

广济药业（000952）： VB2 价格提价趋势渐行渐近

报告日期： 2010年2月24日

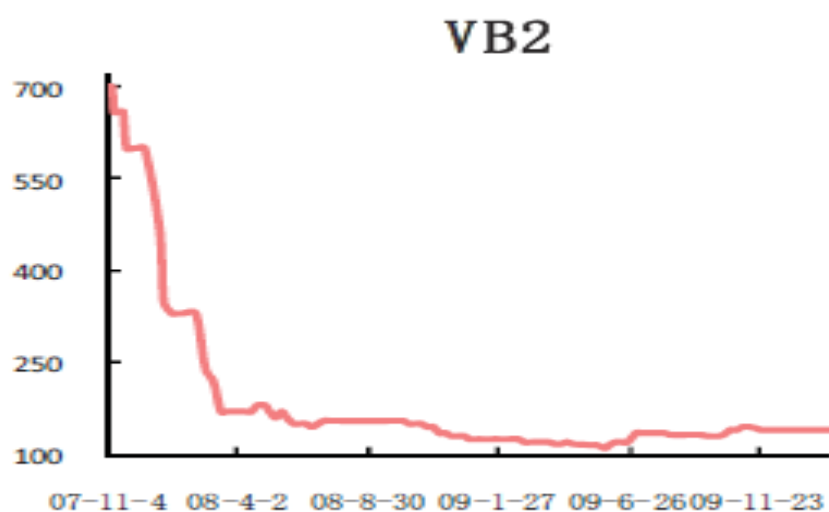
医药行业研究员：宋文昭

一、VB2 价格处于底部，近期略有提升

近一年来VB2 一直处于价格低谷。VB2（80%）从2006 年9、10 月开始涨价以来，至2007 年7、8 月份达到历史高峰900 元/公斤，此后价格一路向下，2008 年价格已重新跌回涨价前的水平，09年上半年价格继续走低， 09年下半年国内VB2 市场价格开始有所提升，VB2（80%）从最低点110元/公斤上涨至目前140元/公斤。本次价格上涨有两个特点：一是上涨幅度并不大，并未引起市场较大反应；二是价格经历了多次探底，价格底部逐渐明确。

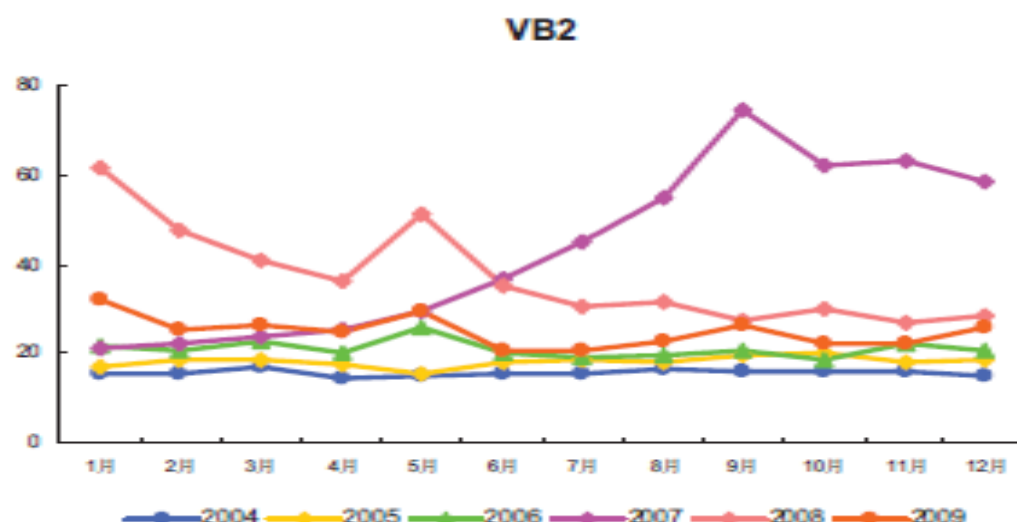
我们认为，短期供给、需求的变化是导致价格变化的主要原因：核黄素在2009 年初跌至100 元/kg，广济维持微利，而其他企业都面临亏损。价格跌至谷底的原因包括：经济危机下，下游去库存化以及终端需求减少，导致对核黄素的需求下降；2008 年过高的价格，吸引太多的企业加入行业竞争。价格在底部的时间相当长，时至今日，其他企业面对亏损只能选择退出。目前价格回升至140 元/kg 左右，广济药业核黄素的综合成本估计在90 元/kg 左右，已经有一定的利润，而其他竞争对手仍然在盈亏平衡点附近挣扎。其他维生素品种在09年二季度随着下游去库存化完成、开始补库存，价格迅速反弹，而核黄素的价格维持小幅上涨。我们认为公司目前并不希望产品迅速涨价，而更希望能维持稳步提价的态势，这样可以控制竞争者进入。

图1：VB2 近期价格变化（80%） 单位：元/kg



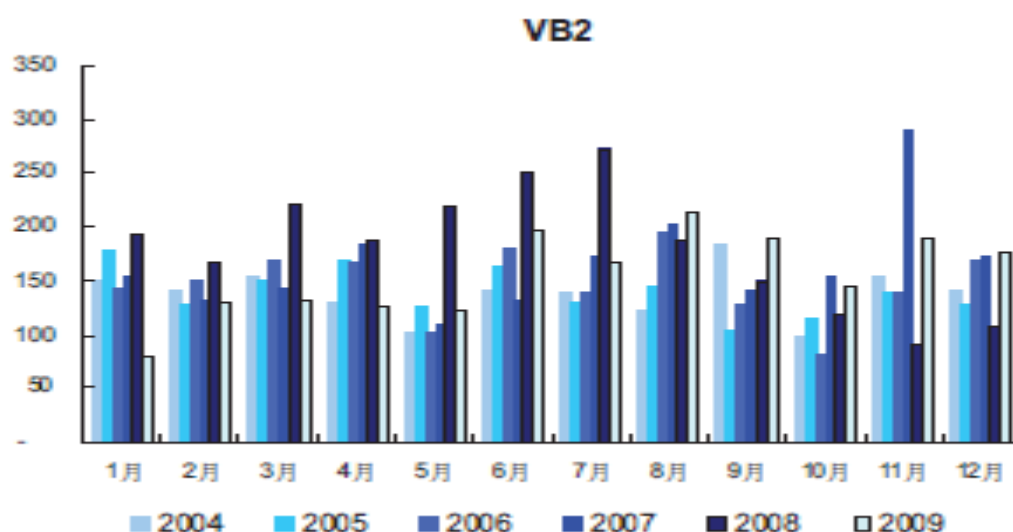
资料来源：健康网

图2: VB2 历史价格变化 (80%) 单位: 美元/kg



资料来源: 健康网

图3: VB2 历史出口量变化 单位: 吨



资料来源: 健康网

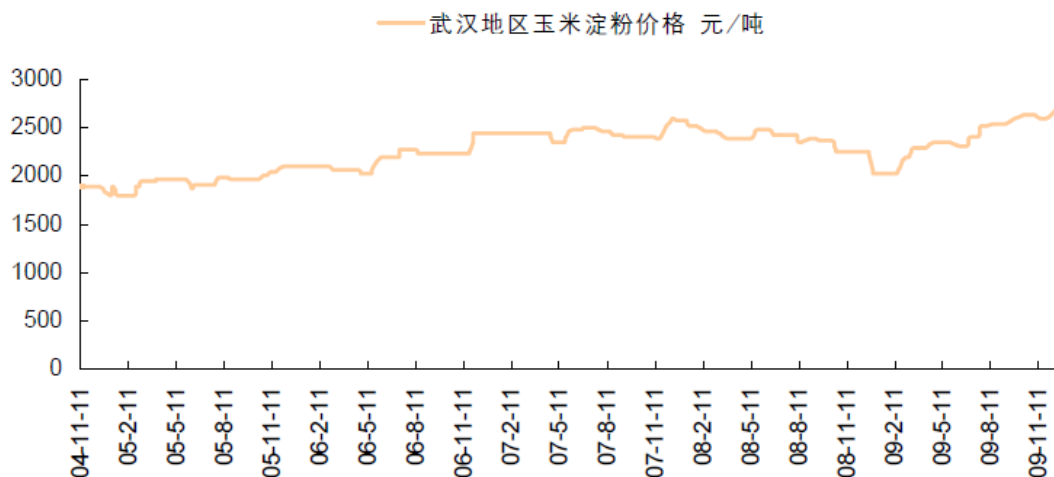
二、公司逐步掌握核黄素的定价权

全球核黄素企业中, 广济药业的产能规模最大, 成本最低。公司现有产能达到2300 余吨, 此外公司在河南孟州建设2500 吨产能。除公司外, 国际BASF 和DSM 也有将近5000 吨的产能。国内有上海迪赛诺, 产能约700 吨。广济采用玉米为原料发酵, 规模大, 成本低于BASF, 而质量与之相当。

公司在孟州新建的2500 吨核黄素项目靠近煤炭和玉米淀粉产地, 劳动力成本也相对较低, 同时原材料供应商金玉米公司持股20%, 因此其具有一定的成本优势。其中, 玉米成本占核黄素生产的原材料成本比重较大, 其价格的过快上涨可能导致公司核黄素成本的上升。我们粗略估计每吨核黄素消耗的玉米淀粉重量应该在16-20 吨左右, 2009 年下半年受到冰雪天气和需求恢复影响, 玉米淀粉价格有所攀高, 未来玉米价格走势有可能会受到原材料成本、通胀和能源价格等因素的影响继续波动。预计2010 年玉米淀粉的均价将高于2009 年。而公司通过与原材料供应商合资建厂生产核黄素能够有效地减少原材料的波动, 同时降低原材料采购成本, 有利于提高公司的竞争力。

核黄素在2007年暴涨，主要原因是BASF的韩国工厂停产，高价吸引了国内其他企业进入。但2008年后价格暴跌，导致大部分小厂都亏损以至于退出竞争。这些企业退出后，相应的设备闲置时间长，将不得不报废。截至目前，国内实际出口核黄素的企业主要是广济和迪赛诺。广济在近期小幅提高核黄素报价，其他企业是跟随者，广济开始重新主导核黄素的定价权。

图 4. 近期武汉地区玉米淀粉价格走势



资料来源：中国淀粉网

三、国际知名厂商退出VB2 市场可能性分析

在VB2行业洗牌过程中，迫于成本劣势包括BASF、DSM这样的巨头也在被逐步逼出市场。BASF、DSM这样的巨头退出VB2市场有充分的理由：

1、相比较于VC、VA等其他维生素，VB2是维生素中的一个小品种。VB2全球市场容量只有1.5亿美元左右，而BASF农业与营养品部门年收入超过50亿美元，DSM营养品部门年收入也有24亿美元，VB2全球1.5亿美元的市场容量对他们吸引力不大，在成本毫无优势、盈利能力差的情况下，退出这一领域是最符合股东利益的。

2、以BASF为例，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。此外，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。

3、DSM和BASF在欧洲面临着欧盟的越来越大的环保约束问题，这可能会加速本来在成本就没有优势的他们尽快退出这一行业。

4、对于BASF和DSM这样的巨头，一旦决定逐步退出之后尽管行业有较高的盈利水平，他们也不会轻易继续进入。

四、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。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、DSM等国际知名厂商不退出，为了保障自己的利益，他们也希望提价。而如果国际巨头最后退出，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。我们坚持之前的观点，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，但目前市场对国际巨头的最终结果不明朗，所以我们还很难判断提价的速率。

五、投资建议

我们认为国际环境的变化导致未来核黄素的市场趋暖的趋势将长期保持，广济药业作为技术领先，规模优势突出的生产企业，在较长时间内其垄断地位不会受到挑战。从公开资料和市场报价的变化，我们认为其相对于竞争对手拥有20~30%左右的成本优势。

我们预计公司 2009—2011 年EPS 分别是0.16 元、0.77 元和1.18元。业绩大幅增长的原因是我们预期核黄素市场竞争格局在发生变化，产品价格有望继续提升，而且公司在河南孟州厂的投产，提高了公司的产能，也提高了公司在市场上的定价权。鉴于产品提价的可能性较大，未来业绩弹性有望超过预期，我们给予“买入”的投资评级。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准