

2011-03-15

医药生物

维持

增持

DSM 原料受到日本地震严重影响，VE 将大幅涨价

◇ 事件：日本地震影响上游产业

◆日本地震导致石油炼化等上游企业受损严重：

日本地震破坏了多个企业的炼化设施，也导致了部分工厂停工。据报道的受影响企业有克斯莫石油千叶工厂、丸善石化、新日本石油能源公司鹿岛市工厂等等，波及面较大。目前日本遭受核泄露的威胁，港口物流基本处在停滞状态，原油供给受限，并出现全国性限电。我们认为日本石化企业将无法正常工作，而且不利因素可能是中期的。

◆DSM 的原料供应受影响，VE 可能大幅涨价：

其中间甲酚和柠檬醛的供应也受到了较大影响。而 DSM 的维生素合成路径中需要使用这两个中间体。因此 DSM 将出现明显的原料短缺，影响产量，并极有可能进行提价。

其中间甲酚影响更大，因为其属于小品种，基本垄断在德国、日本和美国生产，而且是炼制石油的副产物，扩产较为困难。DSM 的间甲酚主要采购自日本和美国（各 50%），日本间甲酚供给出现停滞，这将会严重影响 DSM 的 VE 生产。

柠檬醛同时是 VA 和 VE 的原料。主要供应商日本 Kuraray 公司已经发出公告，其在本神栖市（Kamisu City）的鹿岛工厂（Kashima Plant）已经停工。这个工厂主要生产二酯类化合物以及溶剂等，包括柠檬醛或者其原料。但巴斯夫也提供柠檬醛产品，国内企业也向其购买。所以整体上对 VA 的影响较小。

◆新和成和浙江医药将受益于 VE 涨价：

新和成和浙江医药作为世界主要的 VE 和 VA 生产企业，占据世界近一半的产能。假如 DSM 和 BASF 提价，这两家企业将跟进。新和成和浙江医药 VE 收入占比超过 60% 和 50%，净利润占比分别为 93% 和 78% 左右（2010H1），业绩弹性非常大。

根据我们农业研究员的判断，11 年饲料行业将比较景气。VE 和 VA 等大宗原料即使没有日本事件，也受到了通胀和石油涨价的影响而出现价格上涨。而地震事件将促使大宗原料药，尤其是 VE 的价格出现明显的上涨。

我们通过分析 VE 合成路径进一步展示对公司的影响：

如下图 1，红色箭头部分是 DSM 采用的路线；蓝色箭头是新和成采用的方法。

DSM 采用间甲酚合成三甲基苯酚，进而合成重要中间体三甲基氢醌，然后和异植物醇合成 VE。浙江医药也采用类似的工艺，但间甲酚主要来自德国。

新和成的全新路线是采用 α -异佛尔酮为原料，经催化异构、催化空气氧化、转位重排得到三甲基氢醌二醋酸酯，再与异植物醇缩合一步合成 VE。所以公司仅需购买常见的 3-5 碳的简单化工原料即可生产，新和成上虞基地完全采用了该项技术。

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930510120006）

021-22169153

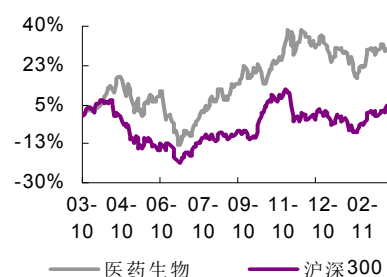
yaoj@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

021-22169319

jiaengez@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

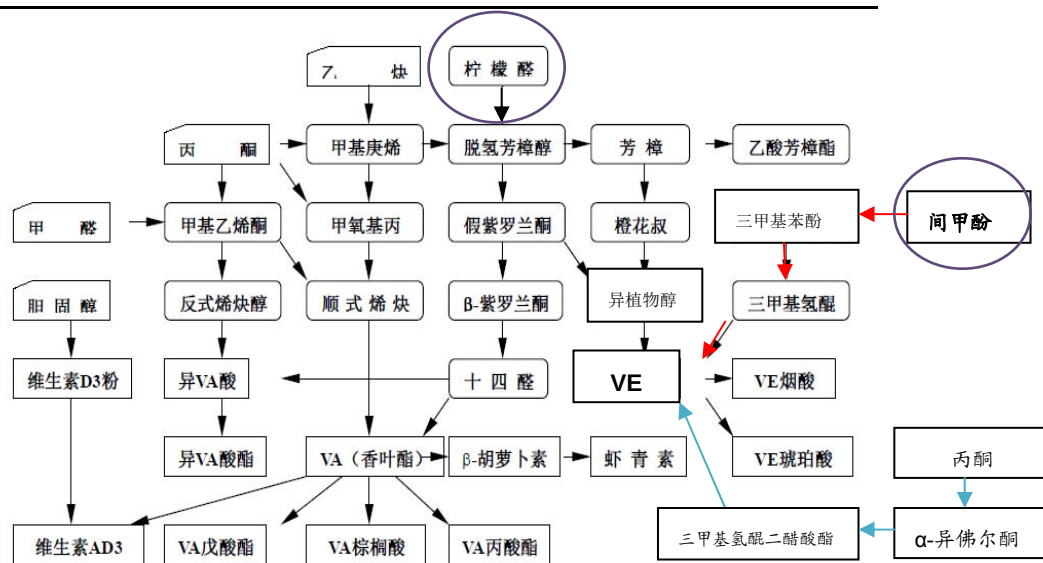
医药股等待政策明朗，关注两会十二五规划、补涨机会

.....2011-03-01

2011 年基本药物需求放量更加明确

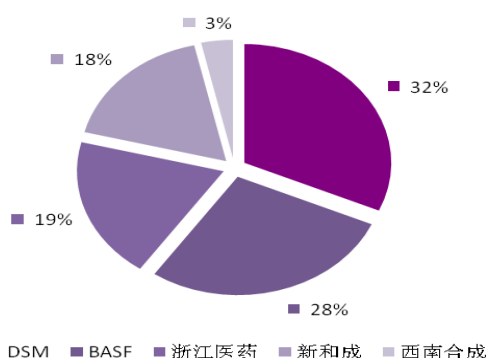
.....2010-12-07

图 1. VE 和 VA 合成线路图



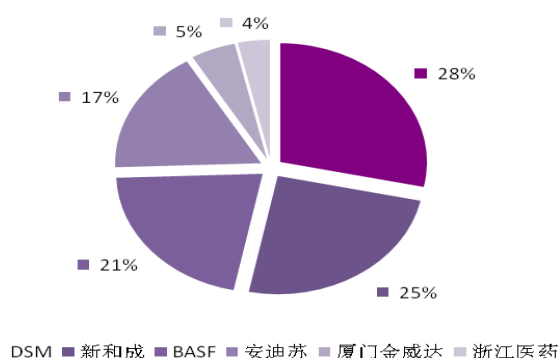
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2 世界 VE 产能格局



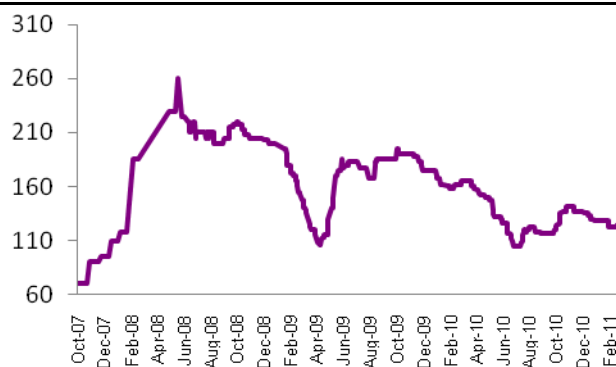
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3 世界 VA 产能格局



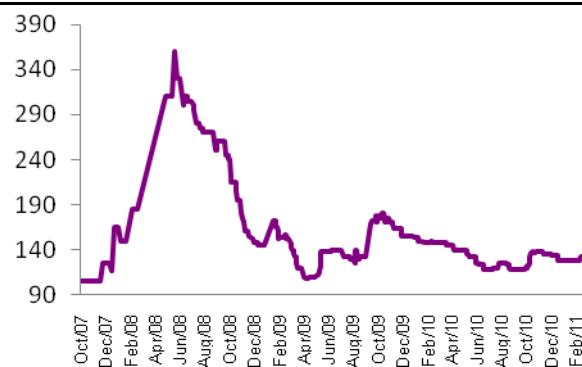
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2 国产 VE 价格总体上处在低位（50%粉，元/kg）



资料来源：WIND、光大证券研究所 截至 2011-3-15

图表 3 国产 VA 价格总体上也处在低位（元/kg）



资料来源：WIND、光大证券研究所 截至 2011-3-15

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

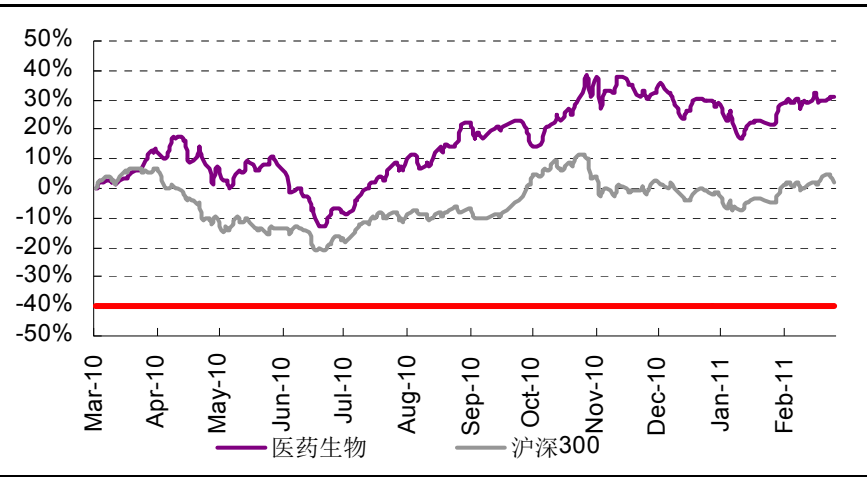
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

医药生物

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-10-29	增持
2010-02-23	增持
2010-07-30	增持
2010-08-17	增持
2010-10-11	增持
2010-10-27	增持
2010-11-02	增持
2010-11-24	增持
2010-12-07	增持
2011-03-01	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。