

公司点评

化学制药行业

2010年03月30日

新和成 (002001.SZ)

——年报正常，涨价周期进入第三年



市场数据(人民币)

市价(元)	47.57
已上市流通A股(百万股)	338.48
总市值(百万元)	17,709.36
年内股价最高最低(元)	53.00/25.89
沪深300指数	3358.54
中小板指数	6069.70
2008年股息率	3.81%



相关报告

- 《增发获批,精细化工龙头加速成长》, 2009.12.30
- 《三季度符合预期,四季度继续增长》, 2009.10.25

分析师:黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人:李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

李龙俊

(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.225	4.018	2.977	3.721	4.180	4.698
净利润增长率	166.23%	1,683.43%	-25.91%	36.04%	12.33%	12.38%
先前预期每股收益(元)				3.737	3.884	N/A
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	3.850	4.364	N/A
市盈率(倍)	144.24	6.12	16.43	12.78	11.38	10.13
行业优化市盈率(倍)	68.42	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	0.87	0.00	N/A	0.35	0.92	0.82
已上市流通A股(百万股)	135.26	135.26	342.06	338.48	338.48	338.48
总股本(百万股)	342.06	342.06	342.06	372.28	372.28	372.28

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

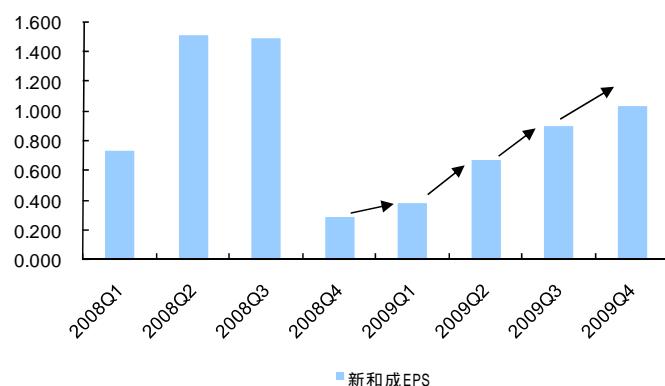
基本结论

- 公司公布 2009 年报，实现每股收益 2.980 元，略低于我们之前的预期 (3.122 元)。公司四季度 VE 复产之后分享了行业的高景气，单季度业绩 1.037 元，环比继续增长。
 - ◆ 2009 年公司 VE 销售经历了从年初低谷后的反弹，产品价格从二季度开始环比不断提升，销量也持续增长。但公司由于增发项目进行的停产检修，部分程度上影响了三季度销量，错失了一段涨价黄金期。我们预计全年 VE 销量同比减少 10%；VE 均价与去年基本持平。公司全年 VE 实现销售收入 18 亿元，毛利 13 亿元，占公司总收入和毛利的比重分别为 62% 和 81%，是公司业绩的主要来源。
 - ◆ 2009 年公司香精香料也实现了较好的增长，实现销售收入 1.54 亿元，同比增长 122%。随着规模效应的显现，毛利率同比提升了 13 个百分点。由于香精香料是公司增发项目的投资重点，也是未来销售收入的重要构成部分，前景值得关注。
 - ◆ 伴随着 VE 连续第二年高景气，公司的资金压力有所减轻。公司短期借款由 7.9 亿元下降到 1.4 亿元；长期借款由 4.7 亿元下降到 2.8 亿元。每股经营性现金流 2.95 元。公司计划 10 转增 3 股派 10 元。
- 维生素 VE 的最新情况：目前尝试性涨价已经出现，随着需求逐步好转，价格继续上涨存在较大可能。目前多数厂家对外报价仍然谨慎，有最高报价已经恢复到 175 元/公斤，呈现出了一季度以来触底反弹的迹象。我们认为，随着饲料需求旺季的到来，终端客户的库存逐步降低，目前还略显谨慎的局面有望被打破，产品价格有进一步上涨的可能。
- 2010 年 VE 涨价周期进入了第三年，我们认为公司今年仍将经历量价齐升的局面。我们预测公司 2010 年 VE 销量有 10% 的增长 (去年非正常停产影

响 1 个月)、VE 均价同比增长 10% (暂不考虑后续大幅上涨可能)。在这样的情况下，我们预计新和成 2010、2011 年的增发摊薄前 EPS 为 4.042 元、4.537 元，2010 年业绩同比增长 35%。按照增发摊薄后股本计算，2010、2011 年 EPS 为 3.721 元、4.180 元。

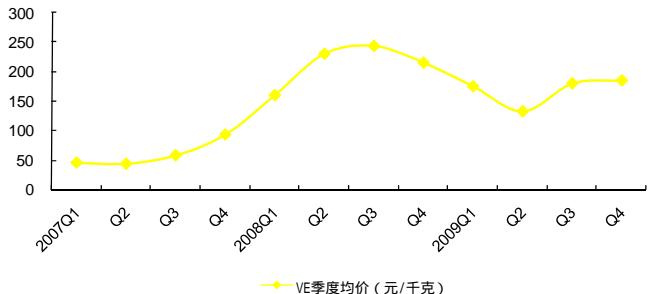
- **公司目前是安全又有弹性的配置品种。**公司目前还处于产品价格上涨周期当中，2010 年 PE 不到 12 倍，估值是有安全边际的；公司的产品价格未来还有持续上涨的可能，业绩仍然有上调的可能。我们给予公司 15 倍的估值，目标价 60 元，维持“买入”评级。

图表1：新和成 2009 年 EPS 逐季提升

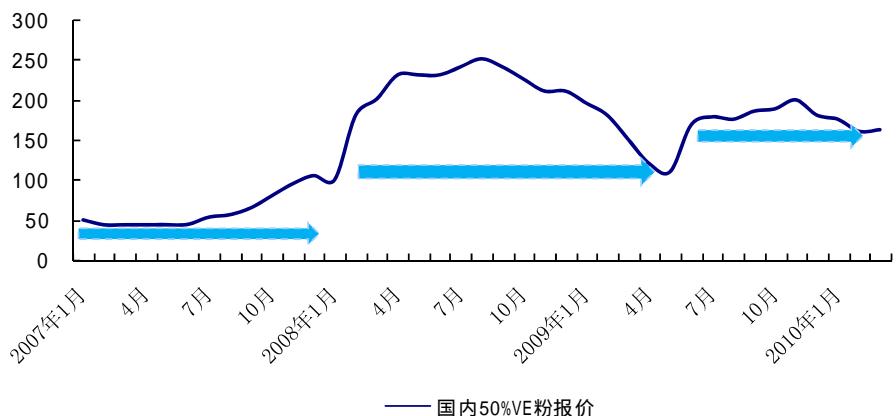


来源：国金证券研究所

图表2：过去三年 VE 价格走势统计



图表3：VE 涨价周期进入第三年



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,748	3,314	2,898	3,460	3,793	4,085
增长率	89.6%	-12.5%	19.4%	9.6%	7.7%	
主营业务成本	-1,389	-1,169	-1,305	-1,349	-1,450	-1,518
%销售收入	79.5%	35.3%	45.0%	39.0%	38.2%	37.2%
毛利	359	2,145	1,594	2,111	2,342	2,567
%销售收入	20.5%	64.7%	55.0%	61.0%	61.8%	62.8%
营业税金及附加	-8	-32	-23	-33	-36	-39
%销售收入	0.5%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-61	-73	-72	-69	-104	-94
%销售收入	3.5%	2.2%	2.5%	2.0%	2.8%	2.3%
管理费用	-98	-191	-223	-225	-209	-196
%销售收入	5.6%	5.8%	7.7%	6.5%	5.5%	4.8%
息税前利润(EBIT)	192	1,849	1,276	1,784	1,993	2,238
%销售收入	11.0%	55.8%	44.0%	51.6%	52.6%	54.8%
财务费用	-80	-187	-56	-40	2	2
%销售收入	4.6%	5.6%	1.9%	1.2%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-9	-25	-21	-23	-27	-22
公允价值变动收益	0	-4	5	0	0	0
投资收益	8	9	-1	3	3	3
%税前利润	6.7%	0.6%	n.a	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	111	1,642	1,203	1,724	1,971	2,221
营业利润率	6.3%	49.6%	41.5%	49.8%	52.0%	54.4%
营业外收支	1	2	13	3	1	1
税前利润	112	1,644	1,216	1,727	1,972	2,222
利润率	6.4%	49.6%	41.9%	49.9%	52.0%	54.4%
所得税	-35	-196	-101	-242	-296	-333
所得税率	31.7%	11.9%	8.3%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	76	1,448	1,115	1,485	1,676	1,889
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	77	1,375	1,018	1,385	1,556	1,749
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	76	1,448	1,115	1,485	1,676	1,889
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	128	140	162	218	275	298
非经营收益	63	104	39	78	-4	-4
营运资金变动	-82	-499	-311	-155	-140	-92
经营活动现金净流	186	1,193	1,005	1,626	1,807	2,090
资本开支	-126	-385	-456	-1,203	-1,008	-609
投资	0	-22	-24	-1	0	0
其他	6	23	21	3	3	3
投资活动现金净流	-120	-384	-459	-1,201	-1,005	-606
股权募资	0	0	0	1,127	-171	0
债权募资	139	138	-559	-200	-16	0
其他	-92	-472	-141	-50	-372	-48
筹资活动现金净流	47	-334	-700	877	-559	-48
现金净流量	113	475	-154	1,302	243	1,436

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	400	828	662	1,964	2,207	3,643
应收款项	421	582	752	813	897	948
存货	453	760	713	739	795	832
其他流动资产	27	109	61	43	46	48
流动资产	1,300	2,280	2,187	3,559	3,944	5,470
%总资产	51.5%	61.4%	52.0%	54.3%	51.2%	57.2%
长期投资	45	44	72	73	72	72
固定资产	1,025	1,197	1,686	2,693	3,448	3,776
%总资产	40.6%	32.2%	40.1%	41.1%	44.8%	39.5%
无形资产	139	155	227	229	236	242
非流动资产	1,224	1,436	2,023	2,997	3,758	4,092
%总资产	48.5%	38.6%	48.0%	45.7%	48.8%	42.8%
资产总计	2,525	3,716	4,210	6,556	7,702	9,562
短期借款	1,096	845	478	316	300	300
应付款项	432	258	365	326	351	368
其他流动负债	33	178	66	414	94	97
流动负债	1,561	1,282	909	1,056	745	765
长期贷款	84	472	280	280	280	280
其他长期负债	22	29	41	0	0	0
负债	1,667	1,782	1,230	1,336	1,025	1,045
普通股股东权益	833	1,832	2,781	4,922	6,259	7,959
少数股东权益	28	102	199	299	419	559
负债股东权益合计	2,529	3,716	4,210	6,556	7,702	9,562

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.225	4.018	2.977	3.721	4.180	4.698
每股净资产	2.435	5.354	8.131	13.221	16.812	21.379
每股经营现金净流	0.544	3.489	2.938	4.368	4.854	5.615
每股股利	0.050	0.100	1.200	1.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.25%	75.05%	36.61%	28.15%	24.86%	21.97%
总资产收益率	3.05%	36.99%	24.19%	21.13%	20.20%	18.29%
投入资本收益率	6.44%	50.11%	31.28%	26.38%	23.35%	20.91%
增长率						
主营业务收入增长率	9.99%	89.60%	-12.55%	19.38%	9.61%	7.71%
EBIT增长率	81.20%	861.69%	-31.01%	39.85%	11.74%	12.25%
净利润增长率	166.23%	#####	-25.91%	36.04%	12.33%	12.38%
总资产增长率	5.39%	46.94%	13.30%	55.73%	17.48%	24.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.4	49.5	76.2	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	123.6	189.3	206.0	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	78.1	71.4	70.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	208.0	111.6	193.6	247.4	250.3	234.8
偿债能力						
净负债/股东权益	90.56%	25.28%	3.23%	-26.21%	-24.37%	-35.96%
EBIT利息保障倍数	2.4	9.9	22.8	44.4	-1,264.5	-1,012.0
资产负债率	65.94%	47.97%	29.21%	20.37%	13.30%	10.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	4
买入	0	0	1	6	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.88	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-18	买入	32.23	N/A
2 2009-06-12	买入	32.06	N/A
3 2009-06-26	买入	34.05	40.50 ~ 40.50
4 2009-07-02	买入	34.84	N/A
5 2009-07-18	买入	37.18	45.00 ~ 45.00
6 2009-10-12	买入	44.34	60.00 ~ 60.00
7 2009-10-25	买入	42.61	N/A
8 2009-12-30	买入	48.22	60.00 ~ 70.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。