

正处行业低谷，中长期值得关注

鑫富药业 (002019)

评级: 暂无评级

股价: 8.70 元

调研简报

2009 年 3 月 3 日 星期二

医药小组

屈昶、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
化学原料药行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

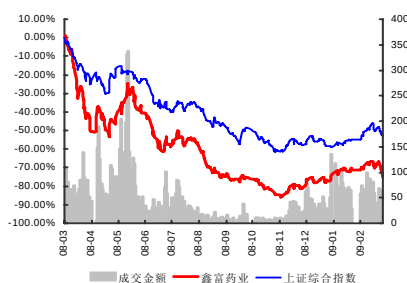
重要数据

总股本(亿股)	1.91
流通股本(亿股)	1.14
总市值(亿元)	16.62
流通市值(亿元)	9.92

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-10.86	-14.93
3 个月	14.62	3.84
6 个月	0.35	9.52

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 公司基本情况

公司是一家高科技上市公司，重点发展生物化工、医药保健食品、环保新材料三大支柱产业，主导产品 70% 以上销往欧美等国家。

公司是泛酸行业的龙头企业，是世界第一的维生素 B5 (D-泛酸钙) 生产供应商。07 年 D-泛酸钙的全球需求量约为 15000 吨，公司的产量达到 6000 吨，市场份额占到全球的 40%。同时，公司还是国内唯一的维生素原 B5 (D-泛醇) 生产企业，在全球也处于领先地位。

□ D-泛酸钙主业正处于历史低谷，走出尚需时日

公司现阶段的产品结构比较单一，D-泛酸钙是最主要的利润来源，为公司贡献 90% 的营业收入及营业利润，公司业绩对其依赖性极强。

根据公司 08 年业绩快报，营业收入 4.8 亿元，净利润 4432 万元，较 07 年同比下降 37.21% 及 81.55%，公司经营业绩大幅下滑的主要原因是主导产品 D-泛酸钙价格高位回落，出口明显减少。

造成 D-泛酸钙价格回落，销量减少的原因主要有几点：

一是金融危机对实体经济的影响。终端饲料企业不愿再囤积货物，导致 D-泛酸钙的需求出现明显减少，也使得公司的经营业绩低于预期。

二是价格上涨导致产能增加。07 年原料药行业的业绩爆发令大多数生产企业的产品价格处于非理性高位，由于原料药行业的进入门槛较低，诱人的利润空间吸引了一批新进产能，其中最大的是山东新发公司，实际产能预计已突破 2500 吨。

三是国内竞争环境恶化。公司和山东新发公司目前有关专利侵权的诉讼已经持续很久，双方在市场上的竞争更趋白热化，作为后进入者，山东新发的竞争策略就是低价竞争抢占市场，对 D-泛酸钙的市场价格冲击力很大。

由于上述因素的存在，D-泛酸钙产品价格在 08 年经历了一个快速下滑的过程，其国内价格从年初 150 元/千克的高位下滑至年底 57 元/千克，降幅高达 62%，目前价格已达到了历史低谷。

我们认为，目前 D-泛酸钙的价格已处于历史低位，很多企业都在亏损的边缘徘徊，未来价格继续恶化的可能性不大，但由于影响 D-泛酸钙价格和销量的几个主要因素，如世界经济下滑、产能扩张以及恶化的竞争环境等都不太可能在短期内得到解决，所以我们同时认为，在短期内 D-泛酸钙价格大幅度提升的概率也不大，公司短期的盈利能力将受到严峻的挑战。

□ 专利诉讼案仍在审理

目前虽然新发员工侵犯公司商业秘密的的刑事诉讼案已经获得临安市人民法院的判决，但是决定泛酸钙行业格局的关键还是专利诉讼。07 年底，公司已经提起诉讼，要求追究新发公司专利侵权的法律责任，上海市第一中级人民法院仍在审理，尚未判决。

另一方面，新发公司也两次向国家知识产权局专利复审委员会提出“产 D-泛解酸内酯水解酶的微生物及其制备 D-泛解酸的方法”专利无效宣告请求，专利复审委员会尚未作出复审结果。

如果在专利纠纷诉讼案中公司能胜诉，则新发的新增产能将退出市场，公司泛酸钙产品价格低迷的现状有望得到改善。

□ 新材料领域或成公司未来发展方向

由于 VB5 产品市场规模有限，公司在 VB5 领域做到世界第一后，开始着手打造市场空间更广阔的产品，据我们了解，环保新材料有望成为公司未来新的发展方向。

公司重点建设的年产 3000 吨全生物降解新材料（PBS）装置已开始试生产，使公司成为具有一步法聚合 PBS 产业化技术自主知识产权的生产厂家，开创了国内 PBS 产业化的先河。PBS 是真正的全生物降解塑料，是降解塑料的发展方向，未来的发展空间巨大。公司看准了这一必然趋势，抓住机会战略布局，未来有望在这一领域抢占先机。

公司在满洲里建设的另一个重点项目《年产 30000 吨木质活性炭项目》目前进展顺利。同国内医药活性炭产业能耗大、污染重、产出低的现状相比，公司采取了全封闭式全新生产工艺，化学制剂循环使用，项目完成后公司将成为国内最大的环保型活性炭生产企业。

□ 添加剂领域有益补充

除了新材料领域，公司利用自身在食品药品添加剂领域的技术优势和渠道优势开拓了一些新项目。

公司新建的 3000 吨羟基乙酸项目及 150 吨的三氯蔗糖项目既是精细化工领域市场潜力巨大的品种，又能与公司泛酸系列产品发挥协同效应，进一步改善公司单靠泛酸钙支撑业绩的局面，提高公司的抗风险能力和盈利水平。

□ 投资建议

公司是世界 D-泛酸钙行业的龙头企业，拥有先进的酶拆分工艺专利，具有产量高、质量好、污染小、成本低等优势。

由于世界经济下滑，产能增加，竞争环境恶化等因素，目前 D-泛酸钙的价格已处于历史低谷，接近了很多企业的盈亏平衡线，我们预计其价格继续恶化的可能性不大。但由于上述影响因素均很难在短期内予以解决，短期内公司业绩可能会面临严峻挑战。

我们认为，未来 D-泛酸钙价格回暖，公司将是第一批受益者，且公司在全生物降解新材料（PBS）和活性炭等环保新材料领域所作出的努力，非常值得关注，上述业务如进展顺利，很可能会因此而诞生新的鑫富药业。

由于公司目前对 D-泛酸钙的价格依存度过高，且新业务刚刚启动，通过 EPS 对其进行估值，很难反应公司真正的内在价值，因此我们对公司暂不评级，但将保持密切跟踪。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122