

化学原料药



王晔

广济药业（000952）

医药行业研究员

新增产能提升行业地位

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

推荐（维持）

2009年10月22日

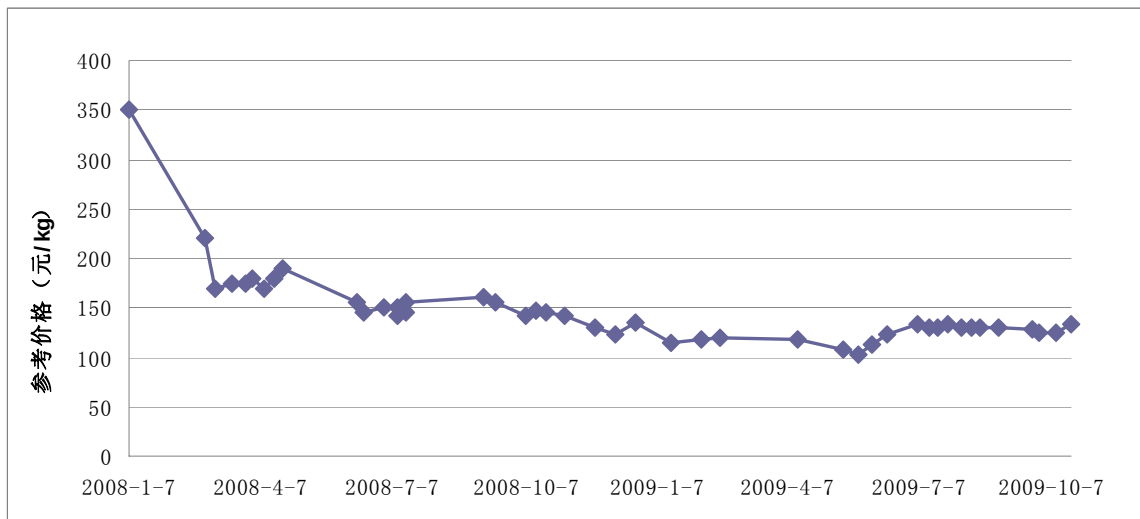
投资要点

- 我们近期调研了广济药业，就公司现有业务与公司管理层交换看法。我们认为，公司核黄素（VB2）新增产能完成投产后，将占据市场份额的60%以上，具有很强的定价权。未来这一产品过渡到垄断阶段，应属发展趋势使然。目前产品价格处于底部，涨价预期较强，公司业绩弹性较大，维持“推荐”评级。

调研要点：

- **核黄素近期市场竞争情况。**公司也了解到 BASF 韩国厂销售不正常，从市场信息来看，最近几个月供应明显偏紧。由于 DSM、广济都正常生产，因此最大的可能性是 BASF 自 7 月停产以来，就一直没有恢复。公司今年以来，逐季度销售量在增加，同时库存低于正常水平，也反映了市场供给不足的状况。
- **核黄素提价进行时。**2008 年之后，核黄素价格持续走低，在今年上半年，达到 110 元/kg 附近的低点。自 6 月份之后，逐步提高。10 月 20 日，报价上涨至 133 元/kg，较 10 月上旬提高了 8 元。

图 1、2008 年以来 VB2 价格波动（元/kg）



资料来源：健康网

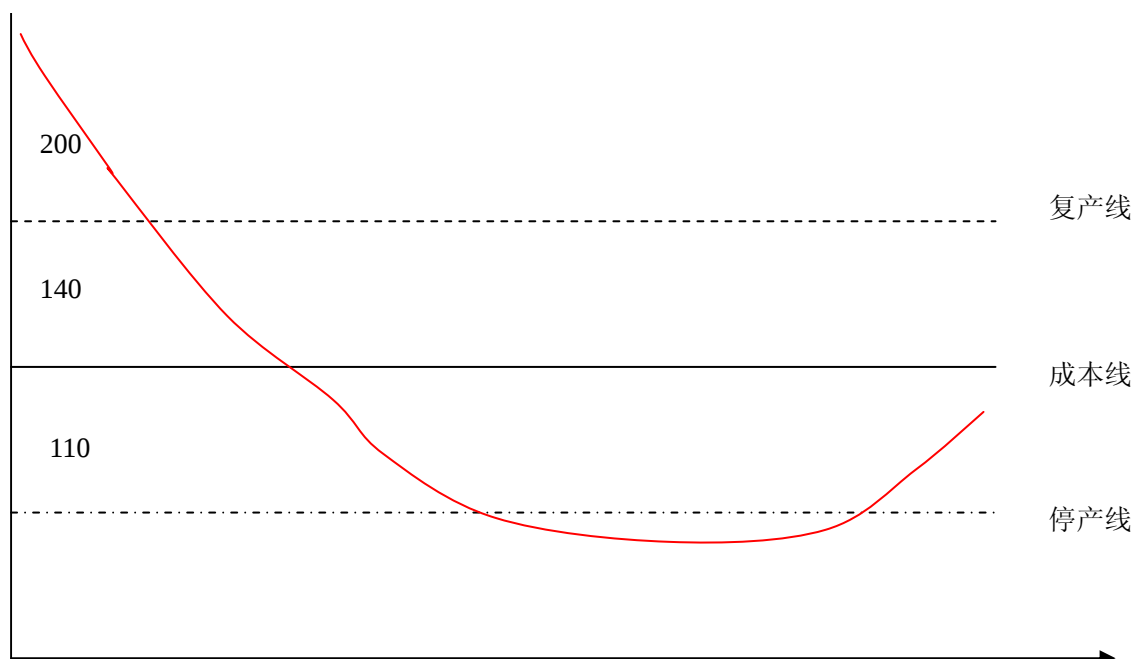
- **河南孟州工厂即将投产，提高公司在行业中的竞争地位。**核黄素全球总需求量在 6500-7000 吨。之前的产能分布是：DSM 约 2000 吨，BASF 约 2000 吨，广济 2500 吨，迪赛诺约 700 吨，其他零星企业有一些产能。总体上产能大于需求，实际产销量基本维持平衡。广济在 2007 年开始建设河南孟州工厂，规划的产能达到 2500 吨，今年已经建成并进行了中试，预计 11 月-12 月间将正式投产。届时公司的产能规模一举成为全球第一，占据约 60% 的份额。与此同时，孟州工厂的成本要低于本部，主要得益于低

廉的原料、煤以及气候因素。

- **孟州工厂的股权变化，有可能提高公司价值。**目前孟州工厂的股权中，上市公司占 51%，公司员工和管理层占 39%。由于两个企业产品相同，存在竞争可能性，公司也可能将员工持股部分收归上市公司。如果实施，则广济持有孟州工厂的股权达到 90%，减少可能的利润流失风险。
- **我们对核黄素市场格局的判断，BASF 是否退出会对市场造成何种影响？**之前的行业点评中，我们提到从韩国海关的数据中观察到，BASF 在韩国的 VB2 工厂自 7 月停产后一直没有复产。而现在从经销商了解到的情况，验证了我们的判断。从 BASF 的角度看，停产有两种可能性：1) 关闭产能，退出竞争；2) 做一个姿态，刺激下游价格恢复。
- **如果 BASF 退出？**我们推断，BASF 最后退出 VB2 生产的可能性很大，理由如下：1) BASF 在几年前就将下游的预混料业务出售，失去下游业务的支持，上游的维生素业务受到行业波动的影响很大，出售下游可以视为退出这一领域的先兆；2) BASF 的核心业务集中在化工领域，大化工的副产品较多，围绕这些产品的业务应该会保留，维生素中合成的 VE、VA 有一些中间体与其他化工产品共生，因此目前仍然保留，但发酵类产品都是独立工艺，与合成产品关联度低，从趋势判断，应该会逐步退出。例如 VC 业务，BASF 在几年前彻底退出后，一直没有复产；3) 对跨国企业而言，相同工艺下，生产成本远高于中国企业，同时，国内企业可能满足于 30% 左右甚至更低的毛利率，而外资企业对此却视同“鸡肋”。4) 外企退出和进入的成本都不低，我们预计低于其成本 20-30%，他们才会停产。由此我们判断，BASF 的成本线可能在 140 元/kg 以上。因为此次 BASF 的停产，是在市场价格约 105-110 元/kg 时候作出的。如果 BASF 工厂停产继续延续，可能要价格恢复到较高水平，才有可能开工。如下图。而且一旦退出，是不会轻易再回来，VC 就是一个例子，目前 VC 价格约 13 美元/kg，国内企业利润率高于 70%，但是 BASF 已经不会再复产 VC。

图 2、对 BASF 成本线及其停产、复产的价格线估计

价格（元/kg）



资料来源：兴业证券整理

- **如果 BASF 维持生产？**从韩国海关获得的数据显示，1-5 月份，韩国出口核黄素在正常水平，但 6-8 月份急速下降到 4-12 吨。如果 BASF 的停产只是一种销售策略，那么它的目的还是希望产品价格恢复到一个可以接受的水平。现在需要观察 9 月份韩国海关数据，如果 BASF 再度销售，那么价格会维持在这一水平一段时间。我们预计 11 月初可以看到相关信息。
- **我们对核黄素竞争格局未来变化趋势的判断。**我们认为，广济药业孟州厂投产后，将握有市场的主动权。现在公司应该不急于提价，因为公司新产能没有释放，还不能迅速填补 BASF 的供应空缺。而且公司也需要观察 BASF 的真实行为是否是真正退出。对于发酵工厂，连续几个月不生产销售，对设备的影响比较大，而且对企业来说，不能正常供货，会导致下游客户资源的流失，这比业绩损失更严重。
- **我们认为核黄素价格上涨趋势明确，唯一不确定的只是提价的速率。**如果 BASF 不退出，为了保障自己的利益，它也希望提价。而如果 BASF 最后退出，将有助于形成广济药业为主导的垄断格局，最后也会逐步提价。我们在之前的一系列报告中指出，维生素这类大宗原料药向低成本中心转移是必然趋势，而中国企业在相同工艺下，其成本优势明显，更何况在一些发酵品种。之前的维生素价格大幅波动，只是旧的跨国公司垄断格局被中国新进入企业打破带来的阵痛，而中国企业将形成新的定价联盟，垄断市场。VC、VE 已经是非常典型的代表，核黄素作为小维生素品种，过渡到垄断竞争也指日可待。在垄断时期，企业除了正常的平均利润率外，还将获得垄断利润。这一趋势明确，但目前市场对 BASF 的最终结果不明朗，所以我们还很难判断提价的速率。
- **对广济药业的业绩预期。**公司 2009 年中期业绩在 0.04 元，由于其他业务基本上没有贡献，我们可以认为主要由核黄素贡献业绩。公司预计 1-9 月份净利润在 1880-2820 万元，合每股收益为 0.07-1.11 元。由于目前核黄素价格已经到 130 元/kg 附近，较上半年均价提高约 15 元，我们预计下半年业绩约 0.12 元，全年为 0.16 元。由于明年孟州厂投产，我们假设广济明年增加约 500-1000 吨的权益产能，产品价格有望升至 150 元/kg，则公司业绩恢复到 0.7-0.9 元。鉴于产品提价的可能性较大，未来业绩弹性有望超过预期，我们维持“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。