

2012年2月28日

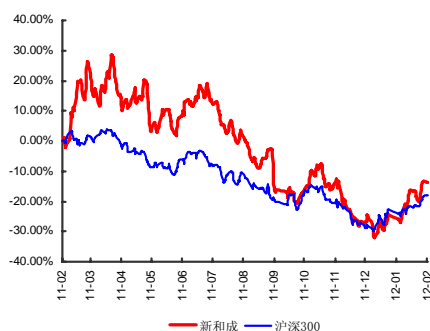
研究员：姚 凯
执业证书编号：S0910511010001
电话：021-62448087
Email: yaokai@casstock.com

研究支持：吴琳
电话：021-62442039
Email: wulin@casstock.com

当前价格：22.5元
目标价格：30.45元
目标期限：6个月

总股本：72594.6万
总市值：163.34亿
流通比例：98.2 %

新和成（002001）股价表现



新和成（002001）：VE、VA 价格反弹，业绩增长有望上升

评级： 增持

主要观点：

◆新和成公布 2011 年业绩快报。公司在 2011 年实现营业总收入 380399.17 万元，较去年同期增长 10.41%；营业利润 133779.9 万元，较去年同期增长 0.25%；归属于上市公司股东的净利润 116258.1 万元，较去年同期增长 5.68%；EPS 为 1.6 元，较去年同期下降 0.62%。公司业绩增长低于市场预期。

◆主导产品 VE 持续高利润。公司产品比较集中，其中维生素 E 收入占比为 64%，维生素 A 收入占比为 17%，香精香料类占 7%。三大产品利润率较高，尤其 VE，08 年至 10 年一直保持在 65%以上，11 年受价格下滑影响，公司业绩低于市场预期。

◆VE、VA价格反弹，公司业绩有望恢复增长。国内现有的主要生产企业今年均无新产能投放，而由于行业进入壁垒较高，新加入者短期内也很难投产，因此，今年VE和VA的供应将稳定。而随着下游饲料行业传统旺季的到来，需求有望提高。目前VE和VA的价格处于历史低位，受成本压力推动，VA和VE价格反弹。

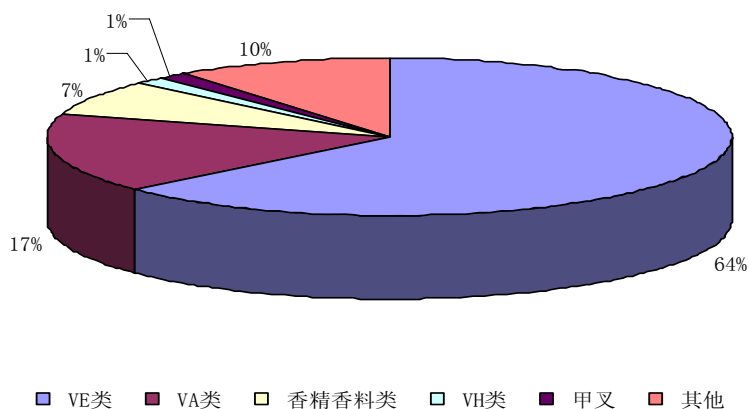
◆根据市场预测2012年-2013年公司EPS分别为2.03元和2.25元，给予2012年15倍PE，目标价格在30.45元，我们暂时给予增持评级。

◆风险提示：维生素价格上涨达不到预期的风险。

一、主导产品 VE 持续高利润

公司产品比较集中，其中维生素 E 收入占比为 64%，维生素 A 收入占比为 17%，香精香料类占 7%。三大产品利润率较高，尤其 VE，08 年至 10 年一直保持在 65%以上，11 年受价格下滑影响，利润率下滑，预计在 60%左右。

图表 1：2010 年产品收入结构



资料来源：公司年报，航天证券研发部

二、VE、VA 价格将反弹，公司业绩有望提高

供应方面，新和成新增产能正在磨合期，目前 VE（粉）产能在 2.2 万吨左右，VA（成品）产能在 1200 吨左右，最近一两年内暂无扩产计划，国内现有其他企业也基本没有新产能投放。由于行业进入壁垒较高，新厂投建较少，据健康网消息，新发药业有限公司新建 VA 年产 10000 吨，预计 12 年 10 月投产，但健康网同时表示该项目是否能够投产尚未确定。博亚和讯分析师称，由于生产工艺技术水平要求较高，维生素新产线从开始到投产需要 3-5 年时间。因此，我们判断今年维生素供应方面不会发生较大变化。

国内需求方面，饲料添加剂是维生素第一大下游，占维生素需求量 50%以上，3 月-10 月为传统旺季。目前供需基本平衡，但国内下游库存有限，未来可能会补货，需求提升。航天证券农林牧渔研究员认为，养殖业景气度一般是 3 年周期，但目前周期拉长，今年上半年仍将是保持较好的景气度。

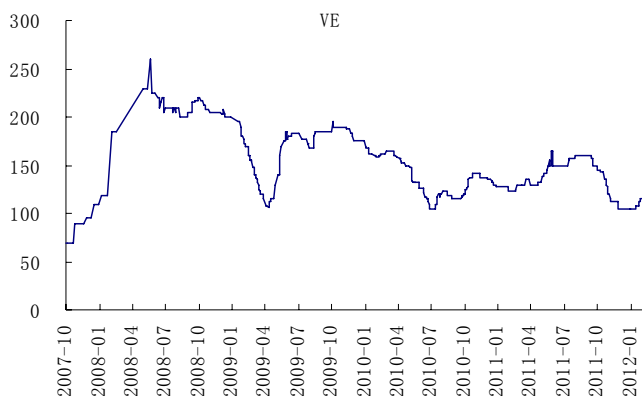
出口方面，博亚和讯分析师认为，目前出口情况尚不明朗，预计上半年出口量增幅较小，但全年出口仍将保持稳定增长。据健康网统计，2011 年我国维生素 A 出口数量比去年增长 13.25%，新和成排名第一，占总量的 51.34%，其次是浙江医药和厦门金达威，出口份额依次是 20.94% 和 18.98%。出口国家中，德国和美国的进口量分别占总量的 37% 和 35.41%。随着原材料上涨等多方因素的影响，2012 年维生素 A 价格还会有一些上升的空间。年维生素 E 出口总量增长 12.81%，出口企业中，浙江新和成约占 35.34%，其次是浙江医药股份有

限公司占到 32.72%，第三是上海外高桥保税物流园区服务贸易占到 7.01%。出口国家中，美国、德国和荷兰仍是三大进口国，其中美国最多，占 30.92% 的份额。受成本推动、市场需求旺盛、经销商补库存等因素的作用，VE 涨价预期十分强烈，预计 2012 年维持高价位的可能性很大。

Wind 数据显示，2011 年国内 VA 价格从 3 月份开始上涨，由 128.5 元/千克上涨至 6 月下旬达到 175 元/千克，随后较长时间稳定在 170 元/千克。2012 年 1 月份国内价格为 122.5 元/千克，之后出现小幅上涨，至 125 元/千克，VE 价格在 108 元/千克左右。2 月 9 日，浙江新和成提价，VA 报价在 140 元/千克，VE 报价在 120 元/公斤。健康网消息，2 月 21 日 BASF 提高饲料级 VE 报价 8.6%，人民币价格在 130 元/吨左右。博亚和讯 2 月 28 日维生素价格监测显示，目前 VA 国产价格在 130 元/千克，VE 国产价格在 115 元/千克。

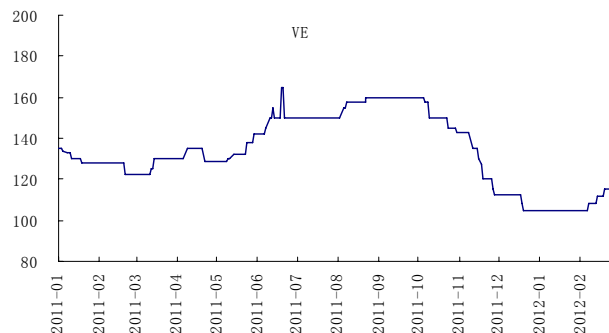
我们认为，目前 VA、VE 价格处于历史低位，反弹的可能性非常大。目前关键是供需方博弈，一旦下游能够接受工厂预期价位，那么 VA 和 VE 将进入旺季上涨期。

图表 2：VE2011 年至今价格走势（元/千克）



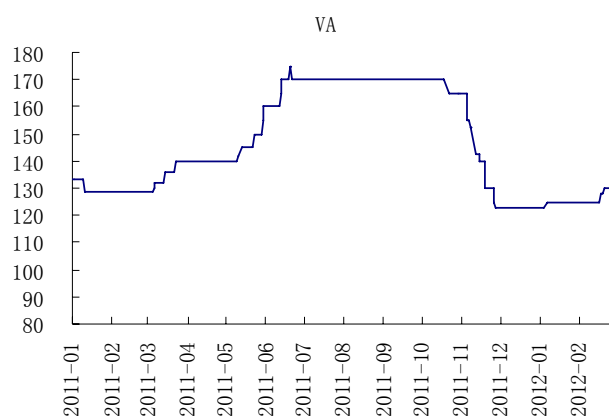
资料来源：wind，博亚和讯，航天证券研发部

图表 3：VE 近年历史价格趋势



资料来源：wind，博亚和讯，航天证券研发部

图表 4: VA2011 年至今价格走势（元/千克）



资料来源: wind, 博亚和讯, 航天证券研发部

图表 5: VA 近年历史价格趋势



资料来源: wind, 博亚和讯, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com

表 1：损益表核心指标预测（单位：百万元、元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2377	3309	5384	10006	19075
(+/-)%	38%	39%	63%	86%	91%
毛利率	33%	37%	34%	26%	22%
自产化学药	269	268	269	269	269
(+/-)%	-1%	0%	0%	0%	0%
毛利率	39%	36%	39%	39%	39%
中药饮片	870	1001	1301	1691	2199
(+/-)%	39%	15%	30%	30%	30%
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
新开河红参	37	94	250	500	800
(+/-)%		152%	167%	100%	60%
毛利率	39%	43%	55%	65%	70%
中药材流通	830	1328	2789	6626	14714
(+/-)%	59%	60%	110%	138%	122%
毛利率	34%	44%	35%	23%	17%
营业费率	4.6%	5.8%	4.7%	3.3%	3.3%
管理费率	3.1%	4.2%	3.6%	3.6%	3.8%
所得税率	15.3%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
归属母公司净利润	502	716	1213	1651	2247
(+/-)%	70%	43%	69%	36%	36%
EPS	0.23	0.33	0.55	0.75	1.02