

维生素、香精香料新老产品共保盈利

2009 年中报点评

报告关键点：

- 中报基本符合我们预期
- 维持“增持-A”的投资评级，6个月目标价为47.5元

报告摘要：

- 中报基本符合我们预期。新和成中报实现营业收入12.16亿元，同比下降37.20%；实现净利润3.59亿元，同比下降53.13%，每股收益1.05元。超出前期公司因VE和VA停产、较谨慎的同比下降60-80%的业绩预告，基本符合我们之前停产检修影响有限的判断和业绩预期。公司主要产品VE、VA的价格和销售量下滑、09年一季度公司步入盈利低谷是业绩下降的主要原因。
- VE价格目前仍较坚挺。1-6月，VE贡献毛利为4.96亿元，毛利占比达85.86%，仍为公司最主要的盈利产品。健康网数据显示：经销商对国产VE粉（50%）的销售报价在185-190元/公斤（含税），自08年11月份见底以来VE粉（50%）的出口量也逐月攀升。新和成VE粉（50%）目前实际订单报价为150元/公斤（含税）。下游刚性需求的支撑、前期过度去库存后的补货、主要厂商夏季停产检修供应量减少是前期价格迅速反弹的主要因素。7、8月份后，随着库存趋于正常，下游消费和国际生产巨头DSM、BSF的策略，将是决定VE价格的关键因素。我们预期价格在目前这一价格水平之上运行的可能性较大。我们维持前期对公司VE粉（50%）全年较中性的价格预测在130元/公斤（不含税）以上，销量是08年的80%即1.28万吨以上的预测。
- VA 价格略涨，销量逐步放大。1-6月，VA贡献毛利为2,560万元，毛利占比达4.43%，为公司第二大盈利产品。VA（20%）的价格目前仍在120-130元/公斤（不含税），但销量恢复较快，已达300-400吨/月（公司08年VA销量约4,000多吨），但公司库存仍需一段时间消化。VH公司目前销售较少，因价格较低处于微利状态，下半年有可能技改停产。
- 募金项目已先行投入。09年1-6月，香精香料类产品给公司贡献毛利达2,363万元，毛利占比4.09%，成为继VE、VA后第三大类盈利产品。山东工业园一期在建工程期末余额为3.88亿元，新增2.7亿元投资，主要投资于生产香精香料的生产线，公司在募集资金尚未到位前以自有资金先行投入。
- 维持“增持-A”的投资评级，6个月目标价为47.5元。公司同时公布了09年1-9月的业绩预测，净利润同比下降40%-70%，取中值则EPS为1.68元。我们维持对公司09、2010年的业绩预测分别为EPS 2.72元、3.30元，以09年业绩为计算基础，给予公司15-20倍PE，取中值则6个月目标价为47.5元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,747.9	3,314.0	2,774.8	3,191.0	3,765.4
Growth(%)	8.6%	89.6%	-16.3%	15.0%	18.0%
净利润	77.1	1,374.5	929.4	1,129.4	1,432.8
Growth(%)	128.3%	1683.4%	-32.4%	21.5%	26.9%
毛利率(%)	20.5%	64.7%	54.6%	56.5%	59.4%
净利润率(%)	4.4%	41.5%	33.5%	35.4%	38.1%
每股收益(元)	0.23	4.02	2.72	3.30	4.19
每股净资产(元)	2.52	5.65	6.55	7.69	9.13
市盈率	165.0	9.3	13.7	11.3	8.9
市净率	14.8	6.6	5.7	4.8	4.1
净资产收益率(%)	8.9%	74.9%	43.7%	45.2%	48.3%
ROIC(%)	10.0%	99.6%	46.4%	48.0%	53.0%
EV/EBITDA	43.6	6.8	10.1	8.6	6.9
股息收益率	0.0%	0.0%	1.5%	1.8%	2.3%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **47.50 元**

期限： 6个月 上次预测： 47.50 元

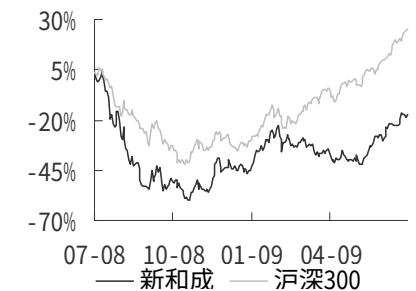
现价： 37.18 元

报告日期： **2009-07-20**

市场数据

总市值(百万元)	12,717.79
流通市值(百万元)	4,895.57
总股本(百万股)	342.06
流通股本(百万股)	131.67
12个月最高/最低	17.39/50.56 元
十大流通股东(%)	31.04%
股东户数	20,795

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.05)	(3.05)	(42.01)
绝对收益	14.23	26.94	(16.99)

研究员

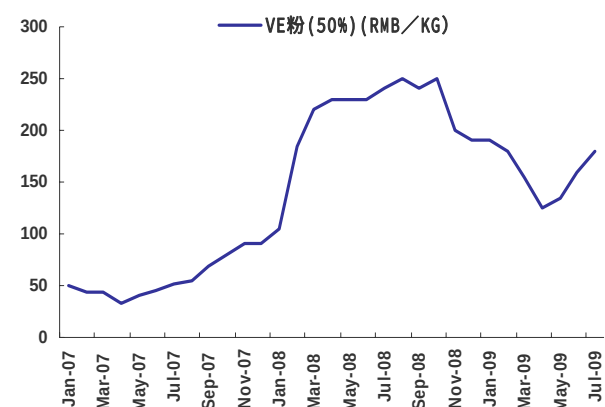
洪露 高级行业分析师
 021-68766073 honglu@essence.com.cn

前期研究成果

新和成：停产检修影响有限，公司仍具投资价值

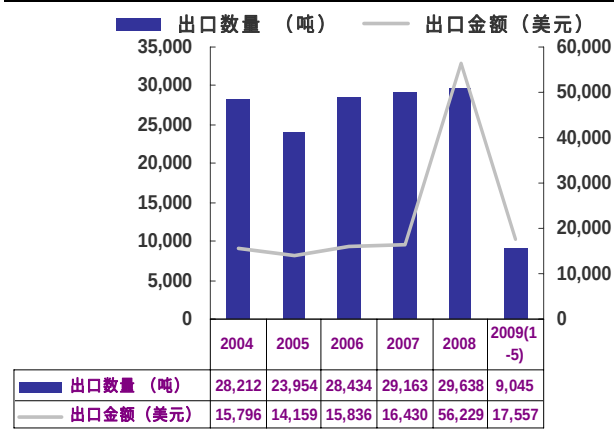
2009-06-30

图 1：07 年以来维生素 E 出口价格走势



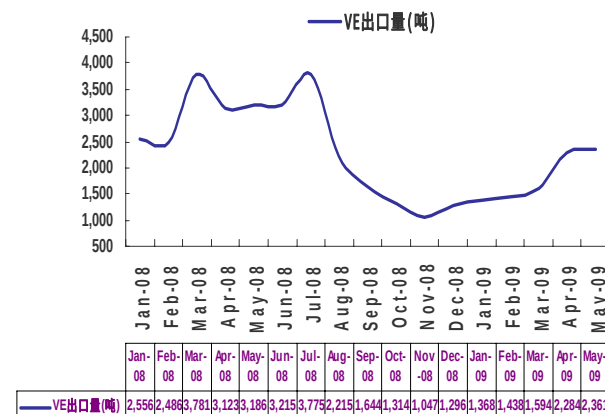
数据来源：健康网，安信证券研究中心

图 2：04 年以来维生素 E 出口量及出口额情况



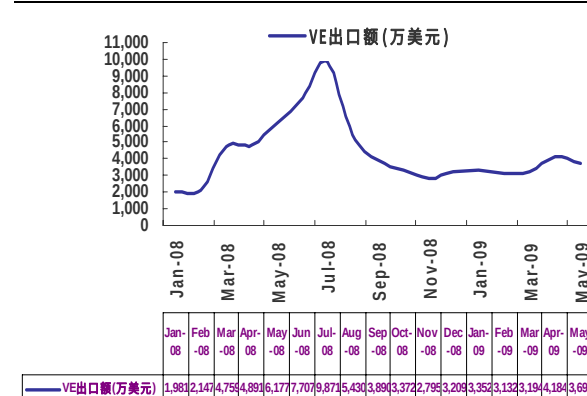
数据来源：健康网，安信证券研究中心

图 3：08 年以来维生素 E 出口量情况



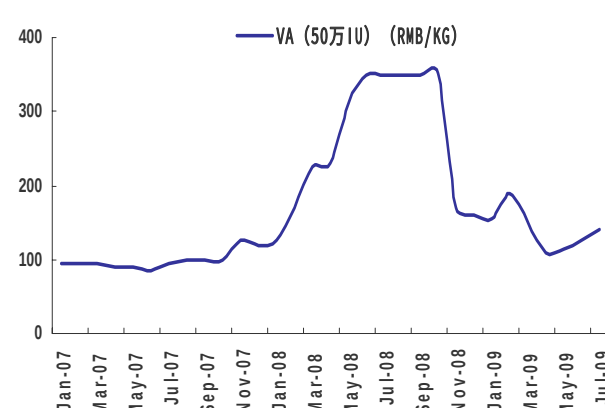
数据来源：健康网，安信证券研究中心

图 4：08 年以来维生素 E 出口额情况



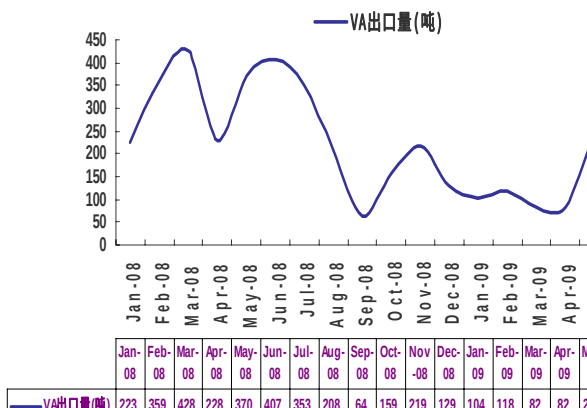
数据来源：健康网，安信证券研究中心

图 5：07 年以来维生素 A 出口价格走势



数据来源：健康网，安信证券研究中心

图 6：08 年以来维生素 A 出口量情况



数据来源：健康网，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-7-17		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,747.9	3,314.0	2,774.8	3,191.0	3,765.4	成长性					
减: 营业成本	1,389.0	1,169.0	1,259.8	1,388.1	1,528.7	营业收入增长率	8.6%	89.6%	-16.3%	15.0%	18.0%
营业税费	8.3	31.6	26.4	30.3	35.8	营业利润增长率	126.3%	1383.1%	-32.9%	22.1%	27.0%
销售费用	60.6	72.9	61.0	79.8	113.0	净利润增长率	128.3%	1683.4%	-32.4%	21.5%	26.9%
管理费用	97.7	191.3	156.8	185.1	225.9	EBITDA 增长率	45.1%	525.3%	-32.0%	18.4%	23.0%
财务费用	80.2	186.7	154.2	150.8	145.6	EBIT 增长率	80.4%	858.1%	-31.3%	19.1%	23.9%
资产减值损失	8.9	25.1	20.0	18.0	15.0	NOPLAT 增长率	78.5%	945.2%	-31.8%	18.6%	23.8%
加: 公允价值变动收益	-	-4.4	-	-	-	投资资本增长率	5.1%	46.2%	14.6%	12.3%	12.5%
投资和汇兑收益	7.5	9.2	5.0	6.5	7.5	净资产增长率	7.0%	124.4%	15.9%	17.4%	18.7%
营业利润	110.7	1,642.1	1,101.6	1,345.4	1,708.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.9	1.8	7.5	5.5	5.0	毛利率	20.5%	64.7%	54.6%	56.5%	59.4%
利润总额	111.6	1,643.9	1,109.1	1,350.9	1,713.9	营业利润率	6.3%	49.6%	39.7%	42.2%	45.4%
减: 所得税	35.3	196.0	130.9	162.1	205.7	净利润率	4.4%	41.5%	33.5%	35.4%	38.1%
净利润	77.1	1,374.5	929.4	1,129.4	1,432.8	EBITDA/营业收入	17.8%	58.6%	47.5%	48.9%	51.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.9%	55.2%	45.3%	46.9%	49.3%
货币资金	399.9	828.4	878.8	889.4	988.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	211	109	132	115	96
应收帐款	414.1	568.7	501.7	577.0	680.9	流动营业资本周转天数	76	79	148	157	161
应收票据	6.6	13.4	13.7	15.7	18.6	流动资产周转天数	252	194	300	279	268
预付帐款	26.9	107.4	195.6	292.7	399.7	应收帐款周转天数	76	49	64	55	55
存货	452.8	759.8	747.9	824.1	907.6	存货周转天数	97	66	99	90	84
其他流动资产	-	2.0	0.9	1.8	2.9	总资产周转天数	509	339	492	456	426
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	330	219	334	329	314
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.5	44.4	20.0	20.0	20.0	ROE	8.9%	74.9%	43.7%	45.2%	48.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	39.0%	25.3%	28.2%	32.1%
固定资产	996.2	1,005.0	1,022.2	1,013.6	985.2	ROIC	10.0%	99.6%	46.4%	48.0%	53.0%
在建工程	26.6	186.9	280.5	368.8	450.2	费用率					
无形资产	139.2	151.5	169.5	170.8	186.2	销售费用率	3.5%	2.2%	2.2%	2.5%	3.0%
其他非流动资产	20.9	48.2	34.9	42.4	53.4	管理费用率	5.6%	5.8%	5.7%	5.8%	6.0%
资产总额	2,528.6	3,715.5	3,865.8	4,216.3	4,693.5	财务费用率	4.6%	5.6%	5.6%	4.7%	3.9%
短期债务	764.0	794.1	700.5	670.8	650.2	三费/营业收入	13.6%	13.6%	13.4%	13.0%	12.9%
应付帐款	271.9	207.6	220.9	243.4	268.1	偿债能力					
应付票据	142.1	30.0	34.5	38.0	41.9	资产负债率	65.9%	48.0%	42.1%	37.6%	33.5%
其他流动负债	48.9	197.4	163.8	162.3	145.5	负债权益比	193.6%	92.2%	72.6%	60.3%	50.4%
长期借款	84.0	471.9	450.8	410.3	385.3	流动比率	0.83	1.78	2.04	2.27	2.59
其他非流动负债	22.5	28.8	26.1	28.2	31.0	速动比率	0.54	1.18	1.37	1.54	1.80
负债总额	1,667.3	1,782.3	1,625.6	1,586.5	1,572.0	利息保障倍数	2.38	9.80	8.14	9.92	12.74
少数股东权益	28.3	101.7	145.7	199.2	267.1	分红指标					
股本	342.1	342.1	342.1	342.1	342.1	DPS(元)	-	-	0.54	0.66	0.84
留存收益	491.0	1,489.4	1,752.4	2,088.7	2,512.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	861.3	1,933.2	2,240.2	2,630.0	3,121.8	股息收益率	0.0%	0.0%	1.5%	1.8%	2.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	76.2	1,448.0	929.4	1,129.4	1,432.8	EPS(元)	0.23	4.02	2.72	3.30	4.19
加: 折旧和摊销	122.1	115.3	63.1	65.5	66.7	BVPS(元)	2.52	5.65	6.55	7.69	9.13
资产减值准备	5.7	25.1	20.0	18.0	15.0	PE(X)	165.0	9.3	13.7	11.3	8.9
公允价值变动损失	-	4.4	-	-	-	PB(X)	14.8	6.6	5.7	4.8	4.1
财务费用	57.9	75.2	106.9	154.2	150.8	P/FCF	97.0	16.9	28.9	17.5	12.6
投资收益	-7.5	-9.2	-5.0	-6.5	-7.5	P/S	7.3	3.8	4.6	4.0	3.4
少数股东损益	-0.8	73.4	48.9	59.4	75.4	EV/EBITDA	43.6	6.8	10.1	8.6	6.9
营运资金的变动	-68.2	-519.7	-9.4	-232.9	-285.0	CAGR(%)	149.8%	1.4%	24.9%	26.6%	26.3%
经营活动产生现金流量	186.0	1,193.3	1,201.2	1,183.7	1,443.0	PEG	1.1	6.8	0.6	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-119.8	-384.2	22.9	4.4	5.4	ROIC/WACC	1.0	10.4	4.9	5.0	5.5
融资活动产生现金流量	49.4	-316.5	-478.7	-443.9	-472.8	REP	7.9	0.5	1.0	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034