

大幅提价，维生素E进入涨价通道

——新和成（002001）事件点评

2016年04月07日

推荐/维持

新和成

事件点评

事件：

据博亚和讯报道，新和成维生素E（简称VE）出厂价上调至72元/公斤，此前报价约40元/公斤，涨幅约80%。截至今年3月底，中国饲料工业协会数据显示国内VE市场价格在53.5元/公斤，新和成此次上调VE出厂价可能预示着VE价格将跟随其他维生素品种的涨价步伐，进入持续的上升通道。

主要观点：

1. 经过充分调整，VE市场供给收缩，价格进入上升通道

VE价格从2007年以来经历了一轮大起大落。2007年11月至2008年6月，由于几家主要供应商退出市场，导致VE价格从70元/公斤大幅上涨至270元/公斤。此后，随着新和成、浙江医药等国内厂商供应能力的增加，VE价格震荡向下。2013年1月至2014年6月，VE价格基本稳定在90-110元/公斤，全行业处于盈利较好的时期，毛利率约40%-50%。较高的盈利水平吸引了更多资本进入VE市场，西南合成、北沙制药等公司扩建或新建了VE产能。随着供应增加，VE价格大幅回落，从2014年6月至2015年1月，VE价格从90元/公斤大幅下跌至40-45元/公斤，导致全行业处于微利和亏损边缘。

经过长达1年左右的盘整，中小型VE企业出现停产现象。西南合成（产能约3000吨）已经停产约3-4个月。北沙药业（产能约6000吨）开工率处于低位。部分拟投资的VE项目已经处于停滞状态。因此我们认为，此次新和成上调VE价格可能意味着市场供需格局已经明显改善，2014年6月以来VE的跌价周期已经结束，未来VE将进入涨价通道。我们判断推动VE价格上升的因素包括：1）此前价格长期低迷，中小企业停产或退出；2）下游饲料行业景气高，需求上升。

2、VE市场集中度高，涨价或将持续

VE市场供应集中度高，DSM（约2.5万吨）、BASF（约2万吨）、浙江医药（约2万吨）、新和成（约2万吨），四家公司占据行业约90%份额。4大巨头的VE业务一体化程度高，相对其他小厂而言具备规模、成本优势。

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

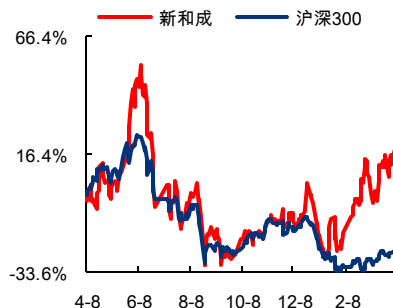
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间（元）	21.78-18.17
总市值（亿元）	237.17
流通市值（亿元）	233.71
总股本/流通A股（万股）	108892/107303
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.24

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《新和成（002010）调研快报：PPS和蛋氨酸项目顺利推进，新和成重回成长轨道》
2014-10-22

其中新和成在原有工艺路线的基础上开发出了新的VE合成工艺，即“化学法全合成生产工艺”。该生产工艺可分为12个工序，最终得到纯度为92%的VE原油。新工艺与老工艺相比，VE生产的废水排放量减少了90%以上，废渣排放量减少了95%以上，反应能量消耗下降了80%以上，大大降低了污染末端治理压力。新工艺的采用巩固了新和成在VE领域的寡头地位，提升了公司的竞争力。

2016年以来，猪肉价格持续走高，带动养殖业进入景气上升期，间接推高了养殖业对饲料以及VE等饲料添加剂的需求。当前较低的库存水平、不断增长的需求，将成为推动VE涨价的动力之一。另外，今年9月杭州将召开G20峰会，而我国两家最大的VE生产企业新和成、浙江医药的VE装置均在杭州附近地区，届时有很大可能性将被实施临时停产，这进一步加剧了市场对VE供应短缺的担忧。因此我们预计，虽然此次新和成VE提价幅度较大，但未来仍有提价空间。

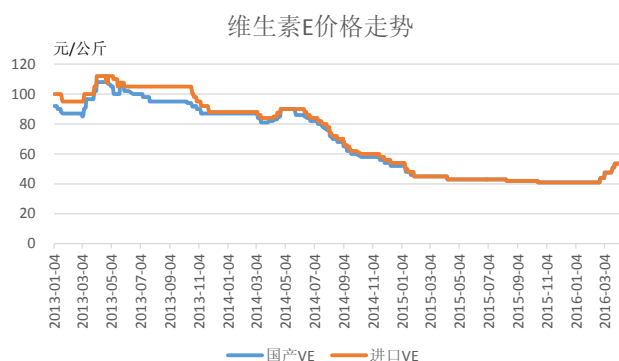
3、VE业务收入占比高，业绩弹性大

新和成现有VE产能约2万吨/年，2015年VE业务贡献营业收入超过10亿元，占公司总营业收入的约1/4。假设VE的生产成本维持不变，VE价格每上调10元/公斤（1万元/吨），新和成增加净利润约1.7亿元（年化），对应增加EPS约0.15元（年化）。

结论：

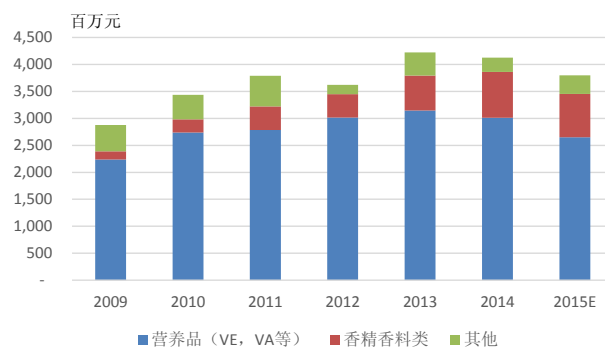
新和成管理层战略清晰，技术储备丰富，管理良好，是一家优秀的公司。公司一直以国际巨头为榜样，努力参与国际竞争。2016年以来，随着VE以及VA价格的持续上升，公司将成为最收益的投资标的。从中长期看，公司在新材料等领域的积累和投入也将逐渐产生回报，香精香料业务稳步增长，聚苯硫醚（PPS）材料将放量，蛋氨酸一期5万吨/年项目将于今年中期建成投产。预计公司2015-2017年EPS分别为0.37元，0.95元和0.99元，对应PE分别为53倍，23倍和22倍，维持公司“推荐”评级。

图1：VE市场价格走势



资料来源：中国饲料工业协会，东兴证券研究所

图2：新和成收入构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	5063	5275	5097	5945	7277	营业收入	4238	4164	3861	4707	5645
货币资金	2665	2746	2317	2824	3387	营业成本	2628	2500	2883	2879	3632
应收账款	857	834	772	941	1129	营业税金及附加	60	40	39	47	56
其他应收款	104	121	112	137	164	营业费用	98	115	97	118	141
预付款项	22	3	129	254	412	管理费用	360	434	386	471	564
存货	1142	1242	1422	1420	1791	财务费用	46	60	4	10	20
其他流动资产	52	240	240	240	240	资产减值损失	9.43	4.54	26.00	5.00	5.00
非流动资产合计	3493	3849	4377	4559	4322	公允价值变动收益	1.01	-4.30	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	147	69	550	550	550	投资净收益	1.73	-0.49	75.00	80.00	90.00
固定资产	2432.41	2709.66	2739.88	3162.11	2966.34	营业利润	1039	1006	502	1258	1316
无形资产	355	407	366	325	285	营业外收入	45.50	23.93	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	27	200	0	0	0	营业外支出	25.05	13.06	15.00	8.00	8.00
资产总计	8556	9124	9474	10503	11599	利润总额	1059	1016	503	1278	1328
流动负债合计	1569	1950	1858	2145	2575	所得税	177	208	96	243	252
短期借款	171	778	457	732	971	净利润	882	808	408	1035	1076
应付账款	505	489	553	552	697	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	11	11	20	32	46	归属母公司净利润	882	808	408	1035	1076
一年内到期的非	428	292	292	292	292	EBITDA	1732	1809	917	1786	1873
非流动负债合计	416	159	392	617	746	BPS (元)	1.22	0.74	0.37	0.95	0.99
长期借款	293	1	401	601	701	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1985	2109	2251	2762	3320	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1.8%	-1.7%	-7.27%	21.90%	19.93%
实收资本 (或股	726	1089	1089	1089	1089	营业利润增长	4.2%	385.7%	-50.07%	150.47%	4.65%
资本公积	1081	718	718	718	718	归属于母公司净利	-49.6%	244.7%	-49.57%	153.95%	3.95%
未分配利润	4405	4787	4787	4787	4787	获利能力					
归属母公司股东	6571	7015	7224	7741	8279	毛利率 (%)	38%	40%	25%	39%	36%
负债和所有者权	8556	9124	9474	10503	11599	净利率 (%)	21%	19%	11%	22%	19%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)		10%	9%	4%	10%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	13%	12%	6%	13%	13%
经营活动现金流	1335	1080	601	1159	969	偿债能力					
净利润	882	808	408	1035	1076	资产负债率 (%)	23%	23%	24%	26%	29%
折旧摊销	646.81	743.66	0.00	518.44	536.44	流动比率					
财务费用	46	60	4	10	20	速动比率					
应付帐款的变化	0	0	64	-1	144	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	10	12	14	总资产周转率	0.52	0.47	0.42	0.47	0.51
投资活动现金流	-545	-811	-890	-625	-215	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收	1	-4	0	0	0	应付账款周转率	9.98	8.39	7.42	8.52	9.04
长期股权投资减	147	69	550	550	550	每股指标 (元)					
投资收益	2	0	75	80	90	每股收益 (最新摊	1.22	0.74	0.37	0.95	0.99
筹资活动现金流	-384	-279	-141	-27	-191	每股净现金流 (最	0.56	-0.01	-0.39	0.47	0.52
应付债券增加	171	778	457	732	971	每股净资产 (最新	9.05	6.44	6.63	7.11	7.60
长期借款增加	293	1	401	601	701	估值比率					
普通股增加	0	363	0	0	0	P/E	17.85	29.43	58.20	22.92	22.05
资本公积增加	0	-363	0	0	0	P/B	2.41	3.38	3.28	3.06	2.86
现金净增加额	406	-10	-429	507	563	EV/EBITDA	8.11	12.18	24.60	12.61	11.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。