

谨慎推荐

医药行业

调研简报

第一创业研究所

分析师：梁良 巨国贤

电话：0755-82485194

邮件：liangliang@fcsc.cn

新和成（002001）

——2010 业绩弹性大，进军香料为明天

事件：

- 近期我们拜访了浙江新和成股份有限公司，就公司的经营情况与管理层进行了交流，现总结如下：

1、VE 是公司主要利润来源，去年停产导致今年业绩有较大弹性

维生素 E 给公司贡献了绝大部分利润，在 VE 价格坚挺，需求稳定的情况下，公司充分享受着 VE 的高景气。由于公司在 2009 年 6 月到 8 月检修生产设备而停产 VE，导致产量下降，而在 2010 年公司将全年正常生产，将比 2009 年的产量增加 25%，如果 VE 维持在现在的高位，那么公司在 2010 年的业绩会有较大的弹性。

- VE 价格坚挺，需求稳定，2010 年销量将增加 25%

VE 价格到 2010 年将维持高位：VE 的价格由其竞争格局决定，目前帝斯曼拥有最大的 1.8 万吨产能，巴斯夫有 1.4 万吨产能，浙江医药有 1.2 万吨产能，新和成有 1.1 万吨产能，西南合成有 0.2 万吨产能。这五家公司是多年来惨烈竞争后的胜利者，前四家公司控制着 VE 的供应，是一个寡头垄断的格局，谁都不会轻易改变这个局面，毕竟将 VE 维持在 170 元/公斤的高位符合大家的利益。而下游的买家也已经认识到 VE 不可能再回到往日的低价，基本认同了目前的价位，因此，最少在 2010 年，VE 的价格将保持这样的高位。

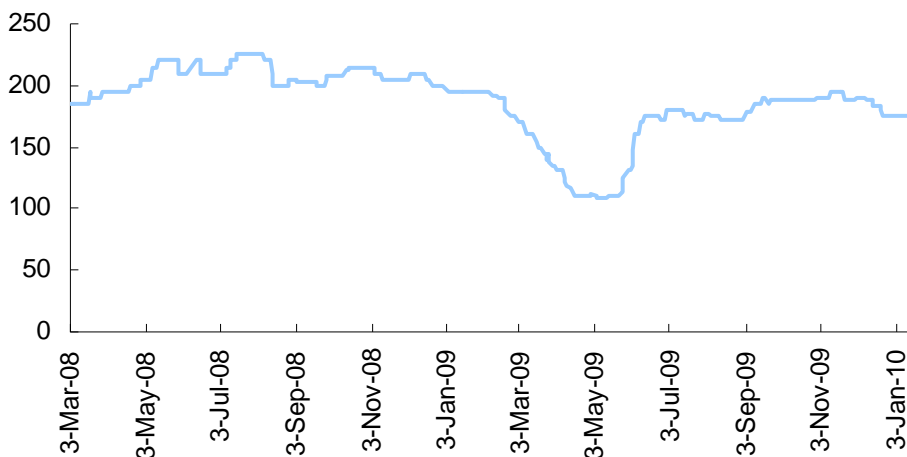
表 1、四家公司形成 VE 的寡头垄断格局，产能与需求基本平衡

| 公司 | 产能 | 销量（2008 年） |
|------|-------|------------|
| 帝斯曼 | 18000 | 17000 |
| 巴斯夫 | 14000 | 12500 |
| 浙江医药 | 12000 | 8000 |
| 新和成 | 11000 | 9000 |
| 西南合成 | 2000 | 200 |
| 合计 | 57000 | 46700 |

数据来源：第一创业研究所



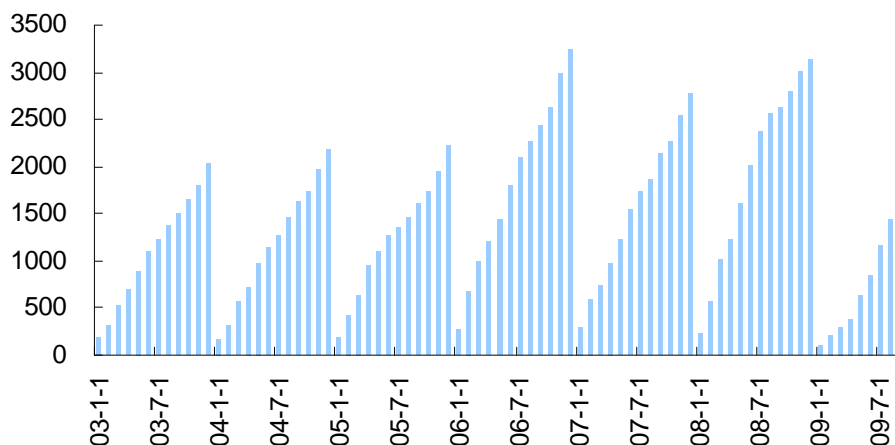
图 1、VE 近来的价格走势（元/公斤）



数据来源：博亚和讯、第一创证券研究所

VE 需求稳定：VE 的需求主要是禽类、猪的饲料，除了 2008 年末到 2009 年初因金融危机，经销商去库存导致 VE 需求减少，平时的需求一直比较稳定，全球的 VE 保持一个 3% 左右的自然增速。

图 2、VE 的出口量（吨）



据来源：海关总署、第一创证券研究所

在 VE 价保持坚挺，需求保持稳定的情况下，公司 2010 的收入增长主要来自 VE 产量的增长。2009 年 6 月到 8 月，公司因生产设备老化停产检修 VE，使得产量不足平时水平。而在 2010 年，公司将全年正常生产，这相当于同比 2009 年 VE 的产量将增加 25%。

● VA 受海外市场的影响，量价都很低迷

VA 在新和成的收入占较大的比重，在 2008 年达到 18%。受竞争激烈、产能过剩海外需求减少的影响，VA 的外贸价格低迷，量也锐减。

VA 生产厂家众多、竞争剧烈，巴斯夫、帝斯曼、浙江医药、新和成、金达威、安迪苏六家公司拥有超过 1.4 万吨的产能，远高于 2009 年全球需求的 5000 吨，六家公司无法形成统一战线，VA 的价格上涨的可能性很小。



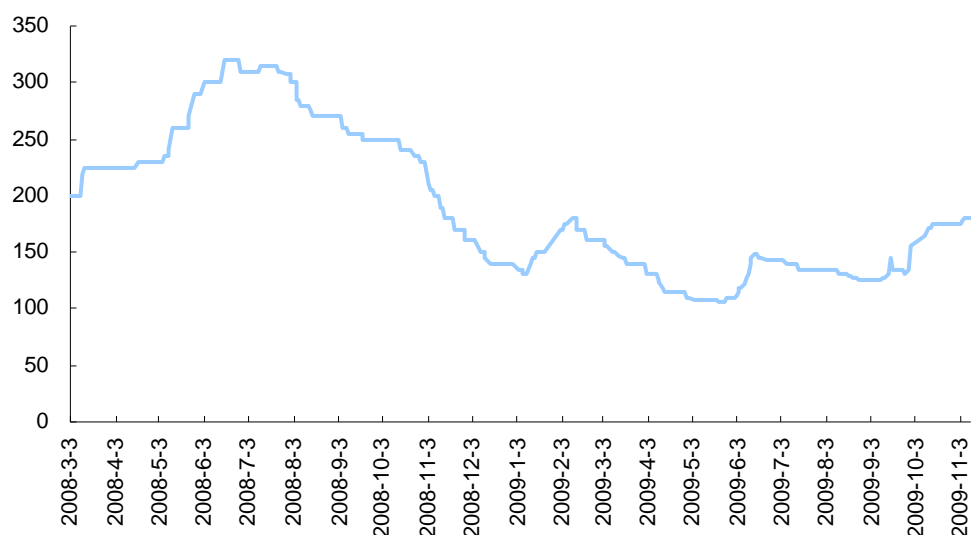
VA 的成本远高于 VE，在正常的时候，VA 的价格是 VE 的两倍，但是目前 VA 的外贸价格仅为 110 元/公斤，反而低于 VE 的价格，这主要是因为 VA 主要用于奶牛饲料，而奶牛受三聚氰胺的影响非常大，国外恢复的速度远不如国内快，2009 年 VA 全球需求只有平时的 50% 左右，（正常年份需求为 10000 吨左右）。加上欧盟出台法案限制 VA 的过度添加，VA 涨价的时刻远没到来。

表 3、VA 生产厂家众多，供给远大于需求

| 公司 | 产能(吨) | 2009 年全球总需求 (吨) |
|------|-------|-----------------|
| 帝斯曼 | 4000 | 5000 |
| 新和成 | 3500 | |
| 巴斯夫 | 3000 | |
| 安迪苏 | 2400 | |
| 金达威 | 700 | |
| 浙江医药 | 500 | 5000 |
| 合计 | 14100 | |

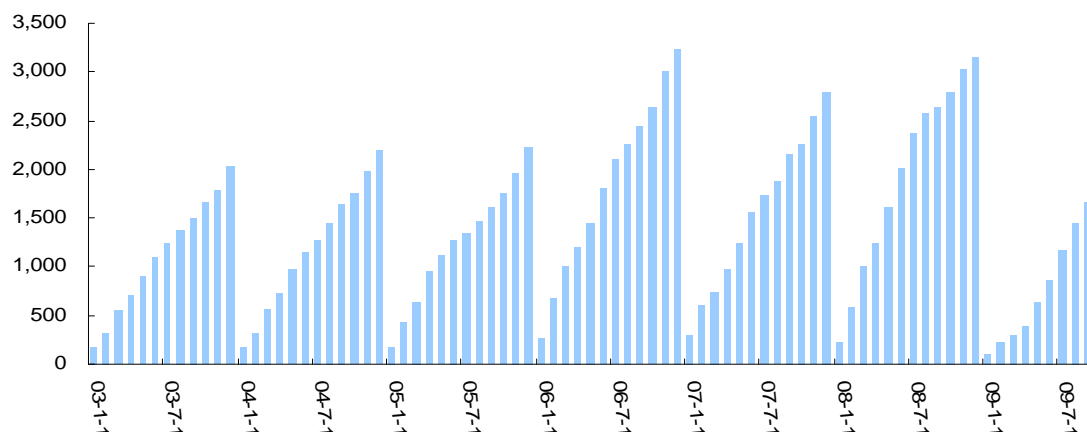
资料来源：第一创业证券研究所

图 3、VA 近期的价格走势（元/千克）



数据来源：博亚和讯，第一创业证券研究所

图 5、VA 的出口量（吨），2009 年出口量显著低于以往正常年份





据来源：海关总署、第一创证券研究所

● VH 上涨时机远没到来

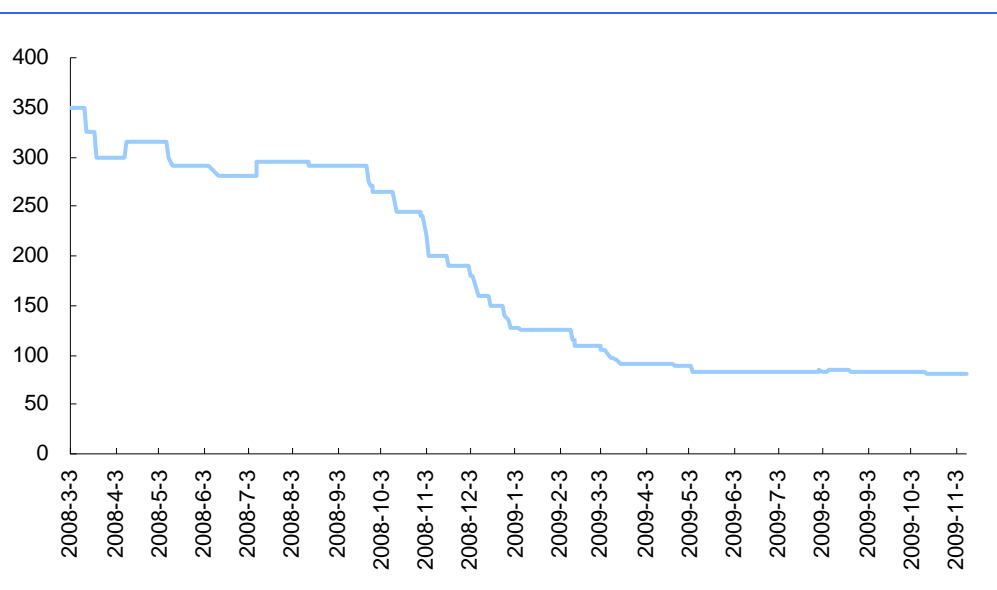
VH 在新和成的业务占比并不大，2008 年只有 2.9%，因此 VH 的低迷不会给公司造成太大的影响。目前 VH 处在一个产能远大需求的局面，浙江医药、圣达、新和成、迪赛诺等合起来拥有超过 200 吨的产能，而全球需求只有 100 吨左右，厂家太多而无法形成统一的战线，VH 目前价格处于低谷，而上涨的时间也远没有到来。

表 2、VH 生产厂家众多，供给远大于需求

| 公司 | 产能（吨） | 销量（吨） |
|------|-------|-------|
| 浙江医药 | 80 | 40 |
| 迪赛诺 | 50 | 20 |
| 新和成 | 40 | 17 |
| 浙江圣达 | 40 | 25 |
| 住友 | 20 | 0 |
| 合计 | 230 | 102 |

数据来源：第一创业证券研究所

图 3、VH 近期的价格走势（元/kg）



数据来源：博亚和讯、第一创证券研究所

2、进军香料行业为明天

在 VE 高景气的日子，新和成并未“安心享受”好时光，他们为更远的未来谋划，进军香料行业，我们对此举措表示赞许。

新和成进军香料行业，是经过深思熟虑的结果：

- 香料的生产工艺与生产 VE 的重复性较大，因此公司不存在技术上的障碍，并不算进入一个全新的行业。
- 香料的客户主要来自国外，新和成多年的维生素出口经营积累了一大批外国客户资源，销售渠道不成问题。



- 国内的香料生产厂家较多却较小，没有领导者，新和成进去后成为领先者的可能性很大。

表 3、新和成新进入的香料和食品添加剂项目

| 项目名称 | 行业性质 | 项目总投资（万元） | 年平均利润 | 投资回收期（年） |
|---------------------|-------|-----------|----------|----------|
| 年产 3000 吨二氢茉莉酮酸甲酯项目 | 香料 | 17,401.88 | 5,682.92 | 6.12 |
| 年产 900 吨叶醇（酯）项目 | 香料 | 10,746.98 | 4,506.62 | 4.11 |
| 年产 600 吨覆盆子酮项目 | 香精 | 5,745.44 | 1,223.83 | 5.47 |
| 年产 6000 吨氨基葡萄糖项目 | 食品添加剂 | 19,300.00 | 6,097.11 | 5.65 |

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

二氢茉莉酮酸甲酯是配制茉莉特征香气的主要化合物之一，主要用于高级香水、化妆品香精和皂用香精配方中。经过努力公司拥有该产品的自主知识产权。由于应用越来越广泛，2003 年至 2008 年中期，该产品的年销售量都保持着 5%-8% 的快速增长，到 2012 年全球用量预计可达 1.2 万吨左右。产品价格自 2003 年最低点 9 美元/千克开始逐步上升，至 2006 年开始加速上涨，2007 年底终端市场达到最高点 23-25 美元/千克，2008 年受国际金融危机影响，产品价格有所回落，目前大宗主流市场的产品价格为 12-13 美元/千克左右。

叶醇及其衍生物是世界流行的清香型名贵香料之一，公司通过自主研发，技术处于国内领先水平。近年来叶醇及其酯类增长速度较快，年均保持 5% 左右的增长，尤其是酯类产品的用量增长更加迅速，增速超过 10%。叶醇及其酯类产品处于市场高度垄断状态，一直以来价格基本保持稳定。目前国际市场价格维持在 35-40 美元/千克。

覆盆子酮又称作悬钩子酮，是一种白色的针状晶体，是目前国内外广泛应用的一种具有幽雅果香的香料，广泛应用于食用和日用香精中。公司在技术上目前在国内领先。需求量近几年均保持着 5% 左右的增长速度；由于覆盆子酮产品的使用范围逐步扩大，2007 年到 2008 年上半年，增速有所加快，达 10% 以上。目前覆盆子酮产品大宗交易主流价格在 115-120 元/千克。

D-氨基葡萄糖是生物细胞内许多重要多糖的基本组成单位，是合成双歧因子的重要前体。D-氨基葡萄糖盐酸盐是壳多糖保健食品系列中最新的第三代保健功能性食品添加剂，可用作食品抗氧化剂、婴幼儿食品添加剂、糖尿病患者低热量甜味剂，也可作为抗癌、防癌、降血脂、降血压的食品添加剂；同时也应用于医药行业，如作为生化试剂用于药物合成以及用作抗细菌感染及免疫佐剂，是人体抗流感病毒的活化剂。公司技术处于国内领先水平。产品市场需求量增长迅速，2006 年美国市场需求量达 5,000-6,000 吨，日本市场则由 2000 年的 70-80 吨增加到 2006 年的 500 吨以上，销售额在 20 亿日元以上，而其终端产品的市场销售额则高达 400 亿日元，是原料的 20 倍。

3、盈利预测与投资建议：预测公司 2009、2010 年每股收益为 3.31 元、4.49 元，对应市盈率为 15、11 倍。在 VE 竞争格局稳定的情况下，我们认为至少到 2010 年 VE 的价格能保持在高位，公司的到 2010 年的业绩有保障，目前的估值存在低估，给予新和成“审慎推荐”的评级。

4、风险提示：

- 公司业绩最大的风险来自 VE 价格的下跌，VE 价格下跌的最大可能诱因是有新厂家进入或现有厂家打破目前的竞争格局，到目前为止，并未出现新进入的厂家，但是我们提醒注意“西南合成”，该公司也是 VE 的老牌生产厂家，在 VE 的生产工艺上并不存在障碍，在 VE 高利润的诱惑下，不排除西南合成会扩大生产的可能，打破现有的格局。
- 公司的香料产品投资回收期低于预期的风险。



盈利预测表（百万元）

| 会计年度 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 一、营业收入 | 3,314.0 | 3,021.0 | 3,625.2 | 3,661.5 |
| 减：营业成本 | 1,169.0 | 1,282.9 | 1,494.7 | 1,526.6 |
| 营业税金及附加 | 31.6 | 27.4 | 40.5 | 40.6 |
| 销售费用 | 72.9 | 66.6 | 83.4 | 84.2 |
| 管理费用 | 191.3 | 194.4 | 196.4 | 198.3 |
| 财务费用 | 186.7 | 43.4 | 2.0 | -1.0 |
| 资产减值损失 | 25.1 | 18.1 | 9.2 | 5.1 |
| 加：公允价值变动收益 | -4.4 | -0.7 | 0.0 | 0.0 |
| 投资收益 | 9.2 | 6.6 | 0.0 | 0.0 |
| 其中：联营企业收益 | 2.9 | 5.9 | 0.0 | 0.0 |
| 二、营业利润 | 1,642.1 | 1,394.0 | 1,799.1 | 1,807.7 |
| 加：营业外收入 | 16.0 | 16.6 | 17.5 | 18.4 |
| 减：营业外支出 | 14.2 | 10.0 | 10.5 | 11.0 |
| 三、利润总额 | 1,643.9 | 1,400.7 | 1,806.1 | 1,815.0 |
| 减：所得税费用 | 196.0 | 167.1 | 270.9 | 272.3 |
| 四、净利润 | 1,448.0 | 1,233.6 | 1,535.2 | 1,542.8 |
| 归属母公司净利润 | 1,374.5 | 1,131.9 | 1,535.2 | 1,542.8 |
| 少数股东损益与调整 | 73.4 | 101.7 | 0.0 | 0.0 |
| 五、总股本(万股) | 342.1 | 342.1 | 342.1 | 342.1 |
| EPS（元） | 4.02 | 3.31 | 4.49 | 4.51 |

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-------------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120