

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

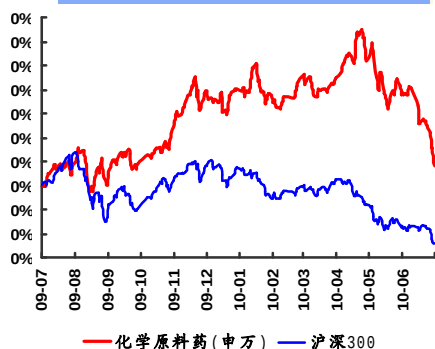
 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com

一年内原料药板块走势



投资要点:

- q 6 月份 VE、VA、VC 延续弱势，核黄素、泛酸钙价格底部盘整：尽管上月有着巴斯夫提价等因素刺激，但国内 VB2 价格并未持续上涨。VC 粉的 6 月国内价格和 5 月出口均价双双继续下跌，5 月份 VC 出口量较上月上升 24%，美国 VC 前四月进口量大幅增长 30.25%，今年年化进口量有望达到 4.46 万吨，旺盛需求有助于 VC 早日到达底部。6 月份 VE、VA 品种价格仍然下跌，VE 价格向金融危机后的低点靠拢。一些 VE 小产能逐渐释放，触发价格疲弱，成为最后一只景气度步入下降通道的维生素品种。我们认为而泛酸钙未能延续反弹，价格小幅波动。从目前各品种价格走势判断，距离底部越近的维生素品种，其反弹动力愈足。我们认为维生素各品种走势强弱取决于毛利率的高低，那些低毛利率品种价格更具抗跌性。维生素品种价格上涨可能性从大到小依次为：VB5>VB2>VA>VE>VC。
- q 皂素价格继续攀升，激素原料药价格暂时稳定：6 月份皂素价格继续上涨至 55 万元以上，今后数月内仍将保持小幅上涨趋势。地塞米松、可的松等激素出口均价维持在近几年高位，未来价格易涨难跌。
- q 7-ACA 价格步入下降通道，7-ACA、7-ADCA 等出口量维持高位：6 月底 7-ACA 价格已下调至 900 元以下，随着需求减弱，传统淡季到来，未来价格压力较大。
- q 投资建议：我们认为 VE 的景气度将步入下行通道，但今年的业绩不会出现大幅下降，暂时下调新和成、浙江医药的评级至“增持”。VC 价格底部在不断探寻中，我们维持东北制药的“中性”评级。皂素成本大幅增加，有利于行业洗牌，天药股份和仙琚制药国内激素药物两大巨头经历阵痛后，行业优势地位更加巩固。随着抗生素需求减弱，7-ACA 价格开始回调，维持健康元的“增持”评级。近期原料药板块跌幅已反映未来悲观预期，所以我们仍然维持原料药子行业“增持”评级。

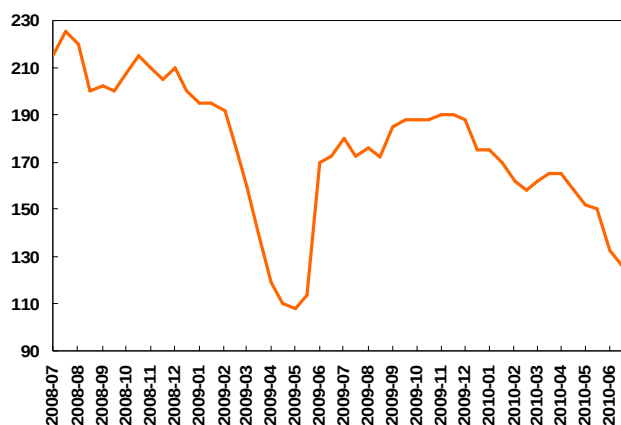
上市公司	股价	EPS			PE			目标价	投资评级
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
东北制药	14.22	1.43	1.25	1.29	9.94	11.38	11.02	-	中性(维持)
华北制药	8.83	-0.37	0.32	0.47	-	27.59	18.79	-	增持(下调)
新和成	23.69	2.98	2.81	2.78	7.95	8.43	8.52	-	增持(下调)
浙江医药	24.51	2.70	2.93	2.73	9.08	8.37	8.98	-	增持(下调)
广济药业	8.88	0.17	0.24	0.26	52.24	37.00	34.15	-	暂不评级
鑫富药业	12.39	0.15	0.16	0.21	82.60	77.44	59.00	-	暂不评级
天药股份	6.26	0.12	0.19	0.19	52.17	32.95	32.95	-	增持(维持)
健康元	6.92	0.37	0.47	0.53	18.70	14.72	13.06	-	增持(维持)
仙琚制药	13.26	0.26	0.32	0.39	51.00	41.44	34.00	-	中性(维持)

注：上市公司股价选取 7 月 1 日收盘价

1、维生素-VE 步入调整期，VB2、VB5 品种更具抗跌性

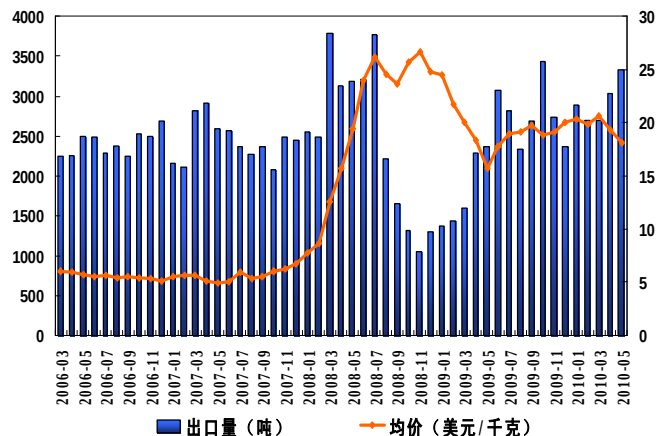
维生素 E 价格从上月的 150 元跌至本月的 126 元。VE 出口量逐月增加，出口均价连续两月下滑。小厂家的 VE 产能正在增加，安徽丰原发酵技术工程有限 3000 吨 VE 项目也在建设中，VE 的高景气度难以继续维持。

图 1、VE 的国内价格（50%、25kg）



数据来源：博亚和讯

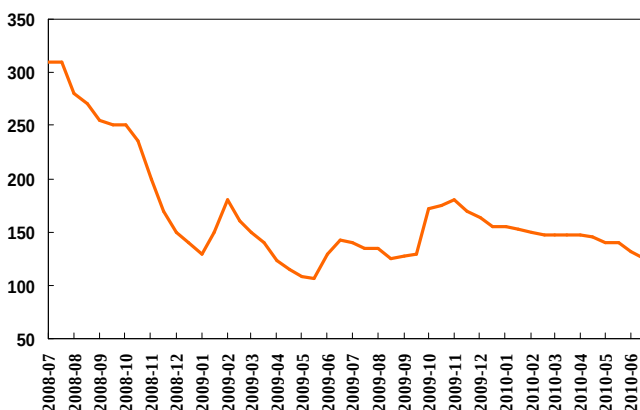
图 2、VE 及其衍生物的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

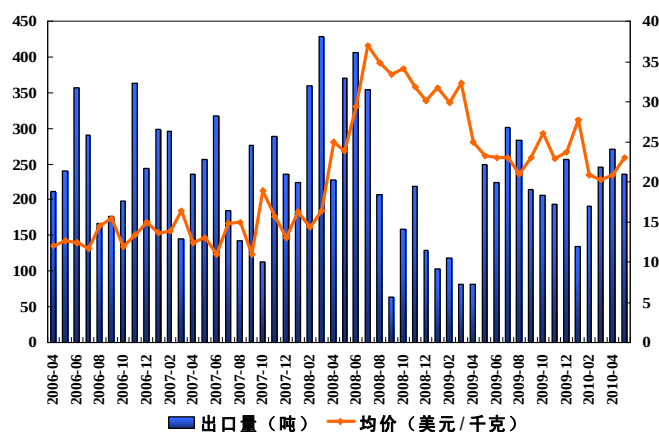
受产能过剩影响，国内维生素 A 的价格继续探底，逼近前期低位。2010 年 5 月 VA 出口量较上月小幅下滑，出口均价上涨至 23.05 美元。

图 3、VA 的国内价格（50 万 IU/g、25kg）



数据来源：博亚和讯

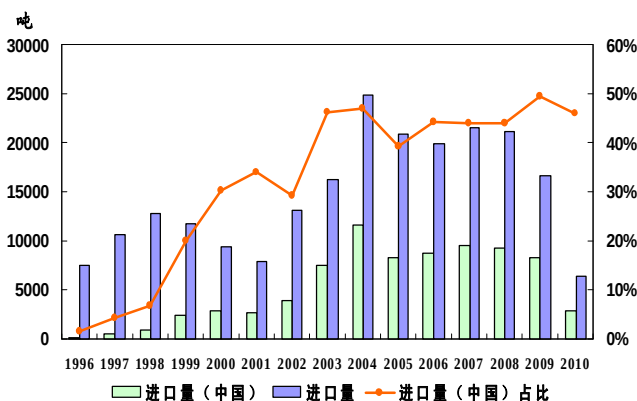
图 4、VA 及其衍生物的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

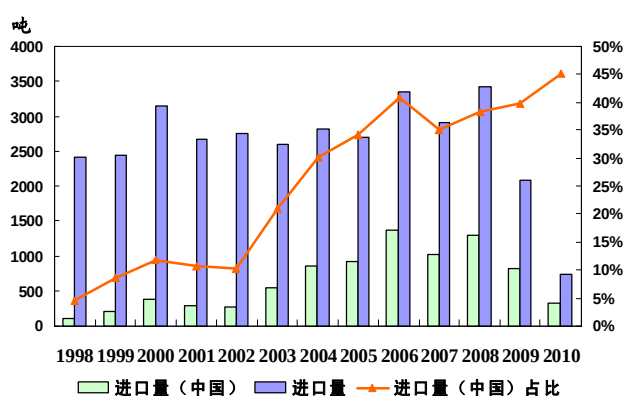
以美国前 4 个月的进口情况观察，各类维生素品种的进口量都超过去年同期水平，说明海外需求有所复苏。而 VC 的进口量极有可能创出历史新高，前 4 月进口量同比增长 30.25%。今年 VA、VB2 品种的中国进口量占比正在逐步提升，相关产能向中国聚拢。

图 5、1996-2010 年 4 月美国 VE 进口情况



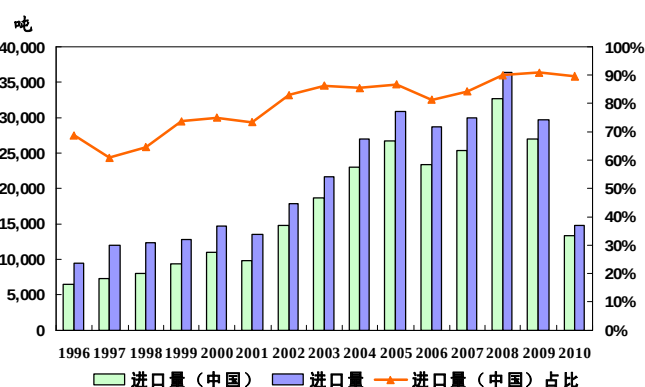
数据来源：USITC

图 6、1998-2010 年 4 月美国 VA 进口情况



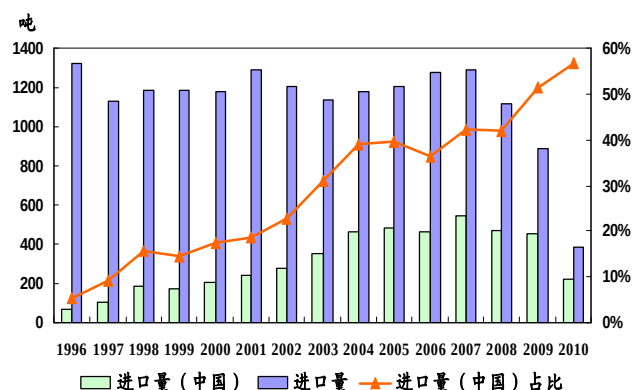
数据来源：USITC

图 5、1996-2010 年 4 月美国 VC 进口情况



数据来源：USITC

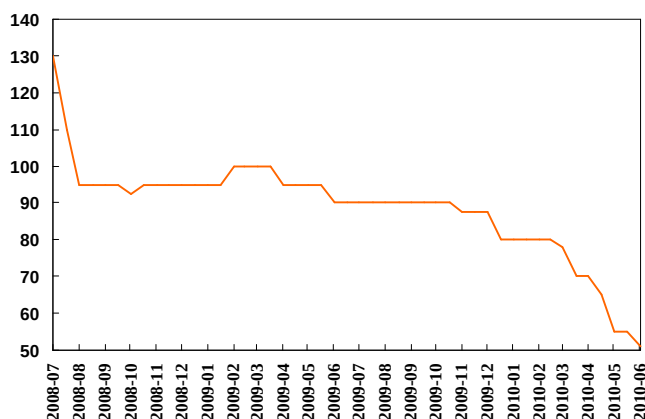
图 5、1996-2010 年 4 月美国 VB₂ 进口情况



数据来源：USITC

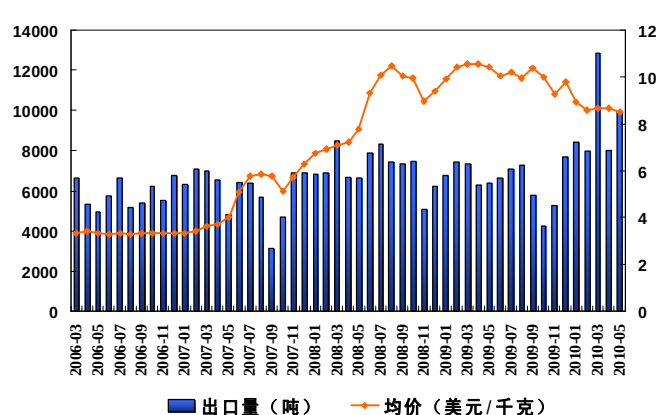
6 月 VC 国内价格下调跌至 51 元，较年初下跌接近 40%。5 月 VC 出口量处于高位，出口均价基本与上月持平。新增产能陆续释放仍然制约着 VC 产品价格，价格底部形成还有待观察。

图 8、VC 的国内价格（99%、25kg）



数据来源：博亚和讯

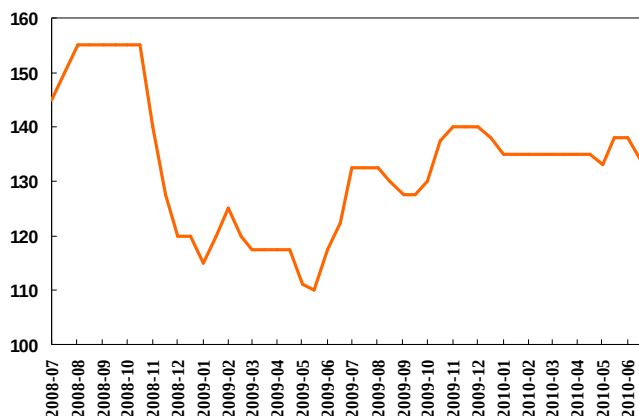
图 9、VC 及其衍生物的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

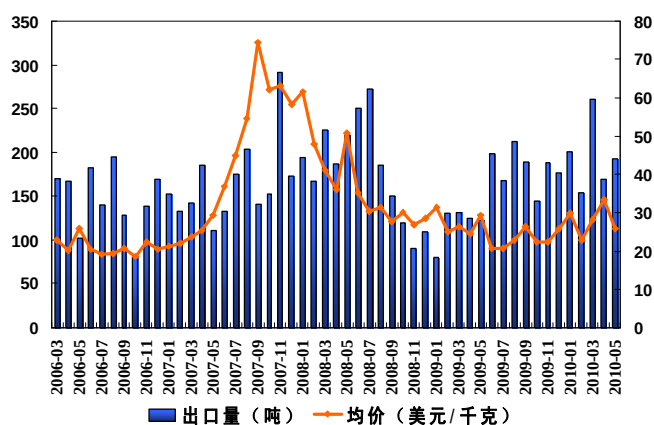
4 月份核黄素的国内价格还是维持在 135 元。出口均价保持区间盘整，出口量环比大幅上升。预计上半年难以突破盘局，仍将会窄幅盘整。

图 10、核黄素的国内价格（80%、25kg）



数据来源：博亚和讯

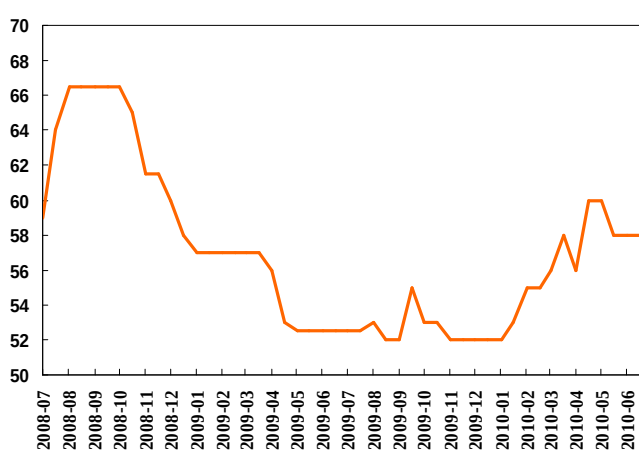
图 11、核黄素及其衍生物的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

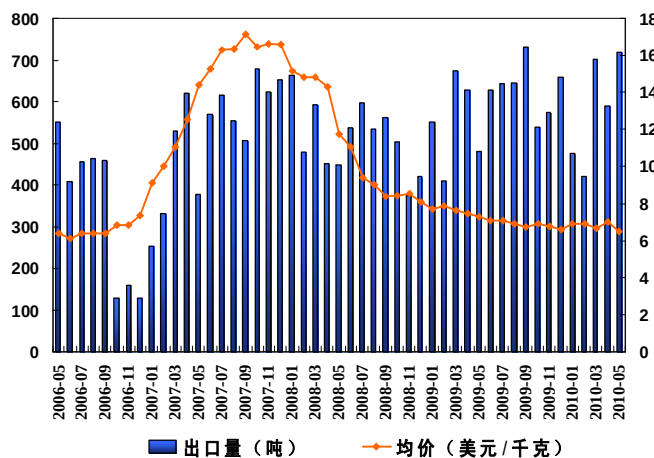
5 月泛酸钙出口量超过今年 3 月的高点，但出口均价创出 6.5 美元/千克的近三年低位。6 月国内泛酸钙价格基本与上月持平，后市将处于上下两难的境地。

图 12、泛酸钙的国内价格（98%、25kg）



数据来源：博亚和讯

图 13、泛酸钙及其衍生物的出口量和出口均价



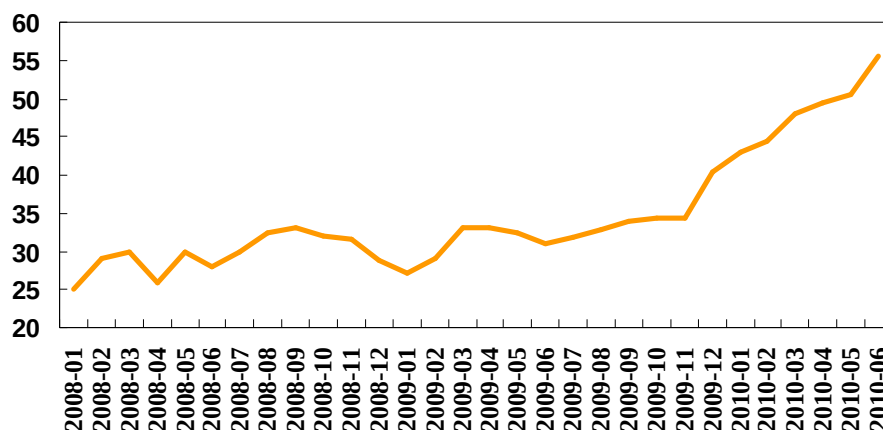
数据来源：海关统计

2、激素类药物-皂素涨价继续推动成本上升

皂素价格上涨势头仍未有缓解，从年初的 43 万上涨至 6 月的 55.5 万元。为配合南水北调工程，小型皂素厂关停，当地皂素加工业的环保成本提高，皂素价格继续会在高位运行。

图 14、2008-2010 年 6 月皂素价格走势

单位：万元/吨

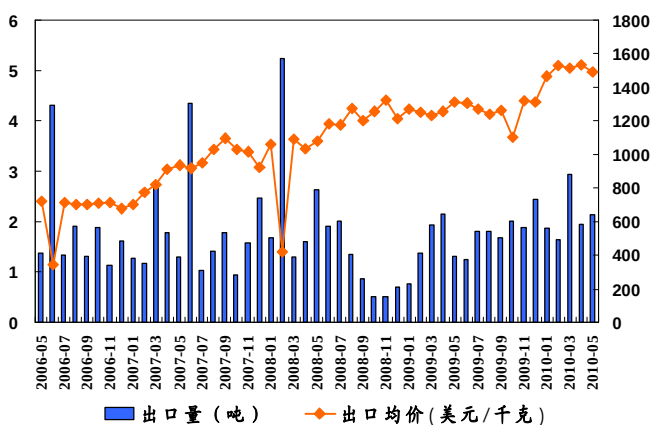


数据来源：健康网

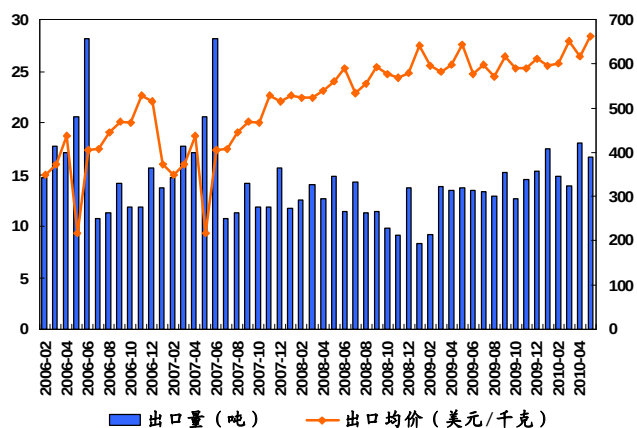
地塞米松、可的松等激素产品的出口情况波澜不惊，出口均价和出口量与上月相比都没发生太大变化，受成本推动，未来价格很有可能逐步上扬。

图 15、地塞米松的出口量和出口均价

图 16、可的松、氢化可的松、脱氢可的松及脱氢皮醇的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

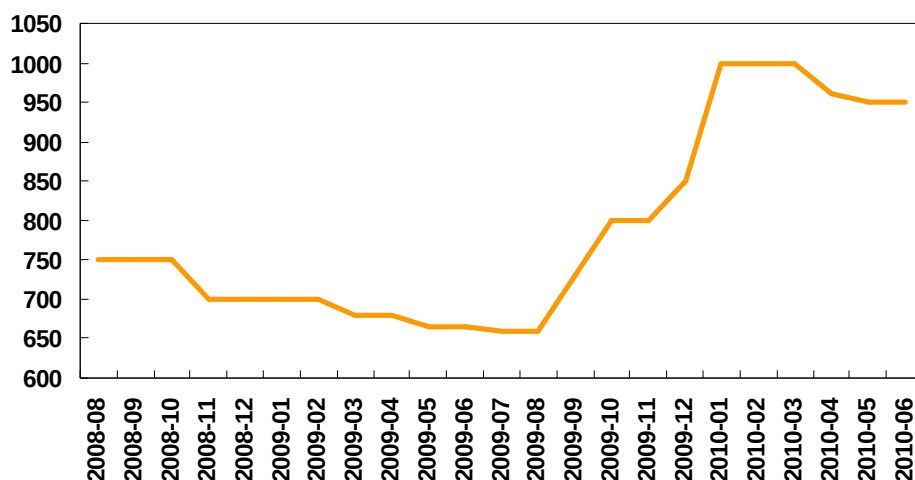


数据来源：海关统计

3、抗生素原料药-7-ACA 价格步入下降通道

自今年年初 7-ACA 的价格开始触顶回落，目前已下跌至 900 元以下。酶法制 7-ACA 的产能在不断释放中，我们维持原先判断，预计未来几月 7-ACA 价格仍有一定的下跌空间。

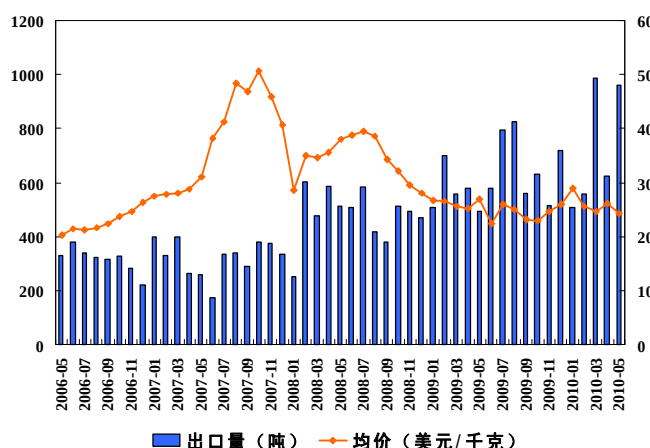
图 17、2008 年 8 月-2010 年 6 月酶法 7-ACA 价格



数据来源：健康网、湘财证券研究所

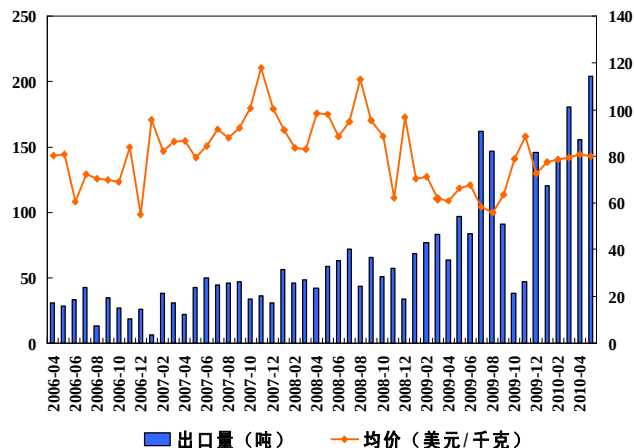
6-APA、7-ACA、7-ADCA 系列产品的 5 月份出口量较上月大幅增长，其中 7-ACA、7-ADCA 系列更是创出近几年的新高。但这几个品种的出口价格变化不大。

图 18、6-APA 的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

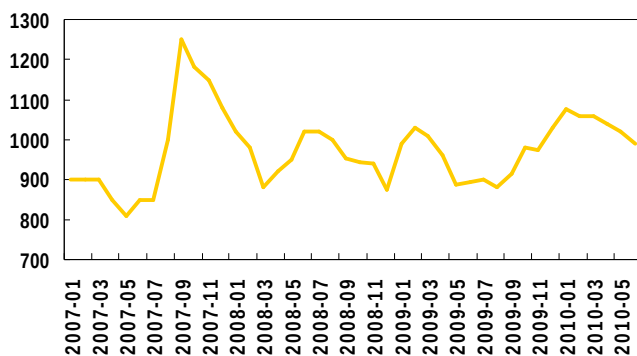
图 19、7-ACA、7-ADCA 的出口量和出口均价



数据来源：海关统计

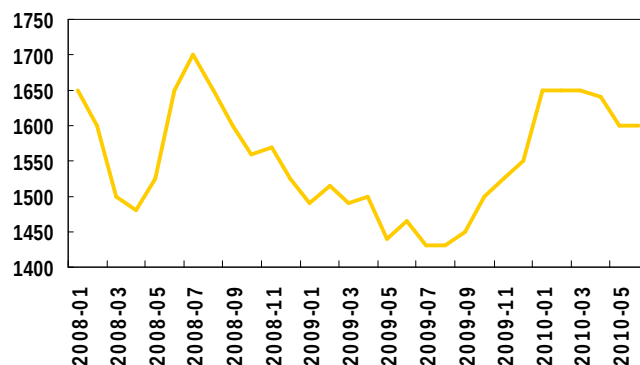
头孢曲松、头孢呋辛原料药价格延续下滑走势，6 月国内价格略有下调，分别为 990、1600 元。

图 20、2007 年 1 月至 2010 年 6 月头孢曲松价格走势



数据来源：健康网、湘财证券研究所

图 21、2008 年 1 月至 2010 年 6 月头孢呋辛钠价格走势



数据来源：健康网、湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。