

# 新 和 成 (002001.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

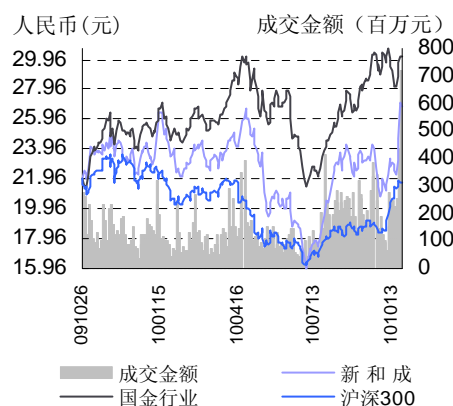
市价 (人民币): 26.84 元

## 业绩受制于 VE 价格的疲软

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	660.03
总市值(百万元)	19,484.39
年内股价最高最低(元)	27.11/15.96
沪深 300 指数	3378.66
中小板指数	7023.34



### 相关报告

1. 《业绩增长 100%, 未来三个季度会更好》, 2010.4.25
2. 《年报正常, 涨价周期进入第三年》, 2010.3.31
3. 《增发获批, 精细化工龙头加速成长》, 2009.12.30

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003  
(8621)61038315  
lilj@gjzq.com.cn

### 公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	4.018	2.977	1.516	1.686	1.929
每股净资产(元)	5.35	8.13	6.10	7.65	9.45
每股经营性现金流(元)	3.49	2.94	1.77	2.00	2.31
市盈率(倍)	6.12	16.43	17.70	15.92	13.92
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	1683.43%	-25.91%	8.09%	11.19%	14.41%
净资产收益率(%)	75.05%	36.61%	24.87%	22.03%	20.41%
总股本(百万股)	342.06	342.06	725.95	725.95	725.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 新和成前三季度实现销售收入 24 亿元, 同比增长 20.48%; 实现净利润 8.01 亿元, 同比增长 20.61%; 实现全面摊薄每股收益 1.69 元, 与我们预测的 1.65 元基本一致。

### 经营分析

- **VE 销量大增、价格下降:** 公司业绩受 VE 情况影响较大。今年国内 VE 出口量大增, 同比增长 35% 以上; 但产品价格一路下滑, 详见后文图表。两者综合的结果是公司盈利能力始终没有创出新高。公司 09 年四季度旺季单季实现净利润 3.5 亿元, 今年三个季度基本稳定在 2.5 亿元水平, 有所下滑。公司另一业务 VA 今年的情况与 VE 类似, 详见后文图表。
- **今年 VE 价格弱势前行, 反弹乏力:** 今年 VE 价格一路走低, 期间在供给方保价的情况下出现几次反弹预期, 但力度较弱。较有代表性的是 7 月底, 随着新和成的停产检修, VE 价格在跌到 105 元附近时开始出现停止报价、预期上涨的情况。但最终结果如我们预期: 价格仅仅上涨 15% 就宣告结束。这基本反映了今年市场的情况。
- **涨价背后的核心逻辑是要有需求的支撑:** 我们认为 VE 价格经过三年的上涨, 目前已经进入长景气周期的稳定期。目前的供需情况决定了当前的 VE 价格基本处于合理区间, 在没有出现明显的供需失衡的情况下, 较难出现类似过往的大幅上涨。期间只可能根据需求的淡旺季出现小幅的波动, 幅度预计在 20% 以内。近期在一生产厂家计划停产的背景下, 我们认为随着 11 月份需求旺季的到来, 价格可能再次出现反弹。

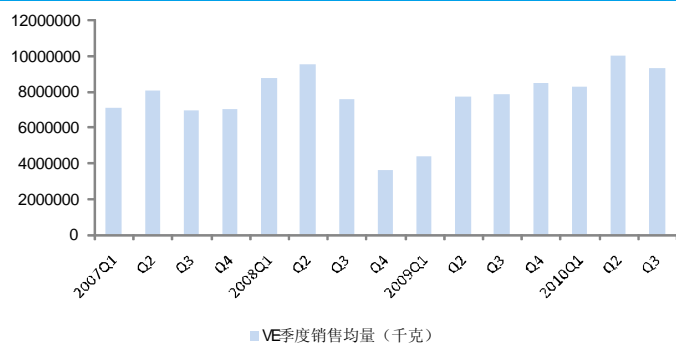
### 盈利调整

- 由于今年 VE 价格走势整体低于先前预期, 我们调整公司全面摊薄后 2010、2011、2012 年 EPS 为 1.516 元、1.686 元、1.929 元。

### 投资建议

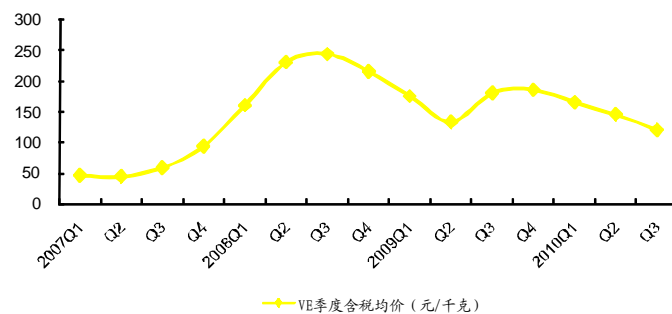
- 我们对 VE 的投资观点始终定位于: VE 价格长景气周期的到来。目前我们还处在这个周期当中, 在这个大背景带来的安全边际下, 投资者可以把握短期的价格波动带来的投资机会。目前公司估值 17 倍, 这里不包含四季度大幅涨价预期。从长周期理论, 维持“买入”评级。

图表1: VE 销量保持正常增长

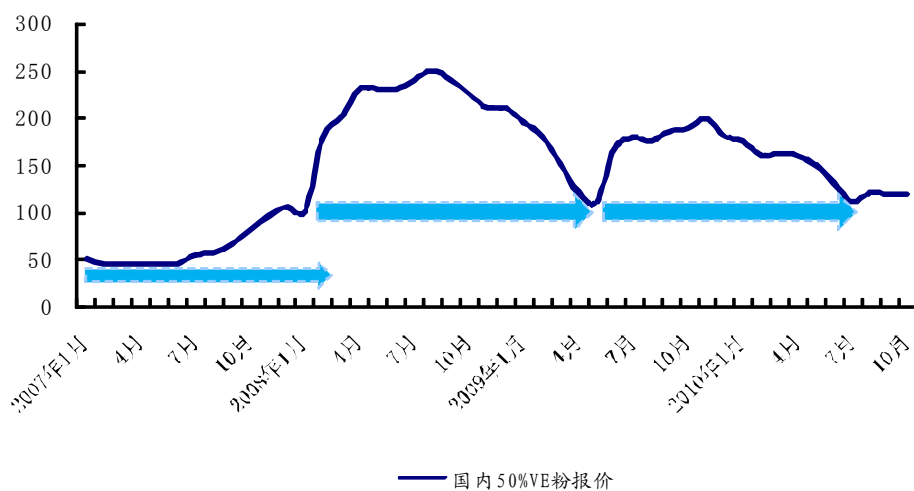


来源: 国金证券研究所

图表2: VE 价格持续低迷

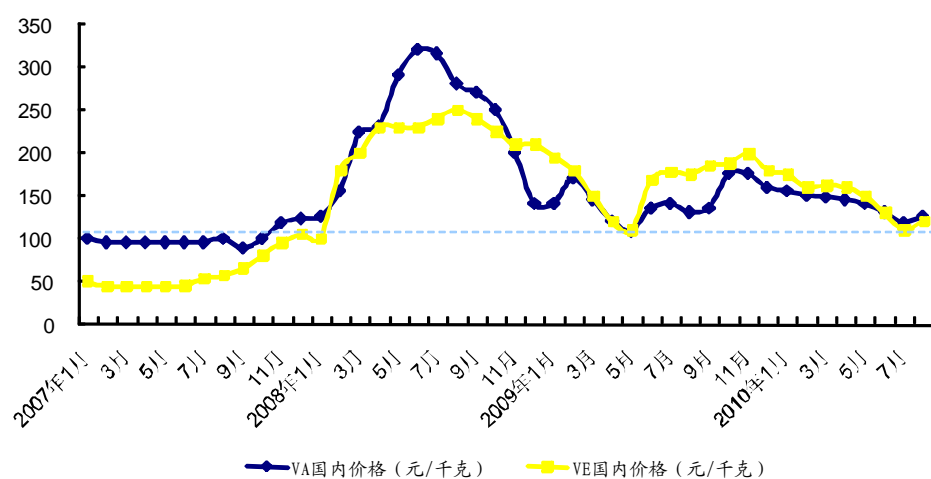


图表3: VE 价格今年反弹乏力



来源: 国金证券研究所

图表4: VA 价格走势今年面临着与 VE 类似的情况



来源: 国金证券研究所

**图表5：公司三张表预测**
**损益表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,748</b>	<b>3,314</b>	<b>2,898</b>	<b>3,243</b>	<b>3,478</b>	<b>3,773</b>
增长率		89.6%	-12.5%	11.9%	7.2%	8.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,389</b>	<b>-1,169</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,490</b>	<b>-1,575</b>	<b>-1,643</b>
%销售收入	<b>79.5%</b>	<b>35.3%</b>	<b>45.0%</b>	<b>45.9%</b>	<b>45.3%</b>	<b>43.6%</b>
<b>毛利</b>	<b>359</b>	<b>2,145</b>	<b>1,594</b>	<b>1,753</b>	<b>1,903</b>	<b>2,129</b>
%销售收入	<b>20.5%</b>	<b>64.7%</b>	<b>55.0%</b>	<b>54.1%</b>	<b>54.7%</b>	<b>56.4%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-32</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>	<b>-28</b>
%销售收入	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-61</b>	<b>-73</b>	<b>-72</b>	<b>-81</b>	<b>-83</b>	<b>-83</b>
%销售收入	<b>3.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.2%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-98</b>	<b>-191</b>	<b>-223</b>	<b>-253</b>	<b>-261</b>	<b>-264</b>
%销售收入	<b>5.6%</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.0%</b>
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>192</b>	<b>1,849</b>	<b>1,276</b>	<b>1,395</b>	<b>1,532</b>	<b>1,754</b>
%销售收入	<b>11.0%</b>	<b>55.8%</b>	<b>44.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>44.1%</b>	<b>46.5%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-80</b>	<b>-187</b>	<b>-56</b>	<b>-59</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
%销售收入	<b>4.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-9</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-26</b>	<b>-20</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>-1</b>	<b>20</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
%税前利润	<b>6.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>n.a</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>1,642</b>	<b>1,203</b>	<b>1,335</b>	<b>1,512</b>	<b>1,740</b>
营业利润率	<b>6.3%</b>	<b>49.6%</b>	<b>41.5%</b>	<b>41.2%</b>	<b>43.5%</b>	<b>46.1%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>112</b>	<b>1,644</b>	<b>1,216</b>	<b>1,338</b>	<b>1,513</b>	<b>1,741</b>
利润率	<b>6.4%</b>	<b>49.6%</b>	<b>41.9%</b>	<b>41.3%</b>	<b>43.5%</b>	<b>46.2%</b>
<b>所得税</b>	<b>-35</b>	<b>-196</b>	<b>-101</b>	<b>-187</b>	<b>-219</b>	<b>-261</b>
所得税率	<b>31.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>8.3%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>1,448</b>	<b>1,115</b>	<b>1,151</b>	<b>1,294</b>	<b>1,480</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>80</b>
<b>归属于母公司的净</b>	<b>77</b>	<b>1,375</b>	<b>1,018</b>	<b>1,101</b>	<b>1,224</b>	<b>1,400</b>
净利率	<b>1.9%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.0%</b>

**现金流量表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>1,448</b>	<b>1,115</b>	<b>1,151</b>	<b>1,294</b>	<b>1,480</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>162</b>	<b>216</b>	<b>274</b>	<b>296</b>
<b>非经营收益</b>	<b>63</b>	<b>104</b>	<b>39</b>	<b>79</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-82</b>	<b>-499</b>	<b>-311</b>	<b>-157</b>	<b>-110</b>	<b>-92</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>186</b>	<b>1,193</b>	<b>1,005</b>	<b>1,288</b>	<b>1,452</b>	<b>1,677</b>
<b>资本开支</b>	<b>-126</b>	<b>-385</b>	<b>-456</b>	<b>-1,207</b>	<b>-1,008</b>	<b>-609</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-22</b>	<b>-24</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-120</b>	<b>-384</b>	<b>-459</b>	<b>-1,188</b>	<b>-1,003</b>	<b>-604</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,127</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>139</b>	<b>138</b>	<b>-559</b>	<b>-200</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-92</b>	<b>-472</b>	<b>-141</b>	<b>-68</b>	<b>-726</b>	<b>-94</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>47</b>	<b>-334</b>	<b>-700</b>	<b>859</b>	<b>-742</b>	<b>-94</b>
<b>现金净流量</b>	<b>113</b>	<b>475</b>	<b>-154</b>	<b>959</b>	<b>-293</b>	<b>979</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>400</b>	<b>828</b>	<b>662</b>	<b>1,621</b>	<b>1,328</b>	<b>2,307</b>
<b>应收款项</b>	<b>421</b>	<b>582</b>	<b>752</b>	<b>763</b>	<b>821</b>	<b>875</b>
<b>存货</b>	<b>453</b>	<b>760</b>	<b>713</b>	<b>816</b>	<b>863</b>	<b>900</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>27</b>	<b>109</b>	<b>61</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,300</b>	<b>2,280</b>	<b>2,187</b>	<b>3,248</b>	<b>3,062</b>	<b>4,135</b>
%总资产	<b>51.5%</b>	<b>61.4%</b>	<b>52.0%</b>	<b>52.0%</b>	<b>44.9%</b>	<b>50.2%</b>
<b>长期投资</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>72</b>	<b>73</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,025</b>	<b>1,197</b>	<b>1,686</b>	<b>2,693</b>	<b>3,448</b>	<b>3,776</b>
%总资产	<b>40.6%</b>	<b>32.2%</b>	<b>40.1%</b>	<b>43.1%</b>	<b>50.5%</b>	<b>45.9%</b>
<b>无形资产</b>	<b>139</b>	<b>155</b>	<b>227</b>	<b>233</b>	<b>240</b>	<b>246</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,224</b>	<b>1,436</b>	<b>2,023</b>	<b>3,001</b>	<b>3,762</b>	<b>4,096</b>
%总资产	<b>48.5%</b>	<b>38.6%</b>	<b>48.0%</b>	<b>48.0%</b>	<b>55.1%</b>	<b>49.8%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,525</b>	<b>3,716</b>	<b>4,210</b>	<b>6,248</b>	<b>6,824</b>	<b>8,230</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,096</b>	<b>845</b>	<b>478</b>	<b>316</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
<b>应付款项</b>	<b>432</b>	<b>258</b>	<b>365</b>	<b>355</b>	<b>375</b>	<b>393</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>33</b>	<b>178</b>	<b>66</b>	<b>766</b>	<b>137</b>	<b>140</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,561</b>	<b>1,282</b>	<b>909</b>	<b>1,436</b>	<b>812</b>	<b>833</b>
<b>长期贷款</b>	<b>84</b>	<b>472</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>280</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,667</b>	<b>1,782</b>	<b>1,230</b>	<b>1,716</b>	<b>1,092</b>	<b>1,113</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>833</b>	<b>1,832</b>	<b>2,781</b>	<b>4,426</b>	<b>5,555</b>	<b>6,861</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>28</b>	<b>102</b>	<b>199</b>	<b>249</b>	<b>319</b>	<b>399</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,529</b>	<b>3,716</b>	<b>4,210</b>	<b>6,390</b>	<b>6,966</b>	<b>8,372</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.225	4.018	2.977	1.516	1.686	1.929
每股净资产	2.435	5.354	8.131	6.096	7.652	9.451
每股经营现金净流	0.544	3.489	2.938	1.774	2.000	2.311
每股股利	0.100	1.200	1.000	1.000	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.25%	75.05%	36.61%	24.87%	22.03%	20.41%
总资产收益率	3.05%	36.99%	24.19%	17.23%	17.57%	16.72%
投入资本收益率	6.44%	50.11%	31.28%	22.76%	20.30%	19.02%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.99%	89.60%	-12.55%	11.90%	7.23%	8.48%
EBIT增长率	81.20%	861.69%	-31.01%	9.33%	9.88%	14.44%
净利润增长率	166.23%	#####	-25.91%	8.09%	11.19%	14.41%
总资产增长率	5.39%	46.94%	13.30%	48.43%	9.21%	20.62%
<b>资产管理能力</b>						
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	263.9	272.9	254.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	90.56%	25.28%	3.23%	-21.94%	-12.74%	-23.80%
EBIT利息保障倍数	2.4	9.9	22.8	23.5	-1,374.8	-1,276.3
资产负债率	65.94%	47.97%	29.21%	26.86%	15.68%	13.29%

### 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	4	4	4
买入	0	0	5	5	7
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	1.56	1.56	1.59

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 2009-06-12	买入	16.27	N/A
2 2009-06-26	买入	17.24	40.50 ~ 40.50
3 2009-07-18	买入	18.76	45.00 ~ 45.00
4 2009-10-12	买入	22.23	60.00 ~ 60.00
5 2009-10-25	买入	21.39	N/A
6 2009-12-30	买入	24.11	60.00 ~ 70.00
7 2010-03-31	买入	23.20	N/A
8 2010-04-25	买入	25.96	60.00 ~ 60.00

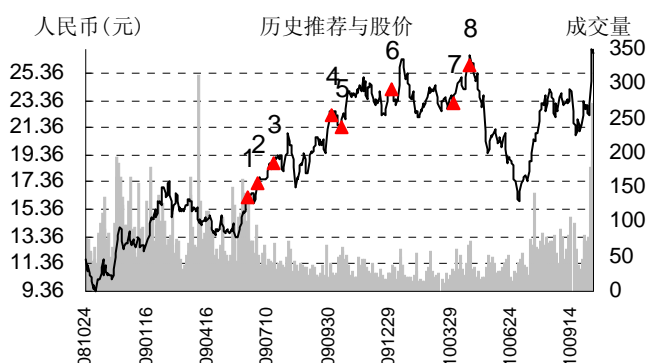
来源：国金证券研究所

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



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 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。

### 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。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室