

2009 年 12 月 7 日

医药行业

鑫富药业 (002019)

增持

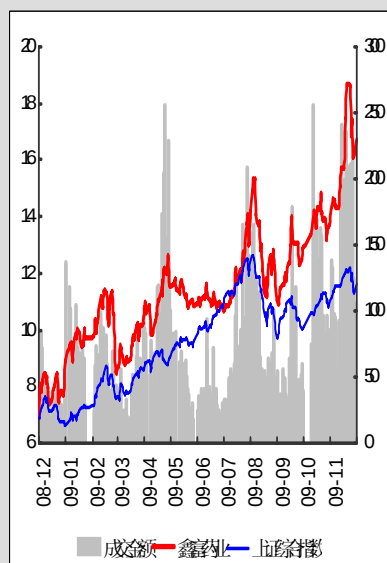
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

鑫富药业与上证指数走势对比图



VB5 价格底部形成，PBS 增发项目值得期待

投资要点

- **产品价格底部形成，销量同比大幅度增长。**公司 2009 年前三季度实现营业收入和净利润分别为 2.9 亿和 3203 万元，同比下降 27.5% 和 53.6%。主营业务收入的下降直接导致了公司毛利率的下降，公司毛利率只有 30% 左右，同比下降超过 10 个百分点，主要原因为公司主打产品 D-泛酸钙和 D-泛醇价格大幅度下降造成的，两大产品在 2009 年价格都低于 6 万元/吨，D-泛酸钙大约只有 4.5 万/吨，同比下降 43%，D-泛醇不到 6 万元/吨，同比下降超过 20%。根据我们调研的情况，目前产品价格已经达到历史最低点，继续下降的概率非常小（二季度公司产品销量持续回升），明年价格恢复性上升的可能性较大。
- **全生物降解塑料（PBS）有望成为第二利润贡献点。**公司此次增发项目建设周期为 2 年，分两期建设，第一期建设年产 3000 吨 PBS 生产装置，并开发出注塑级、挤出级、吹塑级 PBS 系列产品。在第一期年产 3000 吨，产品成功推向市场后，迅速将规模扩大至年产 2 万吨。预计 PBS 规模达到 2 万吨以后，公司此产品年均净利润将超过 7 千万元，成为公司续 VB5 后的第二利润贡献点。根据我们调研的情况，公司 07 年提出增发方案时，就是 PBS 项目，07-08 年的投入是先期用自有资金投入的募集资金项目，今年募集资金到位后已进行了置换。
- **盈利预测和估值。**从长远来看，公司产品虽然属于小类别的维生素产品，但我们认为明年随着下游养殖业的需求复苏以及全球经济的持续回暖，D-泛酸钙价格有望结束长时间的低位横盘整理，价格提升可以期待，我们对于 2010 年公司的主打产品 D-泛酸钙价格进行了敏感性分析，如果 VB5 价格为 8 万元/吨和销量 6000 吨的时候，公司 2010 年每股收益为 0.59 元，2010 年和 2011 年动态 PE 为 28 倍和 22 倍，给予公司“增持”的投资评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	479,922,561	395,001,864	574,601,864	634,601,864
增长率	-37%	-18%	45%	10%
毛利率	42%	34%	48%	53%
净利润	41,237,029	39,287,024	129,308,245	167,904,365
增长率	-83%	-5%	229%	30%
每股收益	0.22	0.18	0.59	0.76

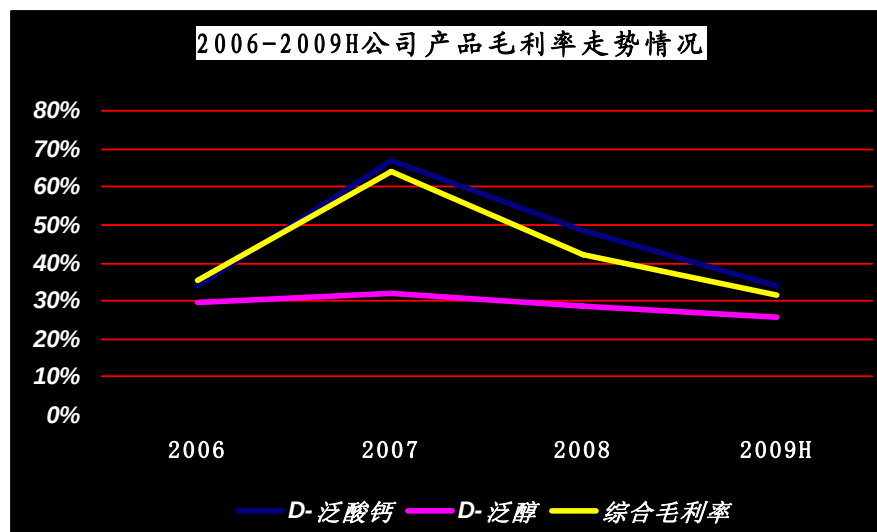
1、产品价格底部形成，销量同比大幅度增长

公司2009年前三季度实现营业收入和净利润分别为2.9亿和3203万元，同比下降27.5%和53.6%。主营业务收入的下降直接导致了公司毛利率的下降，公司毛利率只有30%左右，同比下降超过10个百分点，主要原因为公司主打产品D-泛酸钙和D-泛醇价格大幅度下降造成的，两大产品在2009年价格都低于6万元/吨，D-泛酸钙大约只有4.5万/吨，同比下降43%，D-泛醇不到6万元/吨，同比下降超过20%。根据我们调研的情况，目前产品价格已经达到历史最低点，继续下降的概率非常小（二季度公司产品销量持续回升），明年恢复性上升的可能性较大。

从产能来看，公司09年D-泛酸钙和D-泛醇产能分别达到7000吨和2000吨，这几年一直都在扩产，产能已经排名全球第一，市场占有率超过30%，规模优势非常明显。而从销量来看，公司今年产品销量的恢复性增长突出，D-泛酸钙2009年半年时已经超过3000吨，预计全年相对于07年高位时候的销量还有增长，产品全年销量同比增长35%。

营业收入	2006	2007	2008	2009H
D-泛酸钙	283,511,700	686,245,324	361,526,461	149,006,700
增长率		142%	-47%	
占比	81%	90%	75%	76%
D-泛醇	44,593,400	60,843,098	78,930,824	39,185,700
增长率		36%	30%	
占比	13%	8%	16%	20%
其他	19,884,719	17,653,207	39,465,276	7,908,532
总收入	347,989,819	764,741,629	479,922,561	196,100,932
增长率		120%	-37%	
营业利润	2006	2007	2008	2009H
D-泛酸钙	96,318,700	459,665,135	175,342,251	50,912,100
增长率		377%	-62%	
占比	78%	94%	87%	82%
D-泛醇	13,185,100	19,514,150	22,663,433	10,022,900
增长率		48%	16%	
占比	11%	4%	11%	16%
其他	13,268,573	10,034,592	3,868,151	933,147
总营业利润	122,772,373	489,213,877	201,873,836	61,868,147
增长率		298%	-59%	

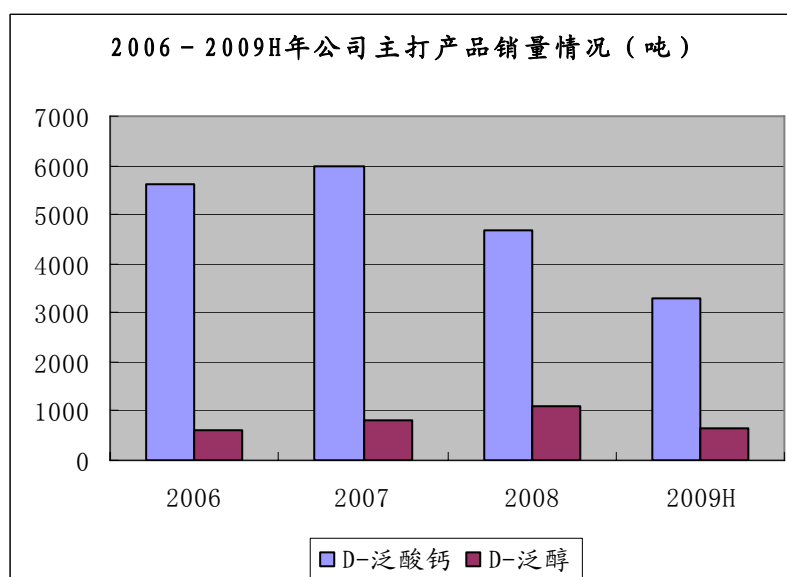
数据来源：日信证券



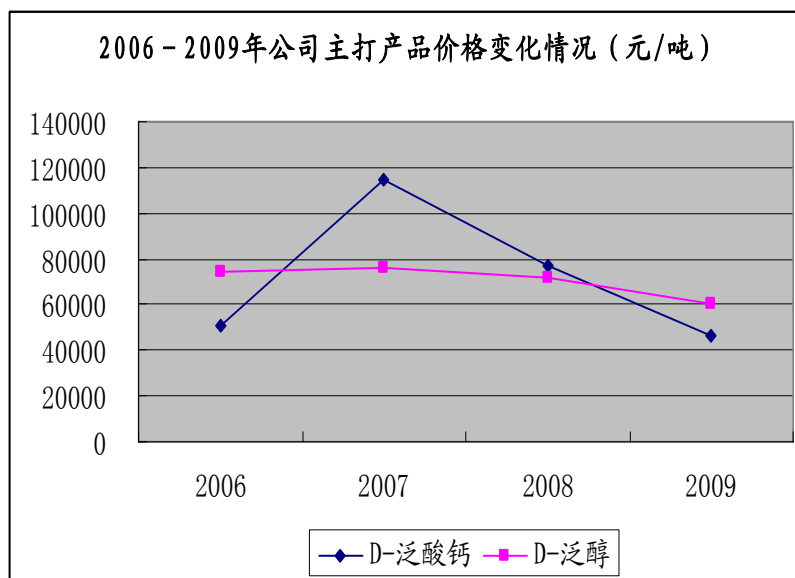
数据来源：日信证券

产能 (吨)	2006	2007	2008	2009
D-泛酸钙	6000	6500	6500	7000
增长率		10%	0%	7.7%
D-泛醇	1000	1000	1500	2000
增长率		0%	50%	33%

数据来源：日信证券



数据来源：日信证券



数据来源：日信证券

2009 年 D-泛酸钙全球产能分布

国别	公司名称	产能(吨/年)
中国	鑫富药业	7000
日本	第一精细化工	2500
荷兰	DSM	2600
德国	BASF	2000

2009 年 D-泛醇全球产能分布

国别	公司名称	产能(吨/年)
中国	鑫富药业	2000
荷兰	DSM	2000
德国	BASF	1500
日本	第一精细化工	1000

数据来源：中国化工资讯

2、全生物降解塑料（PBS）有望成为第二大利润贡献点

生物降解材料是指在一定的自然环境条件下，能够被微生物（如细菌、真菌或藻类）分解变成低分子化合物的材料，各种类型的生物降解性聚酯是其中的一大类。生物降解性聚酯的主链大都通过易水解的酯键连接而成，主链柔顺，因而易被自然界中的多种微生物或动植物体内酶分解、代谢，最终形成二氧化碳和水。近几年，在发达国家生物降解材料发展迅速。塑料工业协会数据显示，1998年全球生物降解材料年产量约为3万吨，到2001年，美国、西欧、日本的产量已增加到7万吨，2004年已经达到12万吨，而2010年全球投产的生物降解材料产能将达到80万吨。

聚丁二酸丁二醇酯（简称PBS），是目前众多生物降解材料中综合性能佳、发展前景被广泛看好的全生物降解合成高分子，在市场方面，海外市场新型降解材料应用非常广泛，预计未来几年全球可降解材料的产业规模将达到整个塑料制品市场份额的10%左右，形成数百万吨的市场规模，市场潜力超过50亿美元；同时，我国对全生物降解新材料的需求巨大，在我国包装行业、农林业、日用品行业、医疗卫生行业都有应用。PBS产业化首先在日本得到了发展和应用。日本昭和聚物公司是研发、生产和销售PBS的先驱，1993年启动了产能为3,000吨/年的PBS/PBSA（丁二酸+己二酸+丁二醇）生产线，2004年将产能扩大到6,000吨/年，其商品名为Bionolle。目前，日本昭和实现了PBS的产业化，未来计划达到10万吨/年。而日本三菱化学有年产3000吨的PBS，其商品名为GS-PIa，主要产品分为两个牌号，分别为PBS和PBSA。与脂肪族聚酯不同，德国巴斯夫等公司开发了一类可生物降解的脂肪-芳香共聚酯。德国巴斯夫公司形成了年产14000吨的芳香族/脂肪族聚酯以及芳香-脂肪共聚酯/聚乳酸共混物的能力，其商品名分别为Ecoflex和Ecovio，并计划2010年扩产至6万吨，这些公司为鑫富药业主要的竞争对手。

公司此次增发项目建设周期为2年，分两期建设，第一期建设年产3000吨PBS生产装置，并开发出注塑级、挤出级、吹塑级PBS系列产品。在第一期年产3000吨，产品成功推向市场后，迅速将规模扩大至年产2万吨。预计PBS规模达到2万吨以后，公司此产品年均净利润将超过7千万元，成为公司续VB5后的第二大利润贡献点。公司07年提出增发方案时，就是PBS项目，07-08年的投入是先期用自有资金投入的募集资金项目，募集资金到位后已进行了置换。

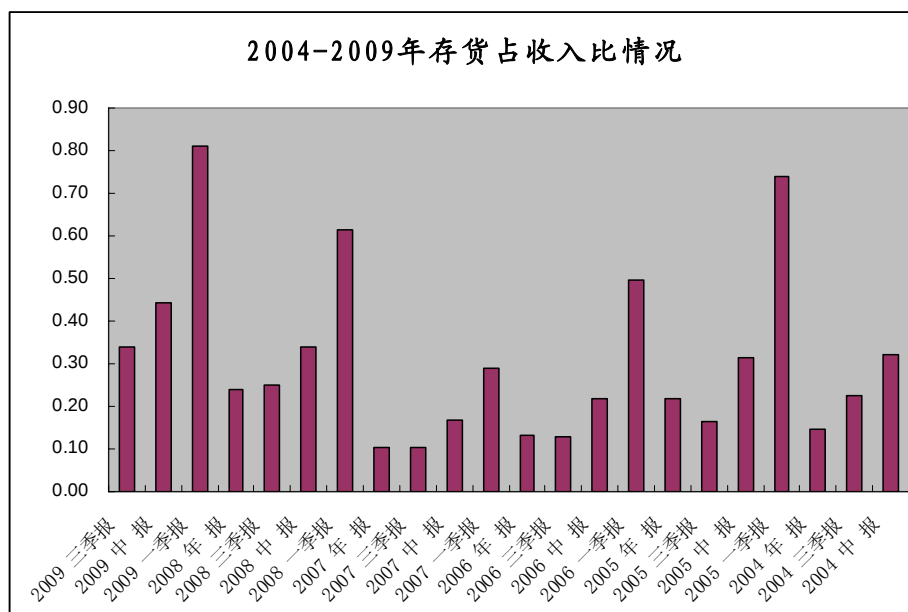
制造企业	商品名	成分	生产规模(吨/年)	国家
昭和高分子	Bionolle	PBS、PBSA	6,000	日本
三菱化学	GS-Pla	PBS	3,000	日本
Dupont	Biomax	芳香族、脂肪族共聚酯	15,000	美国
Eastman Chem.	Easterbio	芳香族、脂肪族共聚酯	15,000	美国
BASF	Ecoflex	芳香族、脂肪族共聚酯	14,000	德国
S. K. Ind	Skygreen	PBS	2,000	韩国
Ire Chem. Ltd	Enpol	PBS 类聚酯	1,500	韩国

数据来源：塑料加工信息中心

3、盈利预测和估值

对于维生素等原料药行业的景气度判断一般通过行业库存的监测来进行，不同于VC/VE/VA这些大品种的维生素，泛酸钙属于小品种的维生素，所以行业龙头企业的库存情况就是对于行业最好的判断依据，一般来说行业景气度高时库存比例会相应降低，而行业景气度低时，库存比例又会相应提高。例如2005年的时候库存比例为22%，而2006年和2007年分别为13%和10%，而这两年是行业景气度最高的时候，目前来看，2009年行业依然处于一个景气度的低谷时期，但从三季度报告来看，这种库存比例在逐渐下降，我们可以看到复苏的迹象，因此建议投资者对公司的库存占收入比保持密切关注。

从长远来看，公司产品虽然属于小类别的维生素产品，但我们认为明年随着下游养殖业的需求复苏以及全球经济的持续回暖，D-泛酸钙价格有望结束长时间的低位横盘整理，价格提升可以期待，我们对于2010年公司的主打产品D-泛酸钙价格进行了敏感性分析，红色区域表明每股收益最可能达到的范围，而公司期间费用率假定与2009年保持持平，那么在VB5价格为8万元/吨和销量6000吨的时候，公司2010年每股收益为0.59元，2010年和2011年动态PE为28倍和22倍，由于PBS项目贡献利润的不确定性较大，我们这里暂时不予考虑，但是会时刻跟踪2010年首期3000吨的销售情况，也会随时调整公司的每股收益。不同于一些大的维生素产品VE/VA/VC企业的估值（2010年估值都低于20倍），公司2007年的历史最高估值超过60倍，所以我们认为鉴于公司的行业地位以及行业景气度的逐步回升，增发项目PBS的又一个利润贡献点，给予公司“增持”的投资评级。



数据来源：日信证券

2010 年 D-泛酸钙价格和销量对公司每股收益的敏感性分析

D-泛酸钙价格 (元/吨)	D-泛酸钙销量 (吨)			
	4000	5000	6000	7000
60000	0.31	0.38	0.45	0.52
70000	0.35	0.44	0.52	0.60
80000	0.40	0.49	0.59	0.68
90000	0.45	0.55	0.66	0.76
100000	0.49	0.61	0.73	0.84
110000	0.54	0.67	0.80	0.92
120000	0.59	0.73	0.87	1.00

数据来源：日信证券

	2008	2009E	2010E	2011E
D-泛酸钙收入	361,526,461	310,000,000	480,000,000	540,000,000
D-泛醇收入	78,930,824	74,400,000	84,000,000	84,000,000
其它收入	39,465,276	10,601,864	10,601,864	10,601,864
总收入	479,922,561	395,001,864	574,601,864	634,601,864
营业成本	278,048,726	262,569,864	296,681,864	297,881,864
营业利润	201,873,836	132,432,000	277,920,000	336,720,000
营业税金及附加	5,104,616	4,276,791	3,009,114	3,645,758

占收入比	1.06%	1.08%	1.08%	1.08%
期间费用合计	136,084,070	88,875,419	132,158,429	145,958,429
占收入比	28.4%	23%	23%	23%
资产减值损失	7,427,016	1,603,091	1,603,091	1,603,091
投资净收益	2,338,609	1,539,204	1,539,204	1,539,204
营业外净收入	(6,730,093)	5,941,597	5,941,597	5,941,597
利润总额	48,866,650	45,157,499	148,630,166	192,993,523
所得税	7,629,621	5,870,475	19,321,922	25,089,158
净利润	41,237,029	39,287,024	129,308,245	167,904,365
每股收益	0.22	0.18	0.59	0.76

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。