

精细化工和化工新材料两条腿走路，新的利润增长可期

——鑫富药业（002324）调研快报

2010 年 10 月 11 日

鑫富药业

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316	
范劲松	联系人		
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66507339	

事件：

2010 年 9 月 15 日，我们赴上市公司就公司基本情况和 2010 上半年经营情况以及募投项目进展与公司董秘进行交流。

问题 1：公司全生物可降解塑料 PBS 项目进展如何

公司于 2007 年建成 3000 吨 PBS 生产线，经过不断探索和改进，技术已经比较成熟，PBS 产品的力学性能和加工性能得到完善，成功生产出注射级、挤出级和吹膜级 PBS 产品，未来扩产已无技术障碍。

由于 PBS 价格仍然比普通塑料贵出约 2 倍，目前主要市场仍在欧美等发达国家和地区，市场推广比较困难。公司一方面积极拓展海外市场，另一方面积极探索继续降低 PBS 生产成本，引进生物酶发酵法制丁二酸技术，实现量产后将降低 PBS 的原材料丁二酸的成本。公司 PBS 项目现阶段最重要的任务是市场培育和市场拓展，同时也等待国家出台进一步支持全生物可降解塑料的政策。

问题 2：公司 5700 吨 PVB 胶片项目进展如何

公司通过引进技术掌握了 PVB 树脂和 PVB 胶片的技术，2009 年 7 月公告建设 5700 吨 PVB 胶片项目，目前已基本建成，2010 年 9 月底可以开始试生产。

国内大多数 PVB 厂商是利用回收 PVB 余料进行 PVB 胶片再生产，因此品质较差，目前国内只有三四家企业可以生产 PVB 树脂。公司中试出来的产品质量在国内处于领先地位，未来主要对进口产品进行替代。

问题 3：公司 3000 吨 EVA 项目进展如何

3000 吨 EVA 分为一条小生产线和两条大生产线，小生产线已于 2010 年 6 月底投产，目前主要用于生产产品进行相关认证和送下游客户试用，相关认证约需 1-2 个月完成，而获得下游客户认可需要的时间则相对较长。两条大生产线已经进入调试阶段，预期不久可以开始生产。

问题 4：公司 150 吨三氯蔗糖项目进展如何

150 吨三氯蔗糖项目已经建成，但是仍在进行技术改进，目前产量较小，预计 10 月份可以开始生产。

三氯蔗糖的市场情况与 08 年进行可研分析时有了较大的变化，原来由英国 Tate&Lyle 垄断生产的三氯蔗糖近期国内一些企业相继投产，例如两面针、苏克瑞、湖北益泰等，未来三氯蔗糖的竞争越趋激烈。08 年三氯蔗糖的市场容量约为 2000 吨，Tate&Lyle 的产能为 1700 吨，加上国内新增产能，市场供给增加较多，导致三氯蔗糖的价格也从 08 年的 1300 元/kg 跌至目前的不到 1000 元/kg。但是由于产品本身的需求增长较快，未来供需应当基本平很，价格趋于平稳。

问题 5：公司近年管理费用率高企不下的原因

公司 08、09 和 10 年上半年的管理费用率分别为 18.00%、17.62%和 20.45%，主要是因为公司同时进行的新项目较多，产生了大量的管理费用，而新上的项目由于大多需要经历市场开拓的过程，暂未产生效益，因此管理费用率居高不下。

问题 6：公司目前新项目较多，未来主营业务是否会发生变化

公司由于以前产品单一集中在泛酸系列，08 年 D-泛酸钙价格大幅下降给公司经营造成很大的困难，同时专利侵权事件结果仍不确定，公司为了降低经营风险，同时寻找新的利润增长点，公司同时展开多个新项目，但是这些新项目均围绕两条主线，一是生物化工和精细化工路线，包括泛酸系列和三氯蔗糖，二是化工新材料路线，包括公司新建的 PBS、PVB 胶片和 EVA 等。

结论：

1. D-泛酸钙和D-泛醇世界第一：公司是全球最大的D-泛酸钙生产企业和最大的D-泛醇生产企业之一，D-泛酸钙的全球市场占有率达到30%以上；D-泛醇的全球市场占有率也接近30%。D-泛酸钙的下游产品是维生素类药物、饲料及食品添加剂，D-泛醇下游产品主要是护肤、护发、洗发水、沐浴露等日用品，这些产品的消费都有一定的刚性，抗周期性较强，该业务短中期内仍然可以给公司提供稳定的收入。

2. 未来两条腿走路，打造新的利润增长点：由于近年 D-泛酸钙和 D-泛醇的竞争越趋激烈，产品价格波动较大，加上专利侵权事件等，公司利用自身在生物化工领域的优势积极投资新项目，努力打造新的利润增长点。公司未来将围绕精细化工和化工新材料两条路线布局，新产品 PBS、PVB 胶片、EVA、三氯蔗糖和羟基乙酸等的投产将为公司注入全新的活力，成为新的利润增长点。

3. A 股市场上最好的全生物可降解塑料标的股：全生物可降解塑料可以应用于包装、一次性餐具、一次性医疗用品、农用薄膜、农药及化肥缓释材料、生物医用高分子材料等领域，属于“十一五”规划鼓励发展的新材料。近年都灵冬奥会、北京奥运会、上海世博会都在园区全部使用生物可降解一次性塑料产品，显示了世界和我国对环境保护和白色污染的重视，也树立了示范效应，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，形成数百万吨级的市场规模，市场前景广阔。我们预计“十二五”规划将出台进一步支持全生物可降解塑料发展的政策法规，公司 2007 年投入的全生物降解新材料 PBS 产品，是众多生物降解材料中综合性能佳、发展前景好的全生物降解合成高分子环保材料，将是 A 股市场最好的可降解塑料标的股。

4. 盈利预测与投资建议：公司目前新项目较多，且大多仍处于市场开拓时期，未来存在较大的不确定性，暂时不做盈利预测和评级。我们认为公司新项目中的 PBS 项目可能受益于未来“十二五”规划新政策的支持，PVB 胶片项目受益于汽车消费的增长和太阳能产业的发展，均很有可能成为公司未来新的利润增长点。

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。