

化学原料药



王晞

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

VC 价格稳步提高，出口继续增长

海关公布 VC 出口数据，显示量价齐升

推荐 (维持)

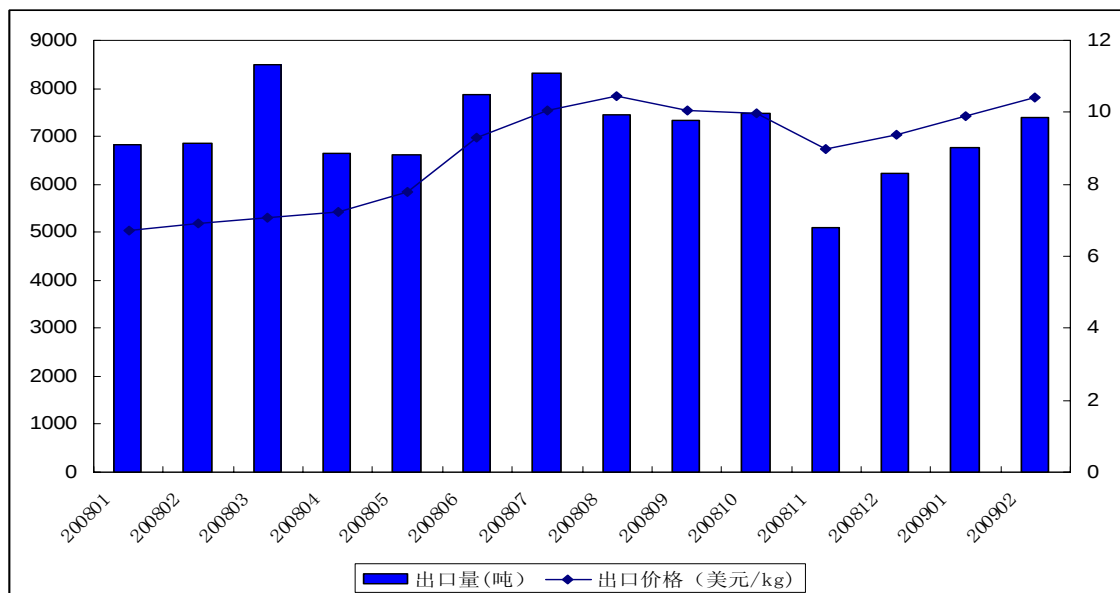
2009 年 4 月 3 日

投资要点

事件:

- 近期，海关公布了 2009 年 2 月份 VC 出口数据。从数据看，2 月份中国出口 VC 的价格环比小幅提高，出口量环比明显增长。1-2 月份数据证实我们在 2008 年底的预测，即 VC 的下游非常刚性，需求并未减少，国内企业坚持限产保价，维护了价格的稳定。
- 2 月份 VC 价、量齐升。健康网公布的 2009 年 1-2 月海关出口 VC 统计。2 月份出口 VC 7400 吨，同比增长 8%，环比增长 9%。出口均价 10.4 美元/kg，同比提高 50%，环比提高 5%。（我们在 2008 年对东北制药和华北制药做盈利假设的前提是 2009 年均价不低于 10 美元/kg，目前价格已经超过这一假设。）

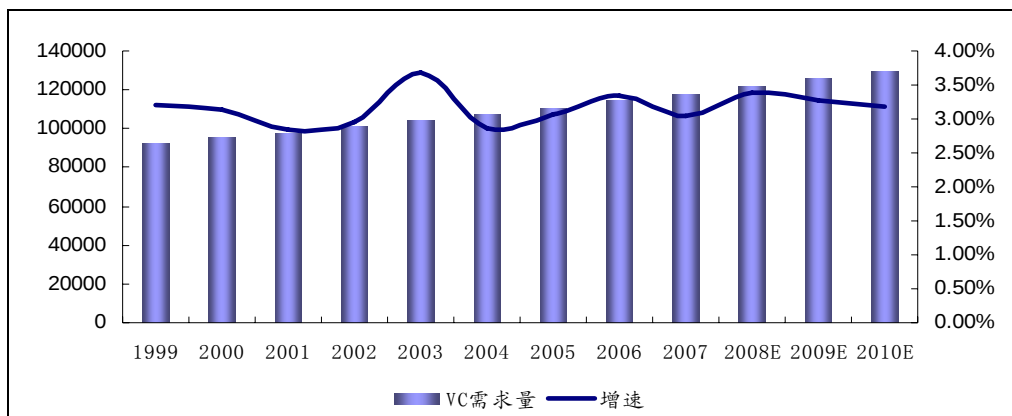
图 1：2008 年 1 月以来出口 VC 的量和均价



资料来源：健康网

- VC 的出口量价齐升，明确的表明两个问题：VC 下游需求刚性以及国内企业限产报价的严格执行。从需求看，我们一再强调，VC 的全球需求很稳定，几乎不因价格波动而变化。原因在于 VC 的下游主要是医药（如维生素补充剂）、食品添加剂，而饲料和化妆品用途较少。医药和食品的需求相对刚性，因此 VC 的需求一直比较稳定，全球的增长幅度在 3% 左右。

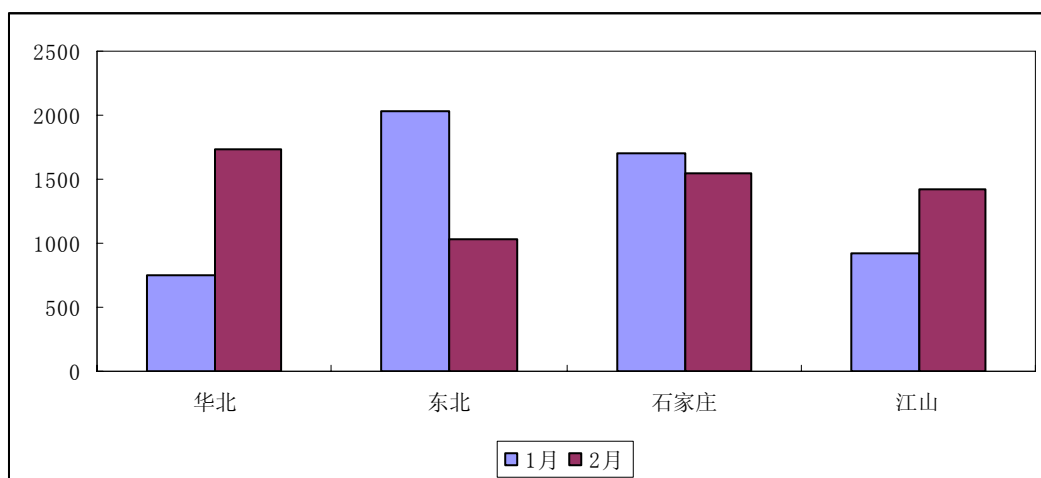
图 2: VC 全球需求变化趋势



资料来源: Frost & Sullivan、兴业证券研发中心

- **全球 VC 已经向中国集中, 中国成为世界的 VC 基地。**由于中国两步发酵法具有技术优势(截至目前, 该技术还是禁止出口), 加上中国的成本优势, 在 90 年代之后, 全球 VC 的产能向中国集中, 目前国外主要是 DSM 在生产, 其他产能基本上都由中国企业所掌握。因此, 这一产品的定价权已经向中国企业转移。VC 在 2007 年以来的涨价, 初始推动因素与大宗原物料涨价有关, 但本质上是垄断定价权的转移。事实上在中国企业加入 VC 产业之前, 全球的 VC 是由国外巨头控制, 当时的价格也是相当稳定, 且比现在的市场价还要高(不考虑人民币汇率变化)。
- **从出口量的变化, 我们可以判断出: 中国企业在 VC 产业的话语权还在加强。**2007 年中国出口 VC 不到 8 万吨, 2008 年出口达到 9 万吨, 而全世界的需求增长估计仍然是 3% 左右。从今年 1-2 月份数据看出, VC 的出口量同比还在增长, 因此我们可以得出结论: 金融危机对 VC 的需求影响很小, 而且国外的 VC 供应量在减少。换言之, 中国企业在 VC 领域的定价权会进一步加强。
- **四大家族的出口价格维持在高水平。**具体到每家企业, 我们看到华北制药、东北制药、石家庄制药、江山制药的出口均价均维持在较高水平, 基本上都在 10 美元/kg 以上, 这也达到我们此前的预测。在出口量方面, 有些波动, 波动原因我们认为是: 各家企业限产的时间不同, 出口合同执行的周期不同。

图 3: 1-2 月四大家族出口量比较 (吨)



资料来源: 海关数据, 兴业证券整理

● 相关上市公司：

东北制药：作为与 VC 价格敏感度最高的企业，我们预计 VC 业务在 2009 年贡献 EPS 为 2 元。预计公司 2009 年其他药品业务收入约 17 亿元，净利润率约 8%，贡献 EPS 约 0.41 元，合计 EPS 为 2.41 元。日前，公司发布一季度业绩预增公告，预计一季度净利润 12091 万元，同比增长 300 - 350%，增长的原因在于：VC 的价格和销售量同比增长 15 - 20%。

需要说明的是：公司所指的价格比较是与去年全年均价相比的增长，而非与去年一季度比较，因为去年一季度均价约 7 美元/kg。2 月份公司出口 VC 较 1 月份下降，我们认为不是订单减少，而是限产所致。我们认为公司全年销售 VC 的量会超过此前我们做盈利预测的基础——1.8 万吨，均价也明确高于我们预测的 10 美元/kg。据我们测算，VC 均价每提高 1 美元，将增厚企业盈利 0.31 元（按公司销售 1.8 万吨计算）。由于 VC 价格稳步上扬趋势确定，我们维持“强烈推荐”的评级。

华北制药：公司是传统的四大家 VC 生产企业之一，其盈利亦大幅受到 VC 价格波动。以出口均价 11.5 美金计算，VC 业务贡献 EPS 达 0.48 元。VC 均价每提高 1 美元，将增厚企业盈利 0.08 元（以销售 1.5 万吨计算）。近期公司公告，与 DSM 达成合作意向，其中 VC 业务合作方式是华北制药控股，按一定的价格销售给 DSM 部分产品，对于 DSM 而言，能从华北制药获得一些价格较低的产品，有助于提高其下游产品的盈利水平。我们认为，这一合作并不会改变 VC 领域目前的竞争格局，不会导致现有企业的定价权转移。维持“推荐”的评级。

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% ~ 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。