

化学原料药
署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 34.07 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2603.48
总股本(百万)	484
流通股本(百万)	440
流通市值(亿)	150
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	6.16
资产负债率	29.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新和成	11.41	10.80	-6.79
上证综合指数	0.57	-0.85	-14.69



相关报告

《新和成-业绩符合预期，产业链延伸有空间》2010-3-30

《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

002001

推荐

维生素 E 价格有望稳中有升，维持推荐评级

公司公布 2010 年半年报，归属于上市公司的净利润同比增长 52.67%，实现每股收益 1.14 元（按最新股本 48396 股计算），符合市场预期。公司预告 1-9 月净利润同比增长 0-30%，合 EPS1.37-1.79 元。

投资要点:

- **维生素 E 同比收入大幅增长。**因 09 年同期维生素 E 销售低迷，10 年上半年新和成的 VE 收入同比大幅增长 42.95%，毛利率同比有所提高；
- **维生素 A 毛利率有所提高。**受益于 09 年下半年以来的价格回升，公司维生素 A 的毛利率有较大幅度提高，从 18.8% 提高到 51.07%，销售收入也出现了大幅增长。
- **香精香料业务还需时日。**公司募集资金投入的茉莉酮酸甲酯等香精香料项目尚未投产，该类产品上半年营业收入同比下降 8.32%，毛利率也有所下降，见到效益还需时日。
- **年内 VE 和 VA 价格仍将稳中有升；**近期新和成、西南合成等厂家陆续停产检修，DSM 维生素 E 产品也上调至 130 元/公斤，且不接受新的订单，再加上天然 VE 价格的上涨，预计未来 VE 价格整体仍将稳中有升。VA 方面新和成也处于停产检修状态，厦门金达威的报价已经达到 135 元，预计未来价格也会稳中有升。
- **维持推荐的投资评级。**目前维生素 E 正处于景气回升过程中，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 2.27、2.39 和 2.62 元，维持推荐的投资评级。

风险提示:

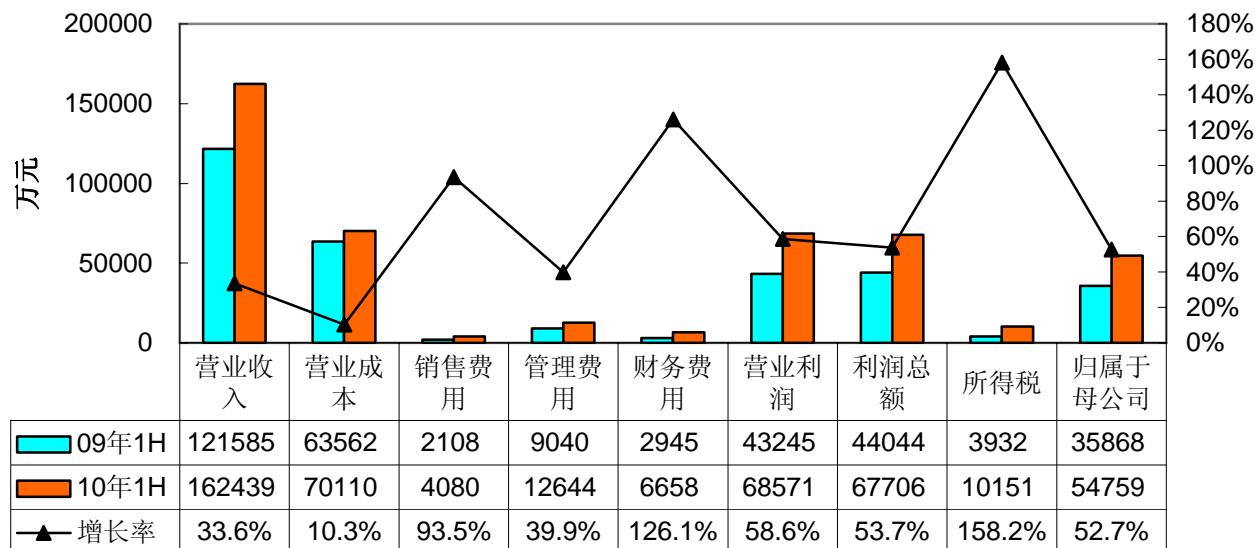
- 大宗原料药企业产品价格和估值波动都较大。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2898	3371	3649	4030
同比(%)	-13%	16%	8%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1115	1283	1344	1462
同比(%)	-26%	16%	5%	9%
毛利率(%)	55.0%	55.2%	53.3%	52.0%
ROE(%)	36.6%	20.3%	18.6%	17.7%
每股收益(元)	1.95	2.27	2.39	2.62
P/E	17.5	15.0	14.3	13.0
P/B	6.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	11.9	9.6	9.1	8.4

资料来源: 中投证券研究所

图 1：新和成 2010 年期主要盈利性指标同比变化



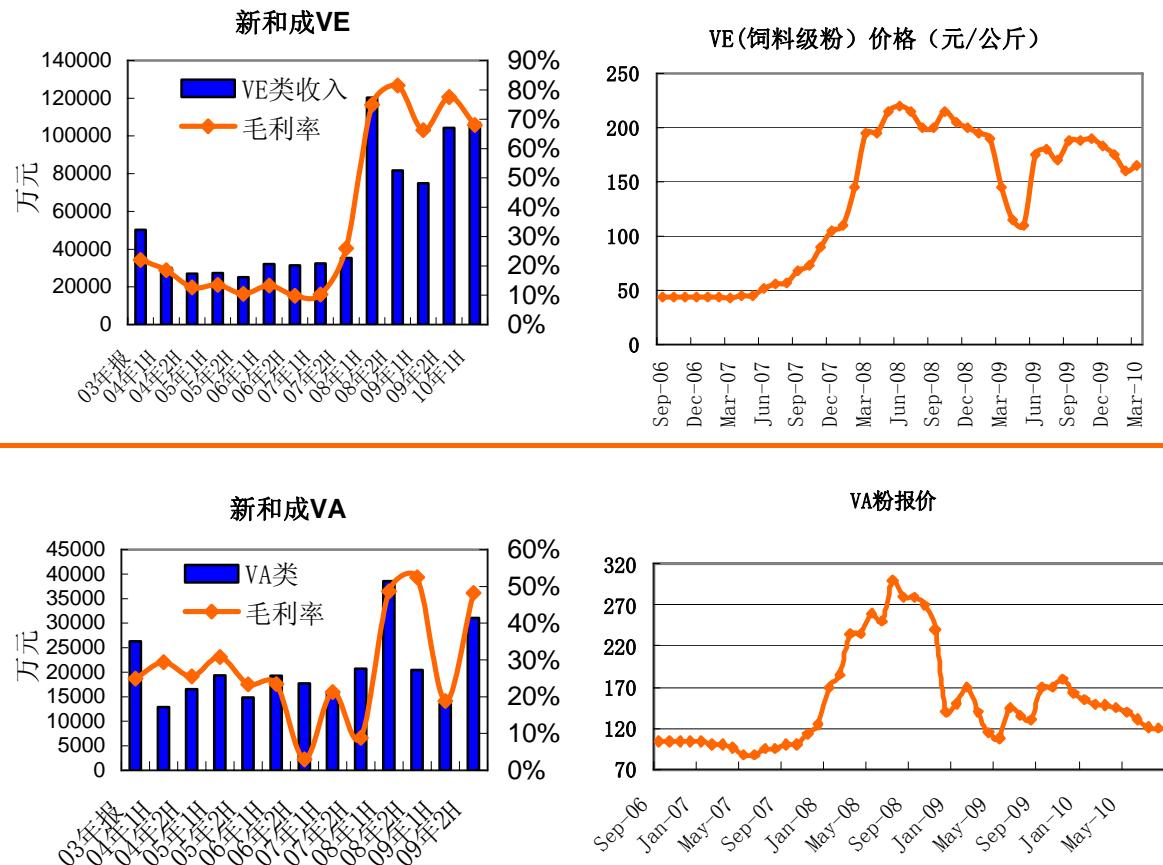
资料来源：新和成 2010 年中期报表、中投证券研究所

表 1：新和成的季度数据

财务指标 (万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业收入	52321	69264	78571	89666	83102	79337	14.5%	-4.5%
营业成本	26598	36963	33649	33254	41619	28491	-22.9%	-31.5%
营业费用	1060	1049	1700	3366	1525	2555	143.7%	67.6%
管理费用	5206	3834	5447	7787	4925	7719	101.3%	56.7%
财务费用	2476	469	221	2430	2744	3914	735.5%	42.7%
营业利润	16060	27185	36751	40304	31749	36822	35.5%	16.0%
利润总额	16439	27606	36846	40689	31477	36229	31.2%	15.1%
所得税	1044	2888	3896	2235	4624	5528	91.4%	19.6%
归属于母公司净利润	13112	22756	30605	35361	26853	27905	22.6%	3.9%
毛利率	49.2%	46.6%	57.2%	62.9%	49.9%	64.1%	17.5%	14.2%
营业费用率	2.03%	1.51%	2.16%	3.75%	1.83%	3.22%	1.7%	1.4%
管理费用率	9.95%	5.53%	6.93%	8.68%	5.93%	9.73%	4.2%	3.8%
财务费用率	4.73%	0.68%	0.28%	2.71%	3.30%	4.93%	4.3%	1.6%
利润率	31.42%	39.86%	46.89%	45.38%	37.88%	45.67%	5.8%	7.8%
实际所得税率	6.35%	10.46%	10.57%	5.49%	14.69%	15.26%	4.8%	0.6%
EPS	0.27	0.47	0.63	0.73	0.55	0.58	22.6%	3.9%

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 每股收益是按最新股本计算

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

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	2187	5791	6930	8190
应收账款	662	4050	5005	6034
其它应收款	684	796	861	951
预付账款	49	57	61	68
存货	36	42	47	54
其他	713	825	931	1057
非流动资产				
长期投资	199	72	72	72
固定资产	1529	1526	1468	1375
无形资产	223	218	214	209
其他	466	127	130	133
资产总计	4210	7687	8724	9869
流动负债				
短期借款	909	1282	1331	1389
应付账款	136	800	800	800
其他	307	355	401	456
非流动负债				
长期借款	199	280	280	280
其他	321	280	280	280
负债合计	280	41	0	0
负债和股东权益	1230	1562	1610	1669
少数股东权益	199	295	388	481
股本	342	523	523	523
资本公积	134	2158	2158	2158
留存收益	2305	3149	4044	5037
归属母公司股东权益	2781	5830	6726	7719
负债和股东权益	4210	7687	8724	9869

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1008	1363	1478	1561
净利润	1115	1283	1344	1462
折旧摊销	141	185	202	216
财务费用	56	63	67	58
投资损失	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-308	-176	-144	-185
其它	3	10	8	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	2121	-423	-433
短期借款	-658	664	0	0
长期借款	-192	0	0	0
普通股增加	0	181	0	0
资本公积增加	0	2024	0	0
其他	154	-748	-423	-433
现金净增加额	-151	3389	955	1029

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2898	3371	3649	4030
营业成本	1305	1510	1704	1936
营业税金及附加	23	10	11	12
营业费用	72	74	80	89
管理费用	223	219	219	230
财务费用	56	63	67	58
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	-1	1	1	1
营业利润	1203	1496	1568	1707
营业外收入	21	21	21	21
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	1216	1509	1581	1720
所得税	101	226	237	258
净利润	1115	1283	1344	1462
少数股东损益	97	97	93	93
归属母公司净利润	1018	1186	1251	1369
EBITDA	1400	1743	1838	1981
EPS (元)	1.95	2.27	2.39	2.62

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-13%	16%	8%	10%
营业利润	-27%	24%	5%	9%
归属于母公司净利润	-26%	16%	5%	9%
盈利能力				
毛利率	55%	55%	53%	52%
净利率	35%	35%	34%	34%
ROE	37%	20%	19%	18%
ROIC	42%	51%	53%	56%
偿债能力				
资产负债率	29%	20%	18%	17%
净负债比率				
流动比率	241%	452%	521%	590%
速动比率	161%	386%	450%	512%
营运能力				
总资产周转率	73%	57%	44%	43%
应收账款周转率	442%	422%	408%	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				

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 ±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

研究团队简介

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，8 年证券行业从业经验，2006 年、2007 年和 2009 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；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2009 年加入中投证券研究所。

免责条款

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，旨为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，但我们将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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

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