

证券研究报告—调研简报

医药保健

制药与生物

新 和 成 (002001)
谨慎推荐

调研简报

2011年6月7日

受益维生素提价，新业务拓展迅速

证券分析师: 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026
联系人: 胡博新 0755-82133263 hubx@guosen.com.cn

事项:

我们于5月30日调研了公司，就VE/VA价格趋势、浙江限电影响、新业务拓展情况进行了沟通交流。

我们的观点:

下游行业景气，市场供应受限，VE/VA继续提价是大概率事件。预计旺季到来后，VE价格可能上升至180元/kg左右，VA提升至200元/kg。受益于提价，公司11年业绩增长有望超预期。中长期来看，VE、VA处于寡头垄断格局，进入壁垒高、盈利丰厚，竞争格局有望维持较长时间，促使公司业绩稳定增长。

在不考虑提价的情况下，我们预计公司11-13年EPS为1.71/2.0/2.14元，对应11-13PE为15/13/12。目前估值相对偏低，市场对提价预期尚未充分反映，并对公司估值的理解仍停留在强周期性品种范畴。未来随着提价预期兑现，以及新业务快速拓展，存在“业绩+估值”双升空间。维持“谨慎推荐”评级，及一年期合理价34-40元（12PE17-20x）。

更多信息请参阅《国信证券-维生素行业深度报告：维生素景气提升，VE、VA价值凸显》（2011-05-16）。

评论:

■ VE/VA 价格：短期提价趋势明确，长期价格保持稳定

- **行业景气，需求持续增长：**1季度欧美养殖业恢复迅速，带动维生素出口增长。公司1季度库存基本消耗完毕。国内生猪价格保持上升趋势，猪粮比处于相对高位。较高的经济效益提高养殖户补栏的积极性，并带动维生素需求持续增长。
- **供方产能受限：**受浙江限电影响，公司与浙江医药都会选择在用电高峰时期停产检修。今年停产时间预计会超过去年，停产时间延长将影响市场供应量。DSM已经公告10月份停产检修，BASF后续停产的可能性很大。地震导致的日本化工企业供电不足，可能会影响未来VE/VA的中间体供应，加剧供应紧张。
- **生产企业控制发货。**考虑到未来3-4个月需求增长以及停产检修延长等因素，公司已开始控制发货速度，优先保障重点客户的需求。
- **短期提价趋势明确：**目前VA供应紧张，公司已经报价180元/kg。VE报价140元/kg，部分代理商还有2-3月的库存，但市场总体库存已经减少。我们预计供求紧张将在公司停产期间凸显，VA价格有望上升至200元/kg，VE价格有望上升至180元/kg。
- **长期竞争格局稳定，价格保持高位。**VE/VA合成路径长，需要的原料辅料多，对技术和管理水平要求高。新竞争对手进入至少需要2-3年时间。规模效应明显，高额的退出成本让新进入者望而却步。前期市场

传言进入 VE 行业的海嘉诺，考虑到市场风险太大最终放弃建设计划。在竞争格局稳定的背景下，VE/VA 价格有望保持长期稳定。

■ 浙江限电影响：调整生产计划，停产检修

- **浙江限电严重：**今年 4 月份以来，浙江地区普遍限电。公司也受到限电影响，分配电量少于去年，必须关停部分产能，减少总耗能。用电高峰期间，还必须错峰用电。
- **限电应对措施：**公司通过关停部分低毛利的产能，保障 VE/VA 等核心品种的稳定生产。错峰用电期间，生产线将停产检修。

■ 日本地震影响：中间体对外依赖小，目前供应正常

- **全球间甲酚供应量受限：**间甲酚是 VE 的关键中间体。3 月，日本地震导致本州化学等间甲酚生产企业的生产中断。即使日本生产企业逐步复产，后续还会受到电量不足的影响，因此全球间甲酚供应量受到限制。
- **中间体对外依赖小，目前供应正常。**公司大约有一半的产能采用新的合成路线，无需对外采购间甲酚。公司间甲酚供应来源包括德国朗盛和美国美索，对日本来源的间甲酚依赖小。目前间甲酚生产供应仍然正常。

■ 新业务拓展迅速

- **预计 11 年香精香料规模达到 5 亿。**10 年公司主要依托 2 个品种实现 2.5 亿的规模。11 年柠檬醛等多个新品种开始量产。凭借成本优势，新产品上市后，公司预计能占据 50% 的市场。今年香精香料收入预计达到 5 亿元。
- **进军新材料，业务拓展空间大。**新材料是继香精香料之后，公司第二个重点发展的方向，具体包括改性塑料、工程塑料等多个品种。2010 年全球新材料市场超过 8000 亿美元，远高于维生素市场规模。通过切入新材料业务，公司的发展空间将拓宽。目前新材料项目正处于技术研发阶段，公司与国内外科研机构合作，共同解决生产放大问题。

表 1、新合成盈利预测和主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,898.23	3,445.26	3,735	4,193	4,476
(+/-%)	-12.55%	18.87%	8.4%	12.2%	6.8%
净利润(百万元)	1,018.34	1,100.09	1243	1450	1554
(+/-%)	-25.91%	8.03%	13.0%	16.7%	7.1%
每股收益(元)	2.98	1.52	1.71	2.00	2.14
EBIT Margin			40.7%	42.1%	41.9%
净资产收益率(ROE)	36.61%	22.75%	22.1%	22.3%	20.8%
市盈率(PE)	10.45	20.54	15.4	13.2	12.3
EV/EBITDA			12.4	10.7	10.0
市净率(PB)	3.83	4.67	3.40	2.93	2.55

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 2: 新和成分产品盈利预测 单位: 百万

收入预测	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE 类							
收入	676	2021	1791	2173	2153	2376	2430
增长率	6.4%	198.8%	-11.4%	21.3%	-1.0%	10.4%	2.3%
销量	18000	14000	13550	18000	17500	18000	18000
单价	38	144	132	121	123	132	135
提价幅度		284%	-8%	-9%	1.9%	7.3%	2.3%
毛利率	18.5%	77.5%	73.3%	65.4%	69.1%	71.2%	71.9%
VA 类							
收入	366	591	446	564	581	594	598
增长率	-1.1%	61.5%	-24.5%	26.3%	3.0%	2.3%	0.7%
销量	3800	4511	3800	4400	4400	4400	4400
单价	96	131	117	128	132	135	136
提价幅度		36%	-10%	9%	3.0%	2.3%	0.7%
毛利率	14.2%	50.0%	39.3%	38.4%	39.4%	40.7%	41.2%
其他							
收入	425	458	346	358	411	473	544
增长率	37.4%	7.7%	-24.5%	3.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	31.6%	43.8%	19.2%	26.9%	27.0%	27.0%	27.0%
香精香料类							
收入	71	69	154	246	450	600	750
增长率	-23.6%	-1.9%	121.8%	60.2%	82.7%	33.3%	25.0%
毛利率	10.1%	9.6%	22.8%	22.7%	25.0%	27.0%	29.0%
甲叉							
收入	57	44	55	46	48	51	53
增长率	16.4%	-23.5%	25.2%	-15.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	14.9%	7.7%	4.5%	0.7%	4.0%	4.0%	4.0%
VH 类							
收入	126	95	88	49	82	86	86
增长率	-4.5%	-24.5%	-8.0%	-44.0%	66.6%	5.9%	0.0%
销量		20	26	24	24	24	24
单价		4699	3366	2040	3400	3600	3600
提价幅度			-28%	-39%	66.6%	5.9%	0.0%
毛利率	20.7%	61.7%	-1.9%	-13.7%	0.0%	5.6%	5.6%
收入合计							
收入	1748	3314	2898	3445	3735	4193	4476
增长率	8.59%	89.60%	-12.55%	18.87%	8.42%	12.24%	6.77%

毛利率 20.53% 64.72% 54.98% 51.84% 52.06% 53.28% 52.89%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

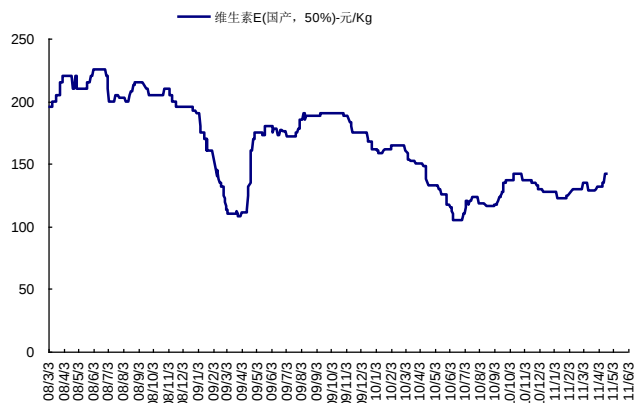
表 3: VE 和 VA 价格提升绝对值对新和成 2011 年 EPS 的敏感性分析（元）

		VE 价格区间											
VA 价 格 区 间	EPS	-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50	60
	-50	0.63	0.80	0.98	1.15	1.32	1.49	1.67	1.84	2.01	2.19	2.36	2.53
	-40	0.67	0.85	1.02	1.19	1.36	1.54	1.71	1.88	2.06	2.23	2.40	2.58
	-30	0.72	0.89	1.06	1.24	1.41	1.58	1.75	1.93	2.10	2.27	2.45	2.62
	-20	0.76	0.93	1.11	1.28	1.45	1.62	1.80	1.97	2.14	2.32	2.49	2.66
	-10	0.80	0.98	1.15	1.32	1.50	1.67	1.84	2.01	2.19	2.36	2.53	2.71
	0	0.85	1.02	1.19	1.37	1.54	1.71	1.88	2.06	2.23	2.40	2.58	2.75
	10	0.89	1.06	1.24	1.41	1.58	1.76	1.93	2.10	2.27	2.45	2.62	2.79
	20	0.93	1.11	1.28	1.45	1.63	1.80	1.97	2.14	2.32	2.49	2.66	2.84
	30	0.98	1.15	1.32	1.50	1.67	1.84	2.02	2.19	2.36	2.53	2.71	2.88
	40	1.02	1.19	1.37	1.54	1.71	1.89	2.06	2.23	2.40	2.58	2.75	2.92
	50	1.06	1.24	1.41	1.58	1.76	1.93	2.10	2.28	2.45	2.62	2.79	2.97
	60	1.11	1.28	1.45	1.63	1.80	1.97	2.15	2.32	2.49	2.66	2.84	3.01
	70	1.15	1.32	1.50	1.67	1.84	2.02	2.19	2.36	2.54	2.71	2.88	3.05
	80	1.19	1.37	1.54	1.71	1.89	2.06	2.23	2.41	2.58	2.75	2.92	3.10
	90	1.24	1.41	1.58	1.76	1.93	2.10	2.28	2.45	2.62	2.80	2.97	3.14
	100	1.28	1.45	1.63	1.80	1.97	2.15	2.32	2.49	2.67	2.84	3.01	3.18
	110	1.33	1.50	1.67	1.84	2.02	2.19	2.36	2.54	2.71	2.88	3.06	3.23
	120	1.37	1.54	1.71	1.89	2.06	2.23	2.41	2.58	2.75	2.93	3.10	3.27

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

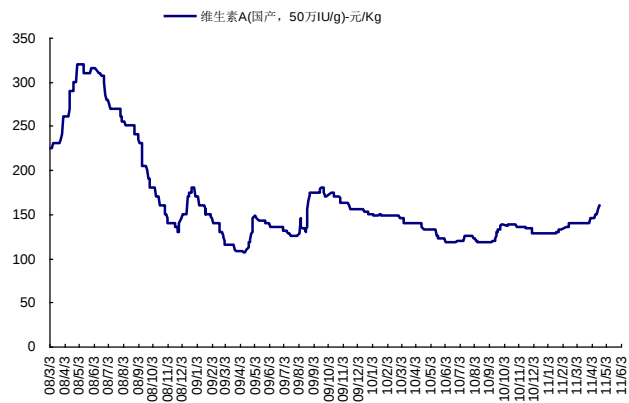
注：VE 基础价格为 123 元/kg，VA 基础价格为 132 元/kg

图 1: 08.03-11.06 维生素 E 价格趋势



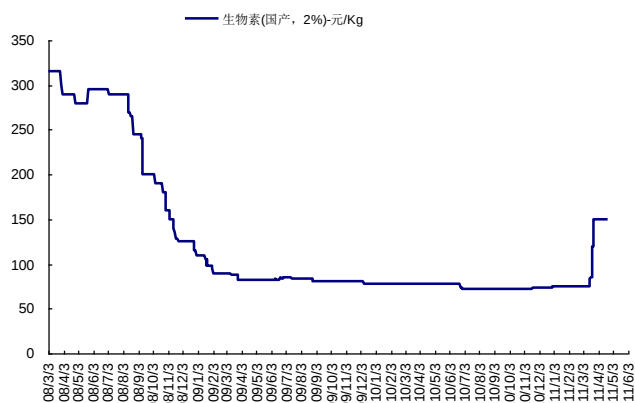
资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

图 2: 08.03-11.06 维生素 A 价格趋势



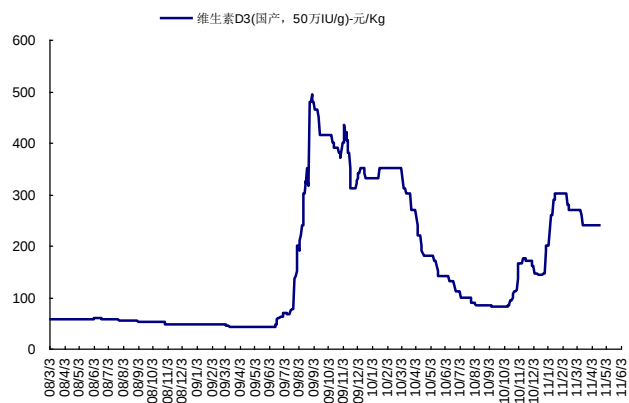
资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

图 3: 08.03-11.06 生物素价格趋势



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

图 4: 08.03-11.06 维生素 D3 价格趋势



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2295	2694	3236	3922
应收款项	808	876	983	1049
存货净额	815	913	991	1058
其他流动资产	63	68	77	82
流动资产合计	3982	4554	5289	6113
固定资产	1789	2082	2340	2571
无形资产及其他	245	237	229	221
投资性房地产	36	36	36	36
长期股权投资	101	131	161	191
资产总计	6153	7039	8055	9132
短期借款及交易性金融负债	433	433	433	433
应付款项	294	329	357	381
其他流动负债	150	166	181	193
流动负债合计	877	929	972	1007
长期借款及应付债券	387	387	387	387
其他长期负债	45	50	55	59
长期负债合计	432	437	441	446
负债合计	1309	1365	1413	1453
少数股东权益	8	62	126	193
股东权益	4836	5611	6516	7485
负债和股东权益总计	6153	7039	8055	9132

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.52	1.71	2.00	2.14
每股红利	0.10	0.64	0.75	0.81
每股净资产	6.66	7.73	8.98	10.31
ROIC	26%	27%	36%	35%
ROE	23%	22%	22%	21%
毛利率	52%	52%	53%	53%
EBIT Margin	40%	41%	42%	42%
EBITDA Margin	46%	44%	46%	46%
收入增长	19%	8%	12%	7%
净利润增长率	8%	13%	17%	7%
资产负债率	21%	20%	19%	18%
息率	2.2%	2.4%	2.9%	3.1%
P/E	17.3	15.4	13.2	12.3
P/B	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.0	12.4	10.7	10.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3445	3735	4193	4476
营业成本	1659	1791	1959	2109
营业税金及附加	25	27	30	32
销售费用	97	101	109	107
管理费用	272	296	331	353
财务费用	69	18	12	5
投资收益	16	53	63	73
资产减值及公允价值变动	(5)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1334	1550	1808	1936
营业外净收支	(9)	(9)	(9)	(9)
利润总额	1326	1541	1799	1927
所得税费用	168	231	270	289
少数股东损益	58	68	79	84
归属于母公司净利润	1100	1243	1450	1554

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1100	1243	1450	1554
资产减值准备	(14)	(7)	0	0
折旧摊销	179	133	161	189
公允价值变动损失	5	7	7	7
财务费用	69	18	12	5
营运资本变动	(152)	(122)	(146)	(98)
其它	50	61	63	68
经营活动现金流	1169	1315	1536	1719
资本开支	(258)	(418)	(418)	(418)
其它投资现金流	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(288)	(448)	(448)	(448)
权益性融资	1097	0	0	0
负债净变化	107	0	0	0
支付股利、利息	(414)	(467)	(546)	(584)
其它融资现金流	269	0	0	0
融资活动现金流	752	(467)	(546)	(584)
现金净变动	1633	400	542	686
货币资金的期初余额	662	2295	2694	3236
货币资金的期末余额	2295	2694	3236	3922
企业自由现金流	986	886	1096	1266
权益自由现金流	1362	871	1086	1262

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。