

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209040220

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

泛酸钙提价趋势或将持续

事件描述

鑫富药业 3 月 16 日发布公告，主要内容为：

- 公司决定对 D-泛酸钙产品报价提高 10% 左右。公司主导产品 D-泛酸钙销售价格自 2008 年从高位回落以来，一直处于历史相对低位，近一阶段原材料价格不断上涨，公司根据市场情况决定对 D-泛酸钙产品报价提高 10% 左右。

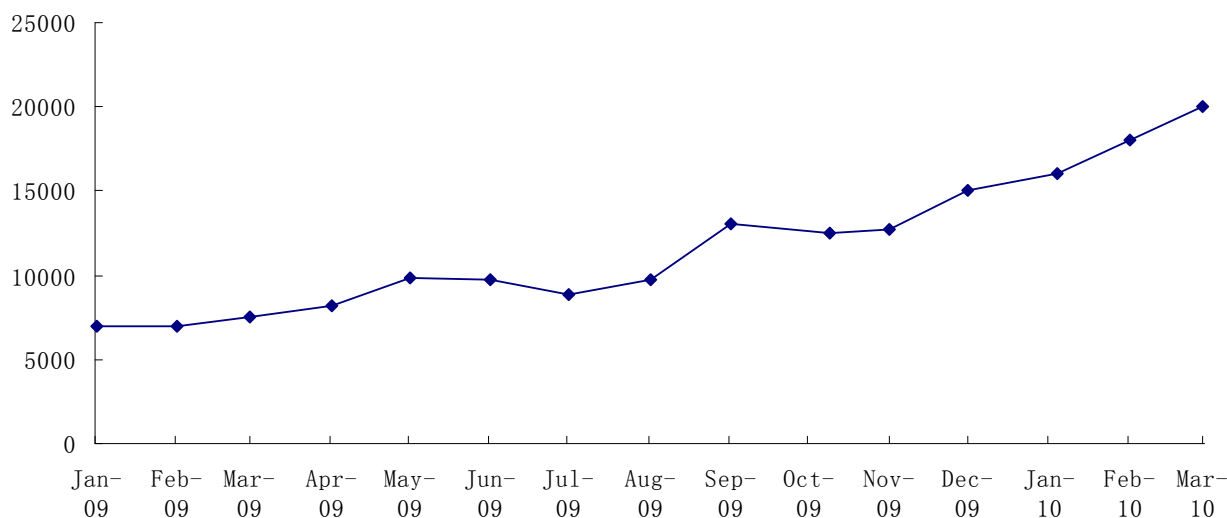
事件评论

第一，泛酸钙涨幅较小，但涨价趋势或将延续

此次公告的泛酸钙涨价幅度较小，约为 10% 左右，按照 52 元/公斤的价格推算，涨价后的价格约为 57 元/公斤左右。考虑到原料价格上涨的因素，涨价对业绩的提升贡献并不大。

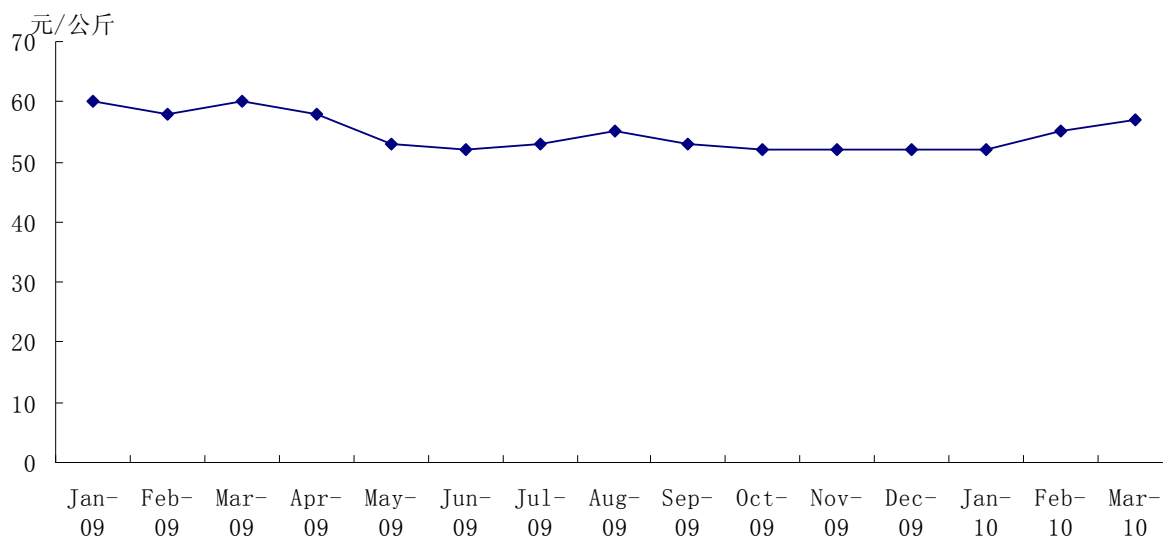
我们认为，涨价趋势或将延续。此次涨价的直接原因是原材料价格上涨，但是从泛酸钙的行业背景来看，这只是个表象，或者说只是涨价的一个促发因素，生产企业低价竞争策略下压抑已久的涨价需求才是内在原因。

图 1：丙烯酸产品价格大幅上涨（2009.1-2010.3）



资料来源：长江证券研究部

图 2：泛酸钙产品价格仍处于较低水平（2009.1-2010.3）



资料来源：长江证券研究部

具体来说，有利于涨价趋势形成的因素有：

- 1) 鑫富药业对泛酸钙行业的影响进一步加强。泛酸钙的生产集中在帝斯曼、巴斯夫、日本第一制药、鑫富药业、山东新发等五家企业，近年来鑫富药业市场份额不断提高（目前约占全球 40% 的市场），对行业的影响进一步加强。这决定了对泛酸钙价格的影响力度；
- 2) 产品长期处于较低价格。自 2007 年 9 月达到最高点约 200 元/公斤后，泛酸钙价格一路下跌；至 2008 年 7 月，跌至 70 元/公斤；至 2009 年 1 月，跌破 60 元/公斤；2009 年 6 月至 2009 年底，产品价格一直保持在最低点 52 元/公斤。长达一年多的低价格，充分消化了前面价格大涨造成的生产企业、经销商、下游用户等的短期行为，生产企业重新回到低盈利甚至亏损状态，产品涨价需求逐渐强烈；
- 3) 其他企业曾多次尝试提价。由于产品价格较低，大多数企业盈利状况较差，2009 年国内外多家企业曾尝试对泛酸钙提价，不过由于鑫富药业尚能保证一定的盈利（鑫富重庆工厂 2008 年投产，大幅降低成本，使得 2009 年较低价格下毛利率仍能达到 30% 左右，盈利情况比竞争对手要好），并没有跟随，提价均未能持续。这种提价尝试至少说明了较多企业都有涨价愿望；
- 4) 通胀带来的原料价格大幅上涨。泛酸钙的原料主要为化工产品，如丙烯腈、戊二醛等，近一年多来，原料价格大幅上涨，尤其是近几个月以来涨幅较大，这对本来就盈利艰难的生产企业来说更是雪上加霜；
- 5) 近三个月以来的催化因素。2009 年底以来，泛酸钙行业先后发生了生产企业减少供货、停止报价、部分企业停止生产等。这些因素加剧了市场对于产品涨价的预期，一个明显的表现是泛酸钙市场报价先行上涨并高于厂家报价。目前有经销商报价已达到 60 元/公斤，比鑫富药业最新报价 57 元/公斤的报价略高，并且经销商也有惜售心理。另外一个较大的催化剂是 **DSM 停产**。DSM 在苏格兰的工厂是受五十年一遇的寒冷天气影响，导致生产线受损而停产。我们认为，这次停产属于意外事故，并非主动性的停产检修，因此一方面修复生产线时间可能较长，另一方面，公司泛酸钙的存货可能会不够。供给的意外减少，将加剧泛酸钙供应紧张的状态。

当然，也有不利于涨价的因素：

1) 国内竞争对手的竞争策略。价格上涨, 必然引起一些企业的扩产冲动, 从而减弱或抑制涨价的趋势。国内竞争对手山东新发的泛酸钙产品近几年迅速发展起来, 就是成功利用了上一轮产品涨价的机会。这一轮如果价格非理性上涨, 则这一故事很可能将重复。不过这只有在较高的价格才需要考虑;

2) 下游企业的库存较多。我们了解到, 之前泛酸钙价格较低时, 下游企业备货较多(经销商由于注重周转率, 备货反而并不多), 这导致消化存货需要更长的时间。不过近几个月生产企业减少供货、停产等举措, 将大幅快速减弱这一不利因素。

分析泛酸钙涨价的有利和不利因素, 无非是为了判断哪一种可能性更大。综合考虑上述因素, 我们认为随着时间推移, 产品供给紧张态势将会加剧。考虑到经销商渠道囤货的因素, 产品涨价的趋势将能够持续, 并且很可能超过市场的预期, 只不过这次的涨价很难再现 2006-2007 年的暴涨, 而可能是在各生产企业之间相互博弈的过程中逐步上涨。

第二, 多个新产品均进展顺利

除了泛酸钙、泛醇项目外, 公司先后投资了活性炭、三氯蔗糖、PBS、PVB、EVA 等项目, 我们了解到上述项目多进展顺利, 尤其是值得期待的 PVB、PBS 项目: PVB 项目在中试效果良好, 如过顺利, 下半年将投产; PBS 项目 2009 年已经实现少量销售, 并且这两年持续进行市场推广, 正逐步取得国外客户的认可, 预计今年实现销售额上千万元。同时, 公司也在国内积极寻求政策支持, 并参与一些地区的试点。

第三, 给予“推荐”评级

由于 PVB、PBS 业务尚处于起步阶段, 盈利情况难以准确把握, 我们暂只对泛酸钙业务进行测算。

2009 年下半年泛酸钙价格低于 70 元/公斤后, 多个企业尝试提价, 我们判断, 这个价格可能是通常状况下(即非恶性价格竞争状态)企业能接受的一个价格下限。据此推测, 泛酸钙价格维持在 80-100 元/公斤左右, 各生产企业应能有盈利。以此作为一个短期均衡状态来看, 测算出鑫富药业的 EPS 在 0.79-1.33 元之间, 按照中间值 90 元/公斤测算, EPS 为 1.06 元, 当前 PE 为 22 倍。考虑到原料药价格剧烈波动的属性和经销商已经存在的囤货、惜售现象, 我们认为泛酸钙价格上涨很可能超出预期。另外, PVB、PBS 将陆续有产品形成销售, 并且市场正在快速扩大, 三块业务均有良好的势头。我们给予公司“推荐”评级。

表 1: 泛酸钙价格变化的敏感性测算

价格(万元/吨)	5	6	7	8	9	10	11	12
销量(吨)	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000
销售额(万元)	35000	42000	49000	56000	63000	70000	77000	84000
单位成本(万元/吨)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
销售成本(万元)	26600	26600	26600	26600	26600	26600	26600	26600
销售费用(万元)	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
管理费用(万元)	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
财务费用(万元)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
利润总额(万元)	-600	6400	13400	20400	27400	34400	41400	48400
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
所得税(万元)	-90	960	2010	3060	4110	5160	6210	7260
净利润(万元)	-510	5440	11390	17340	23290	29240	35190	41140
EPS	-0.02	0.25	0.52	0.79	1.06	1.33	1.60	1.87

资料来源: 长江证券研究部

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。