VE 需求情况 (单位: 吨)



资料来源: 健康网、博雅和讯、国都证券研究所

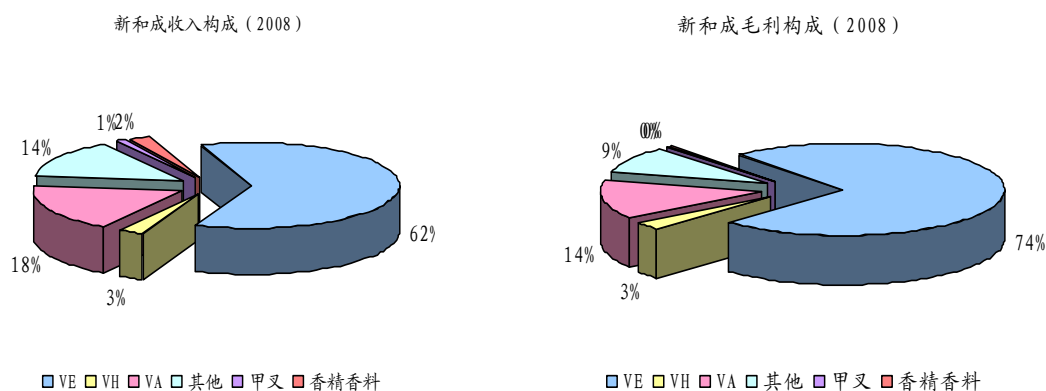
2. 新和成——投资 VE 的优良标的

2.1 VE 是公司收入和利润的主要来源

2008 年新和成收入的 62% 和毛利的 74% 都是来自于维生素 E 业务, 公司业绩对维生素 E 具有很强的敏感性。2007 年和 2008 年受益于 VE 价格的大幅飙升, 公司业绩也实现了爆发性增长, 其中 2008 年公司收入增长了 89.60%, 归属母公司净利润更是增长了近 17 倍。

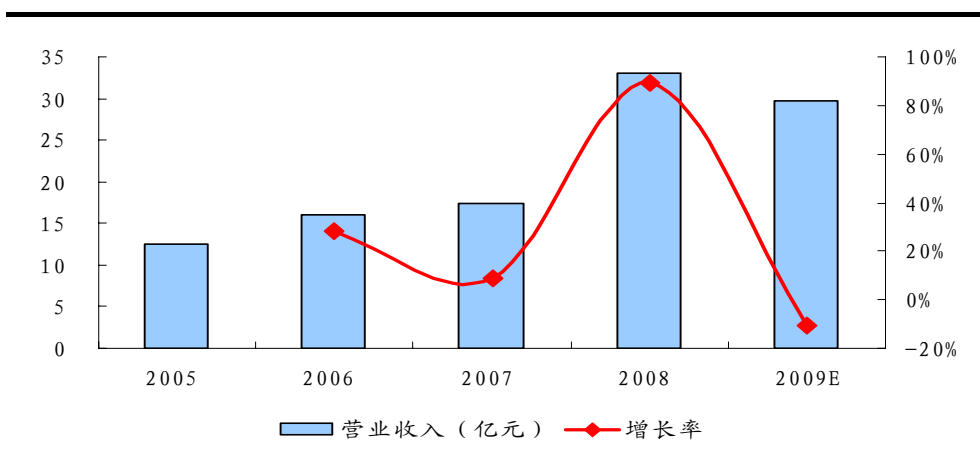
2009 年一季度由于 VE 价格的大幅下跌以及销量的锐减, 公司业绩也表现不佳, 其中收入同比下滑了 36%, 归属母公司净利润同比下降了 47.68%。但随着二季度 VE 行情的逐步回暖, 新和成的业绩在二、三季度有望呈现逐季好转的态势, 公司的估值优势也将不断显现, 公司也将迎来绝佳的投资机会。

图表 7: 新和成公司收入和毛利构成 (2008)



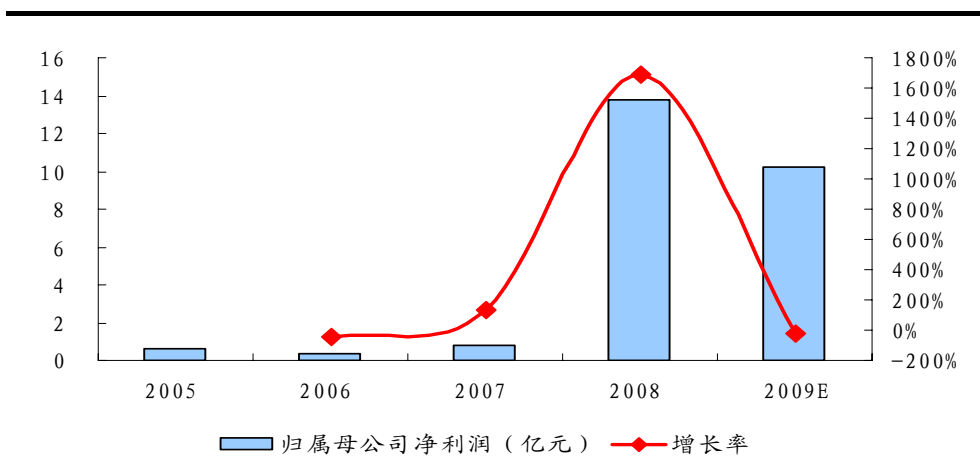
资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图表 8: 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图表 9: 公司归属母公司净利润情况



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

2.2 VA 也有望企稳反弹

维生素 A 是公司另一重要利润来源, 2008 年 VA 业务在公司收入和毛利中占比分别为 18% 和 14%。

从历史数据来看, VA 与 VE 价格具有一定的相关性, 而且 VA 的价格一般都是高于 VE 的, 这与 VA 的合成工艺更复杂有关。但目前 VA 的价格仍然处于低位, 6 月底最新的经销商报价在 140 元/KG 左右, 与其 08 年 350 元/KG 的高点仍然相距甚远。

造成 VA 没有出现 VE 那样大幅反弹的原因主要有三点：

一是，生产格局与 VE 不同，目前 VE 已经形成了寡头垄断的供应格局，基本处于供需平衡的状态，而 VA 目前的行业格局是 DSM、新和成、BASF、安迪苏、厦门金达威、浙江医药 6 家企业供货，生产格局相对分散，各家企业难以达成一致，供略过于求。

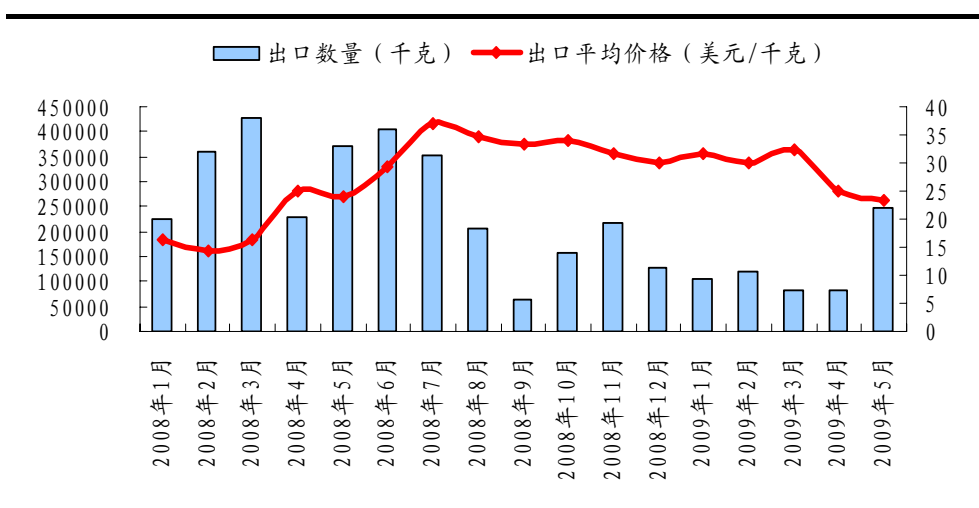
二是，VA 的保质期较短，只有 6 个月，在下游需求并未彻底好转的情况下，经销商进货的意愿不是十分强烈，而 VE 的保质期为 2 年。

三是，VA 的需求不如 VE 刚性，其去库存化的进程也要慢于 VE。

虽然 VA 的价格没有出现大幅反弹，但是从海关最新的数据来看，VE 的回暖也促使 VA 出现了一定的复苏迹象，5 月份 VA 的出口量就环比大增了 205.65%，而经销商的报价也出现了小幅上扬。我们预计在由于新和成已对 VA 实施了停产措施，随着 VA 库存的逐步消化，VA 的价格有望迎来一轮反弹。

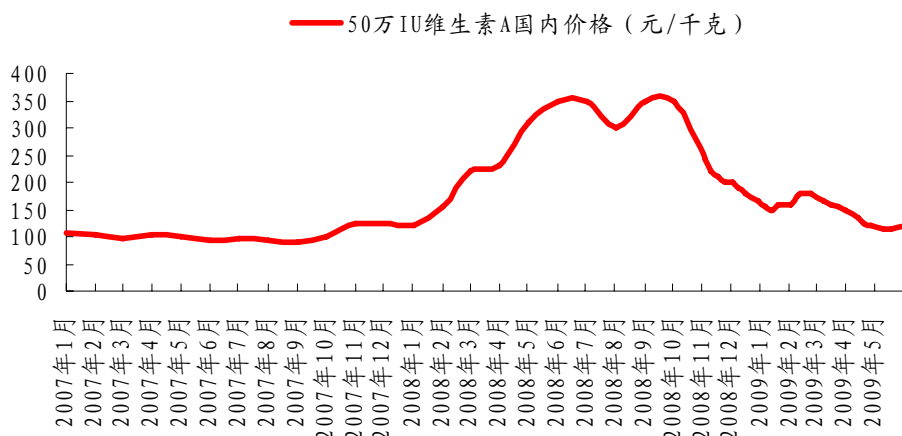
VA 价格的企稳反弹，将进一步为新和成提供业绩支撑。

图表 10: VA 及其衍生生物的出口情况



资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所

图表 11: VA 经销商报价情况



资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所

3. 增发项目为公司未来成长拓展空间

公司计划以不低于 25.32 元/股的价格定向增发 4,600 万股，募集不超过 11.5 亿元的资金用于年产 12,000 吨维生素 E 生产线易地改造工程等六个项目的建设。

其中年产 12,000 吨维生素 E 生产线易地改造工程的实施，一方面将会扩大公司 VE 产能，由目前 10000 吨/年的扩大 20%至 12000 吨，另一方面也将提高公司的工艺水平，降低能源消耗和污染排放，增加公司效益。

异戊醛是合成 VE 的重要原料，公司年产 6,000 吨异戊醛项目达产后将能进一步提高公司抗原材料价格波动风险的能力，同时也将降低公司生产成本，公司维生素 E 的单位生产成本将降低 5%以上。

此次募投资金还将用于其他 4 个项目，其中 3 个项目属于香精香料领域，公司已经将香精香料领域作为未来发展的另一个重点。这些项目的实施也将会为公司提供新的业绩增长点，为公司未来的成长拓展了新空间。

公司发展香精香料业务是经过深思熟虑的，符合公司整体发展战略，具有良好的市场前景，能够充分发挥公司的优势：

1) 公司的发展战略是做精细化工领域的领军者，而香精香料业务正是精细化工领域的重要分支。而且发展香精香料能够综合利用 VE、VA 的众多中间体，将进一步完善了公司的产品结构。

2) 公司拥有先进的有机合成技术。公司目前已经开发出了二氢茉莉酮酸甲酯、叶醇和覆盆子酮的新的生产工艺，技术水平处于国内领先水平，产品质量也达到了国外同类产品的先进水平，能够迅速投入扩大生产。

3) 香精香料市场规模庞大, 估计全球市场容量在 800 亿美元左右, 而且每年仍以一定速度增长, 其市场前景十分广阔。

4) 目前国内香精香料生产企业大都规模偏小, 缺乏行业的领导者, 公司进入该领域后, 将能够发挥公司的规模优势, 从而迅速成为该领域的领军者。

图表 12: 公司定向增发募投项目

项目	项目总投资 (亿元)	建设周期 (年)	预计年收入 (亿元)	预计年利润 (亿元)
年产 12000 吨维生素 E 生产线易地改造工程	4.71	2	16.74	9.66
年产 6000 吨异戊醛项目	1.01	1	0.99	0.20
年产 3000 吨二氢茉莉酮酸甲酯项目	1.74	1	4.30	0.57
年产 900 吨叶醇(酯)项目	1.07	1	1.07	0.45
年产 600 吨覆盆子酮项目	0.57	1	0.55	0.12
年产 6000 吨氨基葡萄糖食品添加剂项目	1.93	1	3.60	0.61

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

公司 08 年 VE 按 50%VE 粉折算, 销售量约为 15,500 吨, 考虑到公司今年受停产检修等因素影响, 我们预计公司 09 年 VE 的销量约为去年同期的 90%, 即 14,000 吨左右, 而价格则与去年同期持平; 同时预计公司 VA 和 VH 业务与去年同期相比, 将出现一定的下滑。

我们预计公司 09 和 10 年 EPS 分别为 2.95 元和 3.19 元。以 7 月 7 日收盘价 34.63 元计算, 其 09 和 10 年动态 PE 分别为 12 倍和 11 倍。我们认为其 09 年合理动态 PE 应在 15 倍左右, 对应合理目标价为 44.25 元。给予公司“短期推荐-长期 B”的投资评级。

图表 13: 公司主要产品收入预测

		2007	2008	2009E	2010E
VE	销量(吨)	18,000	15,500	14,000	15,000
	价格(元/KG)	38	130	130	130
	收入(万元)	67,648	202,104	182,000	195,000
	毛利率	18.50%	77.54%	69.23%	69.23%
VA	销量(吨)	4,000	4,500	3,500	4,000
	价格(元/KG)	91	130	110	110
	收入(万元)	36,593	59,098	38,500	44,000
	毛利率	14.22%	50.00%	40.91%	40.91%
VH	收入(万元)	12,593	9,511	6,658	7,989
	增长率	-4.54%	-24.47%	-30.00%	20.00%
	毛利率	20.70%	61.73%	50.00%	50.00%
	收入(万元)	42,528	45,805	50,385	55,424
其他	增长率	37.37%	7.71%	10.00%	10.00%
	毛利率	31.55%	43.77%	30.00%	30.00%
	收入(万元)	5,700	4,364	4,800	5,280
	增长率	16.44%	-23.45%	10.00%	10.00%
甲叉	毛利率	14.88%	7.72%	10.00%	10.00%
	收入(万元)	7,066	6,929	7,622	8,385
	增长率	-23.59%	-1.93%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.07%	9.59%	10.00%	10.00%
香精香料	收入(万元)	172,128	327,812	289,966	316,078
	增长率	8.32%	90.45%	-11.55%	9.01%
	毛利率	20.51%	65.03%	55.67%	55.36%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图表 14: 盈利预测表 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	174,788	331,396	289,966	316,078
营业收入	174,788	331,396	289,966	316,078
营业总成本	164,468	167,666	166,195	181,967
营业成本	138,896	116,901	128,529	141,090
营业税金及附加	832	3,162	2,320	2,529
销售费用	6,059	7,289	7,249	7,902
管理费用	9,774	19,134	17,398	18,965
财务费用	8,015	18,666	8,699	9,482
资产减值损失	893	2,513	2,000	2,000
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	-440	0	0
投资净收益	753	922	1,000	1,000
营业利润	11,072	164,213	124,771	135,111
加: 营业外收入	555	1,596	0	0
减: 营业外支出	468	1,416	0	0
利润总额	11,159	164,392	124,771	135,111
减: 所得税	3,535	19,597	18,716	20,267
净利润	7,624	144,795	106,055	114,844
减: 少数股东损益	-83	7,344	5,303	5,742
归属于母公司的净利润	7,707	137,451	100,753	109,102
每股收益	0.23	4.02	2.95	3.19

数据来源: 公司公告、国都证券研究所

5. 风险提示

VE 等产品价格波动较大, 公司业绩存在一定的不确定性。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。