

新和成 (002001)

2012 年 2 月 15 日

VE、VA 景气有望回升，香精香料是短期增长主力

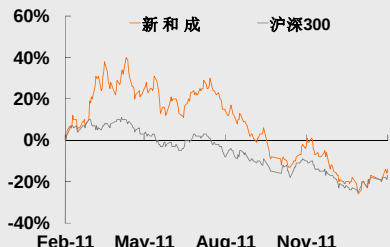
推荐 (维持)

现价：21.69 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.cnhu.com
大股东/持股	新和成控股集团/55.55%
实际控制人/持股	胡柏藩/29.86%
总股本(百万股)	726
流通 A 股(百万股)	713
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	157.46
流通 A 股市值(亿元)	154.64
每股净资产(元)	7.46
资产负债率(%)	21.6

行情走势图



证券分析师

凌军 投资咨询资格编号
S1060511010016
电话 0755-22624694
邮箱 lingjun004@pingan.com.cn

研究助理

郝淼 一般证券从业资格编号
S1060111060113
电话 0755-22625829
邮箱 haomiao562@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ VE、VA 价格有望企稳回升

维生素 E (VE)、维生素 A (VA) 是公司主要收入和利润来源，业绩对 VE、VA 年平均销售价格的弹性很大。据博亚和讯网报道，2 月 9 日公司提高 VE 报价至 120 元/kg，VA 报价至 140 元/kg。我们认为短期内 VE、VA 价格企稳回升的态势有望维持，主要理由是：1) 近期养殖业景气度有所提升，有望带动饲料需求攀升；2) 下游经销商、饲料企业库存处于低位，近期逢低吸纳；3) 上游化工原料成本不断抬升。

■ 香精香料是未来两年增长主力

公司围绕 VE、VA 及其中间产物开发多个香精香料产品，充分发挥协同效应，平滑 VE、VA 市场波动带来的不利影响。预计 2011 年以芳樟醇为主导品种的香精香料业务收入超过 5 亿元，2013 年有望突破 10 亿元。公司定增募投项目中多个香精香料品种 2011 年底陆续建成投产，将是未来两年增长主力。

■ 新材料值得期待，其它品种还在酝酿

公司还积极布局新材料等领域，高分子复合新材料 PPS 已处于研发后期，预计 2013 年有望上市。由于该材料在电子、汽车、机械、化工等众多领域均有广泛应用，且目前国内主要被进口产品占据，预计公司 PPS 上市后前景广阔。公司年产 6000 吨氨基葡萄糖食品添加剂项目由于市场重大变化，可能转投其它项目，具体品种还在酝酿。

■ 维持“推荐”评级

我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.77、2.05 和 2.28 元，对应 2 月 14 日收盘价 21.69 元的 PE 分别为 12.3、10.6 和 9.5 倍，考虑到 VE、VA 价格有望企稳回升，香精香料业务发展迅猛，且公司估值低于原料药行业平均值，维持对公司的“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,898	3,445	4,125	4,801	5,272
YoY(%)	-12.5	18.9	19.7%	16.4%	9.8%
净利润(百万元)	1,018	1,100	1,281	1,490	1,657
YoY(%)	-25.9	8.0	16.5%	16.2%	11.2%
毛利率(%)	55.0	51.8	50.1%	49.6%	49.5%
净利率(%)	35.1	31.9	31.1%	31.0%	31.4%
ROE(%)	36.6	22.7	22.3%	21.8%	20.7%
EPS(摊薄/元)	1.40	1.52	1.77	2.05	2.28
P/E(倍)	14.8	13.7	12.3	10.6	9.5
P/B(倍)	5.4	3.1	2.7	2.3	2.0

正文目录

一、公司近况	4
1.1 VE、VA 价格有望企稳回升	4
1.2 香精香料是未来两年增长主力	5
1.3 新材料值得期待，其它品种还在酝酿	5
二、盈利预测及评级	5
三、核心信息附录	6
3.1 业务概要	6
3.2 历史业绩概要	7
3.3 股权结构	7

图表目录

图表 1	2009~2012 年（截止 2 月 10 日）VE、VA 价格变化	4
图表 2	全球 VE（98%精油）产能变化预测	4
图表 3	2008-2011 上半年公司香精香料收入及占主营业务收入比重	5
图表 4	公司分业务收入预测	6
图表 5	2011 年上半年收入构成	6
图表 6	公司产品毛利率	6
图表 7	公司业绩增长情况	7
图表 8	公司费用情况	7
图表 9	公司股权结构	8

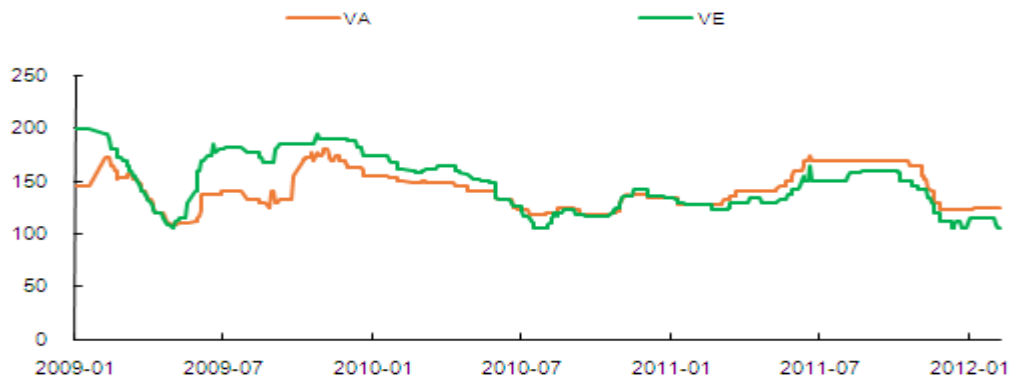
一、公司近况

1.1 VE、VA 价格有望企稳回升

维生素 E (VE)、维生素 A (VA) 是公司主要收入和利润来源，分别占 2011 年上半年收入的 55% 和 20%，毛利润的 71% 和 16%，且 60% 以上用于出口。经我们测算，VE 和 VA（下文中如无特殊说明，均指 50% 粉）年平均销售价格每提高 10 元/kg，公司 EPS 大约将增厚 0.25 元。近期 VE 市场成交价格在 108~115 元/kg 左右，VA 价格成交在 125 元/kg 左右。据博亚和讯网报道，2 月 9 日公司提高 VE 报价至 120 元/kg，VA 报价至 140 元/kg。

图表1 2009~2012年（截止2月10日）VE、VA价格变化

单位：元/kg



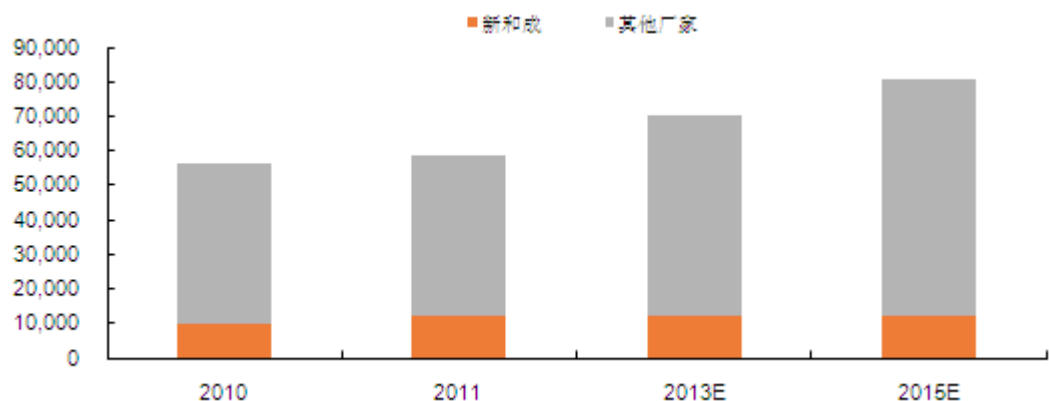
资料来源：Wind，平安证券研究所整理

我们认为短期内 VE、VA 价格企稳回升的态势有望维持，甚至有望触底反弹，主要理由是：1）近期养殖业景气度有所提升，有望带动饲料需求（占据 VE、VA 总需求的 85% 以上）攀升，3~4 月份或将迎来传统需求旺季；2）下游经销商、饲料企业库存处于低位，近期逢低吸纳；3）上游化工原料成本不断抬升。

但从长期来看，由于下游需求增长平缓（年均约 3%），随着未来新增产能（如大丰海嘉诺、新发药业等）的不断加入（可能要 2013~2014 年后达产），VE 和 VA 都将面临产能过剩的格局，单个企业通过停止报价或停产等方式维护价格体系的难度越来越大。目前全球 VE 总产能与总需求基本持平，1~2 年内格局不会被打破；VA（结晶）总产能约 6000~6500 吨，总需求约 4500 吨。

图表2 全球VE（98%精油）产能变化预测

单位：吨



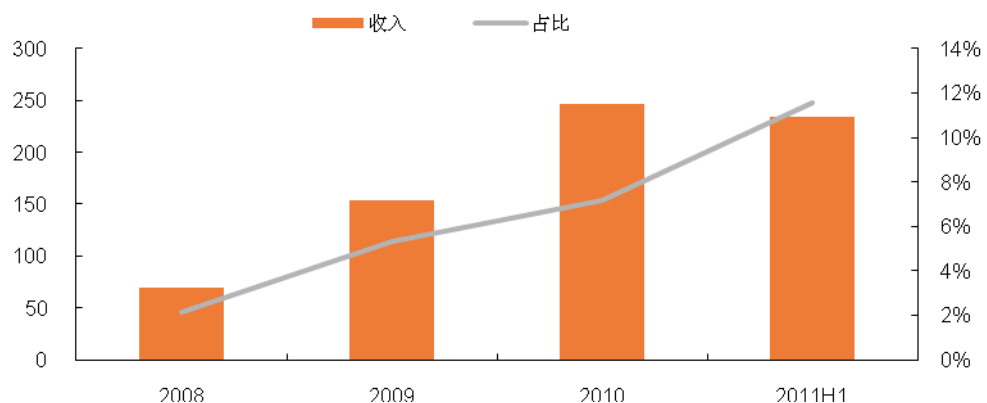
资料来源：平安证券研究所整理

1.2 香精香料是未来两年增长主力

精细化工是公司的优势所在，也是公司的主要发展方向。公司围绕 VE、VA 及其中间产物开发多个香精香料产品，充分发挥协同效应，平滑 VE、VA 市场波动带来的不利影响。预计 2011 年以芳樟醇为主导品种的香精香料业务收入超过 5 亿元，2013 年有望突破 10 亿元。

公司主要香精香料品种（定增募投项目）2011 年底陆续建成投产，将是未来两年增长主力。其中年产 6,000 吨异戊醛（VE 合成的起始原料）的投产还将有效降低 VE 生产成本；600 吨覆盆子酮、3000 吨二氢茉莉酮酸甲酯和 900 吨叶醇项目均有望于 2012 年实现放量增长。

图表3 2008-2011上半年公司香精香料收入及占主营业务收入比重 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

2011 年 12 月 27 日，公司公告决定收购山东海恒化学有限公司 100% 股权。海恒化学目前为滨海经济开发区园区内指定供热单位，收购行动将有利于保障山东基地的生产稳定，满足迅猛发展的香精香料业务的能源需求。

1.3 新材料值得期待，其它品种还在酝酿

公司还积极布局新材料等领域，高分子复合新材料 PPS 已处于研发后期，预计 2013 年有望上市。由于该材料在电子、汽车、机械、化工等众多领域均有广泛应用，且目前国内市场主要被进口产品占据，预计公司 PPS 上市后前景广阔。公司年产 6000 吨氨基葡萄糖食品添加剂项目由于市场重大变化，可能转投其它项目，具体品种还在酝酿。

二、盈利预测及评级

核心假设：未来两年，

- 1) VE、VA 年平均销售价格基本稳定并略有回升，VE 成本由于工艺改进略有下降；
- 2) 香精香料业务大幅增长，2013 年突破 10 亿元；
- 3) 管理费用率和销售费用率稳中略降。

在以上假设基础上，我们对公司分业务收入及盈利预测如下：

图表4 公司分业务收入预测

单位：亿元

	2010A	2011E	2012E	2013E
VE	21.73	25.14	27.55	29.29
增长		15.7%	9.6%	6.3%
VA	5.64	5.96	6.59	7.58
增长		5.7%	10.6%	15.0%
香精香料	2.46	5.16	8.87	10.83
增长		109.8%	71.9%	22.1%
其它	4.62	4.98	4.99	5.02
增长		7.8%	0.2%	0.6%
营业收入合计	34.45	41.25	48.01	52.72
增长		19.7%	16.4%	9.8%
毛利率	51.84%	50.13%	49.58%	49.51%
归属母公司净利润	11.00	12.81	14.90	16.57
增长		16.5%	16.3%	11.2%
净利率	31.93%	31.06%	31.03%	31.42%
每股收益（元）	1.515	1.765	2.052	2.282

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

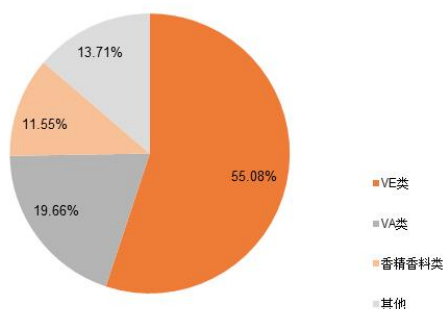
我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.77、2.05 和 2.28，对应 2 月 14 日收盘价 21.69 元的 PE 分别为 12.3、10.6 和 9.5 倍，考虑到 VE、VA 价格有望企稳回升，香精香料业务发展迅猛，且公司估值低于原料药行业平均值，维持对公司的“推荐”评级。

三、核心信息附录

3.1 业务概要

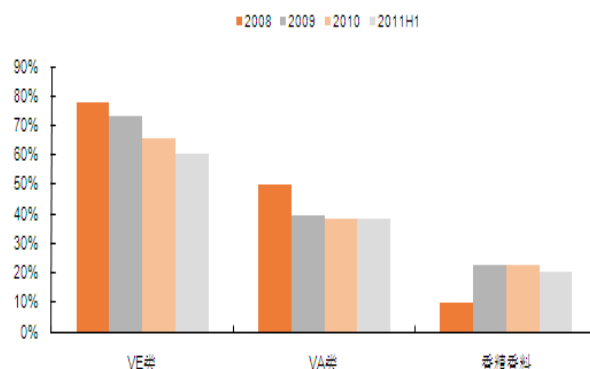
公司是一家高科技、高成长、高效益的国家重点高新技术企业，主要从事药品、保健品、医药原料药、香精香料、食品添加剂、饲料添加剂等系列 50 多个产品的生产和销售，拥有国家级新产品 9 只和省级新产品 20 只。

图表5 2011年上半年收入构成



资料来源：WIND 资讯、平安证券研究所

图表6 公司产品毛利率



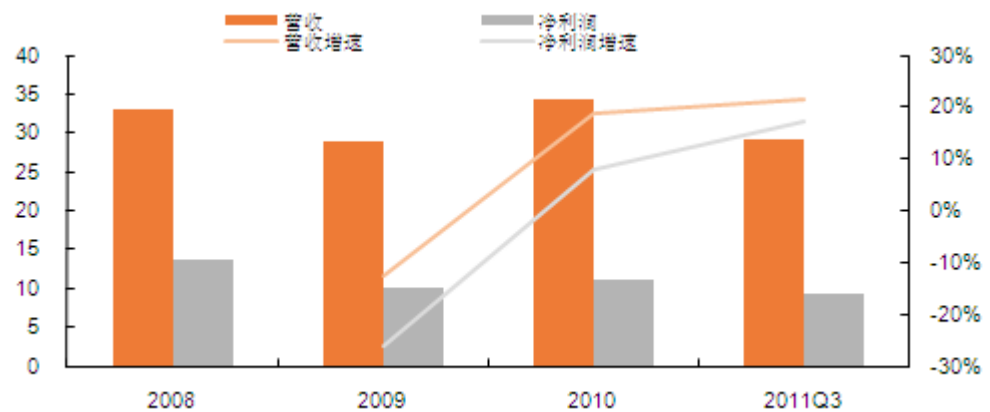
资料来源：WIND 资讯、平安证券研究所

3.2 历史业绩概要

2011 年前三季度实现营业总收入 29.26 亿元，同比增长 21.3%；实现归属上市公司股东的净利润 9.41 亿元，同比增长 17.3%。

图表7 公司业绩增长情况

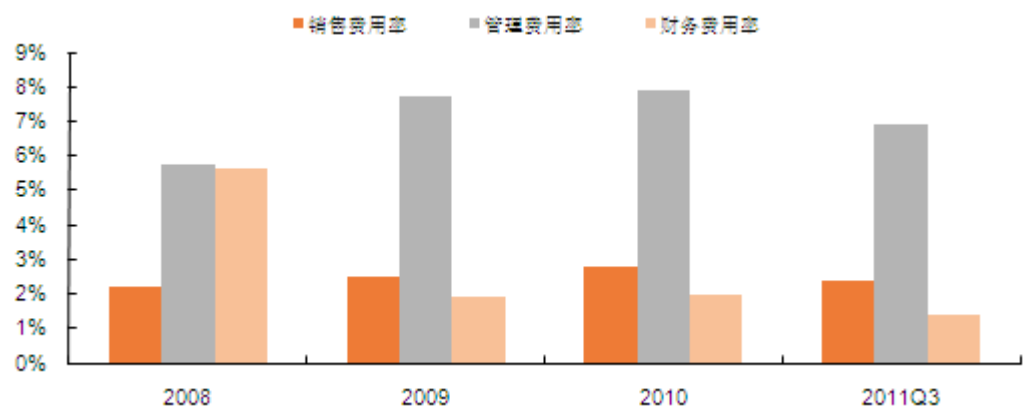
单位：亿元



资料来源：WIND 资讯，平安证券研究所

2011 年前三季度公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.69，2.03 和 0.40 亿元，与 2009 和 2010 年相比，三大费用率均出现明显下降。

图表8 公司费用情况

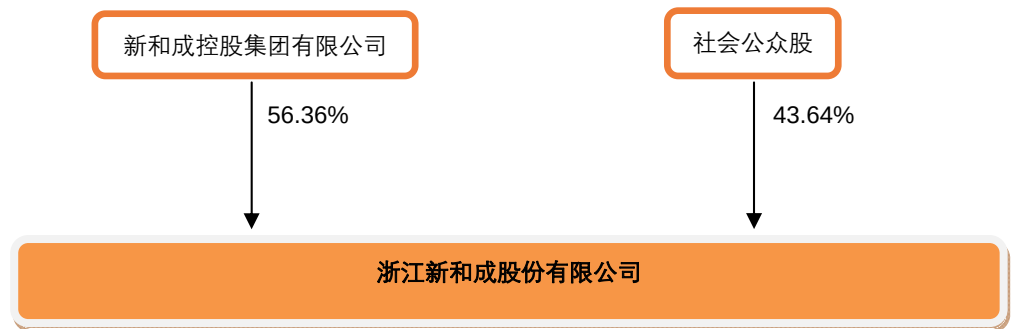


资料来源：WIND 资讯、平安证券研究所整理

3.3 股权结构

公司控股股东为新和成控股集团有限公司，持有 56.36%的股权；实际控制人是胡柏藩，持股 29.86%。

图表9 公司股权结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所整理

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3982	5310	6792	8358	营业收入	3445	4125	4801	5272
现金	2295	3260	4393	5722	营业成本	1659	2057	2420	2662
应收账款	670	804	935	1027	营业税金及附加	25	39	46	50
其他应收款	42	50	58	64	营业费用	97	99	106	105
预付账款	55	68	80	88	管理费用	272	289	326	343
存货	815	1010	1189	1307	财务费用	69	54	58	60
其他流动资产	106	118	137	150	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	2171	2014	1858	1701	公允价值变动收益	2	2	2	2
长期投资	101	101	101	101	投资净收益	16	16	16	16
固定资产	1668	1494	1320	1147	营业利润	1334	1598	1856	2064
无形资产	245	262	279	296	营业外收入	19	19	19	19
其他非流动资产	157	157	157	157	营业外支出	28	28	28	28
资产总计	6153	7325	8650	10059	利润总额	1326	1589	1848	2055
流动负债	877	951	1020	1066	所得税	168	238	277	308
短期借款	387	387	387	387	净利润	1158	1351	1571	1747
应付账款	294	364	428	471	少数股东损益	58	70	81	90
其他流动负债	196	200	205	208	归属母公司净利润	1100	1281	1490	1657
非流动负债	432	539	646	753	EBITDA	1583	1832	2093	2303
长期借款	387	494	601	708	EPS (元)	1.52	1.77	2.05	2.28
其他非流动负债	45	45	45	45	主要财务比率				
负债合计	1309	1491	1666	1819	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	8	78	159	249	成长能力				
股本	726	726	726	726	营业收入	18.9%	19.7%	16.4%	9.8%
资本公积	1078	1078	1078	1078	营业利润	10.9%	19.8%	16.2%	11.2%
留存收益	3033	3951	5018	6183	归属于母公司净利润	8.0%	16.5%	16.2%	11.2%
归属母公司股东权益	4836	5756	6825	7991	获利能力				
负债和股东权益	6153	7325	8650	10059	毛利率(%)	51.8%	50.1%	49.6%	49.5%
现金流量表					净利率(%)	31.9%	31.1%	31.0%	31.4%
单位:百万元					ROE(%)	22.7%	22.3%	21.8%	20.7%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	21.9%	21.2%	20.8%	19.9%
经营活动现金流	1305	1275	1512	1780	偿债能力				
净利润	1158	1351	1571	1747	资产负债率(%)	21.3%	20.3%	19.3%	18.1%
折旧摊销	179	179	179	179	净负债比率(%)	62.64%	62.18%	62.05%	62.73%
财务费用	69	54	58	60	流动比率	4.54	5.58	6.66	7.84
投资损失	-16	-16	-16	-16	速动比率	3.60	4.51	5.48	6.61
营运资金变动	-121	-310	-295	-202	营运能力				
其他经营现金流	35	17	16	12	总资产周转率	0.66	0.61	0.60	0.56
投资活动现金流	-399	1	-6	-6	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	418	0	0	0	应付账款周转率	5.52	6.25	6.11	5.92
长期投资	1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	20	1	-6	-6	每股收益(最新摊薄)	1.52	1.77	2.05	2.28
筹资活动现金流	743	-310	-374	-445	每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	1.76	2.08	2.45
短期借款	251	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.66	7.93	9.40	11.01
长期借款	107	107	107	107	估值比率				
普通股增加	384	0	0	0	P/E	14.31	12.29	10.57	9.50
资本公积增加	944	0	0	0	P/B	3.26	2.74	2.31	1.97
其他筹资现金流	-943	-417	-481	-552	EV/EBITDA	9	8	7	6
现金净增加额	1632	966	1133	1329					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257