

新和成 (002001) 2009-07-20

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

最黑的夜已过去，全面复苏还需时日

—— 新和成 2009 年中报点评

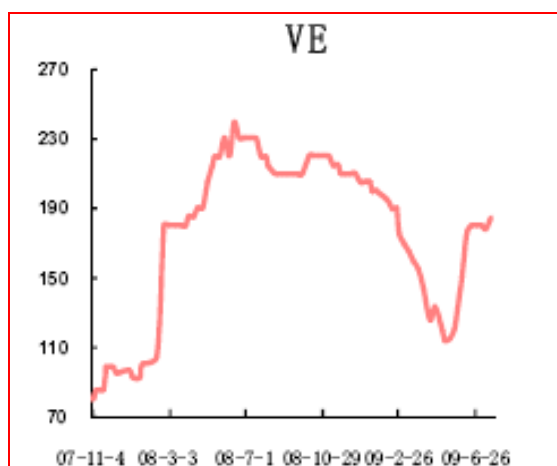
事件：公司2009年07月18日发布中报： 报告期内实现主营业务收入人民币12.16 亿元，同比下降37.20%；实现归属母公司股东净利润3.59 亿元，同比下降53.13%。截至2009年6月30日，公司总资产为39.84 亿元，同比增长7.22%；归属母公司股东净资产为21.22 亿元，比上年增长15.85%。实现每股收益1.05元。

点评：

1. 受益VE价格回暖，三项费用控制得力，盈利符合预期

公司2009年中期实现销售收入人民币12.16 亿元，同比下降37.20%；实现归属母公司股东净利润3.59 亿元，同比下降53.13%。主要原因是公司的主导产品维生素E受国际金融危机的影响，价格和销量出现了显著的波动，且以下降的趋势为主，由08年中期的235元/公斤跌至09年3月初的114元/公斤。在公司停产保价的措施下，VE的价格出现了迅速的回升。报告期内公司的三项费用增长率为-19.82%，主要由于公司运保费下降、贷款利率下调导致利息支出减少及汇兑损失减少所致。

图一 维生素E粉近期的价格走势 单位 元/公斤



数据来源：健康网、爱建证券研究总部

评级： 中性（首次）

当前价格： ¥38.13

2009.07.20

基础数据

总市值（百万元）	13040
每股净资产（元）	6.20
总股本/流通 A 股（百万股）	342/131
净资产收益率（%）	16.90
流通市值（百万元）	5021

交易数据

52 周内股价区间（元）	50.56 ~ 17.39
08 静态市盈率（倍）	9.49
09 年动态市盈率（倍）	36.21
市净率（倍）	9.46

52 周内股价走势图



医药行业研究员

田 垒

电话 021-32229888*3510

邮箱 tianlei@ajzq.com

2. 最坏的日子已经过去，公司业绩从今年第一季度起逐月好转

通过季度报表不难发现：08年3季度至今，在金融危机的背景下，公司的主营业务收入和净利润经历了一轮完整的高增长→负增长→负增长收窄→正增长的周期。当大部分实体经济还处于负增长环比收窄阶段，公司能率先实现正增长，这充分说明维生素的刚性需求和公司在寡头垄断的维生素行业中的影响力。由于DSM、BASF、新和成和浙江医药四大VE巨头在产品价格上有较强的定价权，因此在彼此利益的平衡中，我们判断114元/公斤将成为年内VE的价格的低点，公司最坏的日子已经过去。

表一 销售和利润的季度数据

时间	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q
营业收入（百万元）	934	443	523	692
主营业务利润（百万元）	636	257	253	317
主营业务利润环比增长（%）	-19%	-59%	-2%	25%
净利润（百万元）	510	99	131	228
净利润环比增长（%）	-1%	-80%	32%	73%

数据来源：公司公告、爱建证券研究总部

3. 停产不碍销售，需求全面复苏还需时日

公司公告于6月下旬至8月中旬停产VE，但截至到09年6月30日公司仍有存货6.6亿元，这对公司正常的销售完全没有影响。我们认为公司此段时间的停产仍是以去库存为目的并且带有停产保价的副作用。公司上半年国内销售额平稳增长，同比增长20.31%，出口大幅减少，同比下降51.62%。由于动物饲料添加剂占VE下游需求的七成，国内下半年生猪存栏量在猪肉价格下跌的刺激下将进入下行通道，这对公司主导产品VE的销售产生负面影响。据USDA数据表明，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%，鸡肉停滞），这能冲淡国内需求的下降。我们预计下半年VE的价格区间将在150-180元/公斤波动，对下游需求维持中性判断。

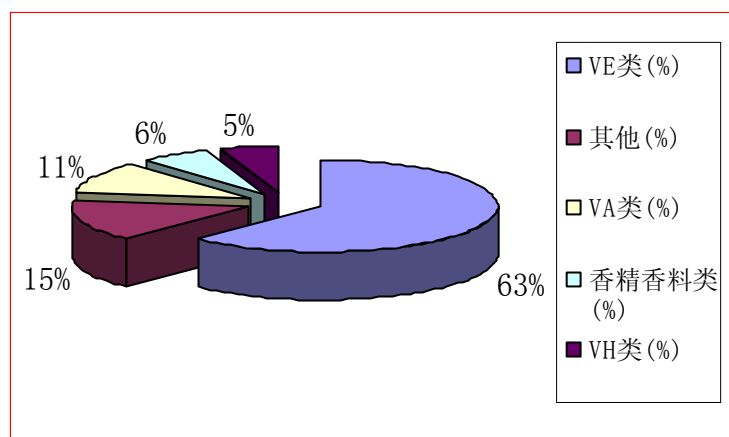
4. 定向募集资金，丰富产品，意在改变一味“靠天吃饭”的窘境

表2 主营业务分产品销售情况

单位 万元

产品名称	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
VE类	74,879.54	25,273.41	66.25	-37.79	-16.36	-8.65
VA类	13,570.34	11,010.67	18.86	-64.86	-44.46	-29.79
VH类	6,340.66	6,393.25	0.75	4.29	216.14	-66.51
香精香料类	7,707.82	5,344.99	30.65	158.02	97.58	21.21
其他	18,046.55	14,848.88	17.72	-24.87	-0.91	-19.90
小计	120,544.90	62,771.20	47.93	-37.24	-9.97	-15.77

图 2 营业收入构成



数据来源：公司公告、爱建证券研究总部

公司自投产以来一直定位于维生素系列及其衍生品种的生产，目前维生素系列产品的销售收入占公司营业收入的 89%，其价格变动对公司业绩的好坏影响甚大。维生素属于大宗原料药品种，市场价格波动超出预期并非小概率事件，导致公司业绩波动范围较大，也使得整个市场对其估值偏低。为了改变这种类似于“靠天吃饭”的窘境，近期公司计划实施定向增发，募集不超过 11.5 亿元人民币用于 6 个项目的建设，其中二氢茉莉酮酸甲酯、叶醇（酯）和覆盆子酮项目属于香精香料领域。公司中报显示香精香料业务是仅有的销售收入和销售毛利率同比都出现增长的业务。公司通过此次定向增发，将加大该类业务在公司所占比重，这将为公司提供新的业绩增长点，并将逐步改变公司单一的经营风格，为日后长期稳定的增长打下基础。

表三 公司定向增发投资项目情况

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	0.2
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

数据来源：公司公告、爱建证券研究总部

5. 盈利预测和投资评级

表四 未来三年盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(亿)	17.48	33.14	26.02	30.95	33.68
收入增长率(%)	8.6%	89.6%	-21.48%	18.94%	8.82%
净利润(亿)	0.77	13.79	8.72	9.50	10.43
增长率(%)	128.3%	1689.1%	-36.76%	8.94%	9.8%
EPS(元)	0.23	4.03	2.55	2.78	3.05
PE	165	9.2	15	13.71	12.50

数据来源：爱建证券研究总部

当前股价对应 09 年动态市盈率 15 倍，属于正常范围，没有显著的估值优势，我们给以中性评级。

投资评级说明

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

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。