

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): 31.10 元

年报符合预期, 期待今年表现

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)	713.15
总市值(百万元)	22,576.92
年内股价最高最低(元)	33.50/15.96
沪深 300 指数	3264.93
中小板指数	7412.24



相关报告

1. 《技术优势, 利润保障, 合成王国》, 2011.1.12
2. 《业绩受制于 VE 价格的疲软》, 2010.10.24
3. 《业绩增长 100%, 未来三个季度会更好》, 2010.4.25

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.977	1.515	1.750	2.077	2.347
每股净资产(元)	8.13	6.66	8.31	9.93	12.15
每股经营性现金流(元)	2.94	1.79	2.09	2.31	2.68
市盈率(倍)	16.43	16.66	18.17	15.31	13.54
行业优化市盈率(倍)	64.09	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	-25.91%	8.03%	15.49%	18.68%	13.00%
净资产收益率(%)	36.61%	22.75%	21.05%	20.92%	19.32%
总股本(百万股)	342.06	725.95	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 2010 年实现销售收入 34 亿元, 同比增长 18.87%; 实现净利润 11 亿元, 同比增长 8.03%; 实现全面摊薄每股收益 1.52 元, 与我们三季度预测的 1.516 元基本一致。

经营分析

- **2010 年 VE 销量大增、价格下降:** 公司业绩主要看 VE。2010 年国内 VE 出口量大增, 同比增长 30%; 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与去年持平。公司去年四个季度单季度利润基本稳定在 2.6 亿元水平。公司另一业务 VA 去年的情况与 VE 类似, 同样详见后文图表。
- **2010 年 VE 价格弱势前行, 反弹乏力:** 去年 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。有代表性是 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: 仅仅上涨 15% 就宣告结束。
- **涨价背后的核心逻辑是要有需求的支撑, 今年面临新的机会:** VE 价格经过三年的上涨, 我们提出的 VE 长景气周期理论持续得到检验。我们坚持认为引起价格波动的是供需关系, 由于看好今年饲料需求的拉动, 我们 3 月 7 日率先提示维生素 VE 和 VA 的机会, 目前表现良好。我们最新的观点是: 日本地震只是对今年维生素向好趋势起到了加速作用, 虽然短期内透支了一定的价格涨幅, 但是随着二季度需求旺季的到来, VE 和 VA 价格仍有上涨的可能。

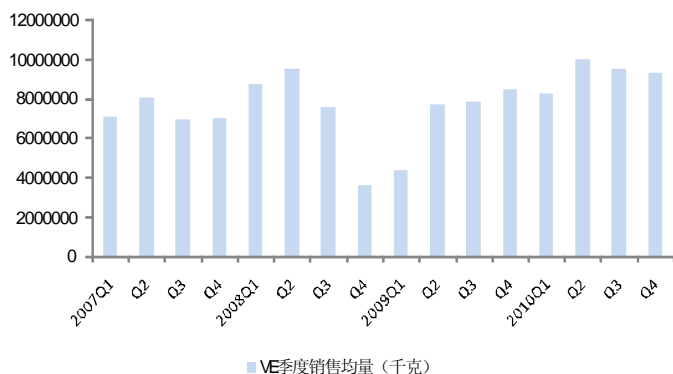
盈利调整

- 如果以现价作为全年业绩预测基础 (VE135 元、VA140 元), 我们预测公司 2011 年 EPS 为 1.75 元, VE 再每上涨 10 元, 增厚业绩约 0.20 元。

投资建议

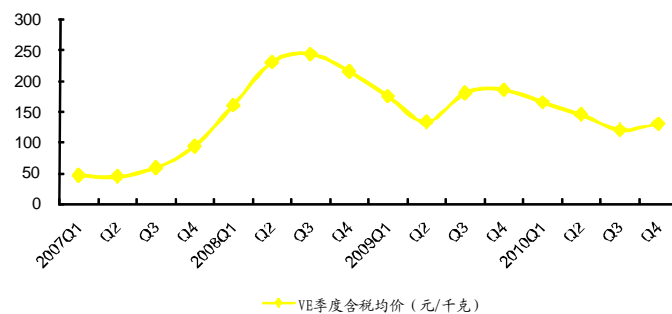
- 我们对公司的投资观点: (1) 维生素稳定, 每年 10 个亿的利润贡献; (2) 香精香料放量, 今年开始贡献利润, 2 年后贡献近 10 个亿的收入; (3) 其他新产品值得期待。三点结合看, 公司有长期的投资价值, 详见我们今年 1 月份的深度研究报告。目前公司估值 17 倍, 这里不包含继续涨价预期, 维持“买入”评级。

图表1: VE 销量 2010 年有明显增长

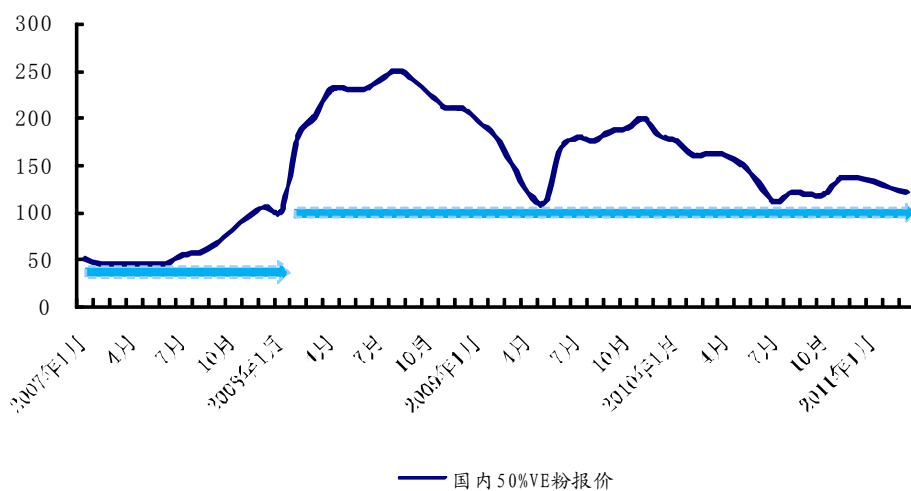


来源: 国金证券研究所

图表2: VE 价格 2010 年持续低迷

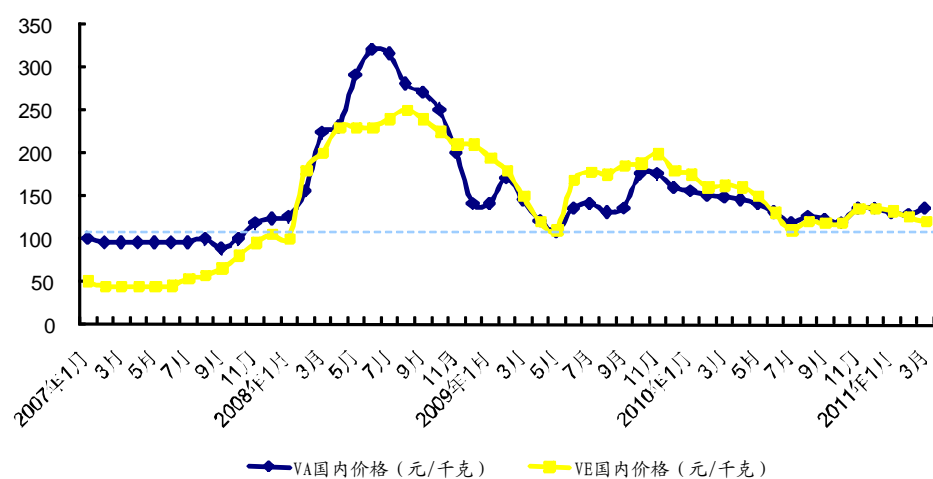


图表3: VE 价格 2010 年全年反弹乏力, 2011 年有望回升



来源: 国金证券研究所

图表4: VA 价格走势 2010 年面临着与 VE 类似的情况, 今年可能走强



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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,314	2,898	3,445	3,938	4,554	4,876
增长率		-12.5%	18.9%	14.3%	15.7%	7.1%
主营业务成本	-1,169	-1,305	-1,659	-1,875	-2,124	-2,261
%销售收入	35.3%	45.0%	48.2%	47.6%	46.6%	46.4%
毛利	2,145	1,594	1,786	2,063	2,430	2,615
%销售收入	64.7%	55.0%	51.8%	52.4%	53.4%	53.6%
营业税金及附加	-32	-23	-25	-30	-34	-37
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-73	-72	-97	-110	-128	-137
%销售收入	2.2%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-191	-223	-272	-311	-360	-351
%销售收入	5.8%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%	7.2%
息税前利润（EBIT）	1,849	1,276	1,392	1,612	1,908	2,091
%销售收入	55.8%	44.0%	40.4%	40.9%	41.9%	42.9%
财务费用	-187	-56	-69	-86	-51	3
%销售收入	5.6%	1.9%	2.0%	2.2%	1.1%	-0.1%
资产减值损失	-25	-21	-7	-10	-16	-11
公允价值变动收益	-4	5	2	0	0	0
投资收益	9	-1	16	19	15	15
%税前利润	0.6%	n.a	1.2%	1.2%	0.8%	0.7%
营业利润	1,642	1,203	1,334	1,535	1,855	2,098
营业利润率	49.6%	41.5%	38.7%	39.0%	40.7%	43.0%
营业外收支	2	13	-9	3	1	1
税前利润	1,644	1,216	1,326	1,538	1,856	2,099
利润率	49.6%	41.9%	38.5%	39.1%	40.8%	43.0%
所得税	-196	-101	-168	-208	-278	-315
所得税率	11.9%	8.3%	12.6%	13.5%	15.0%	15.0%
净利润	1,448	1,115	1,158	1,330	1,578	1,784
少数股东损益	73	97	58	60	70	80
归属于母公司的净利润	1,375	1,018	1,100	1,270	1,508	1,704
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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,448	1,115	1,158	1,330	1,578	1,784
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	140	162	186	190	232	255
非经营收益	104	39	80	107	38	-16
营运资金变动	-499	-311	-124	-110	-170	-80
经营活动现金净流	1,193	1,005	1,301	1,518	1,677	1,943
资本开支	-385	-456	-381	-706	-1,008	-609
投资	-22	-24	-14	-1	0	0
其他	23	21	-4	19	15	15
投资活动现金净流	-384	-459	-399	-688	-993	-594
股权募资	0	0	1,097	0	-240	0
债权募资	138	-559	62	-121	-51	0
其他	-472	-141	-433	-104	-126	-94
筹资活动现金净流	-334	-700	726	-225	-417	-94
现金净流量	475	-154	1,628	605	267	1,255

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	828	662	2,295	2,900	3,167	4,422
应收款项	582	752	808	925	1,043	1,107
存货	760	713	815	863	960	991
其他流动资产	109	61	65	60	68	72
流动资产	2,280	2,187	3,982	4,749	5,239	6,592
%总资产	61.4%	52.0%	64.7%	64.0%	60.2%	63.3%
长期投资	44	72	101	102	101	101
固定资产	1,197	1,686	1,789	2,314	3,102	3,463
%总资产	32.2%	40.1%	29.1%	31.2%	35.7%	33.2%
无形资产	155	227	249	251	257	264
非流动资产	1,436	2,023	2,171	2,669	3,463	3,830
%总资产	38.6%	48.0%	35.3%	36.0%	39.8%	36.7%
资产总计	3,716	4,210	6,153	7,417	8,701	10,421
短期借款	845	478	433	351	300	300
应付款项	258	365	342	393	445	468
其他流动负债	178	66	102	184	222	231
流动负债	1,282	909	877	927	968	998
长期贷款	472	280	387	387	387	387
其他长期负债	29	41	45	0	0	0
负债	1,782	1,230	1,309	1,314	1,354	1,385
普通股股东权益	1,832	2,781	4,836	6,035	7,209	8,818
少数股东权益	102	199	8	68	138	218
负债股东权益合计	3,716	4,210	6,153	7,417	8,701	10,421

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	4.018	2.977	1.515	1.750	2.077	2.347
每股净资产	5.354	8.131	6.662	8.313	9.930	12.147
每股经营现金净流	3.489	2.938	1.792	2.091	2.311	2.676
每股股利	0.100	1.200	0.500	0.100	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	75.05%	36.61%	22.75%	21.05%	20.92%	19.32%
总资产收益率	36.99%	24.19%	17.88%	17.13%	17.33%	16.35%
投入资本收益率	50.11%	31.28%	21.44%	20.38%	20.19%	18.28%
增长率						
主营业务收入增长率	89.60%	-12.55%	18.87%	14.29%	15.65%	7.07%
EBIT增长率	861.69%	-31.01%	9.11%	15.80%	18.39%	9.59%
净利润增长率	#####	-25.91%	8.03%	15.49%	18.68%	13.00%
总资产增长率	46.94%	13.30%	46.17%	20.55%	17.31%	19.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.5	76.2	71.7	72.0	71.0	71.0
存货周转天数	189.3	206.0	168.0	168.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	71.4	70.4	66.1	66.0	66.0	65.0
固定资产周转天数	111.6	193.6	177.3	185.2	183.3	175.7
偿债能力						
净负债/股东权益	25.28%	3.23%	-30.49%	-35.46%	-33.79%	-41.36%
EBIT利息保障倍数	9.9	22.8	20.2	18.8	37.1	-728.9
资产负债率	47.97%	29.21%	21.27%	17.72%	15.56%	13.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	2	3	3	5
买入	1	2	2	3	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.45	1.47	1.52

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 2009-07-18	买入	18.76	45.00 ~ 45.00
2 2009-10-12	买入	22.23	60.00 ~ 60.00
3 2009-10-25	买入	21.39	N/A
4 2009-12-30	买入	24.11	60.00 ~ 70.00
5 2010-03-31	买入	23.20	N/A
6 2010-04-25	买入	25.96	60.00 ~ 60.00
7 2010-10-24	买入	26.84	N/A
8 2011-01-12	买入	26.41	30.00 ~ 30.00

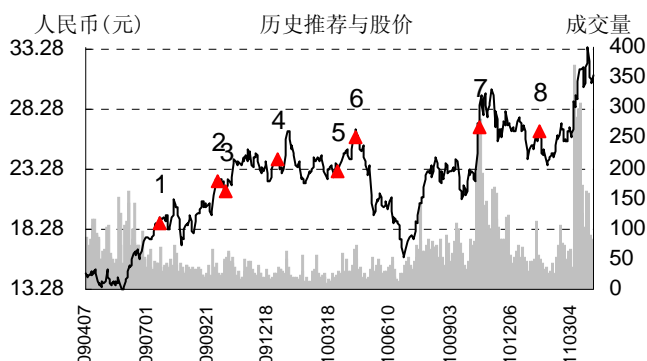
来源：国金证券研究所

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室