

新和成(002001)

当前股价: 36.90

目标价: 49.35

产品需求将大幅反弹, VA 增长潜力超过 VE

投资要点:

- ◆ 我们首次关注新和成给予“买入”投资评级, 给予的目标价 49.35 元。受益于 VA 和 VE 提价, 新和成营业收入和净利润成倍增长, 毛利率大幅提升。同时, 新和成 VA 和 VE 成本控制能力较强, 这一重要竞争优势可以确保公司在行业低谷时生存下来, 行业景气度高时能分享到比竞争对手更高的利润。
- ◆ 对新和成 VE 和 VA 产品价格影响最大的仍是供需关系。全球肉类产量和需求量受金融危机影响较小, 公司业绩下半年会明显好于上半年, 但盈利将会略低于 08 年。在未来较长时间内, 家禽肉产量的增速都将快于牛肉和猪肉, 这将最终导致对 VA 的需求增速要快于 VE, 新和成将成为最大的受益者。供应方面, 我们认为全球 VE 和 VA 一线、二线厂家维稳诉求一致, 这种默契将稳定市场供应格局, 促使产品价格继续保持高位。
- ◆ 1998 年之后, VA 和 VE 先后经历了卡特尔解散期、解散后稳定期、中国份额快速扩张期和新格局形成期, 我们认为未来 VA 和 VE 市场将进入新格局稳定期。随着 09 年下半年需求大幅恢复性反弹, 及未来几年家禽养殖对 VA 需求快速增长, 中国出口至美国市场的未来年均单价有望在 25-30 美元/kg 波动。我们认为 VE 价格已反映了其市场价值, 预计未来出口至美国市场的年均单价维持在 20-25 美元/kg 波动。由此推算, 未来新和成 VA 毛利率将得到进一步提升, 有望达到 50%-70%左右, VE 毛利率已基本见顶, 在 70%-80%波动。
- ◆ 我们预计 2009-2011 年公司净利润增幅将分别达到-18%、25%和 6%, 对应每股收益分别为 3.29 元、4.12 元和 3.86 元。新和成 2009 年和 2010 年 PE 分别为 11.22x 和 8.96x, 处于 A 股维生素原料药同类上市公司中值之下, 我们认为新和成未来两年业绩预见性较好, 理应享有较高估值, 当前股价未能充分反映公司现有价值。

研究员: 范炳邑, 彭海柱

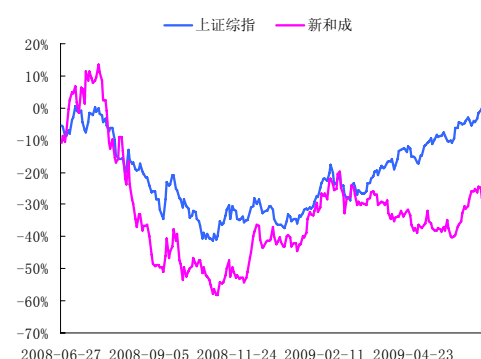
电话: 025-84579778-953/221

E-mail: eric_fan@yahoo.cn

地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	34206.00
流通 A 股(万)	13167.22
52 周内股价区间(元)	17.39-50.56
总市值(亿)	126.66
总资产(亿)	38.08
每股净资产(元)	5.74

主要经营指标预测

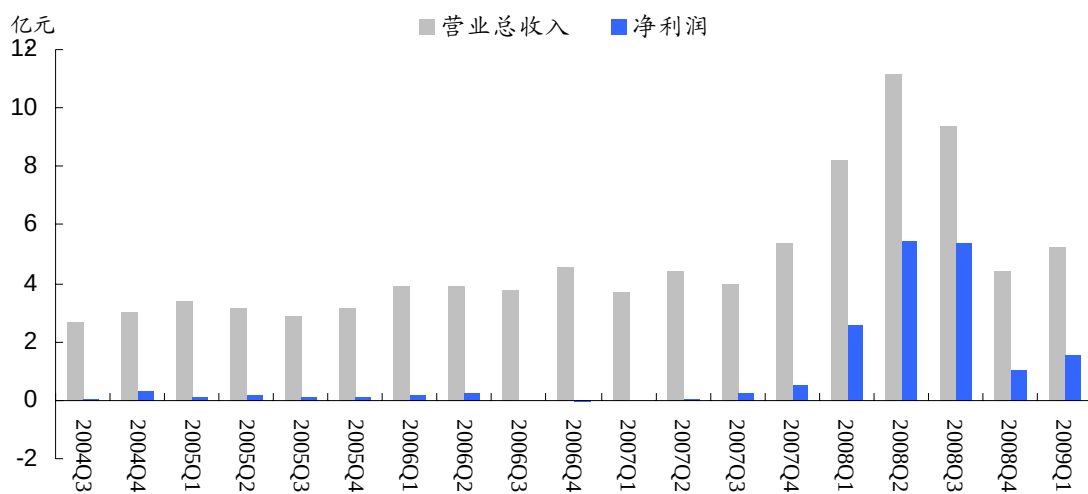
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	33.14	29.78	33.43	35.26
+/-%	89.60	-10.15%	12.26%	5.48%
净利润(亿)	13.75	11.40	14.21	13.30
+/-%	1683.43	-17.09	24.65	-6.40
EPS(元)	4.02	3.33	4.15	3.89
P/E	6.12	11.22	8.96	9.56

公司背景

浙江新和成股份有限公司以新昌县合成化工厂为主发起人，于1999年4月5日登记注册，并于2004年6月25日在中小板上市，成为中小板第一股。新和成是国内领先的化学原料药生产企业，产品主要有VA、VE、VH和香精香料等。经过多年积累，公司已成为全球重要的维生素制造商之一，在维生素A和维生素E细分行业中拥有较强的竞争优势。

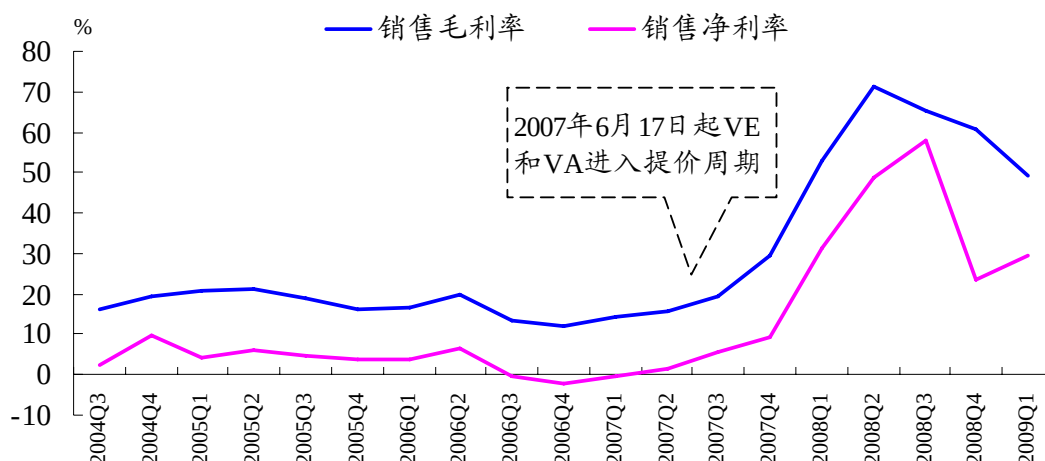
2007年三季度之前，新和成上市来的季度营业总收入在2.5-4.5亿波动，净利润未超过3千万。但受益于2007年6月VE和VA提价，新和成营业收入和净利润成倍增长，毛利率大幅提升。08年以来单季净利润均过亿，2008年二季度达到最高5.46亿，2009年一季度则恢复至1.54亿，毛利率和净利率由07年二季度15.85%和1.45%提高至08年二季度71.25%和48.85%，09年一季度亦高达49.16%和29.42%。

图：新和成主营总收入和净利润（单季度）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图：新和成销售毛利率和净利率大幅提升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

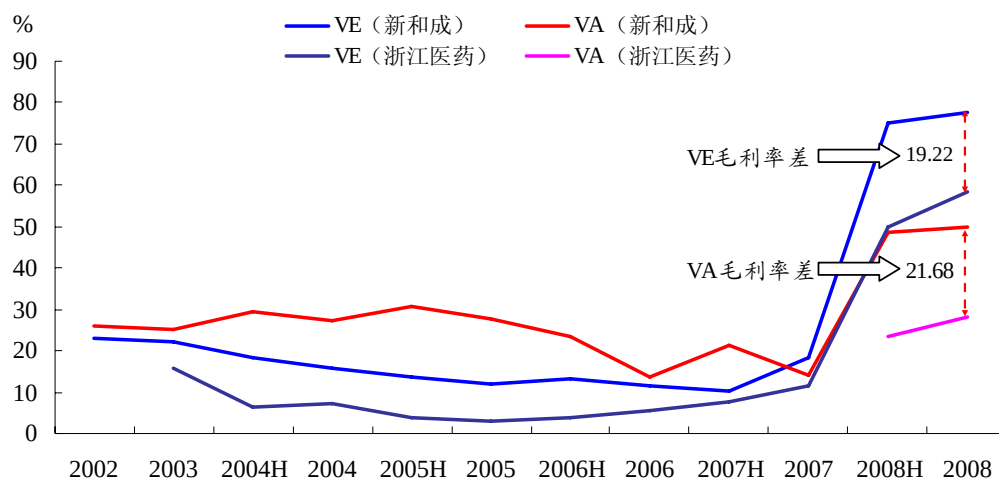
图：新和成维生素提价时间及幅度

维生素种类	价格变动时间	提价幅度
VE	2007年6月17日	15%
VE	2007年9月13日	15%
VE	2007年10月20日	15%
VE	2008年2月21日	120%
VE	2008年6月11日	40%
VE	2009年4月2日	-30%
VE累计上涨幅度		228%
VA	2007年6月17日	10%
VA	2007年12月4日	20%
VA	2008年2月21日	60%
VA	2008年6月11日	80%
VA	2009年4月2日	-50%
VA累计上涨幅度		90%

资料来源：公司公告

VA 和 VE 是新和成最主要的收入来源，在营业收入中占比高达八成。从历史数据来看，07 年提价前，公司 VE 较同行浙江医药毛利率高出 5-10 个百分点，提价后毛利率差扩大至 19 个百分点，VA 毛利差在 21 个百分点。我们认为，新和成 VA 和 VE 成本控制能力较强，这一重要竞争优势可以确保公司在行业低谷时生存下来，行业景气度高时能分享到比竞争对手更高的利润。

图：新和成 VE 和 VA 毛利率相对较高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所（浙江医药 VE 仅指合成 VE 系列）

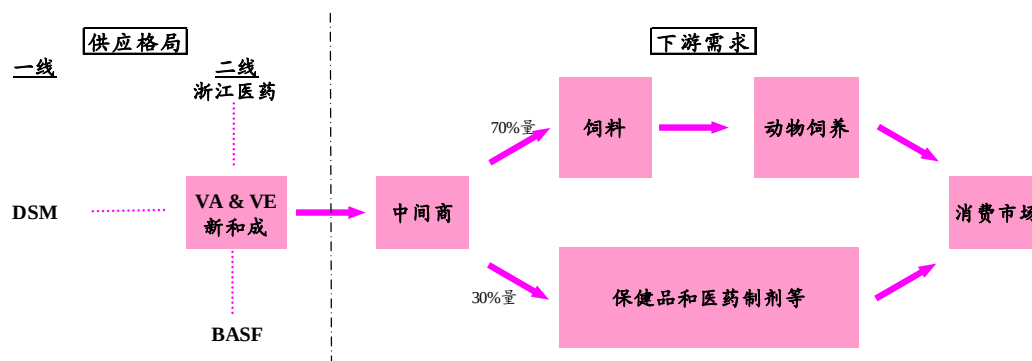
公司主要产品 VA 和 VE

我们认为，对新和成 VE 和 VA 产品价格影响最大的仍是供需关系，因此我们将着重于分析产品的需求和供给。

从需求方面看，新和成主要产品 VA 和 VE 主要应用于动物饲养、保健品和医药制剂等，以直接或间接形式进入消费市场。VE 产品类别有 3 种，分别为 VE50%粉、VE 粗油和 VE 精油，其中含量 98% 的 VE 油主要销售给医药企业、保健品企业，经加工后制成医药制剂和营养保健品，含量 93% 以上的 VE 油主要销售给饲料添加剂企业、兽药生产企业加工成饲料添加剂或兽药，VE50%粉主要作为饲料添加剂销售给饲料企业。VA 亦有 3 种类型：VA 醇、维生素 A 乙酸酯和维生素 A 棕榈酸酯。由于前者稳定性差，作为饲料添加剂多用后 2 种。我国 VA 和 VE 产品约有七成多产量是用于低附加值的饲料添加剂，用于保健品和医药制剂等产量约三成。我们认为，下游饲料的需求量、动物饲养情况和最终消费市场情况决定了 VA 和 VE 的需求。

从供给方面看，新和成是 VA 和 VE 等维生素单体供应商之一，和 BASF、浙江医药同属行业二线厂商。行业的领导者是 DSM（帝斯曼），是目前全球唯一能够生产全部单体维生素品种的公司，并且维生素产量的一半直接应用于自身的动物和人类营养产品，掌握了行业定价权。

图：新和成产品 VA 和 VE 供应格局和下游需求



资料来源：华泰证券研究所

◆ 下游总需求略有上升，VA 和 VE 需求坚挺

VE 和 VA 下游需求七成多来自动物饲料添加剂，三成来自相关保健品、医药制剂等消费品。前者由于量大，公司业绩波动受其价格和供需关系影响较大，后者需求量少，对公司影响较小。

新和成 VA 和 VE 作为饲料添加剂，其需要量是由养殖总量和对肉类消费量决定的。08 年三季度以来，受金融危机影响欧美 GDP 和私人消费增速快速下滑，美国 09 年 5 月和 EU-27 国 09 年 Q1 私人消费数据同比下滑了 2% 和 5%。我国 GDP 增速有所下降，但个人消费支出不降反升，09 年一季度同比增长分别为 6.1% 和 8.6%，剔除 CPI 因素个人消费支出实际增速为 9.6%。

全球肉类总需求略有上升，VA 和 VE 需求坚挺。 USDA 数据表明，金融危机导致私人消费的下滑对畜牧养殖行业有一定影响，增速亦有所下降，但全球肉类产量和消费量并没有出现明显下滑。我们认为，饲料添加维生素市场主要看需求，看肉类产量和需求量。总体来看，09 年全球猪牛鸡肉总产量和需求量会略有上升（猪肉增量 2.5%，牛肉增量 1% 但基数相对较小，鸡肉停滞），我们预计 2009 年饲料添加用维生素跟 2008 年比，会略有增加。养殖的总量没有很大的改变，对 VA 和 VE 的需求依旧坚挺。

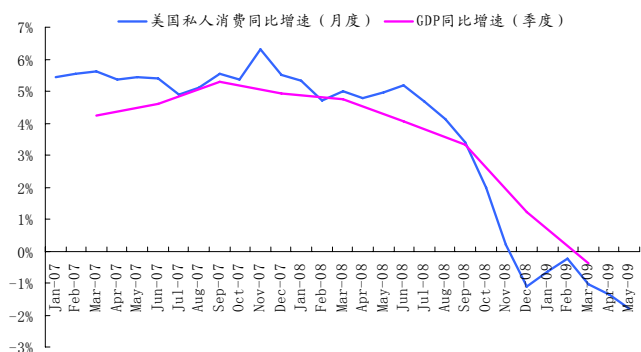
中国因素成为全球养殖业增长的重要动力。我国受金融危机影响相对较小，尤其是国内消费而言，增速强劲。从三大经济体肉类数据来看，中国的猪肉和鸡肉产量及消费量保持较快的增速，远高于全球平均水平。因此我们认为，国内饲料添加维生素 VA 和 VE 基数没有发生变化，且未来增长明确。

09 年欧美肉类消费量预计好于 08 年。USDA 预测，美国 and EU-27 牛肉和猪肉消费量在 09 年将出现好转，其中牛肉消费量同比增速分别由 08 年的 -2% 和 -3% 提升至 09 年的 1% 和 2%，猪

肉消费量同比增速分别由 08 年的-1.7%和-2.5%提升至 0.8%和-0.3%。

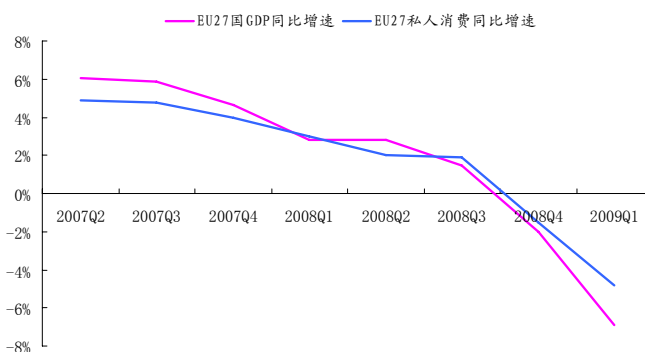
总之,我们认为全球肉类产量和需求量受金融危机影响较小,随着中国因素和欧美肉类消费量在 09 年开始起色,未来饲料添加维生素 VA 和 VE 的成长性可预期。

图：美国 GDP 和私人消费同比增速



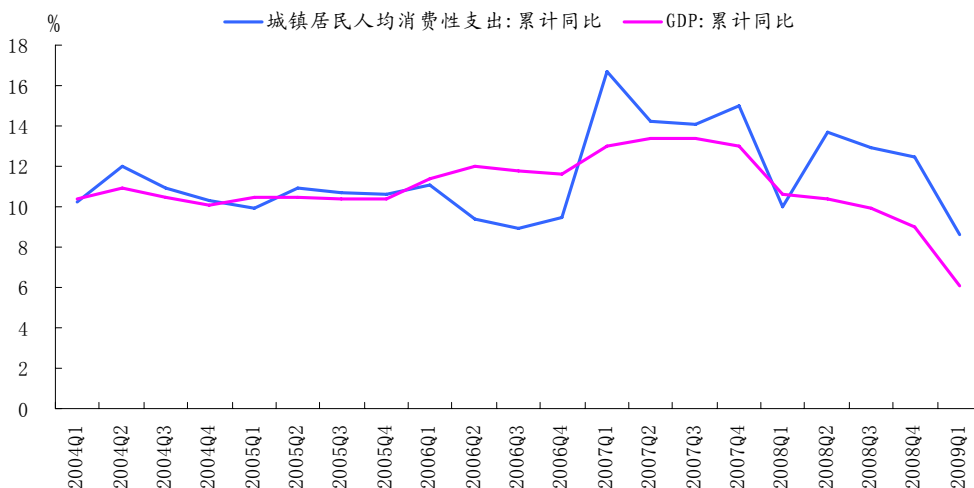
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图：EU27 国 GDP 和私人消费同比增速



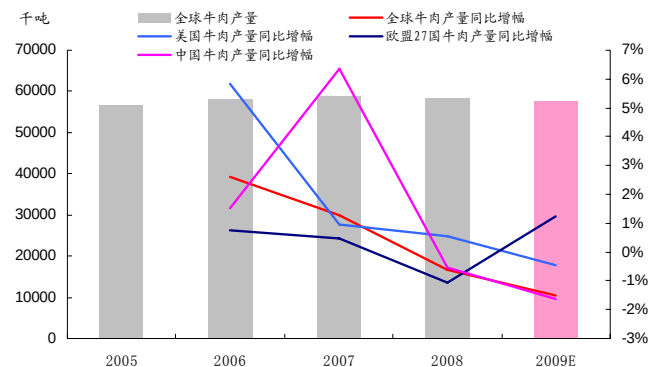
资料来源：EUROSTAT，华泰证券研究所

图：中国 GDP 和城镇居民消费性支出同比增速



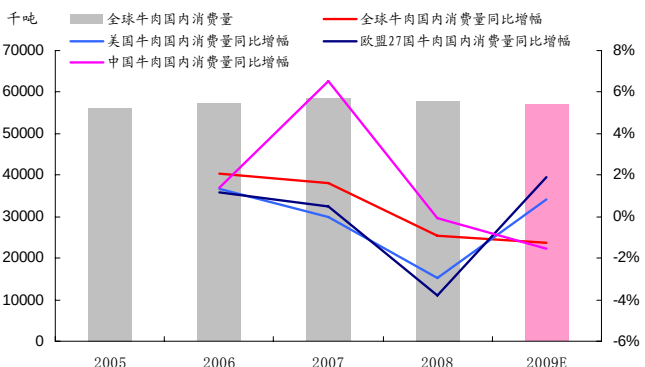
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图：全球牛肉产量及主要经济体产量情况



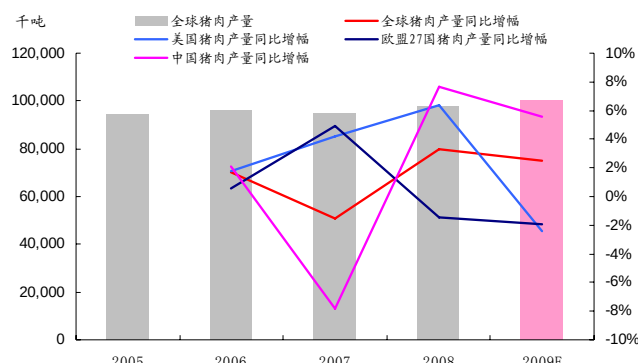
资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为 09 年 4 月预测值)

图：全球牛肉消费量及主要经济体消费情况



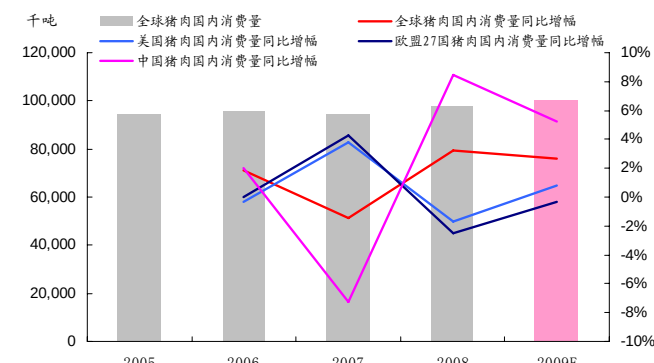
资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为 09 年 4 月预测值)

图：全球猪肉产量及主要经济体产量情况



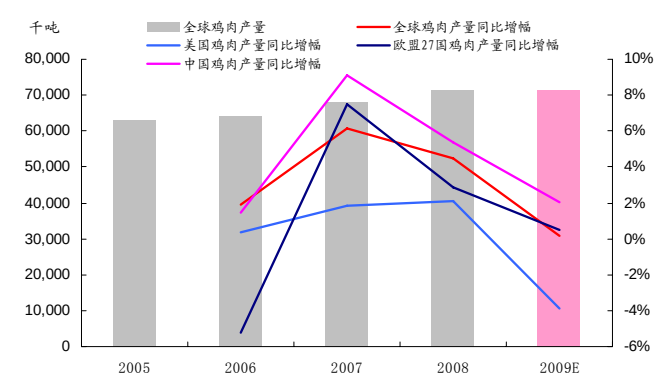
资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为09年4月预测值)

图：全球猪肉消费量及主要经济体消费情况



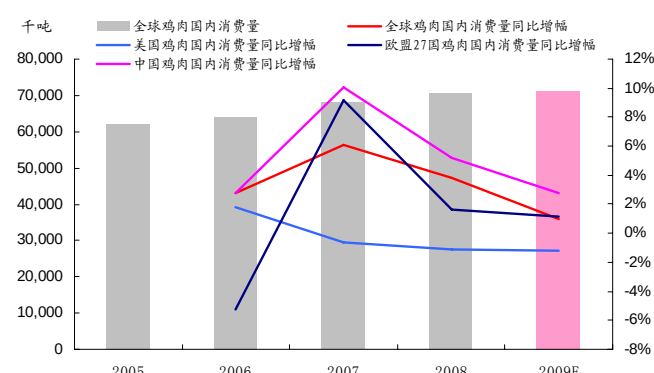
资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为09年4月预测值)

图：全球鸡肉产量及主要经济体产量情况



资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为09年4月预测值)

图：全球鸡肉消费量及主要经济体消费情况



资料来源：USDA，华泰证券研究所
(红柱为09年4月预测值)

◆ VA 和 VE 需求量将大幅反弹，公司业绩下半年好于上半年

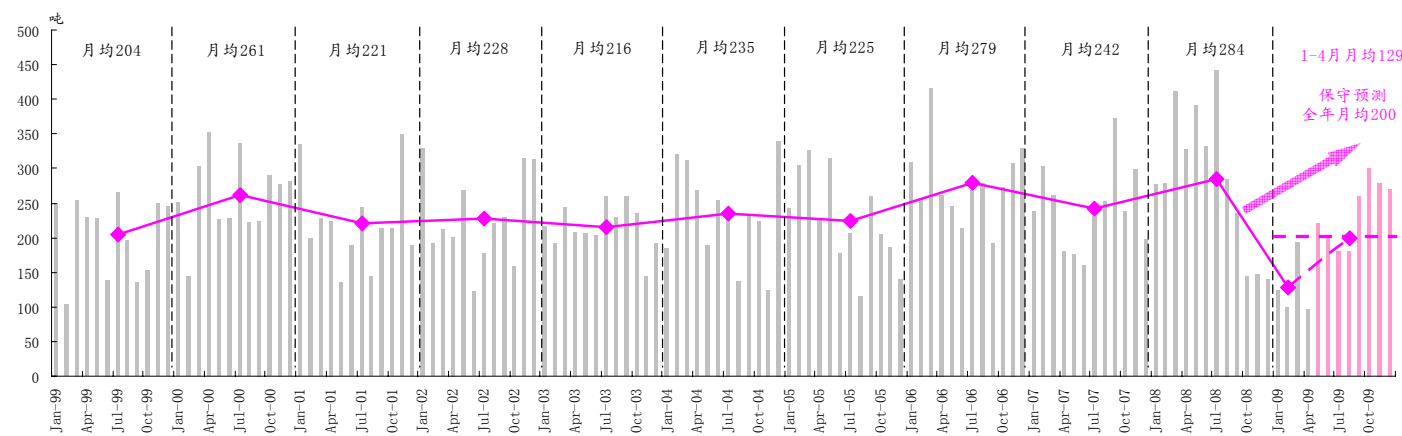
美国商务部关于 VA 和 VE 及衍生物月度进口统计数据表明，VA 和 VE 的年度需求较为平稳，波动较小。但今年年初以来，美国进口和中国出口 VA、VE 的月均数量均远低于历史平均水平。

VA 预测全年月均出口 190t，四季度集中放量。近十年，美国 VA 及衍生物月均进口数量较为平稳，08 年 10 月进口数跌至 145t 以来，已连续 7 个月进口数在 200t 以下。根据我们上述分析，下游畜牧养殖市场变化不大，市场总需求相对平稳前提下，09 年 VA 进口数出现大幅下滑可能性极小。我们认为，下游有所起色，VA 市场短期 09 年下半年将出现大幅反弹，预计全年月均进口量在 200 吨（这是非常保守估计，主要是 09 年进口量过多，库存消耗需要时间）。与此相应，中国作为主要出口国之一，我们预计 09 年其月均出口量 190t。由于三季度是传统淡季，国外部分工厂将停产，我们预计四季度 VA 将集中放量，随着需求量恢复，VA 价格仍有较大上升空间。

VE 预测全年月均出口 2000t，价格上升空间有限。近四年，美国 VE 及衍生物月均进口数量均维持在 1700t 左右，已连续 9 个月低于平均数。VE 是需求量最大的饲料添加维生素，我们认为下游饲料需要依旧坚挺，国内 VE 出口量在 4 月和 5 月已升至 2198t 月度平均水平，未来这一趋势仍会延续，全年有望达到月均 2000t 的出口量。VE 需求的回暖，带动了 VE 价格回升，国内价格已从 5 月的 110 元/kg 上涨至 180 元/kg，我们预计 VA 未来价格上升空间有限。

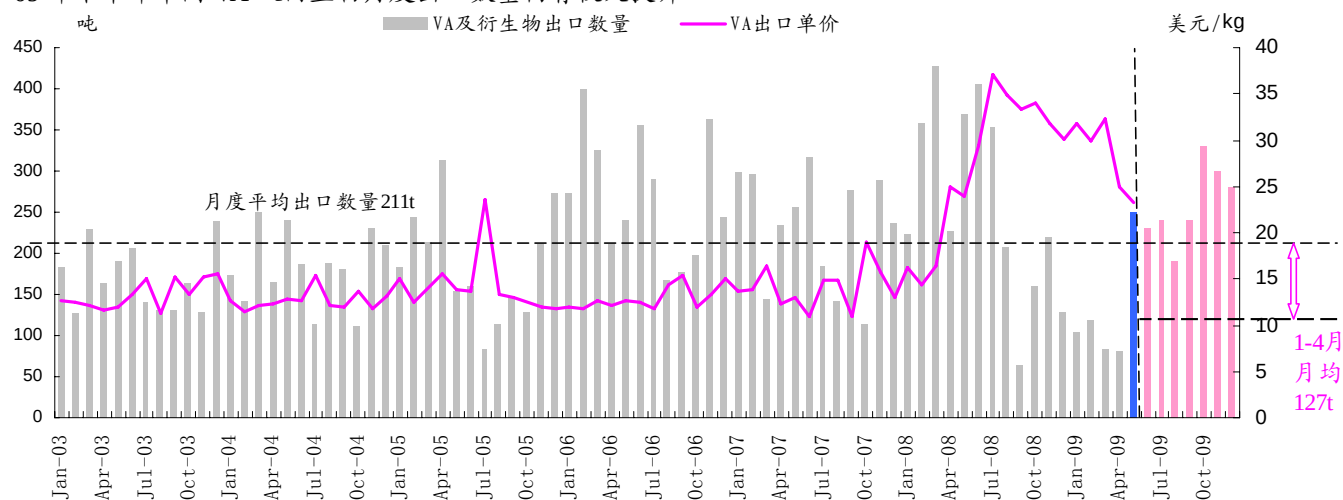
我们预期公司 09 年产品出口销量将低于 08 年，下半年由于需求会有所复苏，将呈现量价齐升局面。由于新和成近八成营业收入来自出口，我们认为，公司业绩下半年会明显好于上半年，但由于全年出口量少于 08 年，因此盈利将会略低于 08 年。

图：美国 VA 及衍生物月度进口数量



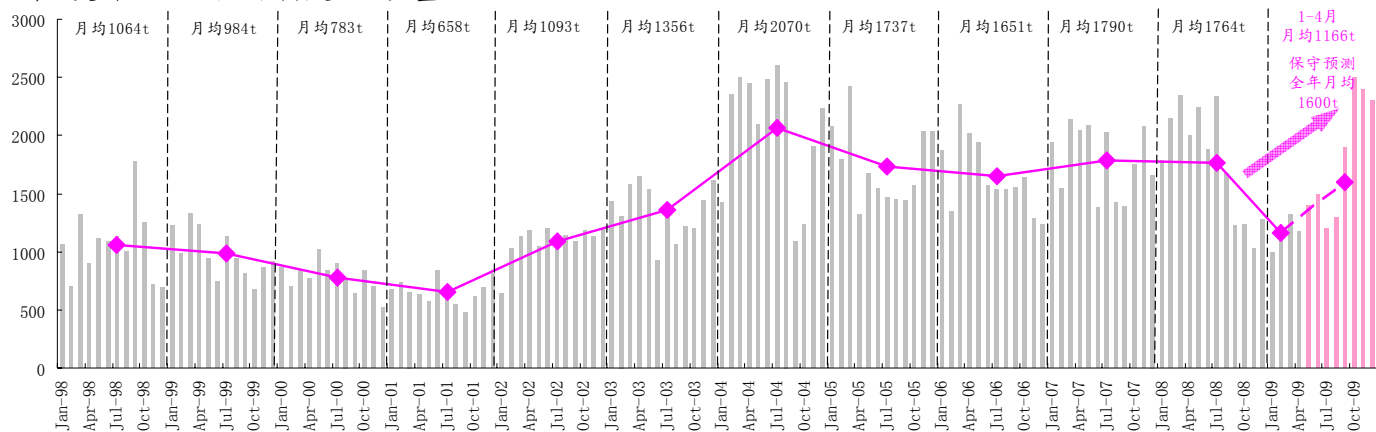
资料来源：美国商务部，华泰证券研究所（红柱为预测值）

图：09年下半年中国 VA 及衍生物月度出口数量仍有较大提升



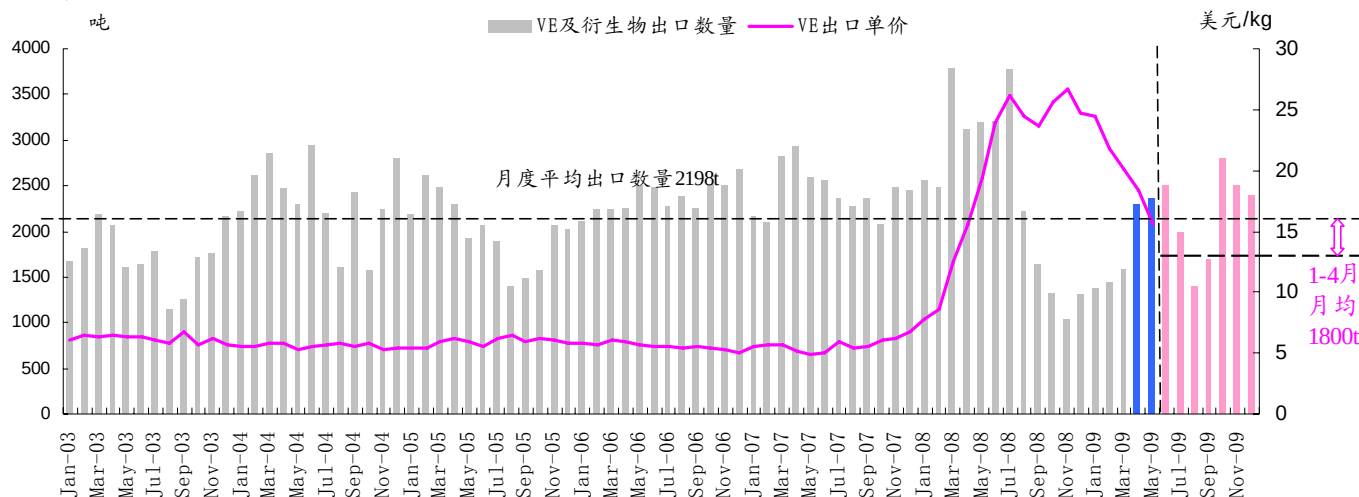
资料来源：CEIC，华泰证券研究所（蓝柱为五月出口数，红柱为预测出口数）

图：美国 VE 及衍生物月度进口数量



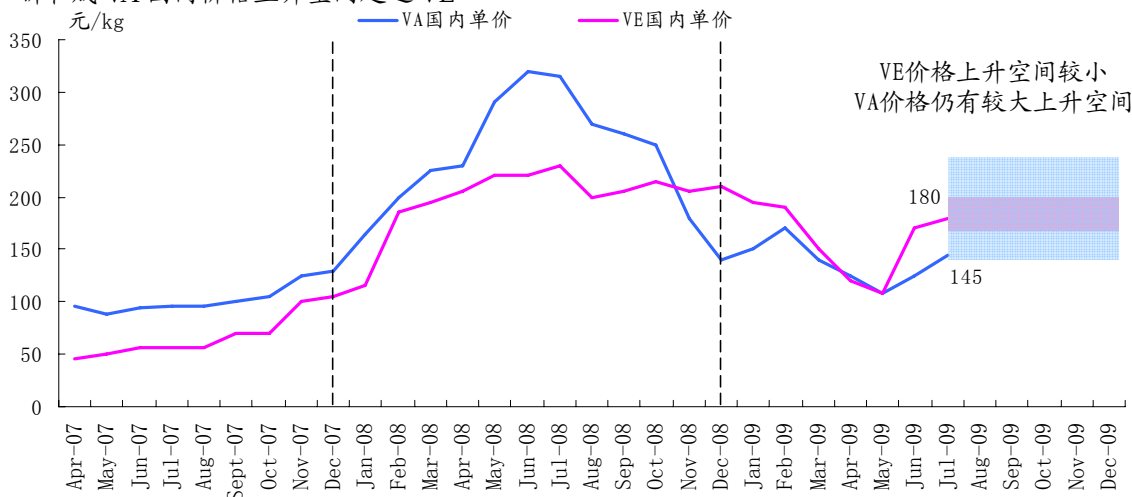
资料来源：美国商务部，华泰证券研究所（红柱为预测值）

图：中国 VE 及衍生物月度出口数量



资料来源：CEIC，华泰证券研究所（蓝柱为四、五月出口数，红柱为预测出口数）

图：新和成 VA 国内价格上升空间超过 VE



资料来源：博亚和讯，华泰证券研究所（红色和蓝色区域分别为下半年 VE 和 VA 预测价格波动区间）

◆ 长期看 VA 需求增速将超过 VE，新和成为最大受益者

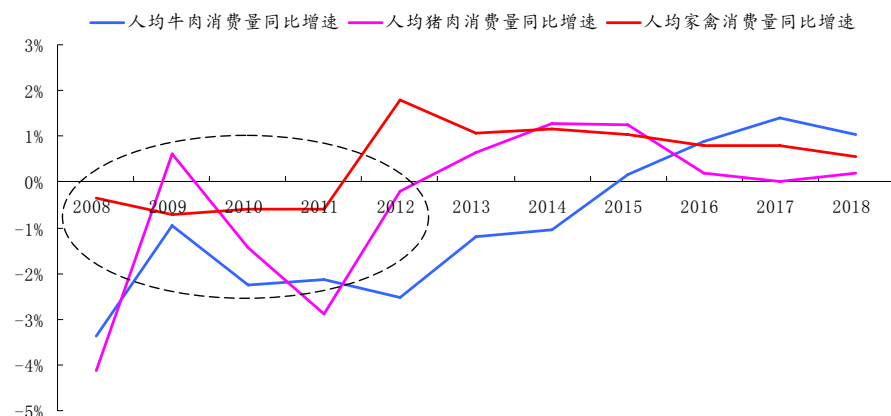
肉类产量结构发生变化，VA 需求增速将超过 VE

2007 年以来，饲料价格一直维持在高位，且由于乙醇燃料兴起，饲料价格短期内仍将高企。USDA 预测，这将直接导致美国肉类尤其是牛肉人均消费量将长期处于负增长状态。家禽肉人均消费量未来两年近于零增速，在 2011 年之后将会呈现高速增长，部分原因由于家禽饲料的转化效率最高，而且家禽肉价格较猪、牛肉价格更便宜，有更大的消费市场。2011 年 EU-27 国家禽产量恢复增长，预计对饲料需求在 2010 年会提前释放。中国家禽产量增速较为乐观，未来三年能保持 5%-8% 快速增长，远快于牛肉和猪肉产量增速。

全球三大经济体集中了全球家禽产量的 50%，牛肉产量的 50% 和猪肉产量 80%。我们认为，家禽肉产量的增速在未来较长时间都将快于牛肉和猪肉，这将导致肉类产量发生结构性变化，而与此同时，家禽类维生素 VA/VE 添加比例要高于其他种类。以 DSM 推荐的维生素添加量/kg 饲料标准为例，家禽类饲料中维生素 VA/VE 比例是牛和猪的 2-3 倍（NCR 推荐标准和国内某多维饲料公司标准亦是如此）。由于家禽增速较快，所占比重将逐渐增加，这将最终导致对 VA 的需求增速要快于 VE。

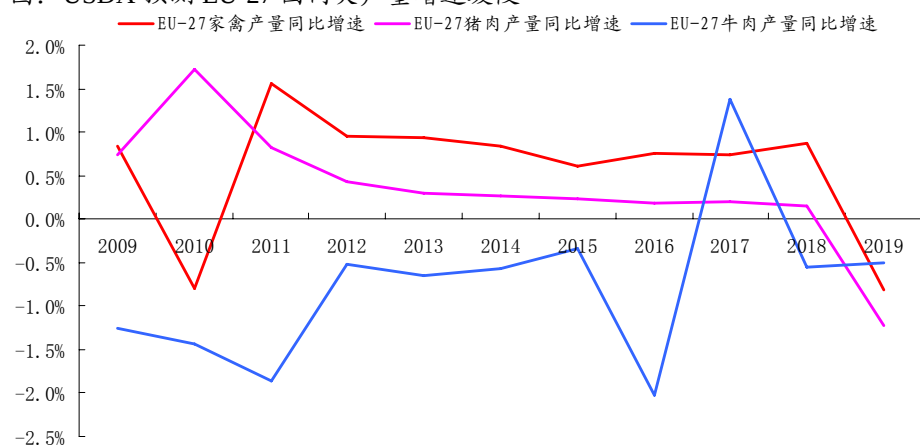
新和成是国内最主要的 VA 生产企业，随着 VA 需求不断增加，VA 价格上升通道将不断打开，公司将成为最大的受益者。且 VA 生产工艺较为复杂，技术壁垒高于 VE，我们长期更看好公司 VA 产品，肉类产量结构性变化会给公司带来更为丰厚的收益回报。

图：USDA 预测美国人均家禽消费量降幅低于其它肉类



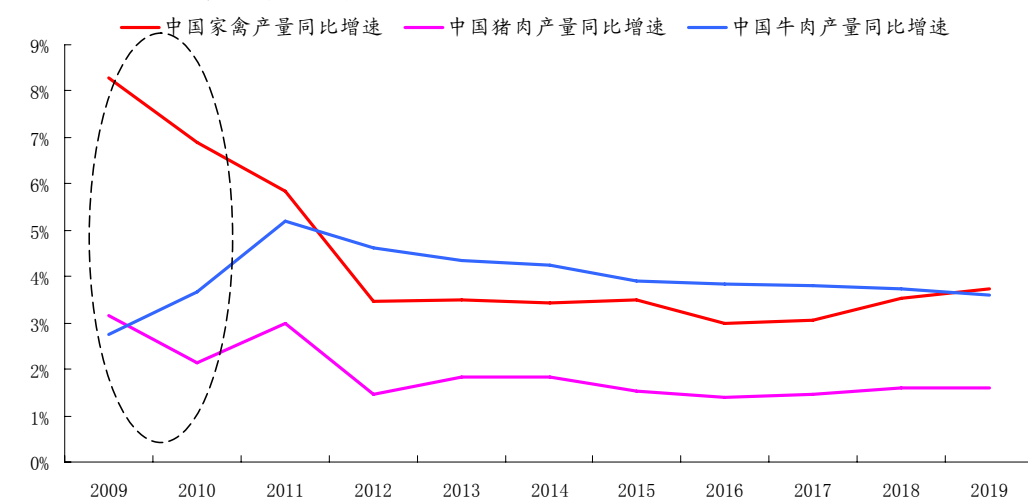
资料来源：USDA，华泰证券研究所

图：USDA 预测 EU-27 国肉类产量增速缓慢



资料来源：USDA，华泰证券研究所

图：USDA 预测中国鸡肉家禽增速远快于其他肉类



资料来源：USDA，华泰证券研究所

表：DSM 推荐的每千克饲料中维生素添加量

饲养品种	VA IU*	VE mg	VA/VE比 IU/mg
家禽类			
鸡	8000-14000	15-100	140-550
鸭/鹅	12000-15000	40-80	150-300
反刍动物类**			
奶牛	75000-150000	500-3000	50-150
肉牛	50000-120000	300-500	150-250
羊	5000-10000	400-200	10-50
其它类			
猪	5000-11000	30-100	100-150
火鸡	6000-13000	20-60	200-300

资料来源：DSM，华泰证券研究所（*1 IU VA=0.344μg VA 乙酸酯；**为每头动物/每天含量）

◆ 市场竞争者维稳诉求一致，VE 和 VA 价格将持续高位

全球 VE 市场主要由 DSM、BASF、浙江医药和新和成把持。从销售收入估计浙江医药和新和成生产规模在 1.5 万吨和 1.3 万吨左右，除去内销给部分饲料生产企业外，产品大部分供应国外市场。

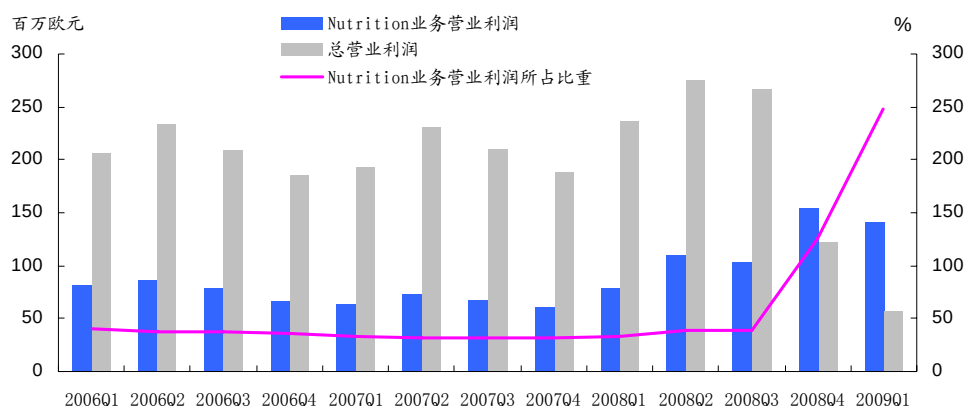
VA 生产方面，目前新和成占据了国内市场绝对优势，其占国内产量的比例高达 60%，其余份额为厦门金达威和浙江医药占有。我们估计新和成产量在 3300 吨，产能在 5000 吨左右，厦门金达威产能在 1500 吨左右，浙江医药在 1000 吨左右。

从全球角度来看，DSM 作为一家综合性维生素生产企业，整合了维生素产业链上下游，是 VE 和 VA 全球最大的供应商，才是产业真正的“定价者”。DSM 其他主要业务受金融危机影响较深，全面亏损，且 09Q1 亏损情况有所恶化。与此同时，营养业务受益于维生素刚性需求和市场稳定新格局，不仅没有受金融危机影响，盈利还有所增长。历史数据表明，营养业务营业利润在总利润中比重一般为 30% 左右，08 年 Q4 这一指标上升至 120%，09 年 Q1 更是提高至 250%。金融危机重创了 DSM 其他业务，导致 DSM 对营养业务的严重依赖，我们认为，在未来较长一段时间内，DSM 为维持营养业务较强盈利能力渡过难关，没有抢占市场份额动机，破坏当前稳定的维生素竞争格局（包括 VA 和 VE），从而导致产品价格下跌。

VA 和 VE 二线厂商新和成、浙江医药和 BASF 经历了长达 7 年的低价残酷竞争，新和成和浙江医药凭借低成本得以生存了下来，BASF 则缩减了其营养部门规模，出售了部分产能以自保。这些促使二线厂商形成了默契，维持平衡的市场供应规模才是共同的利益诉求。如新和成为了不破坏目前供应格局，计划新建的 VE 异地改造项目也只增加 20% 产能，为 12000 吨。

我们认为，全球 VE 和 VA 一线、二线厂家维稳诉求一致，这种默契将稳定市场供应格局，促使产品价格继续保持高位。

图：营养业务成为 DSM 盈利仅有的亮点



资料来源：BLOOMBERG，华泰证券研究所

◆ 对新和成 VA 和 VE 未来价格和需求量预测

1998 年之后，VA 和 VE 市场格局发生了较大变化，先后经历了卡特尔解散期、解散后稳定期、中国份额快速扩张期和新格局形成期。我们认为，07 年至今 VA 和 VE 涨价不能简单地解读为原料药周期性波动。正如上文所分析，经历了七年残酷的价格竞争，市场参与者维稳诉求一致，现有市场供应格局将长期稳定，我们认为未来 VA 和 VE 市场将进入新格局稳定期。

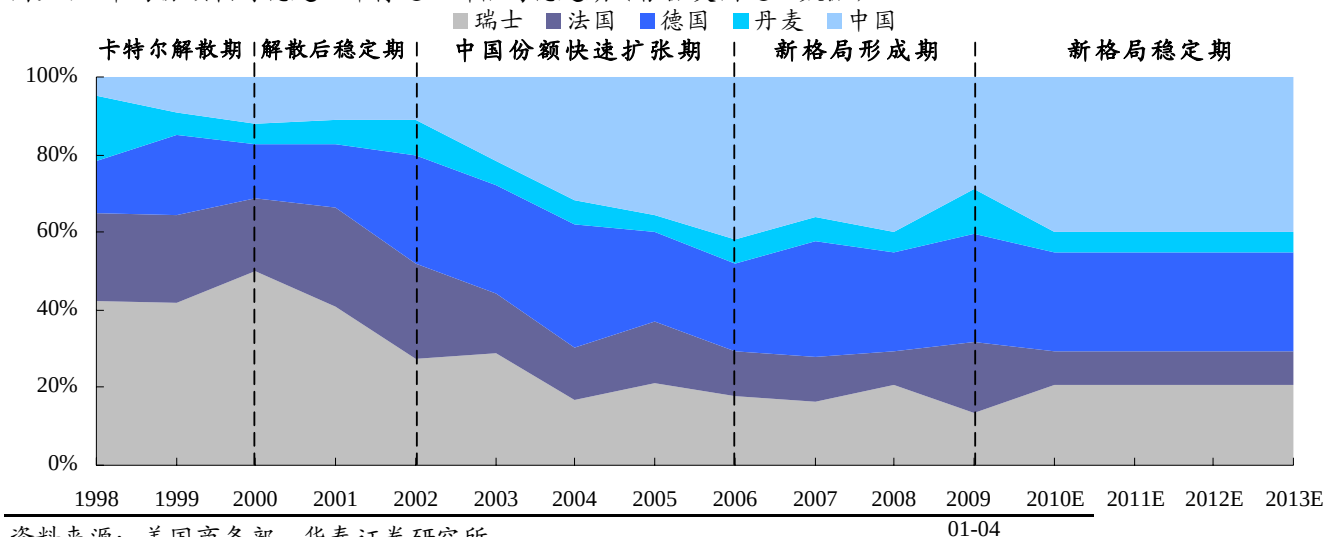
卡特尔解散期。1999 年 5 月和 2001 年 11 月，美国司法部和欧盟先后认定，包括罗氏、巴斯夫在内的八家跨国公司组成的维生素卡特尔共谋在维生素市场上操纵价格、分配产量，从而压制并消除维生素市场竞争。在有史以来美国司法部和欧盟最重罚款的惩罚威力下，维生素市场的卡特尔瓦解，国际维生素市场价格出现连锁反应，价格竞争成为主要的竞争手段，中国出口至美国的 VA 和 VE 价格均在 1998 年到 2001 年间出现了较大幅度的下跌，跌幅分别为 55% 和 58%。

卡特尔解散后稳定期。价格体系瓦解后，竞争也会促使行业整合，加速企业的购并和重组。2000-2002 年，VA 和 VE 市场价格趋于稳定，三年的 VA 年均出口美国价格基本稳定在 16 美元/kg，VE 的价格有所下滑，至 6.5 美元/kg。期间，VA 和 VE 主要份额集中于罗氏（瑞士）、巴斯夫（德国）、安万特（法国）、新和成和浙江医药（中国）等少数几家优势企业。

中国份额快速扩张期。这一期间，中国厂家通过低价抢占市场份额，中国出口至美国的 VA 单价在 16 美元/kg 基础上又下滑了 25-30%，VE 单价下滑了 13%，与此同时美国 VA 和 VE 进口总量的年均单价并没有明显变化。来自中国的 VA 和 VE 份额均快速扩大，其中 VA 所占比重由 2002 年的 10% 快速扩张至 2006 年的 40%，VE 亦有 30% 扩张至 45%。新和成在这一时期基本无利可图，VE 毛利率由 26% 下滑至 14%，市场份额扩大的同时，净利润却从 9 千万降至 7 千万。

新格局稳定期。几大巨头维稳诉求一致，达成默契，市场格局将长期稳定。我们预计，随着 09 年下半年需求大幅恢复性反弹，及未来几年家禽养殖对 VA 需求快速增长，VA 价格创下新高的可能性较大，中国出口至美国市场的未来年均单价有望在 25-30 美元/kg 波动。VE 由于下游需求较为稳定，我们认为 VE 价格已反映了其市场价值，预计未来出口至美国市场的年均单价维持在 20-25 美元/kg 波动。由此推算，未来新和成 VA 毛利率将得到进一步提升，有望达到 50%-70% 左右，VE 毛利率已基本见顶，在 70%-80% 波动。

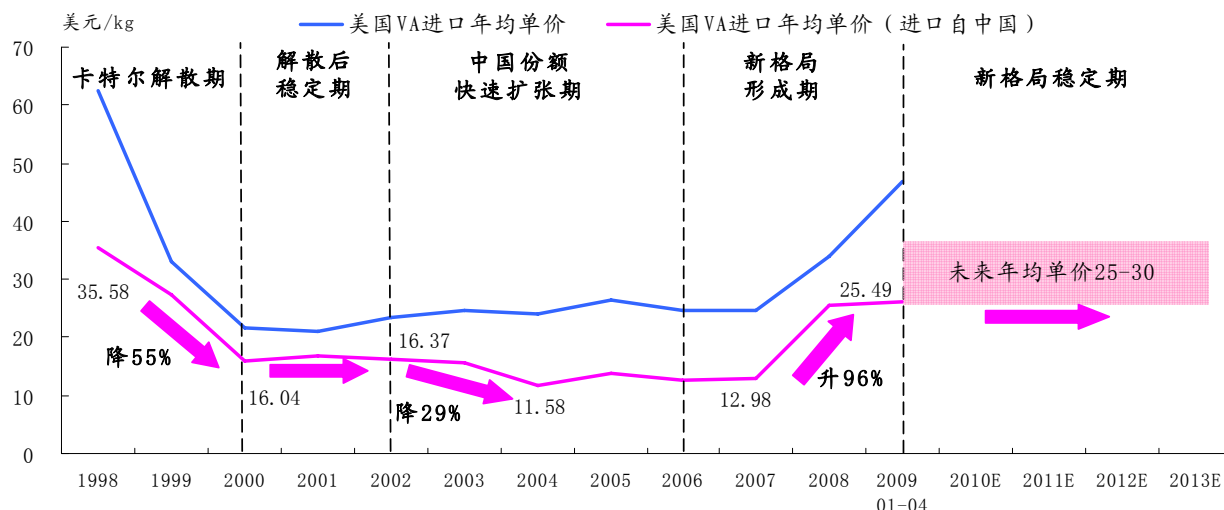
图：VA 市场份额相对稳定 - 即将进入新格局稳定期（根据美国进口数据）



资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

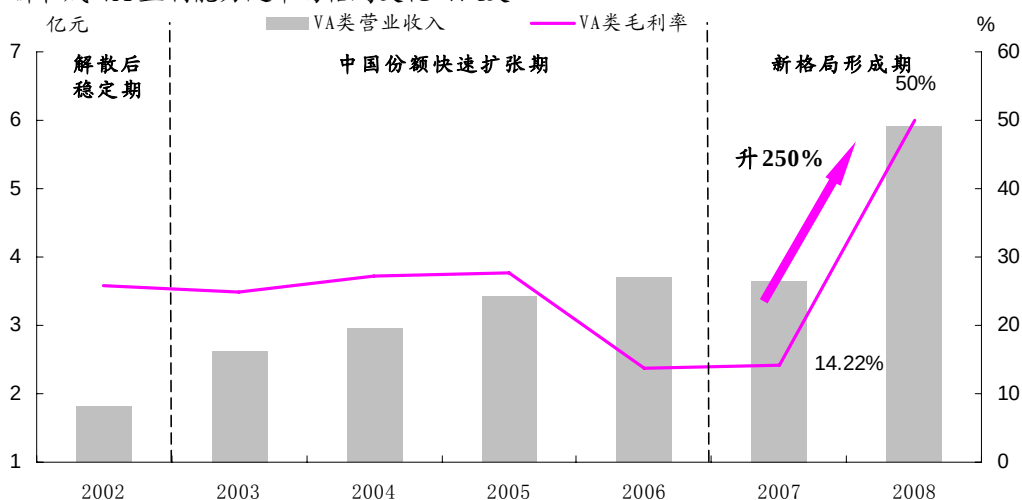
01-04

图：VA 市场价格相对稳定 - 即将进入新格局稳定期（根据美国进口数据）



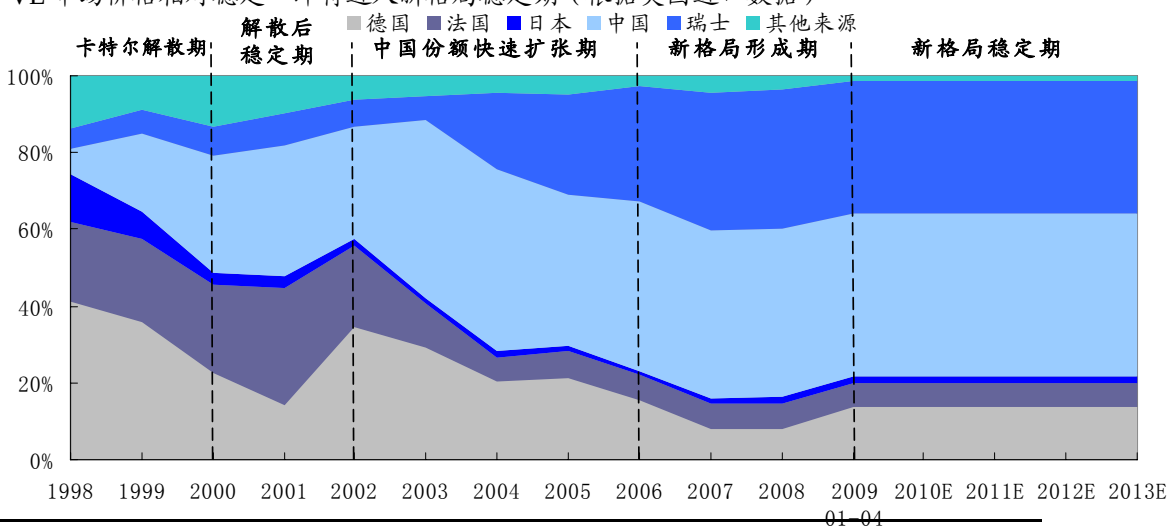
资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

图：新和成 VA 盈利能力随市场格局变化而改变



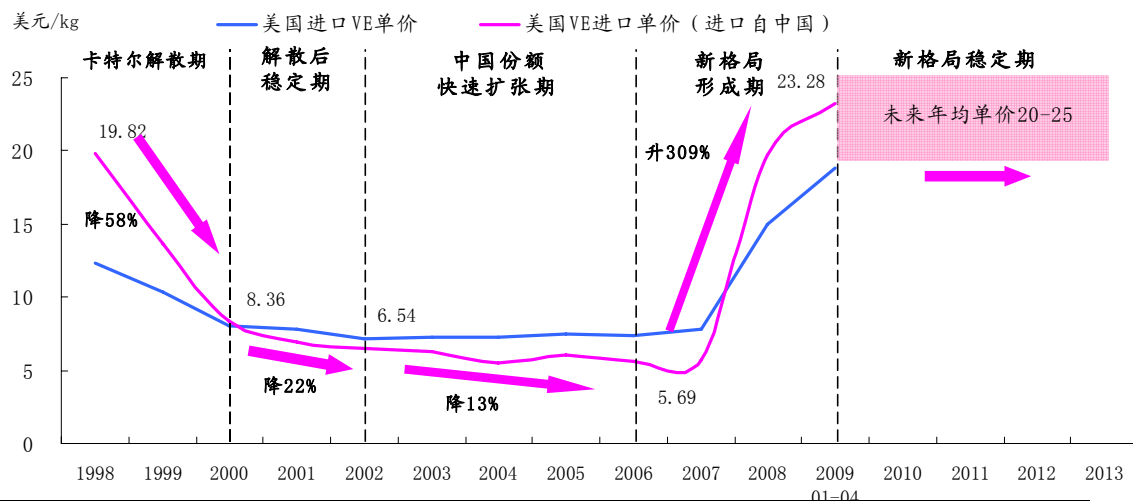
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图：VE 市场价格相对稳定 - 即将进入新格局稳定期（根据美国进口数据）



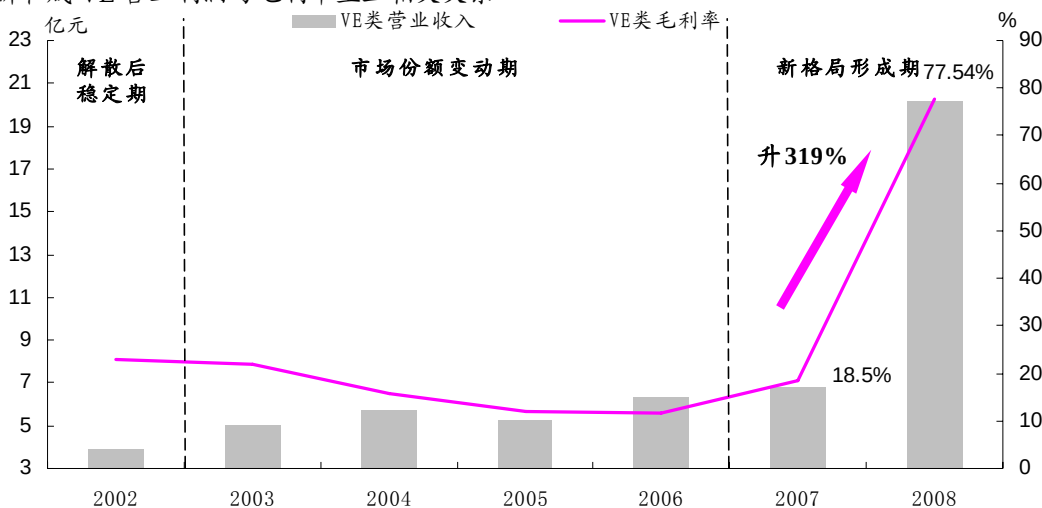
资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

图：VE 市场价格相对稳定 - 即将进入新格局稳定期（根据美国进口数据）预测往下一点



资料来源：美国商务部，华泰证券研究所

图：新和成 VE 营业利润与毛利率呈正相关关系



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测及估值

◆ 盈利预测及主要假设

2009-2011 年公司营业收入增速分别为-10.15%、12.26%和 5.48%。基于前文分析，公司收入主要来自 VE 和 VA 两部分，业绩受产品价格波动影响明显。由于 08 年上半年 VA 和 VE 出货量较多，下游库存消化需要时间，我们预测 VA 和 VE08 年销售量同比会有所下降，VE 价格同比基本持平，VA 价格前低后高，均价略低于 08 年。我们更看好公司 2010 年业绩，VA 下游需求增加，VA 价格将体现其价值，出现量价齐升。

2009 和 2010 年所得税率下降至 15%。公司被认定为 2008 年第一批高新技术企业，有效期 3 年，公司所得税税率自 2008 年起三年内将按 15%征收，2009 和 2010 年所得税率为 15%，2011 年恢复至 25%。

我们预计 2009-2011 年公司净利润增幅将分别达到-18%、25%和 6%，对应每股收益分别为 3.29 元、4.12 元和 3.86 元。2011 年公司所得税率恢复至正常水平，每股收益会有所下降。

估值投资与建议

目前价位下，新和成 2009 年和 2010 年 PE 分别为 11.22x 和 8.96x，处于 A 股维生素原料药同类上市公司中值之下，即便与产品结构类似的浙江医药也低不少。新和成成本控制能力和盈利能力要强于浙江医药，且 VA 方面竞争优势更明显，随着 VA 市场需求回暖，且未来几年下游饲料对 VA 需求增长要好于 VE，我们认为新和成未来两年业绩预见性较好，理应享有较高估值，当前股价未能充分反映公司现有价值，我们给予的目标价 49.35 元，首次关注给予“买入”投资评级。

表：公司盈利预测

利润表		单位：百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	3314	2978	3343	3526	
营业成本	1169	1308	1308	1374	
营业税金及附加	32	14	18	21	
营业费用	73	57	60	62	
管理费用	191	157	185	195	
财务费用	187	100	100	100	
资产减值损失	25	15	15	15	
公允价值变动收益	-4	0	0	0	
投资净收益	9	0	0	0	
营业利润	1642	1326	1657	1759	
营业外收入	16	0	0	0	
营业外支出	14	0	0	0	
利润总额	1644	1326	1657	1759	
所得税	196	199	249	440	
净利润	1448	1127	1408	1319	
少数股东损益	73	0	0	0	
归属母公司净利润	1375	1127	1408	1319	
EBITDA	1944	1543	1901	2030	
EPS (元)	4.02	3.29	4.12	3.86	

资料来源：华泰证券研究所

表：A 股维生素原料药上市公司估值表

证券代码	证券简称	总市值	EPS (元)			PE			ROE			PB
		(亿元)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2008
维生素原料药												
600216.SH	浙江医药	125.70	1.62	1.78	1.77	17.25	15.71	15.82	34.94	30.65	28.43	7.91
000597.SZ	东北制药	84.02	1.32	1.49		19.01	16.91					4.96
600812.SH	华北制药	93.70	0.44	0.53	0.86	20.79	17.04	10.63	25.08	26.62	24.66	6.34
000952.SZ	广济药业	33.93	0.28	0.53	0.65	47.63	25.45	20.74	9.62	11.47		4.36
002019.SZ	鑫富药业	22.30	0.30	0.36		39.15	32.83		9.23	10.45		4.00
中值		84.02	0.44	0.53	0.86	20.79	17.04	15.82	17.35	19.04	26.66	4.96
002011.SH	新和成	126.22	3.29	4.12	3.86	11.22	8.96	9.56	38.1%	32.2%	23.2%	6.66

资料来源：WIND，华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5%~15%;

观望: 市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。