

新和成 (002001)

推荐 (维持)

短期看 VE 涨价，长期看化工新业务

市场数据

报告日期	2011-4-27
收盘价(元)	30.29
总股本(百万股)	725.95
流通股本(百万股)	713.15
总市值(百万元)	21988.90
流通市值(百万元)	21601.24
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	4244	4814	5348
同比增长(%)	18.9%	23.2%	13.4%	11.1%
净利润(百万元)	1100	1647	1936	2170
同比增长(%)	8.0%	49.8%	17.5%	12.1%
毛利率(%)	51.8%	56.8%	57.7%	57.7%
净利率(%)	31.9%	38.8%	40.2%	40.6%
净资产收益率(%)	22.7%	26.9%	24.0%	21.2%
每股收益(元)	1.52	2.27	2.67	2.99
每股经营现金流(元)	1.80	2.21	2.62	2.96

相关报告

《从原料药企业到精细化工龙头》2011-3-29

《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 2011 年一季报，期间实现营业收入 95,178 万元，同比增长 14.53%；归属上市公司股东的净利润 29,109 万元，同比增长 13.16%；每股收益 0.40 元。公司预计，上半年的业绩增速为 0-20%。

点评:

公司的业绩超出我们预期。

- **VE 均价大幅下滑无损业绩增长。**虽然 2010 年一季度 VE 的价格处于高位（均价在 150 元/公斤以上），而今年一季度 VE 的均价不到 120 元/公斤，但公司的净利润仍然实现了两位数的增长，实属难能可贵，主要原因有：1）与去年同期相比，公司 VE 的销量有所增长，预计增速在 10%以上，在一定程度上实现了以量补价；2）公司于去年年底收购了浙江新维普添加剂有限公司 25%的股权，导致今年一季度少数股东损益同比减少 1,100 万元；3）公司于 2010 年一季度成功实现非公开增发融资，今年一季度财务费用同比下降 3,467 万元；4）香精香料和 VA 销量均有所增长，尤其是香精香料业务，去年一季度基数很低。在 VE 价格大幅波动的不利局面下，公司仍然实现了业绩的稳步增长。
- **毛利率大幅下滑，各项费用率有升有降。**由于报告期间 VE 的均价同比大幅下降，公司的综合毛利率仅为 44.9%，同比下滑 5 个百分点；销售费用率为 2.17%，基本与去年同期持平；管理费用率为 6.99%，同比上

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

升一个百分点；由于募集资金到位，财务费用同比大幅下降 3,467 万元。

- **短期看 VE 价格上涨，长期看新业务。**短期而言，VE 价格如果上涨，将给公司的业绩带来较大的弹性，经我们测算，VE 价格上涨 1 元/公斤，将为公司贡献 EPS0.025 元，由于日本地震的影响仍未恢复，我们认为 VE 关键中间体的供需失衡将导致 VE 价格继续上涨。最近，发改委将 VE 列为限制投资目录的产品（2011 年版本），这在之前是没有过的，意味着今后 VE 的产能受到严格限制，很难有新的进入者，现有企业也很难扩产，有利于 VE 价格持续走强。长期来看，除了维生素业务外，公司大力发展的香精香料、营养品（如氨基酸、β-胡萝卜素等）以及开发中的新材料业务，将逐渐改变公司过去依赖 VE 单一产品的局面。我们认为，公司的定位不应该仅仅是大宗原料药企业，而是成长中的精细化工龙头企业，未来的标杆就是巴斯夫、帝斯曼和陶氏化学等国际化工巨头。
- **盈利预测。**我们假设今年 VE 价格上涨至 140 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 2.27、2.67 和 2.99 元。目前公司动态 PE 为 13 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。
- **股价表现催化剂：**VE 价格上涨超预期；新材料 PPS 业务产业化取得突破。
- **风险提示。**VE 价格涨幅低于预期。

表 1、新和成分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	QOQ	2009	2010	YOY	说明
营业收入	793	787	1034	952	-7.9%	2898	3445	18.9%	VE 价格下跌
营业成本	285	397	561	524	-6.7%	1305	1659	27.2%	
毛利	508	390	472	428	-9.4%	1594	1786	12.1%	
销售费用	26	20	36	21	-41.9%	72	97	34.5%	
管理费用	77	67	79	67	-15.9%	223	272	22.3%	
财务费用	39	-18	20	-7	-135.8%	56	69	22.9%	
资产减值	3	3	-1	2	-476.5%	21	7	-67.8%	
公允价值	0	2	-0	-2	890.8%	5	2	-63.0%	
投资收益	8	2	3	4	38.9%	-1	16	#####	
营业利润	368	315	333	339	1.7%	1203	1334	10.9%	
利润总额	362	310	339	342	0.9%	1216	1326	9.1%	
净利润	290	254	298	291	-2.4%	1018	1100	8.0%	
EPS	0.600	0.525	0.411	0.401	-2.4%	2.977	1.515	-49.1%	
销售费用率	3.2%	2.6%	3.4%	2.2%	-1.3%	2.5%	2.8%	0.3%	
管理费用率	9.7%	8.5%	7.7%	7.0%	-0.7%	7.7%	7.9%	0.2%	
财务费用率	4.9%	-2.3%	2.0%	-0.8%	-2.7%	1.9%	2.0%	0.1%	
所得税率	15.3%	14.9%	5.9%	14.9%	9.1%	8.3%	12.6%	4.4%	
毛利率	64.1%	49.6%	45.7%	44.9%	-0.8%	55.0%	51.8%	-3.1%	
净利润率	36.6%	32.3%	28.9%	30.6%	1.7%	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	4585	6302	8491
货币资金	2295	2595	4073	6020
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款	670	825	936	1040
其他应收款	42	51	58	65
存货	815	901	1000	1110
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	7032	8782	11001
流动负债	877	567	580	628
短期借款	387	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	294	325	360	400
其他	196	242	220	228
非流动负债	432	332	132	132
长期借款	387	287	87	87
其他	45	45	45	45
负债合计	1309	899	712	760
股本	726	726	726	726
资本公积	1078	1078	1078	1078
未分配利润	2793	3913	5655	7608
少数股东权益	8	9	10	11
股东权益合计	4844	6133	8070	10241
负债及权益合计	6153	7032	8782	11001

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1100	1647	1936	2170
折旧和摊销	179	190	209	223
资产减值准备	-8	20	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	8	-19	-42
投资损失	-16	-8	-8	-8
少数股东损益	58	1	1	1
营运资金的变动	133	243	238	206
经营活动产生现金流量	1257	1606	1901	2146
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	-856	-181	42
现金净变动	2087	301	1478	1947
现金的期初余额	662	2295	2595	4073
现金的期末余额	2749	2595	4073	6020

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3445	4244	4814	5348
营业成本	1659	1835	2036	2259
营业税金及附加	25	31	35	39
销售费用	97	110	120	134
管理费用	272	352	371	412
财务费用	69	8	-19	-42
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	1912	2274	2549
营业外收入	19	10	10	10
营业外支出	28	5	5	5
利润总额	1326	1917	2279	2554
所得税	168	268	342	383
净利润	1158	1648	1937	2171
少数股东损益	58	1	1	1
归属母公司净利润	1100	1647	1936	2170
EPS (元)	1.52	2.27	2.67	2.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.9%	23.2%	13.4%	11.1%
营业利润增长率	10.9%	43.3%	18.9%	12.1%
净利润增长率	8.0%	49.8%	17.5%	12.1%
盈利能力(%)				
毛利率	51.8%	56.8%	57.7%	57.7%
净利率	31.9%	38.8%	40.2%	40.6%
ROE	22.7%	26.9%	24.0%	21.2%

偿债能力(%)

资产负债率	21.3%	12.8%	8.1%	6.9%
流动比率	4.54	8.08	10.86	13.53
速动比率	3.60	6.48	9.12	11.75

营运能力(次)

资产周转率	0.66	0.64	0.61	0.54
应收帐款周转率	4.72	5.27	5.07	5.02

每股资料(元)

每股收益	1.52	2.27	2.67	2.99
每股经营现金	1.80	2.21	2.62	2.96
每股净资产	6.66	8.44	11.10	14.09

估值比率(倍)

PE	19.99	13.35	11.36	10.13
PB	4.55	3.59	2.73	2.15

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 内幕交易防控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。