

## UBS Investment Research

### 新和成

## 走过行业低谷，13年有望实现V型反转

#### ■ VE价格回升是公司股价上涨的强劲动力

通过对比公司历史股价表现与VE价格的变化，我们发现VE价格的提升是公司股价上涨的强劲动力。12年1) 全球经济不景气，维生素需求疲软；2) 行业担心新竞争者的加入，试图以价换量。以上两个主要因素致使VE报价降至2010年来的低点，从而影响了公司股价表现。但我们认为13年VE价格将企稳反弹，目前是介入公司良好时机。

#### ■ 香精香料业务有望恢复高速增长

2012年香精香料业务实现收入4.36亿元。我们认为随着市场推广的不断进行，香料业务13年将步入收获期，随着需求回暖，主要产品芳樟醇有望提价10-15%，届时香精香料业务收入有望恢复高速增长。

#### ■ 新业务：新材料呼之欲出，蛋氨酸项目潜力巨大

我们预计公司新材料PPS项目13年8月试生产，明年扩产至万吨级。销售拓展预计需要1年，有望在14年四季度贡献利润。10万吨蛋氨酸项目今年有望开始建设，2年后有望贡献业绩。我们认为新产品的市场潜力大，未来有望超越VE，将再造新和成。

#### ■ 估值：下调12个月目标价至21元，维持“买入”评级

由于此前VE价格的下降幅度超出我们预期，我们调整2013-2015年预测EPS至1.40/1.81/1.92元(原2.19/2.49/2.87元)，根据瑞银VCAM估值得到目标价21元(WACC 7.3%)，对应2013年EPS 15倍PE。维持“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	3,804	3,631	4,058	4,688	5,135
息税前利润 (UBS)	1,378	1,184	1,167	1,535	1,631
净利润 (UBS)	1,131	895	1,018	1,311	1,391
每股收益 (UBS, Rmb)	1.56	1.23	1.40	1.81	1.92
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.50	0.60	0.60	0.62	0.80
盈利能力和估值	五年历史平均	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	41.8	32.6	28.8	32.7	31.8
ROIC (EBIT) %	-	32.8	28.0	34.1	33.6
EV/EBITDA (core) x	-	7.7	5.5	4.1	3.6
市盈率 (UBS) (x)	12.4	16.0	10.9	8.5	8.0
净股息收益率 (%)	2.9	3.0	3.9	4.1	5.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年07月17日19时34分的股价 (Rmb15.32) 得出；

#### 季序我，博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

## 全球证券研究报告

中国

药品

12个月评级

买入

保持不变

12个月目标价

Rmb21.00/US\$3.42

之前： Rmb33.20/US\$5.41

股价

Rmb15.32/US\$2.50

路透代码: 002001.SZ 彭博代码002001 CH

2013年7月18日

#### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb20.22-14.00/US\$3.25-2.28

市值 Rmb11.1十亿/US\$1.81十亿

已发行股本 726百万 (ORDA)

流通股比例 98%

日均成交量 (千股) 4,501

日均成交额(Rmb 百万) Rmb76.0

#### 资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb6.64十亿

市净率 (UBS) 1.7x

净现金 (债务) Rmb2.16十亿

#### 预测回报率

预测股价涨幅 +37.1%

预测股息收益率 4.0%

预测股票回报率 +41.1%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +32.6%

#### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12	
从	到市场预测	实际	
Q1	-	0.32	-
Q2E	-	0.36	-
Q3E	-	0.36	-
Q4E	-	0.36	-
12/13E	2.19	1.40	2.19
12/14E	2.49	1.81	2.49

#### 股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

## VE价格回升是公司股价上涨强劲动力

VE是全球需求量最大的维生素种类，也是新和成最重要的产品。

通过对比公司历史股价表现与VE价格的变化，我们发现VE价格的提升是公司股价上涨的强劲动力。

伴随着VE价格的上扬，公司的股价都有很好的表现：

- 2007年11月至2008年5月：VE价格上涨188%，股价同期上涨175%；
- 2009年5月至2010年1月：VE价格上涨57%，股价同期上涨97%；
- 2010年7月至2010年12月：VE价格上涨19%，股价同期上涨66%；

图1:新和成历史股价对比VE报价



数据来源：WIND，瑞银证券整理

2012年，两个因素致使VE价格降至2010年来的低点：

- (1) 全球经济影响了畜牧业的景气，维生素需求疲软；
- (2) 行业预期有新竞争者的加入。

VE价格下滑，影响了公司股价表现。

我们认为到目前为止，以上两个因素对于VE的影响已逐步削弱，VE价格有望逐步回升：

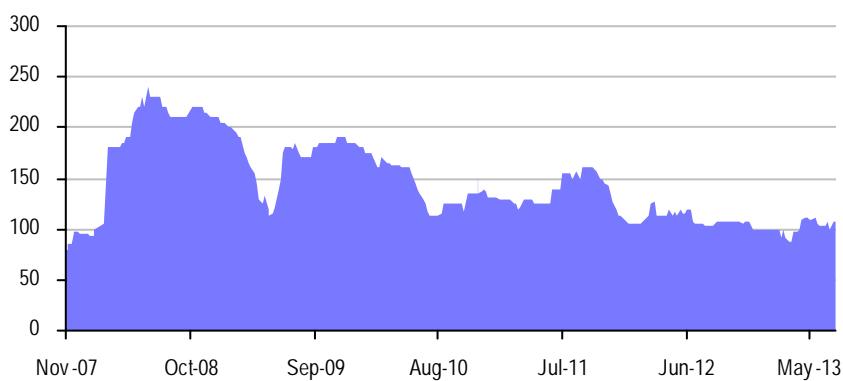
- 海外需求逐渐恢复，截至13年5月，VE出口价格逐渐企稳回升，前5个月出口量同比增加25%。
- 新进入者对行业固有格局的冲击远低于市场预期。VE生产技术难度大，技术门槛高，规模效应显著，长期由DSM、BASF、浙江医药、新和成四家企业，以及规模较小的西南合成控制。小企业要形成成熟的工艺，难度很大，很难对现有“4+1”的结构形成实质性挑战。我们估算，考虑到规模和工艺的差异，小企业的单位生产成本可能比4巨头的成本高出一倍。以VE目前市场价格，小企业很难盈利。

过去10年，行业不断传出有企业进入VE领域，但至今没有一家新进入者成功。我们理解，新进入者纷纷失败，本身说明VE的生产具有很高的壁垒。2012年下半年对价格形成心理压力的，是有两家企业尝试进入，即南海北沙药业和福建海欣药业。但以我们对最新海关出口数据的分析和国内市场的了解，南海北沙制药产品12年开始销售，但其质量至今仍未得到市场的认可，销售规模很小；另一家新进入者福建海欣药业则迟迟未有产品。我们认为行业显然过高的估计了新进入者的成功概率及其对市场的冲击力。

我们认为，随着需求恢复，以及市场对新进入者的担忧得到缓解，VE价格触底回升，但一季度的禽流感又部分地压抑了正常需求。随着出口继续恢复，以及国内补库存需求启动，预计VE价格则将持续回升，股价也有望随之大幅上涨。

图2:VE价格起暖回升

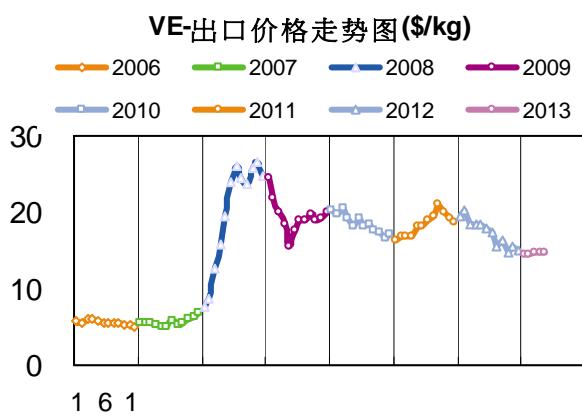
VE-国内价格走势 (元/公斤)



数据来源: feedtrade, 瑞银证券整理

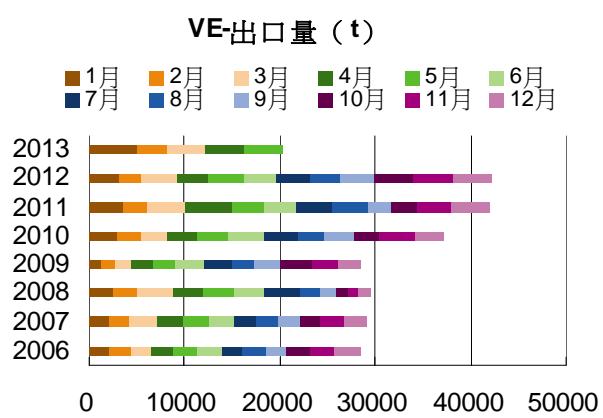
我们估算新和成VE 2012年销量在25000吨左右（50%粉），销售量创历史新高。

图3:VE出口价格企稳



数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

图4:13年VE出口量大幅回升，同比增长25%



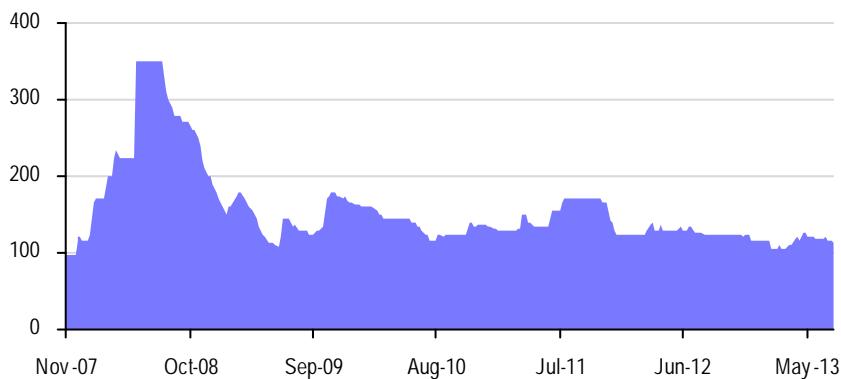
数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

## VA: 竞争格局稳定，需求回升

VA也是全球需求量最大的维生素种类之一。由于VA需求增长不快，且工艺难度大，生产环节多，因此对潜在竞争者的吸引力小，过去10年全球基本没有新增产能。我们认为随着海外需求回升和国内补库存，VA价格有望稳步回升。

图5:VA价格稳中有升

VA-国内价格走势 (元/公斤)



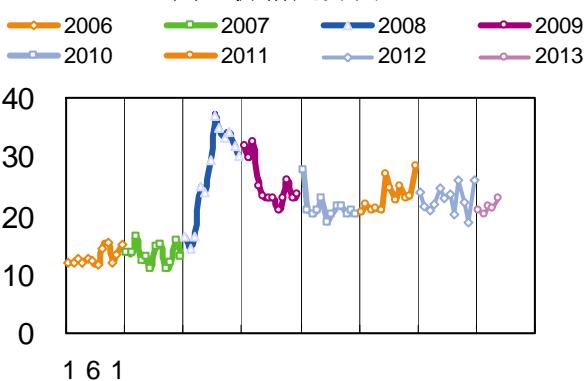
数据来源: feedtrade, 瑞银证券整理

我们估算2012年新和成VA销量约为5400吨（50万IU/g规格），13年有望量价齐升。

图6:VA出口价格企稳反弹

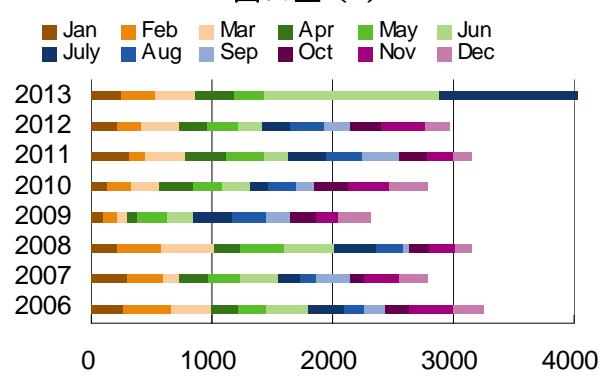
图7: 13年VA出口量回升，同比增长19%

VA-出口价格走势图 (\$/kg)



数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

VA-出口量 (t)



数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

## 新业务拓展顺利，有望逐步贡献业绩

### 香精香料

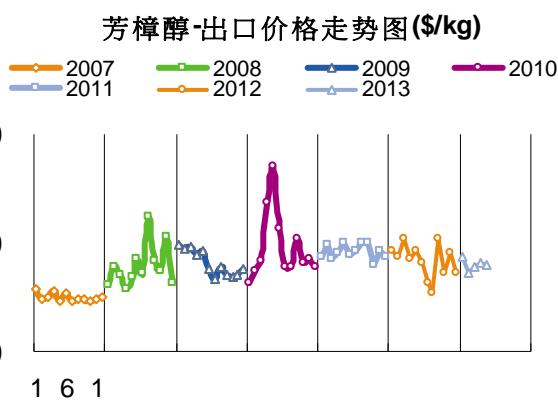
2012年收入仅4.36亿元，下滑1%，毛利率下滑2.66pp。主要原因是新品种销售拓展慢，同时价格下跌。

我们估算今年香精香料业务销售收入有望增长40-50%。原因：

- 芳樟醇价格企稳，销售提速；
- 新品种销售度过拓展期，开始逐步放量。

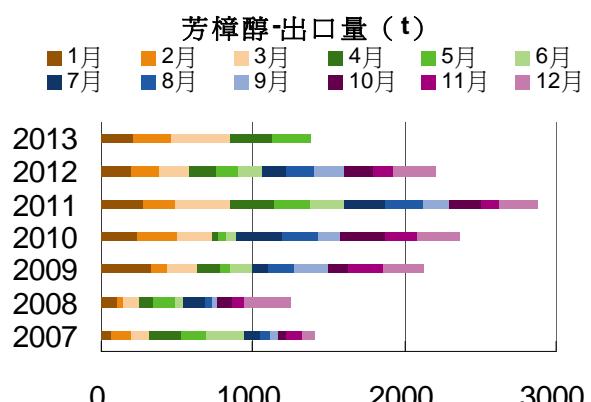
芳樟醇的全球销量约25000吨，新和成是全球龙头，12年销售5400吨，13年有望销售6300吨。BASF可能将向新和成采购500-1000吨，最终全年新和成销量可能到7000吨。我们认为芳樟醇价格13年也会逐步向上。

图8:芳樟醇价格企稳回升



数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

图9:芳樟醇出口量大幅提升，同比增长54%



数据来源: CEIC, 瑞银证券整理

## 新材料与蛋氨酸：未来市场潜力有望超越VE，再造新和成

- 聚苯硫醚（PPS）是一种工程塑料，由于其理化性能优良，被广泛应用于航天、汽车零部件、纺织和电子电器等行业。我们估算PPS全球市场需求在8万吨左右，我国消费量以年均20-30%的速度递增，目前国内仅有四川德阳一家企业进行了规模化生产。我们认为PPS的市场前景不亚于VE业务，未来有望成长公司成长的主要动力。我们预计公司新材料-聚苯硫醚（PPS）项目13年8月试生产，明年扩产至万吨级。销售拓展预计需要1年，有望在14年四季度贡献利润。
- 蛋氨酸是含硫必需氨基酸，与生物体内各种硫化物的代谢密切相关。当生物体缺乏蛋氨酸时，会引起食欲减退、生长减缓或不增加体重等现象，导致肝坏死或者纤维化，蛋氨酸被广泛添加于饲料中。蛋氨酸目前国内需求旺盛，但我国产量不足，蛋氨酸是我国仍需从国外进口的少数精细化工产品之一。我们估算目前国内需求约20万吨左右。我们认为公司蛋氨酸销售有望保持较高的毛利率水平，未来市场前景很大。公司在山东的10万吨蛋氨酸项目今年有望开始建设，2年后有望贡献业绩。

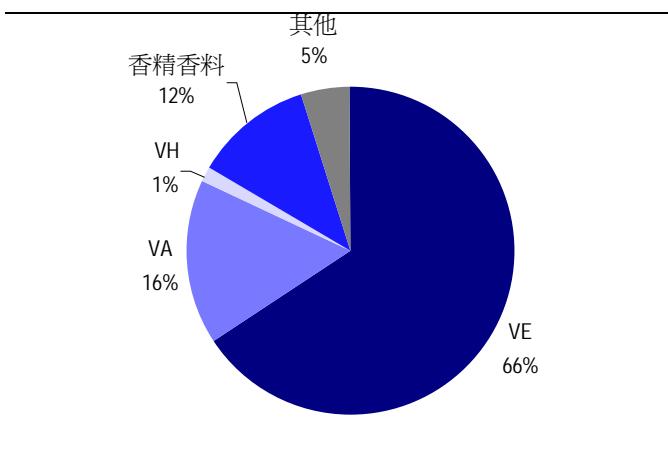
## 公司业绩有望于13年实现反转

12年公司归母净利润8.5亿元，同比下降了27%。公司业绩下滑的主要原因是VE价格下跌，盈利逐季下滑，四季度同比下滑60.1%。2012年全年营养品收入降5.19%，毛利率下滑2.55个pp，我们估算VE和VA销量略有增长，但VE价格全年下降约6%，VA价格全年下降2%。

公司13年一季度，收入10.21亿元，同比增加7.68%，扣非后净利润2.02亿元，同比下降31.55%。公司主要产品VE价格虽有所反弹，但并未能够扭转盈利下滑。

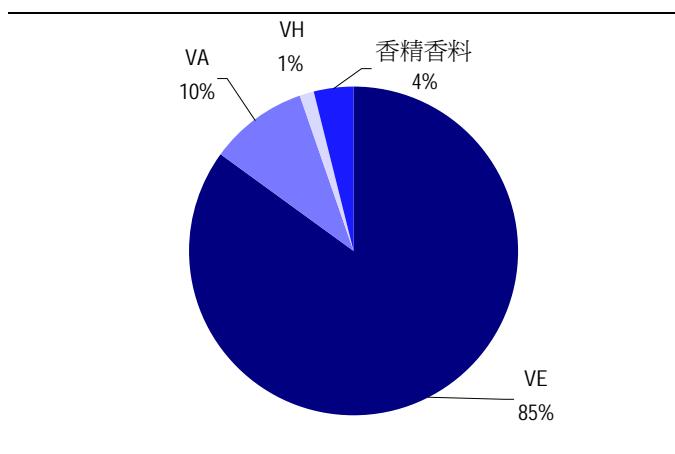
我们认为，VE/VA价格有望持续回升，在2013年实现量价齐升，公司业绩有望反转。

图10:VE收入占比总收入66%



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图11:VE毛利占比总毛利85%



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

## 估值：下调12个月目标价至21元，维持“买入”评级

我们此前的盈利预测是基于此轮VE价格下降前的数据，由于新进入者的传言对采购商和终端企业（畜牧业企业、制剂企业）心理造成影响，从而使VE价格严重偏离了合理水平。同时，禽流感等突发事件也在较大程度上影响了需求，导致公司业绩低于我们此前的预测。

但在目前这个时点，我们认为VE价格有望持续反弹，将带动公司业绩恢复，而公司股价已较此前有较大下跌，因此存在投资机会。

我们调整2013-2015年预测 EPS至1.40/1.81/1.92元(原2.19/2.49/2.87元)，根据瑞银VCAM估值得到目标价21元(WACC 7.3%)，对应2013年EPS 15倍PE。维持“买入”评级。

表1: 盈利预测调整项目

		2013E	2014E	2015E
VE	收入 (万元)	267,379	280,748	294,785
	调整前 增长率	7%	5%	5%
	毛利率	63%	61%	61%
	收入 (万元)	264,000	302,400	317,520
	调整后 增长率	11%	15%	5%
	毛利率	57%	61%	61%
VA	收入 (万元)	77,874	80,211	82,617
	调整前 增长率	7%	3%	3%
	毛利率	41%	40%	40%
	收入 (万元)	67,500	80,649	83,068
	调整后 增长率	14%	19%	3%
	毛利率	30%	40%	40%
香精香料	收入 (万元)	82,838	107,690	139,997
	调整前 增长率	35%	30%	30%
	毛利率	25%	27%	27%
	收入 (万元)	52,260	67,937	95,112
	调整后 增长率	20%	30%	40%
	毛利率	13%	15%	17%

数据来源: 瑞银证券估算

## 乐观/悲观情景分析

VE与VA是公司最主要的收入来源, 12年VE销售收入约为23.8亿元, 同比增长12%; VA销售收入5.9亿元, 同比下降10%。2012年二者合计为公司贡献29.7亿元, 占比公司总收入的82%。

**乐观情景分析:** 若2013年VE销售收入可以达到28.0亿元, 同比增长18%, VA销售收入7.2亿元, 同比增长21%。我们估算其EPS为1.61元, 高出我们预测约15%, 对应每股估值为24元。

**悲观情景分析:** 若2013年VE销售收入为23.8亿元, 同比持平, VA销售收入6.8亿元, 同比增长14%。我们估算其EPS为1.15元, 低于我们预测约18%, 对应每股估值为17.3元。

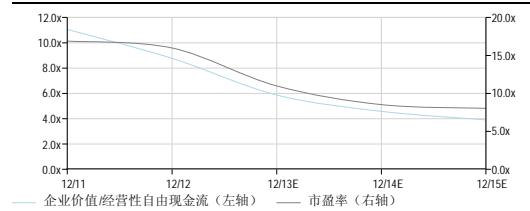
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	3,314	2,898	3,445	3,804	3,631	4,058	11.7	4,688	15.5	5,135	9.5
营业费用 (不含折旧)	(1,350)	(1,482)	(1,874)	(2,220)	(2,203)	(2,613)	18.6	(2,839)	8.6	(3,162)	11.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	1,964	1,417	1,571	1,584	1,428	1,445	1.1	1,849	28.0	1,974	6.8
折旧	(115)	(141)	(179)	(207)	(245)	(277)	13.4	(314)	13.1	(343)	9.3
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,849	1,276	1,392	1,378	1,184	1,167	-1.4	1,535	31.5	1,631	6.3
其他盈利和联营公司盈利	(22)	(15)	7	10	(77)	3	-	(17)	-	(6)	-64.6
净利润	(187)	(56)	(69)	(70)	(26)	0	-99.3	7	-	12	71.2
非正常项目 (税前)	4	11	(5)	35	(62)	0	-	0	-	0	-
税前利润	1,644	1,216	1,326	1,352	1,019	1,171	14.8	1,525	30.3	1,637	7.3
税项	(196)	(101)	(168)	(187)	(169)	(152)	-10.0	(213)	40.3	(245)	15.0
税后利润	1,448	1,115	1,158	1,165	850	1,018	19.8	1,311	28.8	1,391	6.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(73)	(97)	(58)	(1)	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	1,375	1,018	1,100	1,164	850	1,018	19.8	1,311	28.8	1,391	6.1
净利润 (UBS)	1,371	1,009	1,104	1,131	895	1,018	13.8	1,311	28.8	1,391	6.1
税率 (%)	12	8	13	14	17	13	-21.6	14	7.7	15	7.1
不计非正常项目前税率 (%)	12	8	13	14	17	13	-23.2	14	7.7	15	7.1
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	2.96	2.19	1.61	1.60	1.17	1.40	19.8	1.81	28.8	1.92	6.1
每股收益 (UBS)	2.95	2.17	1.62	1.56	1.23	1.40	13.8	1.81	28.8	1.92	6.1
每股股息净值	1.10	0.20	0.51	0.50	0.60	0.60	0.0	0.62	3.6	0.80	28.8
每股现金收益	3.20	2.47	1.88	1.84	1.57	1.78	13.7	2.24	25.4	2.39	6.7
每股账面净值	2.75	4.17	6.66	7.76	8.34	9.14	9.7	10.33	13.0	11.45	10.8
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	1,005	1,529	1,668	1,664	2,034	2,166	6.5	2,257	4.2	2,321	2.8
无形固定资产净值	151	223	245	270	388	519	33.7	662	27.7	821	23.9
净营运资本 (包括其他资产)	1,203	951	1,353	1,344	1,725	1,718	-0.4	1,865	8.6	1,968	5.5
其他负债	(29)	(41)	(45)	(99)	(104)	(96)	-7.8	(96)	0.0	(96)	0.0
运营投入资本	2,331	2,662	3,220	3,179	4,043	4,306	6.5	4,689	8.9	5,014	6.9
投资	44	72	101	115	175	175	0.0	175	0.0	175	0.0
运用资本总额	2,375	2,734	3,321	3,295	4,218	4,481	6.2	4,864	8.5	5,189	6.7
股东权益	1,832	2,781	4,836	5,635	6,052	6,639	9.7	7,499	13.0	8,308	10.8
少数股东权益	102	199	8	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	1,933	2,980	4,844	5,635	6,052	6,639	9.7	7,499	13.0	8,308	10.8
净债务 / (现金)	442	(246)	(1,523)	(2,340)	(1,835)	(2,158)	17.6	(2,635)	22.1	(3,120)	18.4
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	2,375	2,734	3,321	3,295	4,218	4,481	6.2	4,864	8.5	5,189	6.7
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,849	1,276	1,392	1,378	1,184	1,167	-1.4	1,535	31.5	1,631	6.3
折旧	115	141	179	207	245	277	13.4	314	13.1	343	9.3
营运资本变动净值	-	(35)	(179)	(133)	(147)	59	-	(442)	-	(230)	-48.1
其他 (经营性)	-	(353)	1,428	1,447	750	(154)	-	193	-	47	-75.6
经营性现金流 (税前/息前)	-	1,028	2,821	2,898	2,032	1,350	-33.5	1,600	18.5	1,791	12.0
收到/ (支付) 利息净值	(187)	(56)	(69)	(70)	(26)	0	-99.3	7	-	12	71.2
已付股息	(376)	(68)	(372)	(363)	(436)	(436)	0.00	(451)	3.62	(581)	28.77
已缴付税项	(196)	(101)	(168)	(187)	(169)	(152)	-10.0	(213)	40.3	(245)	15.0
资本支出	(387)	(460)	(418)	(546)	(686)	(442)	-35.5	(471)	6.6	(503)	6.6
并购/处置净值	9	(1)	16	36	(13)	0	-	0	-	0	-
其他	-	123	(623)	463	(582)	7	-	(10)	-	6	-
股份发行	0	0	1,328	0	3	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) /减少	-	566	2,571	2,187	260	323	24.7	477	47.7	485	1.7
外汇/非现金项目	-	122	(1,293)	(1,370)	(766)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	688	1,277	817	(506)	323	-	477	47.7	485	1.7
核心息税折旧摊销前利润	1,964	1,417	1,571	1,584	1,428	1,445	1.1	1,849	28.0	1,974	6.8
维护资本支出	(77)	(92)	(84)	(109)	(137)	(88)	-35.5	(94)	6.6	(101)	6.6
维护营运资本净支出	-	(7)	(36)	(27)	(29)	12	-	(88)	-	(46)	-48.1
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	1,317	1,452	1,449	1,262	1,368	8.4	1,666	21.8	1,827	9.7

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

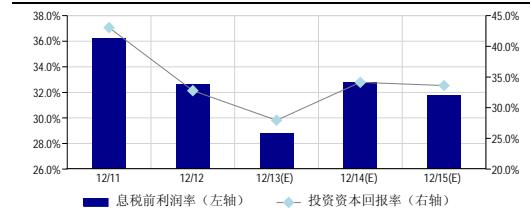
## 公司概况

新和成为全球维生素龙头企业，在 VE、VA、VH、VD3 市场都占有重要地位。公司近年来在香精香料方面的收入增长也很可观，并谋求在高分子新材料、高端原料药业务方面获得发展。

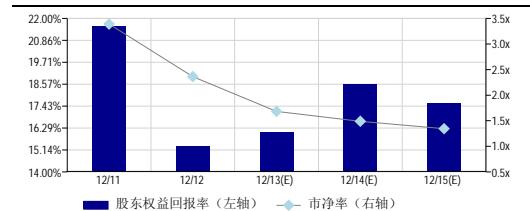
## 价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



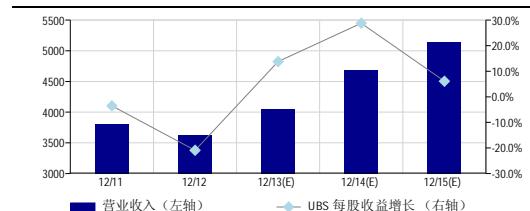
## 盈利能力



## 股东权益回报率与市净率



## 增长 (UBS 每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	12.5	16.4	16.8	10.9	8.5	8.0
市盈率 (UBS)	12.4	16.9	16.0	10.9	8.5	8.0
股价/每股现金收益	10.5	14.3	12.5	8.6	6.8	6.4
净股息收益率 (%)	2.9	1.9	3.0	3.9	4.1	5.2
市净率	4.0	3.4	2.4	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	4.2	3.0	2.0	1.6	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	10.1	7.7	5.5	4.1	3.6
企业价值/息税前利润 (核心)	-	11.6	9.3	6.8	4.9	4.4
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	11.1	8.8	5.8	4.5	3.9
企业价值/运营投入资本	-	5.0	3.1	1.9	1.7	1.5
企业价值 (Rmb 百万)		12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值		19,102	14,301	11,122	11,122	11,122
+ 少数股东权益		0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)		(1,932)	(2,087)	(1,996)	(2,396)	(2,877)
+ 养老金义务及其他		0	0	0	0	0
- 非核心资产价值		(1,147)	(1,147)	(1,147)	(1,147)	(1,147)
核心企业价值		16,023	11,067	7,979	7,579	7,098
增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	2.3	10.4	-4.5	11.7	15.5	9.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-7.7	0.8	-9.8	1.1	28.0	6.8
息税前利润 (UBS)	-10.5	-1.0	-14.1	-1.4	31.5	6.3
每股收益 (UBS)	-19.6	-3.5	-20.9	13.8	28.8	6.1
每股现金收益	-16.3	-1.8	-14.8	13.7	25.4	6.7
每股股息净值	-14.1	-2.5	20.0	0.0	3.6	28.8
每股账面净值	32.0	16.5	7.4	9.7	13.0	10.8
利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	46.9	41.6	39.3	35.6	39.4	38.4
息税前利润/营业收入	41.8	36.2	32.6	28.8	32.7	31.8
净利润 (UBS) /营业收入	32.5	29.7	24.6	25.1	28.0	27.1
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	43.1	32.8	28.0	34.1	33.6
税后投资资本回报率	-	36.9	27.2	24.3	29.4	28.6
净股东权益回报率	-	21.6	15.3	16.0	18.6	17.6
偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利润	23.5	20.0	NM	NM	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	4.4	3.1	2.1	2.3	2.9	2.4
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	31.8	32.1	48.7	42.8	34.4	41.8
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
营业收入/固定资产	-	2.0	1.7	1.6	1.7	1.7
营业收入/净营运资本	-	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
资本支出/营业收入 (%)	14.6	14.3	18.9	10.9	10.1	9.8
资本支出/折旧	2.8	2.6	2.8	1.6	1.5	1.5
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(26.0)	(41.5)	(30.3)	(32.5)	(35.1)	(37.5)
净债务/(净债务 + 权益)	(35.2)	(71.0)	(43.5)	(48.1)	(54.2)	(60.1)
净债务 (核心) /企业价值	-	(12.1)	(18.9)	(25.0)	(31.6)	(40.5)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年07月17日19时34分的股价 (Rmb15.32) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

## 季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

## ■ 新和成

新和成为全球维生素龙头企业，在VE、VA、VH、VD3市场都占有重要地位。公司近年来在香精香料方面的收入增长也很可观，并谋求在高分子新材料、高端原料药业务方面获得发展。

## ■ 风险声明

下行风险：新业务体现盈利能力的进度如果慢于市场预期，则公司未来2年业绩增速会有所影响。因公司产品主要出口，汇率波动可能给公司业绩带来风险；人力成本和原材料成本的波动以及电力供应不足可能对公司盈利能力造成一定的影响。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。 上述评级分布为截止至2013年06月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

## 主要定义

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

**处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

## 例外和特殊案例

**英国和欧洲投资基金的评级和定义**：买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE)**：投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：季序我，博士。

## 涉及报告中提及的公司的披露

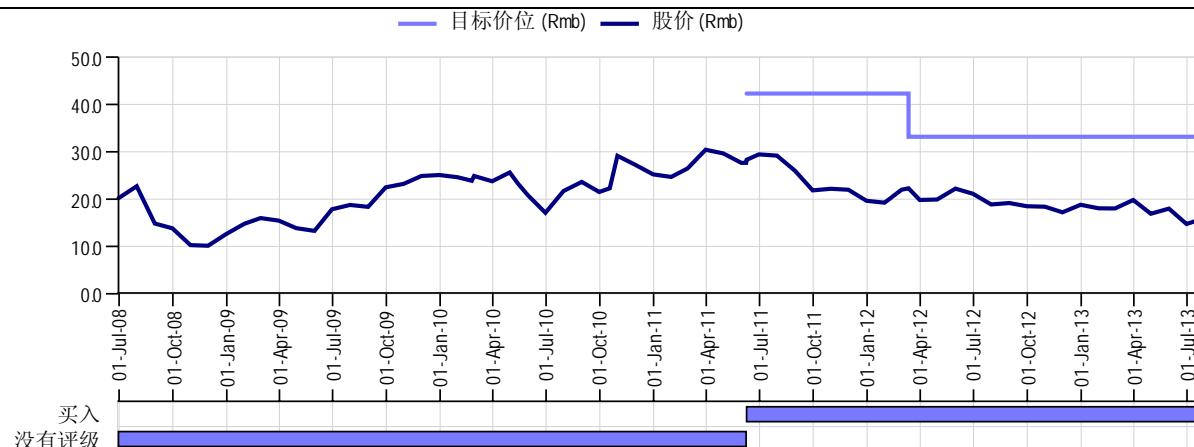
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
新和成	002001.SZ	买入	不适用	Rmb15.40	2013年07月16日

资料来源：UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 新和成 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截至至2013年7月16日



## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS (瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表；既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并由英国金融市场行为监管局 (FCA) 和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局 (ACP) 和金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利：由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会 (CONSOB) 监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**UBS Securities Ltd 是以色列证券监管局 (ISA) 监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。**澳大利亚：**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087) 和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。