

新和成 (002001)

推荐 (维持)

从原料药企业到精细化工龙头

市场数据

报告日期	2011-3-29
收盘价(元)	32.39
总股本(百万股)	725.95
流通股本(百万股)	713.15
总市值(百万元)	23513.39
流通市值(百万元)	23098.85
净资产(百万元)	4835.99
总资产(百万元)	6153.18
每股净资产	6.66

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3445	4434	5013	5557
同比增长(%)	18.9%	28.7%	13.1%	10.9%
净利润(百万元)	1100	1725	1983	2186
同比增长(%)	8.0%	56.8%	14.9%	10.2%
毛利率(%)	51.8%	58.6%	58.9%	58.3%
净利率(%)	31.9%	38.9%	39.6%	39.3%
净资产收益率(%)	22.7%	26.3%	23.2%	20.4%
每股收益(元)	1.52	2.38	2.73	3.01
每股经营现金流(元)	1.80	2.34	2.79	3.10

相关报告

《换眼看新和成，维E不再是唯一》2011-1-8

《VE价格有望继续小幅上涨》2010-9-5

投资要点

事件:

新和成公布 2010 年年报。公司共实现营业收入 344,526.36 万元，比上年同期增长 18.87%；利润总额 132,589.26 万元，比上年同期增长 9.06%；归属于股东的净利润 110,008.69 万元，比上年同期增长 8.03%。按最新股本摊薄后每股收益 1.52 元。分配预案为每 10 股派发现金股利 5 元（含税）。

点评:

- 公司收入增长，主要得益于 VE、VA 和香精香料产品的增长。2010 年，VE 收入增长 21.33%，VA 增长 26.34%，而香精香料增长 60.21%，是增长最快的业务。
- 收入分类中，VE 收入 21.73 亿元，占收入比重为 64%，仍然是公司第一大业务。VA 收入 5.64 亿元，占收入比重为 17%，位居第二。从营业利润额贡献来看，VE 和 VA 也分别保持第一和第二的位置。（参见图 1）
- 从毛利率看，2010 年各项业务毛利率普遍下滑。我们认为其原因是 2010 年 VE、VA 等原料药价格下跌所致。
- 维生素价格反弹，将带动公司业绩大幅增长。公司现有业务以维生素为主（包括 VE、VA、VH、VD3、类胡萝卜素），是全球最重要的维生素企业之一。公司的主要利润来源是 VE 和 VA 系列。近期，公司宣布对 VE 和 VA 提价。日本地震后，导致 VE 中间体供应紧张。

分析师 王晞

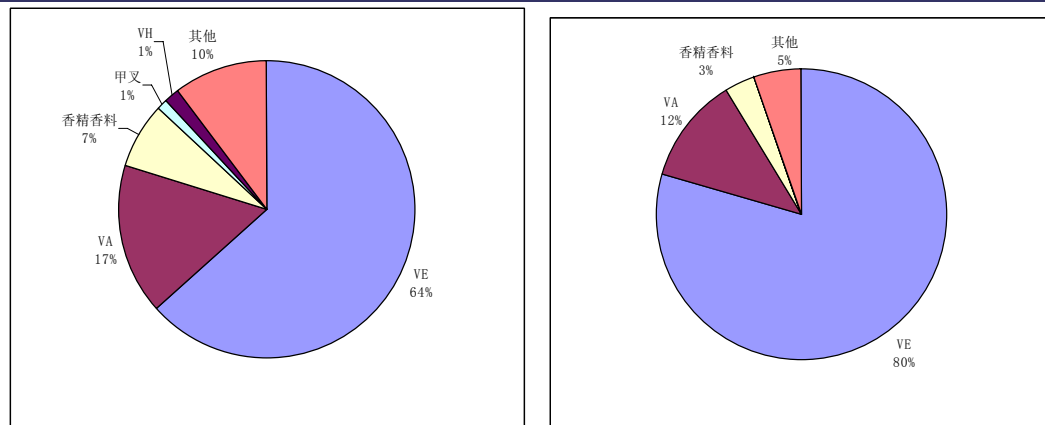
021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

荷兰 DSM 公司近日也宣布对旗下 VE、VA、VB 系列等产品分别提价 10-15%。我们认为，由于上游中间体短缺带来的成本上涨，有望推动 VE 持续涨价。

图 1、2010 年公司收入（左图）和营业利润（右图）构成



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

- 目前公司增长最快的业务是香精香料。公司通过非公开发行股票募集资金净额 10.95 亿元，投向重点在合成香精香料领域，包括：年产 900 吨的叶醇（酯）项目、年产 3000 吨二氢茉莉酮酸甲酯项目，年产 600 吨的覆盘子酮项目，年产 6000 吨异戊醛项目等。公司做香精香料，一方面是有部分中间体与 VE 重合，另一方面，也是看中香精香料的巨大市场。
- 市场对新和成的理解有偏差，估值偏低，我们认为应该以成长性的精细化工龙头看待公司。过去市场认为新和成是大宗原料药企业，业绩有波动，给予估值很低。但我们强调新和成的优势在于：1) 维生素已经进入垄断竞争，以 VE 为例，由于技术壁垒高，几大企业实际上控制了定价权，价格在可预期的时间内不会出现剧烈波动，企业会保持很高的利润率。2) 公司的核心优势在研发能力。新和成特别强调去攻克外企不愿意转让技术的领域，只有高壁垒，才有高利润。3) 公司选择的都是市场巨大的产品，这与做医药中间体的公司显著不同。市场大，可以一个产品获得巨额利润。4) 作为民营企业，公司管理到位，执行力强。
- 今年公司的看点在于：1) 产品的不断提价，VE 每上涨 1 元/kg，公司 ESP 增加 0.025 元左右。2) 香料业务今年有新产品上市，继续保持高速增长。3) 化工新材料 PPS 有望今年打通工艺，逐步实现产业化。
- 盈利预期。我们假设今年 VE 价格上涨至 150 元（不含税），产量略有增长。未来 2 年价格不会下跌。由此得出公司 2011-2013 年 EPS 分别是 2.38、2.73 和 3.01 元。目前公司动态 PE 为 14 倍，考虑到公司逐步成为精细化工领域龙头，未来新产品潜力巨大，我们维持“推荐”评级。

表、新和成分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	831	793	787	1034	31.3%	2898	3445	18.9%		
营业成本	416	285	397	561	41.5%	1305	1659	27.2%		
毛利	415	508	390	472	21.0%	1594	1786	12.1%		
销售费用	15	26	20	36	76.9%	72	97	34.5%		
管理费用	49	77	67	79	18.3%	223	272	22.3%		
财务费用	27	39	-18	20	-212.3%	56	69	22.9%		
资产减值	1	3	3	-1	-118.3%	21	7	-67.8%		
公允价值	-0	0	2	-0	-109.5%	5	2	-63.0%		
投资收益	4	8	2	3	63.2%	-1	16	#####		
营业利润	317	368	315	333	5.7%	1203	1334	10.9%		
利润总额	315	362	310	339	9.6%	1216	1326	9.1%		
净利润	257	290	254	298	17.4%	1018	1100	8.0%		
EPS	0.691	0.600	0.525	0.411	-21.7%	2.977	1.515	-49.1%		
销售费用率	1.8%	3.2%	2.6%	3.4%	0.9%	2.5%	2.8%	0.3%		
管理费用率	5.9%	9.7%	8.5%	7.7%	-0.8%	7.7%	7.9%	0.2%		
财务费用率	3.3%	4.9%	-2.3%	2.0%	4.2%	1.9%	2.0%	0.1%		
所得税率	14.7%	15.3%	14.9%	5.9%	-9.0%	8.3%	12.6%	4.4%		
毛利率	49.9%	64.1%	49.6%	45.7%	-3.9%	55.0%	51.8%	-3.1%		
净利润率	31.0%	36.6%	32.3%	28.9%	-3.4%	35.1%	31.9%	-3.2%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3982	5586	7604	9863
货币资金	2295	3552	5315	7313
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款	670	862	975	1081
其他应收款	42	54	61	67
存货	815	901	1013	1139
非流动资产	2171	2448	2481	2510
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	101	108	108	108
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1668	1839	1867	1865
在建工程	121	160	130	115
油气资产	0	0	0	0
无形资产	245	290	334	379
资产总计	6153	8034	10084	12373
流动负债	877	986	1004	1057
短期借款	387	300	300	300
应付票据	0	0	0	0
应付账款	294	325	365	410
其他	196	361	339	347
非流动负债	432	425	425	425
长期借款	387	387	387	387
其他	45	38	38	38
负债合计	1309	1411	1429	1482
股本	726	726	726	726
资本公积	1078	1078	1078	1078
未分配利润	2793	4346	6130	8097
少数股东权益	8	58	108	158
股东权益合计	4844	6623	8656	10891
负债及权益合计	6153	8034	10084	12373

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1100	1725	1983	2186
折旧和摊销	179	190	209	223
资产减值准备	-8	24	11	11
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	2	2	0	0
财务费用	69	29	19	9
投资损失	-16	-8	-8	-8
少数股东损益	58	50	50	50
营运资金的变动	133	290	250	220
经营活动产生现金流量	1257	1702	2023	2250
投资活动产生现金流量	-148	-449	-242	-242
融资活动产生现金流量	978	4	-19	-9
现金净变动	2087	1257	1762	1998
现金的期初余额	662	2295	3552	5315
现金的期末余额	2749	3552	5315	7313

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3445	4434	5013	5557
营业成本	1659	1835	2063	2318
营业税金及附加	25	32	37	41
销售费用	97	115	125	139
管理费用	272	368	386	428
财务费用	69	29	19	9
资产减值损失	7	5	5	5
公允价值变动	2	2	0	0
投资收益	16	8	8	8
营业利润	1334	2059	2387	2625
营业外收入	19	10	10	10
营业外支出	28	5	5	5
利润总额	1326	2064	2392	2630
所得税	168	289	359	395
净利润	1158	1775	2033	2236
少数股东损益	58	50	50	50
归属母公司净利润	1100	1725	1983	2186
EPS (元)	1.52	2.38	2.73	3.01

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.9%	28.7%	13.1%	10.9%
营业利润增长率	10.9%	54.3%	15.9%	10.0%
净利润增长率	8.0%	56.8%	14.9%	10.2%
盈利能力(%)				
毛利率	51.8%	58.6%	58.9%	58.3%
净利率	31.9%	38.9%	39.6%	39.3%
ROE	22.7%	26.3%	23.2%	20.4%

偿债能力(%)

资产负债率	21.3%	17.6%	14.2%	12.0%
流动比率	4.54	5.66	7.57	9.33
速动比率	3.60	4.74	6.56	8.24

营运能力(次)

资产周转率	0.66	0.63	0.55	0.49
应收帐款周转率	4.72	5.37	5.06	5.02

每股资料(元)

每股收益	1.52	2.38	2.73	3.01
每股经营现金	1.80	2.34	2.79	3.10
每股净资产	6.66	9.04	11.77	14.78

估值比率(倍)

PE	21.37	13.63	11.86	10.76
PB	4.86	3.58	2.75	2.19

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。