

Key Call: 新和成

PPS 生产线试车圆满，新产品逐步进入收获期

PPS 生产线试车效果圆满，未来将继续生产 PPS 复合改性材料

公司发布公告称 PPS 生产线自 13 年 9 月起经过三个多月的试车，生产线装置和试生产产品指标表现稳定，效果圆满。PPS 为第一大特种工程塑料，具有耐热、阻燃、绝缘等诸多优良特性。我们预计在 PPS 树脂性能稳定的基础上，公司将进一步生产 PPS 复合改性材料；PPS 复合改性材料相比树脂在强度、刚性等方面均有所改善，在全球 PPS 产品中占比高达 85%，公司盈利水平未来有望进一步提升。

众多新产品有望接连进入收获期

我们认为 PPS 的成功只是公司新材料战略“花开结果”的开始，公司还布局了蛋氨酸等多个产品，均具有市场潜力大、技术门槛高的特点，未来几年将相继进入收获期。新材料业务不仅有望显著拉动公司利润增长，同时还可能带动公司估值水平的提升。

维生素价格，VA/VE 两重天

随着全球维生素需求恢复，VA 价格自 13 年三季度以来不断上涨，目前报价已达到 150 元/kg，较 13 年年初涨幅达 50%；受益于此，公司维生素业务回暖，盈利回升。VE 供需结构良好，然而由于生产厂商间的博弈其价格仍在低位徘徊；但我们认为目前 VE 价格已经接近小企业生产成本，进一步下行空间有限。

估值：小幅下调 13 年盈利预测，重申“买入”评级

考虑公司 VE 价格回升幅度慢于我们预期，我们小幅下调 2013 年 EPS 至 1.34 元（原 1.37 元），维持 2014-15 年 EPS1.89/2.49 元，根据 VCAM（WACC7.5%）估值得到新目标价 28 元（原 30 元），重申“买入”评级。

Equities

中国
药品

12 个月评级	买入
	保持不变
12 个月目标价	Rmb28.00
	之前: Rmb30.00
股价	Rmb17.31
路透代码: 002001.SZ 彭博代码 002001 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb22.40-14.00
市值	Rmb12.6 十亿/US\$2.08 十亿
已发行股本	726 百万 (ORDA)
流通股比例	98%
日均成交量(千股)	3,753
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb73.0
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb6.67 十亿
市净率 (12/13E)	1.9x
净债务 / EBITDA	NM
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 % 市场预测
12/13E	1.37 1.34 -2.27 1.31
12/14E	1.89 1.89 0.08 1.73
12/15E	2.49 2.49 0.08 2.17

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	3,445	3,804	3,631	3,871	4,866	5,990	6,470	6,923
息税前利润(UBS)	1,392	1,378	1,184	1,116	1,613	2,131	2,366	2,601
净利润 (UBS)	1,104	1,131	895	975	1,373	1,808	2,022	2,229
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.54	1.56	1.23	1.34	1.89	2.49	2.79	3.07
每股股息 (Rmb)	0.50	0.60	0.50	0.50	0.54	0.76	1.00	1.12
净债务 / (现金)	1,523	2,340	1,835	2,203	2,673	3,413	4,374	5,431
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	40.4	36.2	32.6	28.8	33.2	35.6	36.6	37.6
ROIC (EBIT) (%)	47.3	43.1	32.8	26.8	35.5	42.1	43.1	44.5
EV/EBITDA(core)x	9.6	10.1	7.7	6.7	4.7	3.4	2.7	2.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	15.3	16.9	16.0	12.9	9.2	7.0	6.2	5.6
权益 FCF (UBS) 收益率 %	12.8	11.0	8.0	5.8	6.8	10.2	13.2	14.6
净股息收益率(%)	2.1	2.3	2.5	2.9	3.1	4.4	5.8	6.4

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 2014 年 01 月 27 日 22 时 39 分的股价(Rmb17.31)得出；

投资主题

新和成

投资理由

新和成是 VE 原料药全球四巨头之一。公司利润主要依赖于 VE、VA 原料药的销售，由于全球养殖业景气弱，公司近年业绩没有显著增长。但我们认为未来 3-5 年公司将改变依赖维生素原料药业务的状况，创造出新的盈利点：1) 香精香料业务经过公司近两年的销售拓展，销售已开始放量。香精香料的全球市场规模超过 200 亿元，新和成大有可为；2) PPS (聚苯硫醚) 13 年 9 月开始试生产，全球市场需求在 8000 吨以上，市场空间广阔。我们认为公司经过 3-5 年的努力，将形成维生素业务、香精香料和新材料业务三足鼎立，我们看好公司的长期发展，给予“买入”评级。瑞银预计公司 2013-15 年 EPS 为 1.34/1.89/2.49 元，市场一致预期为 1.31/1.73/2.17 元。

乐观情景

如果 VE14 年价格达每公斤 105 元，销量 2.52 万吨；PPS 业务进展顺利，达到万吨级，我们估算实现销售收入 28.4 亿元，那么对应 14 年 EPS2.01 元，高于我们目前预测 6%，每股估值 29.68 元。

悲观情景

如果 VE14 年价格每公斤 100 元，销量 2.45 万吨；PPS 业务进展较缓，我们估算实现销售收入 26.3 亿元，那么对应 14 年 EPS1.72 元，低于我们目前预测 9%，每股估值 17.20 元。

近期催化剂

PPS 进展顺利；
VE 价格上涨；
2014 年 4 月：2013 年年报发布

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb28.00

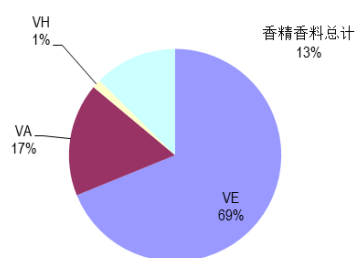
公司简介

新和成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。

行业展望

公司主要产品下游应用主要为养殖业，食品和日化行业，工程塑料行业。随着海外经济的温和复苏，养殖业景气随之提升，未来维生素原料药行业有望维持 8-10% 的稳健增速；香精香料的主要下游应用为食品和日化行业，我们认为随着个人收入水平和消费水平的提升，香精香料行业未来将保持稳定增长；PPS 是第一大特种工程塑料，用途十分广泛，市场需求旺盛，未来 2-5 年有望保持 20% 左右的复合增速。

收入按产品分布(%), 2012 年



数据来源：公司公告

各类产品的毛利

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
VE	1,324	1,350	1,104	1,336	1,693
VA	255	157	151	239	246
VH	44	22	1	3	3
香精香料	73	61	205	323	332
PPS			3	60	375
合计	1,696	1,589	1,478	1,961	2,650

来源:公司公告、瑞银证券估算

预测回报率

预测股价涨幅	+61.8%
预测股息收益率	4.4%
预测股票回报率	+66.2%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+56.8%

风险声明

下行风险：PPS（聚苯硫醚）如果未能顺利试生产，公司将失去一个重要的利润增长点；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出一定的影响。

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。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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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

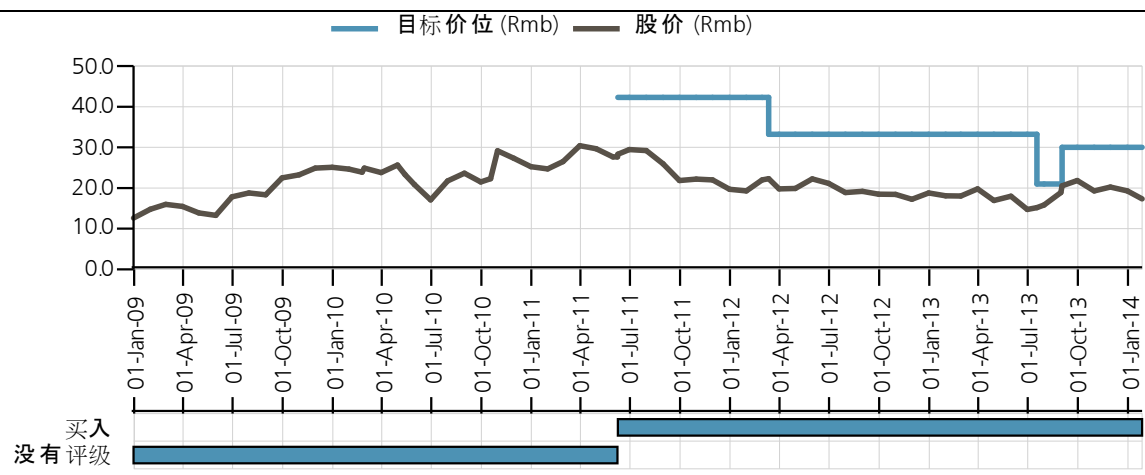
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
新和成	002001.SZ	买入	不适用	Rmb17.31	2014 年 01 月 27 日

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); 截止至 2014 年 1 月 27 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下述情形之任何地区、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:在该等司法管辖区内,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取回已投资的金额。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受的损失(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人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 (spółka 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:** 本文件由UBS Limited分发,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。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(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 und 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. (mca (p) 107/09/2013 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系。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需要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物体或元素。© UBS 2014 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。

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物体或元素。© UBS 2014 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。

