

化学原料药

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

新和成

002001

推荐

业绩符合预期，产业链延伸有空间

新和成 09 年归属于母公司的净利润同比下降 25.91%，实现每股收益 2.74 元（按增发后股本计算），分配预案为 10 转增 3 派 10 元。

投资要点：

- 09 年维生素系列同比下降导致利润负增长，但 1 季度预计业绩将大幅增长。受 09 年上半年 VE、VA 和 VH 价格低迷影响，新和成的三大维生素产品同比收入毛利率均有下降，但近期 VE 价格已经有回升态势，预计 10 年 1 季度公司业绩同比将大幅增长；
- 香精香料业务大幅增长；公司香精香料类产品收入大幅增长 121.84%，销售额达到 1.5 亿，成为仅次于 VE、VA 的第三大产品，显示公司的产业链延伸较为成功；
- 预计维生素 E 价格将在高位维持。维生素 E 价格自 07 年初上涨以来已经维持了两年多的时候，但产业竞争格局并未发生大的变化，目前也没有大的新增产品进入，预计未来 VE 价格高位震荡的可能较大。
- 目前估值安全边际较高，维持推荐评级，新和成作为维生素 E、A 的龙头企业，目前估值水平在医药板块中处于低端，公司 2010 年预计还将能实现业绩的较大增长，维持推荐的投资评级。

6-12 个月目标价： 50.00 元

当前股价： 47.57 元

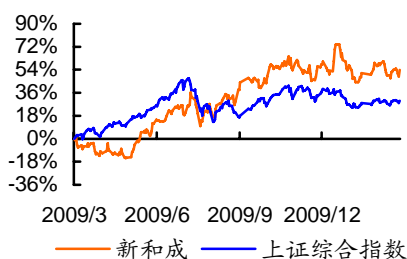
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3059.72
总股本(百万)	372
流通股本(百万)	338
流通市值(亿)	161
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	5.19
资产负债率	48.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新和成	-2.02	-1.35	12.78
上证综合指数	0.25	-2.60	7.78



相关报告

《新和成-业绩符合预期，产品价格趋势良好》2009-10-25

《新和成-2 季度业绩环比大幅增长，目前估值仍有提升空间》2009-7-19

《新和成-季度业绩反转趋势确立，高毛利有可能成为常态》2009-7-2

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2898	3454	3777	4170
同比(%)	-13%	19%	9%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1115	1335	1437	1566
同比(%)	-26%	22%	9%	10%
毛利率(%)	55.0%	56.3%	54.9%	53.6%
ROE(%)	36.6%	24.2%	22.1%	20.6%
每股收益(元)	2.74	3.33	3.61	3.96
P/E	17.4	14.3	13.2	12.0
P/B	6.4	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	11.8	9.1	8.4	7.8

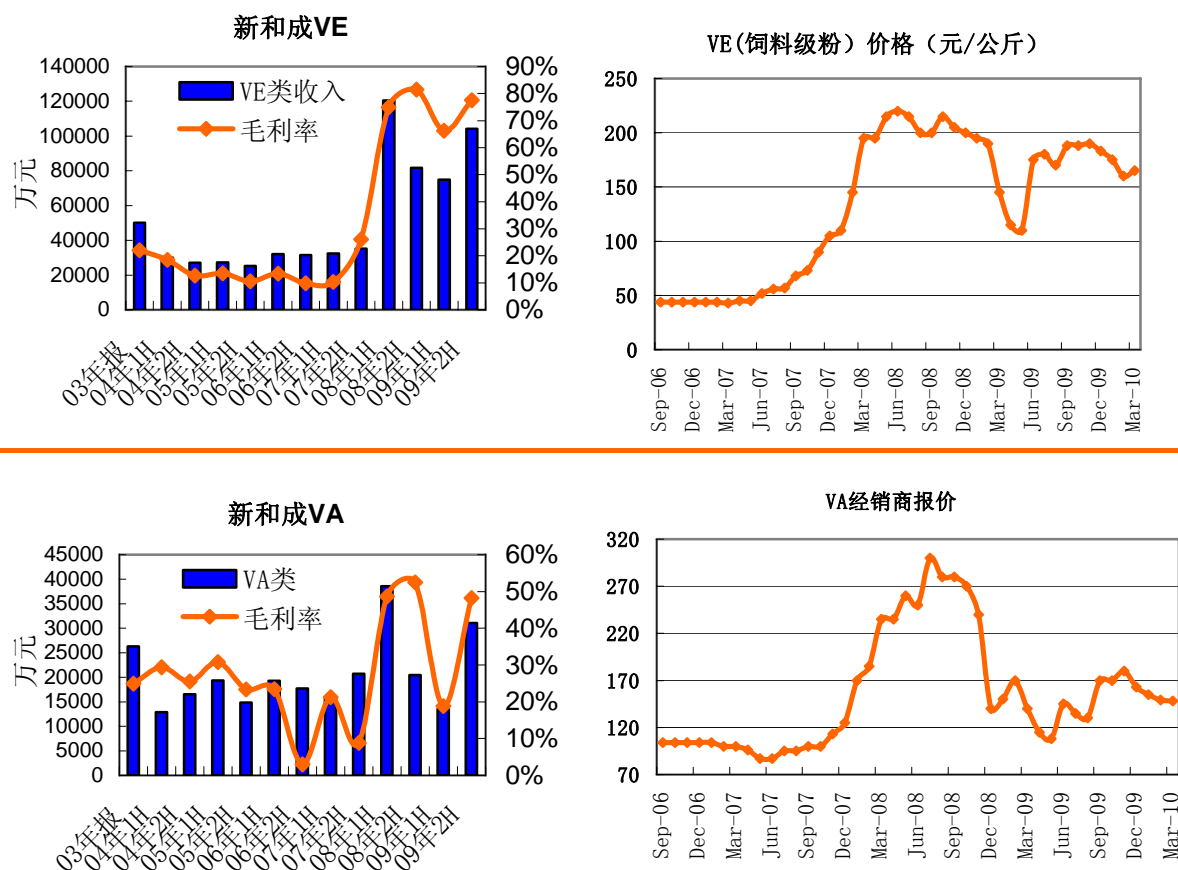
资料来源：中投证券研究所

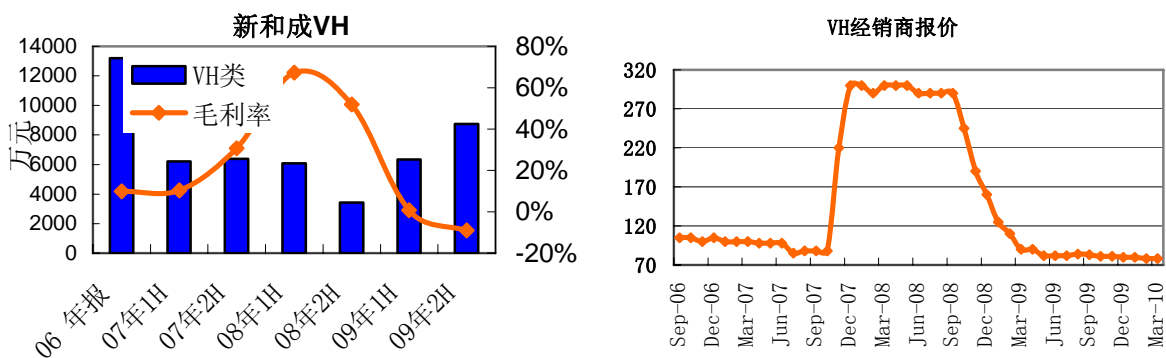
表 1: 新和成的季度数据

财务指标 (万)	08年1Q	08年2Q	08年3Q	08年4Q	09年1Q	09年2Q	09年3Q	09年4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业总收入	81754	111867	93452	54837	52321	69264	78571	89666	63.5%	14.1%
营业成本	38466	32157	28951	10248	26598	36963	33649	33254	225%	-1.2%
营业费用	2043	2045	1751	840	1060	1049	1700	3366	301%	98.0%
管理费用	3209	3605	2407	9988	5206	3834	5447	7787	-22.0%	43.0%
财务费用	2489	4187	6501	7437	2476	469	221	2430	-67.3%	1000%
营业利润	32955	68352	52894	25059	16060	27185	36751	40304	60.8%	9.7%
利润总额	32903	68592	53103	25135	16439	27606	36846	40689	61.9%	10.4%
所得税	7227	13950	-895	-48	1044	2888	3896	2235	-	-
归属于母公司净利润	25061	51468	51031	21420	13112	22756	30605	35361	65.1%	15.5%
毛利率	52.9%	71.3%	69.0%	81.3%	49.2%	46.6%	57.2%	62.9%	-18.4%	5.7%
营业费用率	2.5%	1.8%	1.87%	1.53%	2.03%	1.51%	2.16%	3.75%	2.2%	1.6%
管理费用率	3.9%	3.2%	2.58%	18.21%	9.95%	5.53%	6.93%	8.68%	-9.5%	1.8%
财务费用率	3.0%	3.7%	6.96%	13.56%	4.73%	0.68%	0.28%	2.71%	-10.9%	2.4%
利润率	40.2%	61.3%	56.82%	45.84%	31.42%	39.86%	46.89%	45.4%	-0.5%	-1.5%
实际所得税率	22.0%	20.3%	-1.68%	-0.19%	6.35%	10.46%	10.57%	5.49%	5.7%	-5.1%
EPS	0.67	1.38	1.37	0.58	0.35	0.61	0.82	0.95	0.37	0.13

资料来源: 新和成历年报表、中投证券研究所 环比除了比率数据为绝对变化, 其他为相对变化

图 1: 新和成主要产品销售收入和毛利率及市场价格变化





资料来源：新和成历年报表 中投证券研究所

表 2：新和成分产品预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
1、VE 类	179133	231495	254644	280109
毛利率	73.3%	69.3%	67.9%	66.4%
2、VA 类	44635	44550	42900	42900
毛利率	39.3%	47.4%	44.6%	43.8%
3、VH 类	8750	9188	9647	10130
毛利率	-1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
4、香精香料	15372	16909	23673	33142
毛利率	22.8%	25.0%	25.0%	25.0%
2、甲叉	5462	5189	4929	4683
毛利率	4.5%	14.0%	14.0%	14.0%
3、其它产品	34598	38057	41863	46049
毛利率	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	289823	345388	377657	417013
毛利率	55.5%	56.3%	54.9%	53.6%

数据来源：中投证券研究所

表 2: 新和成分产品预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
合成 VE	220766	263646	290011	304511
毛利率	58.1%	57.6%	55.5%	53.3%
VA 系列	19967	22962	25258	27784
毛利率	28.2%	28.0%	28.0%	28.0%
天然 VE 系列	10691	11761	12701	13718
毛利率	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%
来立信系列	12130	13950	16042	18449
毛利率	48.2%	48.2%	48.2%	48.2%
B-胡萝卜素	6526	6853	7195	7555
毛利率	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
万古霉素	8943	11179	13974	17467
毛利率	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其它	139349	164819	195583	232469
毛利率	31.2%	24.6%	24.6%	24.7%
合计	495169	560765	621953	684149
毛利率	45.2%	43.0%	41.5%	39.6%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2187	5073	6290	7626	营业收入	2898	3454	3777	4170
现金	662	3311	4332	5434	营业成本	1305	1510	1704	1936
应收账款	684	815	891	984	营业税金及附加	23	10	11	13
其它应收款	49	58	63	70	营业费用	72	86	83	92
预付账款	36	42	47	54	管理费用	223	225	227	238
存货	713	825	931	1057	财务费用	56	66	74	64
其他	44	23	25	27	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	2023	1896	1794	1678	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	72	72	72	72	投资净收益	-1	1	1	1
固定资产	1529	1526	1468	1375	营业利润	1203	1557	1678	1829
无形资产	223	218	214	209	营业外收入	21	21	21	21
其他	199	80	41	22	营业外支出	8	8	8	8
资产总计	4210	6970	8084	9305	利润总额	1216	1570	1691	1842
流动负债	909	1283	1332	1390	所得税	101	236	254	276
短期借款	136	800	800	800	净利润	1115	1335	1437	1566
应付账款	307	355	401	456	少数股东损益	97	97	93	93
其他	466	128	131	135	归属母公司净利润	1018	1238	1344	1472
非流动负债	321	280	280	280	EBITDA	1400	1808	1955	2109
长期借款	280	280	280	280	EPS (元)	2.74	3.33	3.61	3.96
其他	41	0	0	0					
负债合计	1230	1563	1612	1670	主要财务比率				
少数股东权益	199	295	388	481	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	342	372	372	372	成长能力				
资本公积	134	1197	1197	1197	营业收入	-13%	19%	9%	10%
留存收益	2305	3543	4516	5585	营业利润	-27%	29%	8%	9%
归属母公司股东权益	2781	5112	6084	7154	归属于母公司净利润	-26%	22%	9%	10%
负债和股东权益	4210	6970	8084	9305	获利能力				
					毛利率	55%	56%	55%	54%
					净利率	35%	36%	36%	35%
					ROE	37%	24%	22%	21%
					ROIC	42%	52%	56%	59%
					偿债能力				
					资产负债率	29%	22%	20%	18%
					净负债比率				
					流动比率	241%	395%	472%	549%
					速动比率	161%	330%	401%	471%
					营运能力				
					总资产周转率	73%	62%	50%	48%
					应收账款周转率	442%	426%	410%	412%
					应付账款周转率	518%	456%	451%	452%
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)				
					每股经营现金流(最新摊薄)				
					每股净资产(最新摊薄)				
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1008	1398	1566	1668
净利润	1115	1335	1437	1566
折旧摊销	141	185	202	216
财务费用	56	66	74	64
投资损失	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-308	-199	-156	-188
其它	3	12	9	11
投资活动现金流	1008	-95	-99	-99
资本支出	460	100	100	100
长期投资	-25	0	0	0
其他	1443	5	1	1
筹资活动现金流	-697	1346	-446	-467
短期借款	-658	664	0	0
长期借款	-192	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	0	1062	0	0
其他	154	-410	-446	-467
现金净增加额	-151	2649	1021	1101

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、新和成、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434