

医药生物



王晞 李劲松

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

维生素价格上涨有望延续

我们近期就维生素行业邀请 DSM 专家交流

推荐 (维持)

2009 年 6 月 10 日

投资要点

事件：近期我们邀请了 DSM 的专家就维生素的形势和未来发展与投资者进行了交流。

点评：

Q：本轮 VE 涨价的基础是什么？

A：本次 VE 突然快速上涨的主要原因在于 1) 此前 VE 价格的快速回落，击破生产商的心理底线，导致生产企业改变策略，开始限产保价；2) 二季度起，终端需求出现恢复，预混料企业开工率提高，对维生素需求增加。在 2008 年下半年受到金融风暴的冲击，经销商、下游的饲料生产企业开始了去库存化的过程。在这个过程中，由于 2007 年~2008 年的 VE 高位运行导致了经销商大量的存货囤积，下游需求则又受到了一定的影响，综合作用下导致了去库存化时间长达近半年。当库存消化完毕后，经销商的议价能力大大削弱，在上游生产企业做出盈利重于规模的调整时，VE 价格出现了快速的反弹。终端需求方面随着经销商恢复库存以及下游养殖需求的上升，也造成了 VE 货源紧张，价格上涨。

Q：VE 的价格会反弹到多高？全年的 VE 均价预期如何？

A：本轮反弹的目标价格高度很难最终确定，但是受到终端客户的需求反弹，供货减少等因素的影响，VE 价格有望在下半年上涨到 180 元/kg。长期来看价格的平衡需要厂家和需求的统一。今年的 VE 价格在年初的时候价格较低，毛利率大幅下降，主要是由于产能空置太多造成固定成本摊消高。近期随着 VE 价格的快速上涨，平均成本有所下降。估计全年的 VE 均价不低于 150 元/kg。

Q：VE 会不会回到恶性竞争的局面？这次价格持续时间会有多长？

A：VE 回到恶性竞争的可能性不大，主要是由于现有的生产格局稳定；未来是否会有恶性价战是要看有没有新的进入者，由于 VE 的生产壁垒较高，因此 2~3 年内不会有进入者挑战现有的生产格局。此外 DSM、BASF 也需要对投资者进行回报，目前主要靠营养部门盈利，因此不会主动降价。VE 的高毛利在可见的未来将会持续较长时间，但是具体会在哪个价格达成平衡，以及持续多长时间不确定。

Q：VE 终端需求下降的幅度会有多少？

A：由于 VE 的终端需求包括了医药、食品、饲料，其总体下降幅度难以确定。下游需求最大的部分是饲料，特别是 50%VE 粉基本上只用于饲料，这部分受到冲击比较大。食品和医药则基本上没有受到影响。从 DSM 的统计数据显示，VE 下游的多维饲料下降幅度不大；但是 2007~2008 年的长期高价使得部分饲料生产企业修改了配方。从历史上 1998 年的亚洲金融危机造成了全球饲料产量下降 5%，因此此次全球的金融危机可能造成饲料产量下降 10%左右；综合估计预计 VE 的终端需求下降大约为 20%。

Q: 下游企业为什么会改变配方?

A: 从饲料配方看, 添加 VE 有一个最低限, 有一个最优限。过去 VE 价格很低, 下游企业都愿意多添加一些, 促进动物生长, 这是利润使然。但随着下游需求出现一定下降, 同时原料的高价对饲料企业来说, 利润空间受损比较大, 因为饲料企业的毛利率很低, 不像医药、食品行业那么高 (因此 VC 的价格虽然很高, 但下游能承受, 这也是我们一直看好 VC 的原因之一), 所以有企业确实将添加量降到底线。

Q: 对 VC 的看法如何? 近期传闻有企业扩产和新进入者, 是否改变了格局?

A: VC 的价格最近维持高位运行, 表明生产企业和消费终端已经达成了平衡, 暂时不会有很大的变动。VC 的壁垒也很高, 新进入者面对的难题不仅是生产环节, 更是政策的审批。目前现有的企业中有过扩产, 但对市场并没有造成冲击, 原因在于: 1) VC 正常的年增长率就有 5% 左右, 全球 11 万吨的需求, 年增长 5000 吨是很正常的; 2) 随着 BASF 早年退出市场, 国内企业产能增加, 最近几年没有企业做扩产能的行动, 导致产能利用率达到很高水平, 面对新增需求, 企业扩产也是正常行为。另外, 国内 5 家企业达成默契, 对价格的维护有很好的作用, 目前看, 到明年上半年, 价格仍然会维持在现有水平。

Q: 其他大宗维生素情况怎么样?

A: 最近一段时间, 几乎所有的维生素品种都在涨价, 但是幅度不同。VE 涨的一个原因是前期下跌太快, 所以反弹也比较强。受到 VE 价格上涨的带动, 中间商目前都增加了其他维生素的采购, 多种维生素出现了货源紧张的局面。而且前段时间一些产品价格下跌太快, 而且在底部时间很长, 导致小企业亏损, 逐步退出, 促进竞争格局向几个大企业控制转换, 有利于价格的稳定提高。由于需求面的恢复目前是开始, 预计供不应求暂时不会缓解, 因此存在着提价的可能。

我们的一些看法:

- VE 的此次上涨在预期之中, 但是涨幅之快有所超预期。

我们之前判断, 一季度是 VE 企业盈利最差的时候, 也是投资的最佳时点。此次价格上涨, 也是因为前期下跌太快, 打破生产企业的心理底线。因此在 4 月份, DSM 和 BASF 都表示要限产, 维护合理的价格。而下游的需求增长恢复有些出乎意料, 我们认为美国经济到年底复苏, 消费恢复, 对肉制品的消费开始增长。倒推到对饲料以及多维, 可能目前还没有恢复。但从 DSM 的信息看, 国内下游多维企业在 2 月份还是开工不足, 但是 5 月份就生产饱满, 刺激了对 VE 的需求。由此看, 国内的需求恢复比较快, 加快了价格的上涨。加上下游去库存化的时间非常长, 也非常彻底, 那么带来的结果就是一旦出现紧缺的苗头, 中间环节补库存也很快, 加剧了价格的上涨趋势。

- 维生素的长期格局仍然是有向垄断过渡的机会

我们在去年底提出维生素的垄断定价权, 从长期看, 过渡到垄断是这一行业的必然选择。在 90 年代之前, 全球的大宗维生素由几个国际巨头垄断, 随着中国企业崛起, 在工艺和成本两方面体现出优势后, 旧的格局被打破, 新的格局在形成。当产能达到一定规模, 竞争者的力量对比相当, 就更倾向于维护价格的稳定, VC 就是最好的案例。

- 维生素行业是否还有投资机会?

从趋势看, 未来经济复苏带动消费需求反弹, 以及通货膨胀预期下, 原物料价格上涨, 都有可能刺激维生素品种的价格不断提升。但不同品种所处的竞争格局不一样, 结果也不同。

VC 企业产品价格稳定, 量小幅增长, 业绩仍然向好, 估值最低。

VE 短期内价格有所波动，但从未来趋势看，价格还有上升空间。
其他企业也存在涨价动力，值得关注。

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% 部 ~ 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。