

新 和 成 (002001.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

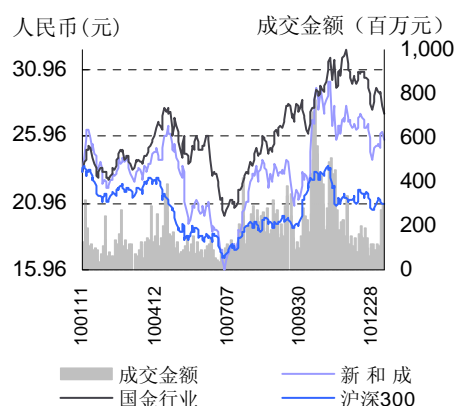
市价 (人民币): 25.68 元

技术优势, 利润保障, 合成王国;

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)	18,642.29
年内股价最高最低(元)	30.05/15.96
沪深 300 指数	3124.92
中小板指数	7162.83



相关报告

1. 《业绩受制于 VE 价格的疲软》, 2010.10.24
2. 《业绩增长 100%, 未来三个季度会更好》, 2010.4.25
3. 《年报正常, 涨价周期进入第三年》, 2010.3.31

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	1.670	2.006	2.309
每股净资产(元)	5.35	8.13	6.25	8.13	10.31
每股经营性现金流(元)	3.49	2.94	1.63	2.22	2.47
市盈率(倍)	6.12	16.43	16.07	13.38	11.62
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%	19.03%	20.16%	15.10%
净资产收益率(%)	75.05%	36.61%	26.72%	24.69%	22.41%
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

投资逻辑

- **维生素系列贡献稳定的利润来源:** 我们对于“维生素 VE 进入长景气周期”的判断得以延续, 受益于此, 公司利润的高盈利状态进入第四年。如果今年 VE 价格如我们预期不出现大的波动, 公司近四年将累计 40 亿的净利润, 相当于一次规模可观的上市融资。
- **香精香料系列开始放量增长:** 香精香料是公司利用合成技术优势进行的第一次产品拓展的尝试, 自 2009 年确立了香精香料作为主营业务之后, 尤其是随着增发项目陆续的达产, 公司的香精香料系列产品品种逐步丰富, 销售收入增长迅速, 保持每年翻番的增长速度。我们从远景看, 公司香精香料贡献的收入能够达到 10 亿元以上, 成为公司第二个利润增长来源。
- **其他新产品值得期待:** 合成技术的应用领域很广, 我们认为公司除了进一步开发香精香料系列以外, 也会向一些新的产品进行延伸, 尤其是一些存在较大合成难度、国内没有产业化、市场前景广阔的产品。借此, 公司将进一步摆脱对维生素的单一产品依赖, 形成“433”的产品格局, 经营风险将大幅降低。

投资建议

- 我们认为公司依靠维生素业务能够获得稳定利润来源, 香精香料快速放量获得增量利润来源, 这两块业务构成公司的安全边际。如果公司在新产品的开拓上能够取得突破, 会形成较大的投资弹性。

估值

- 只考虑维生素系列、香精香料系列, 我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 1.670 元、2.006 元、2.309 元, 公司目前估值 13 倍, 有安全边际。考虑新产品可能面世的概率, 目前具有配置价值, 维持“买入”评级。

风险

- 新产品上市低于预期; 增发股份上市带来流动性压力。

内容目录

公司投资逻辑汇总：有了利润和技术，可以做很多事情	3
公司每年利润可观	3
公司合成技术较强	3
以利润和技术为基础，开拓合成事业	3
维生素板块稳定，是公司现金流来源	4
长景气周期的观点继续维持不变	4
今年 VE 价格预计继续震荡中前行	4
香精香料板块高增长，分散产品单一的风险	5
香精香料市场容量远大于维生素	5
公司香精香料业务已经建成气候	5
合成技术的再开拓，能否有新的重磅产品？	6
公司习惯于技术攻坚、挑战国际对手	6
公司的下一个目标是什么？这是投资的弹性所在	6
盈利预测与投资建议	6
附录：三张报表预测摘要	7

图表目录

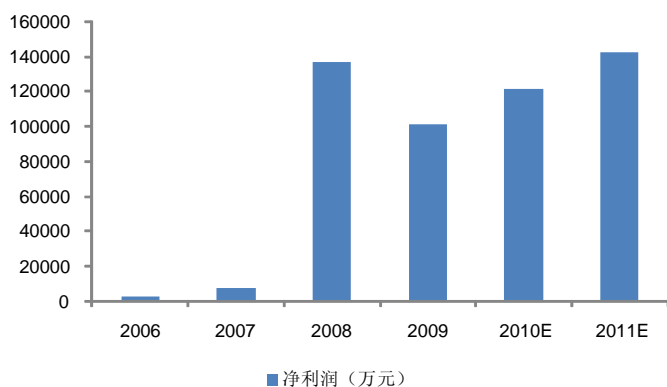
图表 1：公司近几年净利润统计及预测	3
图表 2：公司近几年货币资金统计	3
图表 3：公司战略远景规划示意图	3
图表 4：维生素 VE 价格长景气周期示意图	4
图表 5：近几年国内 VE 产品价格走势图	4
图表 6：香精香料的市场容量远大于 VE	5
图表 7：新和成目前的产品结构比失调	5
图表 8：公司香精香料系列增长迅速	5
图表 9：香精香料市场前五大厂商占比 55%	6
图表 10：全球前十大香精香料生产商汇总	6

公司投资逻辑汇总：有了利润和技术，可以做很多事情

公司每年利润可观

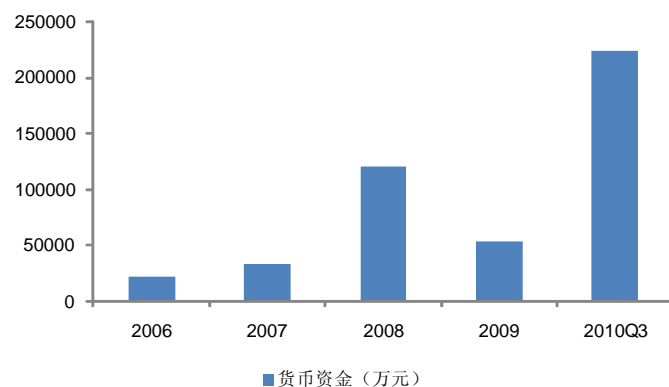
- 受益于维生素行业的景气，公司利润的高盈利状态进入第四年。如果今年VE价格如我们预期不出现大的波动，公司近四年将累计40亿的净利润，相当于一次规模可观的上市融资。

图表1：公司近几年净利润统计及预测



来源：国金证券研究所，wind

图表2：公司近几年货币资金统计



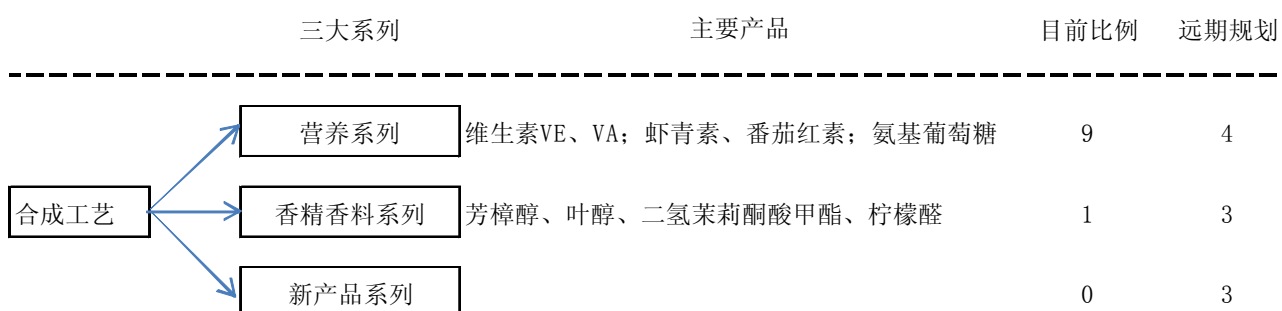
公司合成技术较强

- 公司以合成技术优势见长。公司在维生素VE、VA的产业化进程中，积累了丰富的合成技术经验，并且在一些关键中间体上，具有全球领先的技术实力。
- 公司在创始人的带领下，立足于科研，工作氛围严谨、踏实，企业文化（“老师文化”）有利于技术的孕育和突破。

以利润和技术为基础，开拓合成事业

- 公司在合成技术不断强化的同时，也借此开拓新的产品。公司前几年进入的香精香料市场近期已经有所收获，正逐步成长为继维生素之后的另一大主营业务之一。
- 合成技术的应用领域很广，我们认为公司除了进一步开发香精香料系列以外，也会向一些新的产品进行延伸，尤其是一些存在较大合成难度、国内没有产业化、市场前景广阔的产品。
- 公司未来将逐步摆脱对维生素的单一产品依赖，形成“433”的产品格局，经营风险降低。

图表3：公司战略远景规划示意图



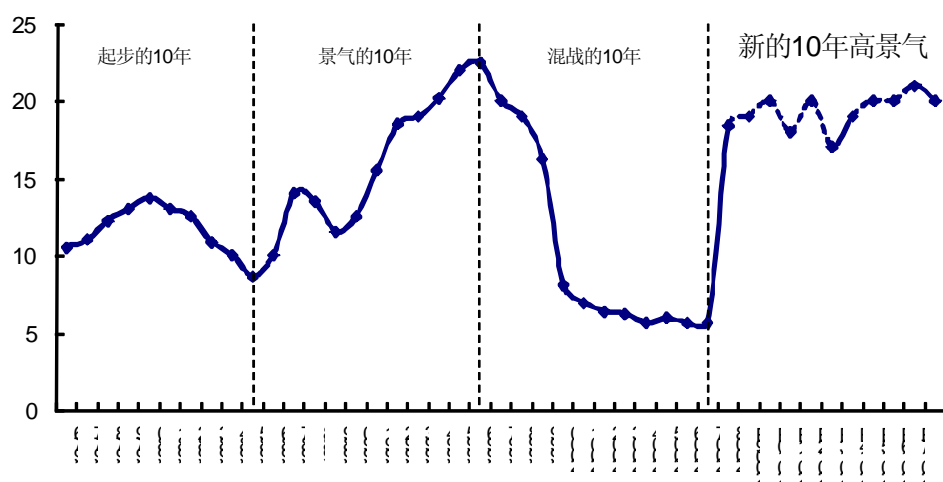
来源：公司公告，国金证券研究所

维生素板块稳定，是公司现金流来源

长景气周期的观点继续维持不变

- 从 2008 年研究 VE 以来，我们对其投资逻辑的分析、产品价格周期的判断至今仍能经受得住检验。VE 产品供需相对平衡的结构仍然没有被打破，因此我们继续维持对 VE 进入长景气周期的判断。新和成作为 VE 主要生产商之一，能够充分分享行业景气带来的丰厚利润。

图表4：维生素 VE 价格长景气周期示意图



来源：国金证券研究所

今年 VE 价格预计继续震荡中前行

- 2011 年维生素 VE 价格的高景气进入第四个年度，从我们跟踪的行业情况来看，今年行业供需仍有望保持相对平衡，产品价格不会发生明显的波动。
- 我们判断今年 VE 价格将随着需求淡旺季的变化呈现窄幅波动。

图表5：近几年国内 VE 产品价格走势图



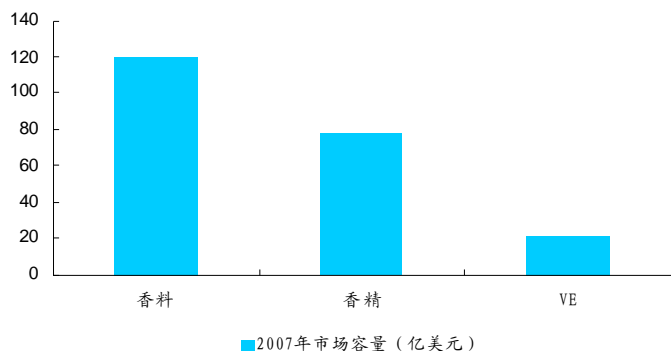
来源：国金证券研究所

香精香料板块高增长，分散产品单一的风险

香精香料市场容量远大于维生素

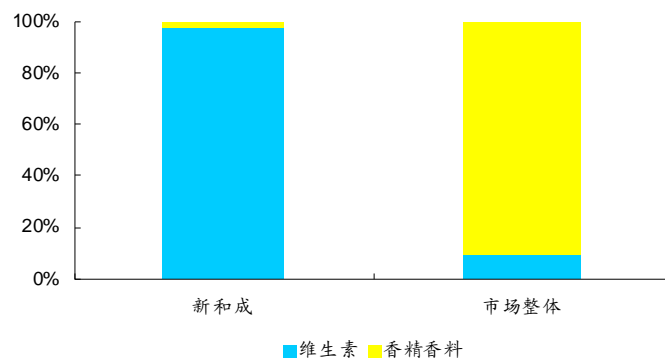
- 目前全球的香精香料市场规模已经达到了数百亿美元，远大于维生素市场（40-50 亿美元），因此对新和成而言，这是一块具有更大市场吸引力的蛋糕。

图表6：香精香料的市场容量远大于 VE



来源：国金证券研究所

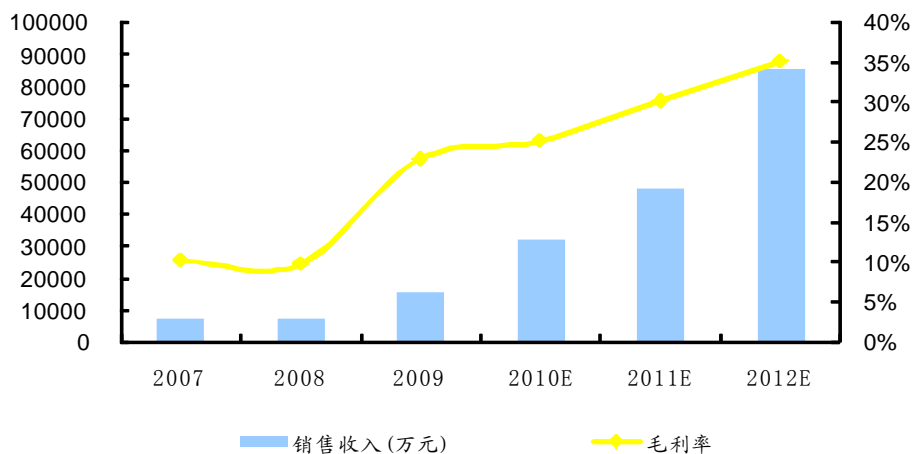
图表7：新和成目前的产品结构比失调



公司香精香料业务已经建成气候

- 香精香料与维生素业务有技术相通性。由于香料多采用了合成法制造，与维生素生产颇为类似，在某些原料是比较雷同。因此新和成很早就涉足于香料市场，比较大的品种是芳樟醇（最常用和用量最大的香料，同时也是生产 VE 的中间体）。
- 公司之前香料整体销售规模较小，一直都是生产 VE 的副产物。自从 2009 年确立了香精香料作为主营业务之后，尤其是上次增发项目陆续的达产，公司的香精香料系列产品品种逐步丰富，销售收入增长迅速。我们预计远景看，公司香精香料贡献的收入能够达到 10 亿元以上。
- 公司的香精香料目前处于起步阶段，毛利率较低，只有 20% 左右。我们认为随着该业务规模的不断扩大，产品毛利率也将逐步提升到正常水平，从而能够保证项目的盈利性。

图表8：公司香精香料系列增长迅速



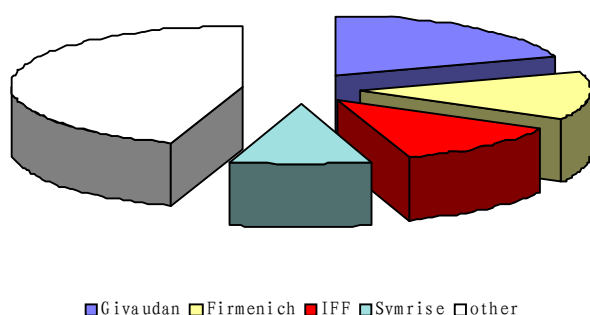
来源：国金证券研究所

合成技术的再开拓，能否有新的重磅产品？

公司习惯于技术攻坚、挑战国际对手

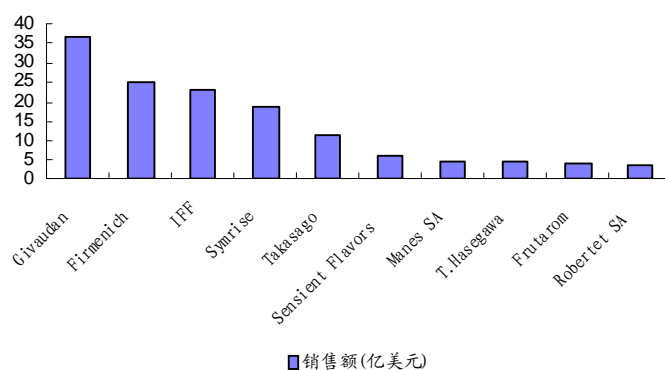
- 公司的核心优势在于合成的技术，公司如今成绩的取得也在于不断挑战新技术、并且挑战成功：
 - 维生素已经挑战成功。公司维生素板块从无到有，从技术模仿到技术创新，目前已经发展成为全球第三大维生素生产企业。
 - 香精香料正在挑战。公司香精香料板块同样从无到有，目前正在以几个新品种为突破口，凭借技术优势挑战现有市场巨头。虽然最终公司的市场地位排序我们不得而知，但至少目前凭借几个产品已经可预期 10 个亿的销售收入，再次看到了希望。

图表9：香精香料市场前五大厂商占比 55%



来源：国金证券研究所

图表10：全球前十大香精香料生产商汇总



公司的下一个目标是什么？这是投资的弹性所在

- 以“成熟一个、发展一个、储备一个”为原则，企业要保持持续增长，新和成必须要寻找新的利润增长点。基于公司现有两块业务的体量已经或者即将很大（维生素 20 多个亿、香精香料 10 多个亿），公司新的目标必须具备以下几个特点：
 - 产品必须市场应用广泛，市场容量大，潜力在 10 个亿以上；
 - 产品必须要有技术难度，公司凭借合成能力可以突破，同时又形成技术的护城河确保产品的高端性。
- 公司现有两大板块安全边际高，如果能够找到新的大产品，可能产生较高的投资弹性，我们拭目以待！

盈利预测与投资建议

- 只考虑维生素系列、香精香料系列，我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 1.670 元、2.006 元、2.309 元，公司目前估值 13 倍，有安全边际。考虑新产品可能面世的概率，目前具有配置价值，维持“买入”评级。

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	3,746	4,159	4,770
增长率		89.6%	-12.5%	29.3%	11.0%	14.7%
主营业务成本	-1,389	-1,169	-1,305	-1,799	-1,926	-2,224
%销售收入	79.5%	35.3%	45.0%	48.0%	46.3%	46.6%
毛利	359	2,145	1,594	1,947	2,233	2,546
%销售收入	20.5%	64.7%	55.0%	52.0%	53.7%	53.4%
营业税金及附加	-8	-32	-23	-28	-31	-36
%销售收入	0.5%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-61	-73	-72	-94	-100	-105
%销售收入	3.5%	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%
管理费用	-98	-191	-223	-292	-312	-334
%销售收入	5.6%	5.8%	7.7%	7.8%	7.5%	7.0%
息税前利润（EBIT）	192	1,849	1,276	1,533	1,790	2,071
%销售收入	11.0%	55.8%	44.0%	40.9%	43.0%	43.4%
财务费用	-80	-187	-56	-60	1	1
%销售收入	4.6%	5.6%	1.9%	1.6%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-9	-25	-21	-23	-22	-22
公允价值变动收益	0	-4	5	0	0	0
投资收益	8	9	-1	15	15	15
%税前利润	6.7%	0.6%	n.a	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	111	1,642	1,203	1,465	1,784	2,065
营业利润率	6.3%	49.6%	41.5%	39.1%	42.9%	43.3%
营业外收支	1	2	13	3	1	1
税前利润	112	1,644	1,216	1,468	1,785	2,066
利润率	6.4%	49.6%	41.9%	39.2%	42.9%	43.3%
所得税	-35	-196	-101	-205	-259	-310
所得税率	31.7%	11.9%	8.3%	14.0%	14.5%	15.0%
净利润	76	1,448	1,115	1,262	1,526	1,756
少数股东损益	-1	73	97	50	70	80
归属于母公司的净利润	77	1,375	1,018	1,212	1,456	1,676
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	1,262	1,526	1,756
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	128	140	162	219	270	298
非经营收益	63	104	39	84	-16	-16
营运资金变动	-82	-499	-311	-379	-170	-248
经营活动现金净流	186	1,193	1,005	1,186	1,611	1,791
资本开支	-126	-385	-456	-1,207	-1,008	-609
投资	0	-22	-24	-1	0	0
其他	6	23	21	15	15	15
投资活动现金净流	-120	-384	-459	-1,193	-993	-594
股权募资	0	0	0	1,127	0	0
债权募资	139	138	-559	-200	-16	0
其他	-92	-472	-141	-68	-726	-94
筹资活动现金净流	47	-334	-700	859	-742	-94
现金净流量	113	475	-154	852	-124	1,103

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	1,513	1,389	2,492
应收款项	421	582	752	882	992	1,123
存货	453	760	713	986	1,055	1,219
其他流动资产	27	109	61	56	60	69
流动资产	1,300	2,280	2,187	3,437	3,497	4,902
%总资产	51.5%	61.4%	52.0%	53.4%	48.2%	54.5%
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%	41.8%	47.5%	42.0%
无形资产	139	155	227	233	240	246
非流动资产	1,224	1,436	2,023	3,001	3,762	4,096
%总资产	48.5%	38.6%	48.0%	46.6%	51.8%	45.5%
资产总计	2,525	3,716	4,210	6,438	7,259	8,998
短期借款	1,096	845	478	316	300	300
应付款项	432	258	365	426	458	528
其他流动负债	33	178	66	772	146	153
流动负债	1,561	1,282	909	1,515	903	981
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	1,794	1,183	1,260
普通股股东权益	833	1,832	2,781	4,537	5,899	7,481
少数股东权益	28	102	199	249	319	399
负债股东权益合计	2,529	3,716	4,210	6,580	7,401	9,140

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.225	4.018	2.977	1.670	2.006	2.309
每股净资产	2.435	5.354	8.131	6.250	8.126	10.305
每股经营现金净流	0.544	3.489	2.938	1.633	2.219	2.468
每股股利	0.100	1.200	1.000	1.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.25%	75.05%	36.61%	26.72%	24.69%	22.41%
总资产收益率	3.05%	36.99%	24.19%	18.42%	19.68%	18.34%
投入资本收益率	6.44%	50.11%	31.28%	24.50%	22.52%	20.81%
增长率						
主营业务收入增长率	9.99%	89.60%	-12.55%	29.25%	11.03%	14.69%
EBIT增长率	81.20%	861.69%	-31.01%	20.15%	16.81%	15.69%
净利润增长率	166.23%	#####	-25.91%	19.03%	20.16%	15.10%
总资产增长率	5.39%	46.94%	13.30%	52.93%	12.75%	23.96%
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	228.5	228.2	201.1
偿债能力						
净负债/股东权益	90.56%	25.28%	3.23%	-19.18%	-13.02%	-24.27%
EBIT利息保障倍数	2.4	9.9	22.8	25.6	-1,631.9	-1,411.8
资产负债率	65.94%	47.97%	29.21%	27.27%	15.98%	13.79%

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	1	1	1	3	7
买入	0	0	0	4	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.40	1.50

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 2009-06-26	买入	17.24	40.50 ~ 40.50
2 2009-07-18	买入	18.76	45.00 ~ 45.00
3 2009-10-12	买入	22.23	60.00 ~ 60.00
4 2009-10-25	买入	21.39	N/A
5 2009-12-30	买入	24.11	60.00 ~ 70.00
6 2010-03-31	买入	23.20	N/A
7 2010-04-25	买入	25.96	60.00 ~ 60.00
8 2010-10-24	买入	26.84	N/A

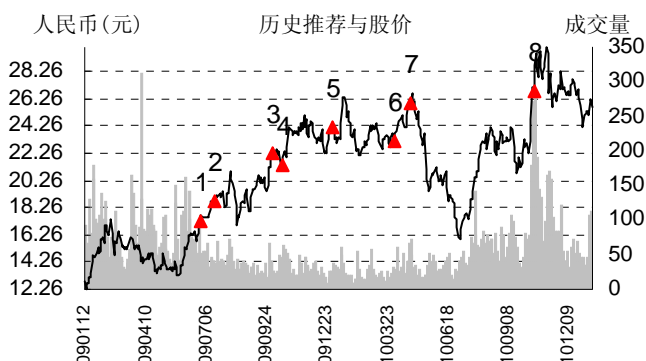
来源：国金证券研究所

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