

徐列海
010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn
张明芳
010-88087423
zhangmf@cmschina.com.cn

2009年7月20日

新和成(002001.SZ)/37.18元

第2季度环比增长74%，VE景气度正在恢复中

日用消费·医药

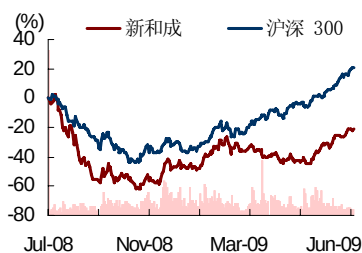
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3190
总股本(万股)	34206
已上市流通股(万股)	13167
总市值(亿元)	127
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	63.9
资产负债率	45.2%
主要股东	新昌县新和成控股有限公司
主要股东持股比例	60.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	44	-12
相对表现	-2	-33	-42



相关报告

1、医药周报(2009.5.25—5.29)
一板块上涨仍需等待，关注VE
需求复苏 2009/5/25

报告原因：公司7月18日公布09年中报。

- 中期业绩符合市场预期，第2季度环比增长74%，VE景气度正在恢复中。09年中期销售收入、利润总额和净利润同比分别下降了37%、57%和54%，实现EPS 1.05元。每股经营现金流高达1.24元。毛利率同比大幅下降了16个百分点，期间费用率同比上升了2.6个百分点，销售净利率同比下降了8.5个百分点。VE收入占比同比下降了1.6个百分点，VE毛利率同比下降了8.6个百分点，VE毛利占比同比大幅上升了12个百分点至86%。出口比重同比大幅下降了18.3个百分点至61.6%。存货、应收账款周转天数同比分别增加了72天和26天。2季度毛利率环比下降了2.6个百分点，营业费用率、管理费用率和财务费用率环比分别下降了0.5、4.4和4.1个百分点，拉动销售净利率环比大幅上升了6.3个百分点，销售净利率连续3个季度保持正增长。
- 随着经销商库存量的减少及市场需求的逐步回暖，09年2季度销售收入和净利润环比分别大幅增长了32%和74%，第2季度实现EPS 0.67元。VE产品价格回暖，公司的销售净利率有望继续上升。受金融危机影响，VE价格自08年3季度开始下跌，出口量08年10月起明显下降。国内报价先跌后涨，报价自5月份从110元/公斤迅速上涨，7月初以来稳定在180元/公斤。4季度进入销售旺季，有望价量齐升。VA随着经销商去库存化，未来价格也有望回升。
- 我们给予公司“审慎推荐—A”评级。公司拟募集资金不超过11.5亿元扩大VE产能并优化生产工艺，新VE生产线的单位生产成本将降低5%以上。香精香油自08年以来收入快速增长，毛利率稳中有升，叶醇、二氢茉莉酮酸甲酯等项目投产后将贡献近1亿元利润。我们暂时保守预计：09年净利润同比下降27%，2010~2011年净利润分别同比增长33%和18%，09~11年分别实现EPS 2.92元、3.89元、4.59元，我们后续将根据跟踪情况及时调整业绩预测。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1748	3314	2916	3354	3723
同比增长	9%	90%	-12%	15%	11%
营业利润(百万元)	111	1642	1237	1649	1946
同比增长	126%	1383%	-25%	33%	18%
净利润(百万元)	77	1375	998	1330	1569
同比增长	128%	1683%	-27%	33%	18%
每股收益(元)	0.23	4.02	2.92	3.89	4.59
PE	165.0	9.3	12.7	9.6	8.1
PB	15.3	6.9	5.0	3.7	2.7

资料来源：招商证券

一、中期业绩符合市场预期，第 2 季度环比增长 74%

受金融危机影响，公司主导产品 VE、VA 等维生素原料药的市场需求下降和价格下滑明显，09 年中期销售收入、利润总额和净利润同比分别下降 37%、57%和 54%，毛利率同比大幅下降了 16 个百分点至 47.7%，实现 EPS 1.05 元。其中：第 2 季度销售收入和净利润环比分别大幅增长了 32%和 74%，第 2 季度实现 EPS 0.67 元。

09 年中期现金流量充沛，每股经营现金流量净额高达 1.24 元。营业费用率和财务费用率同比分别略降了 0.4 和 1 个百分点。由于研发增加投入 1319 万元、管理费用率同比上升了 4 个百分点，带动期间费用率同比上升了 2.6 个百分点。

VE 收入占比同比下降了 1.6 个百分点，但由于 VE 的毛利率下降幅度相对较小，VE 毛利占比同比大幅上升了 12 个百分点至 86%。存货、应收账款周转天数分别为 202 天和 83 天，同比分别增加了 72 天和 26 天。

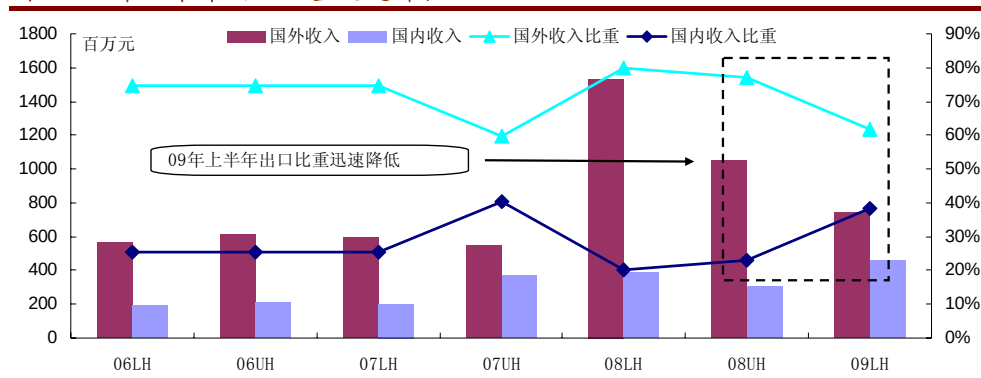
出口比重同比大幅下降了 18.3 个百分点至 61.6%，主要是由于 VE 等产品出口降价幅度高于国内，公司及时调整销售、加大国内销售。值得一提的是，公司本期前 5 名客户的销售比重仅为 35.8%，远低于去年同期的 70.1%。

表1：09年中期VE收入占比同比略有下降，毛利占比大幅提升

	收入占比		毛利占比	
	08H	09H	08H	09H
VE	63.7%	62.1%	73.9%	85.9%
其他	11.0%	15.0%	7.1%	5.5%
VA	20.4%	11.3%	15.4%	4.4%
香精香料	1.6%	6.4%	0.2%	4.1%
VH	3.2%	5.3%	3.4%	0.1%

资料来源：公司报表，招商证券研究

图1：09年上半年出口比重迅速降低

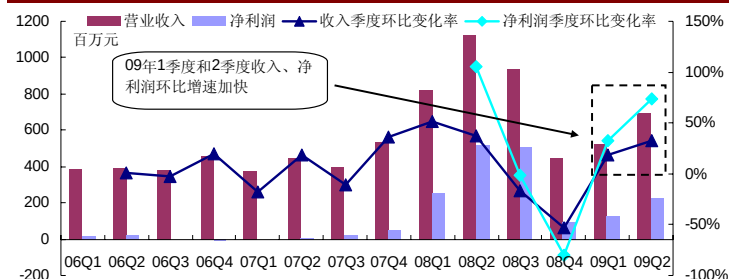


资料来源：公司报表，招商证券研究（注：LH 为上半年，UL 为下半年）

随着经销商库存量的减少及市场需求的逐步回暖，VE 价格反弹明显，09 年 2 季度收入、净利润环比分别大幅增长了 32%和 74%，2 季度实现 EPS 0.67 元。2 季度毛利率环比下降了 2.6 个百分点，营业费用率、管理费用率和财务费用率环比分别下降了 0.5、4.4 和 4.1 个百分点，拉动销售净利率环比大幅上升了 6.3 个百分点。值得一提的是，近 3 个季度期间费用率的降幅超过毛利率，销售净利率保持了良好的上升趋势。当前期间费用率与公司历史水平相近，我们认为，未来进一步压缩期间费用水平以拉动销售净利率的空间有限。但由于 VE 等产品价格保持稳中有升的势头，我们判断公司的销售净利率

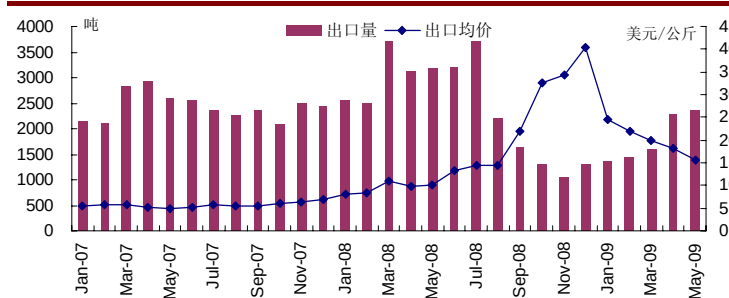
有望进一步上升。

图2: 09年收入和净利润季度环比增速加快



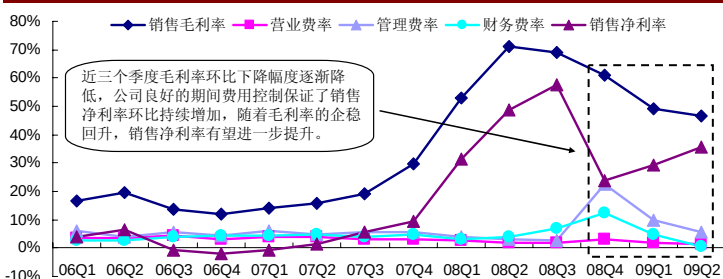
资料来源: 公司报表, 招商证券研究

图4: VE 近三年海关出口均价和出口量



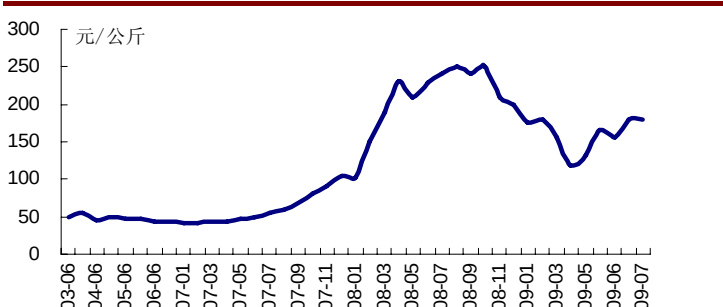
资料来源: 健康网, 招商证券研究

图3: 近3季度的营业费率下降带动净利率环比上升



资料来源: 公司报表, 招商证券研究

图5: VE 国内价格走势



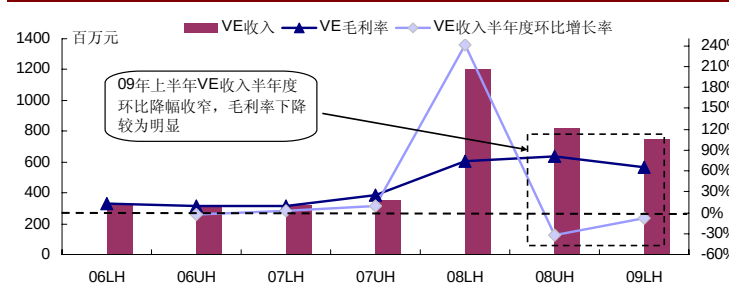
资料来源: 健康网, 招商证券研究

09 年上半年分产品来看, VE 及 VA 销售收入半年度环比分别下降了 8.4%和 33.8%, 降幅较 08 年下半年均有所收窄, 毛利率半年度环比分别下降了 15.1 和 33.6 个百分点。

VH 销售收入半年度环比大幅增长了 84.8%, 但毛利率半年度环比大幅下滑了 51.1 个百分点至 0.75%, 基本处于亏损状态。

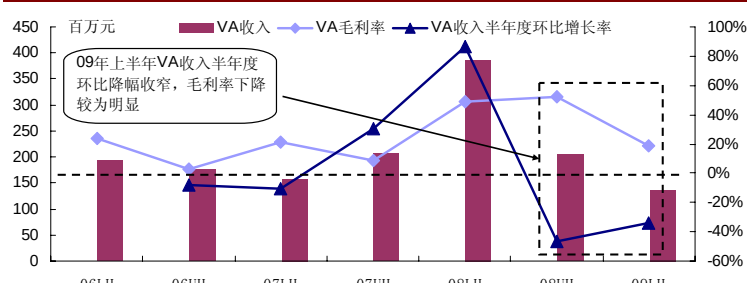
香精香料收入半年度环比大幅增长 95.6%, 毛利率半年度环比大幅上升 21 个百分点。08 年以来, 香精香料业务保持了良好的增长势头, 毛利率稳中有升, 是公司今年拟募集资金投向之一, 未来有望成为一个重要利润增长点。

图6: 09H VE收入半年度环比降幅收窄, 毛利率下降明显



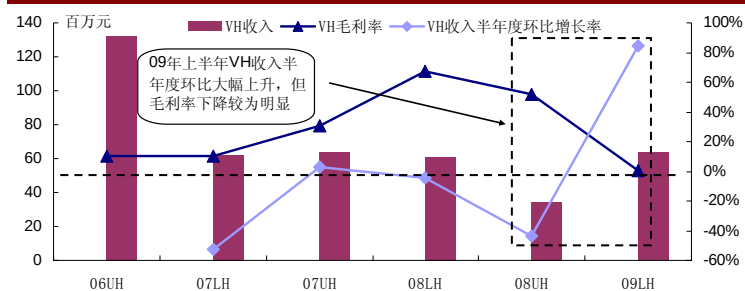
资料来源: 公司报表, 招商证券研究 (LH 为上半年, UL 为下半年)

图7: 09H VA收入半年度环比降幅收窄, 毛利率下降明显



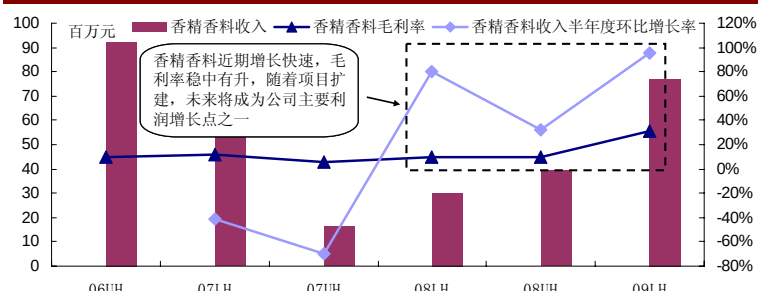
资料来源: 公司报表, 招商证券研究 (LH 为上半年, UL 为下半年)

图8: 09H VH收入半年环比大幅上升, 毛利率下降明显



资料来源: 公司报表, 招商证券研究 (LH 为上半年, UL 为下半年)

图9: 香精香料增长快速, 毛利率稳中有升



资料来源: 公司报表, 招商证券研究 (LH 为上半年, UL 为下半年)

二、暂时给予保守业绩预测

公司拟募集资金不超过 11.5 亿元、扩大 VE 产能并优化生产工艺, 新 VE 生产线的单位生产成本将降低 5%以上。

我们暂时保守预计 VE 下半年销售价格稳中略升, 今年出口量恢复到 08 年的 80%, 我们测算: 公司 09 年销售收入同比下降 12%、净利润同比下降 27%, 实现 EPS 2.92 元。

预计 2010~2011 年净利润分别同比增长 33%和 18%, 2010~2011 年分别实现 EPS3.89 元和 4.59 元, 我们后续将根据跟踪情况及时调整业绩预测。

我们给予公司“审慎推荐—A”评级。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1300	2280	2817	3826	5174
现金	400	828	1687	2607	3875
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	13	12	13	15
应收款项	373	527	427	491	545
其它应收款	41	42	44	50	56
存货	453	760	534	547	563
其他	27	109	114	117	120
非流动资产	1228	1436	1506	1530	1434
长期股权投资	45	44	44	44	44
固定资产	996	1005	1298	1335	1251
无形资产	139	151	136	123	110
其他	47	235	27	28	29
资产总计	2529	3716	4323	5356	6608
流动负债	1561	1282	1144	1152	1160
短期借款	764	794	800	800	800
应付账款	261	197	225	231	238
预收账款	18	21	24	25	25
其他	518	270	95	96	97
长期负债	106	501	494	494	494
长期借款	84	472	472	472	472
其他	22	29	22	22	22
负债合计	1667	1782	1638	1645	1654
股本	342	342	342	342	342
资本公积金	134	134	134	134	134
留存收益	357	1355	2053	3008	4166
少数股东权益	28	102	155	227	311
母公司所有者权益	833	1831	2530	3484	4643
负债及权益合计	2529	3715	4323	5356	6608

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	186	1193	1506	1555	1811
净利润			998	1330	1569
折旧摊销			155	173	169
财务费用			60	60	60
投资收益			1	1	1
营运资金变动			245	(87)	(76)
其它			47	78	88
投资活动现金流	(120)	(384)	(235)	(198)	(72)
资本支出			(251)	(197)	(71)
其他投资			16	(1)	(1)
筹资活动现金流	49	(317)	(412)	(437)	(471)
借款变动			(45)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(299)	(376)	(410)
其他			(68)	(61)	(61)
现金净增加额	116	493	859	920	1268

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1748	3314	2916	3354	3723
营业成本	1389	1169	1341	1375	1415
营业税金及附加	8	32	3	3	4
营业费用	61	73	58	70	82
管理费用	98	191	216	195	216
财务费用	80	187	60	60	60
资产减值损失	9	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	(4)	(1)	(1)	(1)
投资收益	8	9	0	0	0
营业利润	111	1642	1237	1649	1946
营业外收入	6	16	0	0	0
营业外支出	5	14	0	0	0
利润总额	112	1644	1237	1649	1946
所得税	35	196	186	247	292
净利润	76	1448	1051	1402	1654
少数股东损益	(1)	73	54	72	84
母公司所有者净利润	77	1375	998	1330	1569
EPS (元)	0.23	4.02	2.92	3.89	4.59

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	9%	90%	-12%	15%	11%
营业利润	126%	1383%	-25%	33%	18%
净利润	128%	1683%	-27%	33%	18%
获利能力					
毛利率	20.5%	64.7%	54.0%	59.0%	62.0%
净利率	4.4%	41.5%	34.2%	39.7%	42.2%
ROE	9.3%	75.1%	39.4%	38.2%	33.8%
ROIC	6.4%	49.6%	27.9%	29.2%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	48.0%	37.9%	30.7%	25.0%
净负债比率	46.7%	35.4%	29.4%	23.7%	19.2%
流动比率	0.8	1.8	2.5	3.3	4.5
速动比率	0.5	1.2	2.0	2.8	4.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
存货周转率	3.0	1.9	2.1	2.5	2.5
应收帐款周转率	4.9	7.4	6.1	7.3	7.2
应付帐款周转率	4.7	5.1	6.4	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.23	4.02	2.92	3.89	4.59
每股经营现金	0.54	3.49	4.40	4.55	5.29
每股净资产	2.44	5.35	7.40	10.19	13.57
每股股利	0.10	1.20	0.87	1.10	1.20
估值比率					
PE	165.0	9.3	12.7	9.6	8.1
PB	15.3	6.9	5.0	3.7	2.7
EV/EBITDA	54.0	8.6	11.6	8.9	7.7

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加盟招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。