

## 2012年中国维生素产业发展高层论坛纪要

证券分析师：胡博新

0755-82133263

hubx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512060001

证券分析师：贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

### 事项：

11月9~10日2012年中国维生素产业发展高层论坛于厦门召开

**我们的观点：**10~11年VE/VA出口量的较快增长（VE增31%和13%，VA增20%和13%）使下游累积了一定的库存，12年在饲料行业景气下行的背景下，VE/VA销量下滑，价格也有所下降。从出口形势来看，13年销量恢复需要观察欧美养殖业变化，情况较为复杂。国内市场方面，下游生猪的高存栏量和配合饲料持续增长依然能支撑销量的增长，而价格经过12年的调整，进出口价差已经缩小。如果13年国内外养殖好转，VE/VA销量恢复，有望迎来价格反弹行情。如果需求一般，甚至出现出口下滑（如09年上半年），生产企业仍会保持一定默契，限产甚至停产以稳定价格。总体来看，VE/VA的竞争格局没有改变，供方依然有默契维持价格稳定，即使13年需求不景气，出口下滑，VE/VA仍有望保持稳定的毛利率。对于浙江医药的影响，假设13年VE/VA销量分别下滑5%和10%，价格保持不变，医药等其他业务增长依然能抵消销量下滑影响。

我们暂维持13~14年销量恢复的假设，预计浙江医药12~14年EPS 1.88/2.11/2.38元，对应PE11X/9X/8X。公司制药业务正逐步进入收获期，增长加快，随着制药业务比重上升，公司估值有望提升，维持公司“推荐”评级。预计新和成12~14年EPS1.44/1.55/1.66，对应PE12X/12X/11X，当前估值合理，公司在新业务拓展依然值得期待，维持公司“谨慎推荐”评级。

### 风险提示：

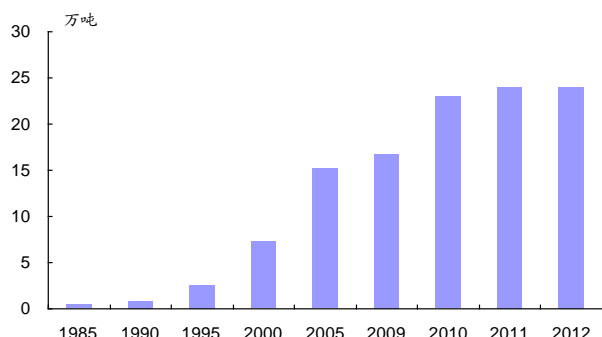
1) 下游需求继续转弱，可能导致VE/VA销量继续下滑；2) 如果生产企业不能保持合作默契，价格可能会受到出口下滑影响；3) 12年前3季度VE/VA进口有所加快，巴斯夫的市场策略变化可能会影响竞争格局的稳定。

### 评论：

#### ■ 2012年产能过剩，出口下滑，价格压力增加

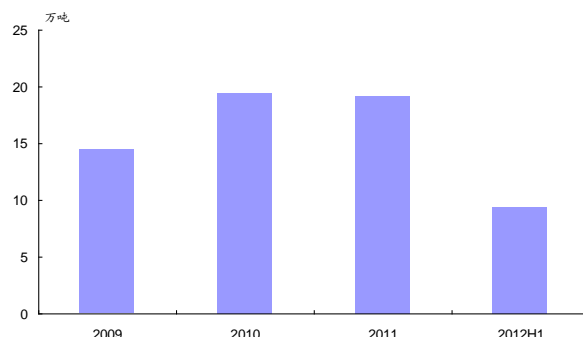
- **生产趋于正常，整体产量稳定：**12年维生素行业已经摆脱日本地震、环保事件等影响，生产趋于正常化，但受下游需求制约，预计总产量同2011年持平，达24万吨（未包括氯化胆碱）。
- **需求偏弱，出口量下滑。**受欧洲需求下滑影响，12年上半年维生素出口量同比下降10%，预计全年出口量18.8万吨，同比下降2%；上半年出口金额10.32亿美元，同比下降10.65%，预计全年出口金额20亿美元，同比下降10.3%。

图 1: 1985~2012 年维生素产业规模



资料来源: 博亚和讯、国信证券经济研究所

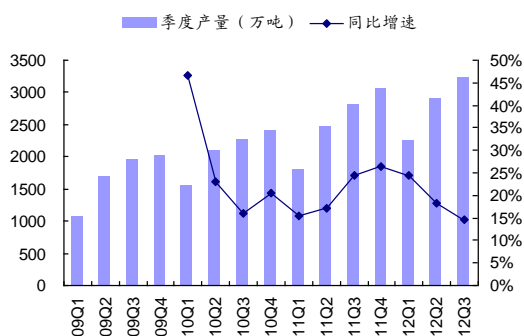
图 2: 09~12 年 H1 维生素出口量变化



资料来源: 博亚和讯、国信证券经济研究所

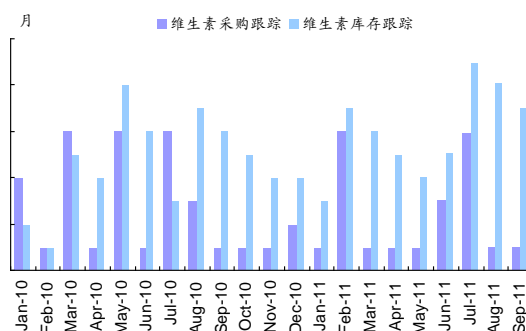
- **下游饲料需求并不乐观:** 2012 年饲料消费形势并不乐观, 同比增长在 2% 左右。由于畜牧产品增长放缓, 饲料原料价格高涨, 北美、欧洲饲料或许出现负增长。中国、亚洲地区、南美饲料产量增长幅度放缓。
- **下半年国内饲料需求放缓:** 12 年上半年畜牧业持续扩大, 畜牧产品供应总量增加, 但居民肉蛋奶消费量却因为经济下滑而受影响, 生产与销售供大于求, 肉蛋奶价格回落。饲料工业产量持续增长, 但下游供求失衡正逐步向上游传导, 第 3 季度饲料产量增速继续放缓, 同时饲料上游原料成本、人工成本、物流成本上升, 饲料企业的效益被压缩, 维生素采购节奏可能放缓。
- **下游库存量仍较高:** 3 季度部分品种价格回落, 客户采购力度加大, 但饲料产量增速放缓, 库存消耗速度变慢, 库存量延长, 目前下游普遍维持 4~5 个月的库存, 部分大型企业库存延迟至明年春节。

图 3: 09~12 年单季度配合饲料产量及增速



资料来源: 博亚和讯、国信证券经济研究所

图 4: 11~12 年 9 月维生素库存和采购



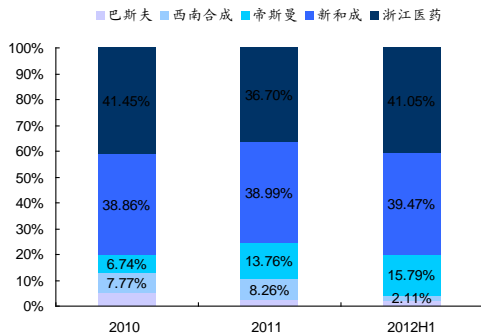
资料来源: 博亚和讯、国信证券经济研究所

- **供方压力大, 4 季度价格震荡调整:** 4 季度是养殖淡季而且目前下游库存较高, 供需压力大, 预计 4 季度维生素价格继续震荡调整。

### ■ 12 年核心品种供需变化与价格回顾

- **VE: 竞争格局变化较小, 价格受需求影响偏弱。** 上半年西南合成因子公司重庆方鑫发生爆炸事故, 生产停滞。整体来看, 西南合成仅占出口的 8% 左右, 其停产影响较小, 其他生产企业产能未有重大调整, 因此竞争格局总体变化不大。市场有报道新厂家建设 VE 生产线, 但具体情况仍有待验证, 未来 2~3 年竞争格局不太可能发生变化。全年 VE 价格震荡下滑主要受下游需求影响。虽然生产企业两次主动提价, 但下游消耗放缓, 库存量增加, 价格最终调整至目前的 108 元/kg (11 年均价 138 元/kg), 出口均价 17.94 美元/kg, 略降 1%。

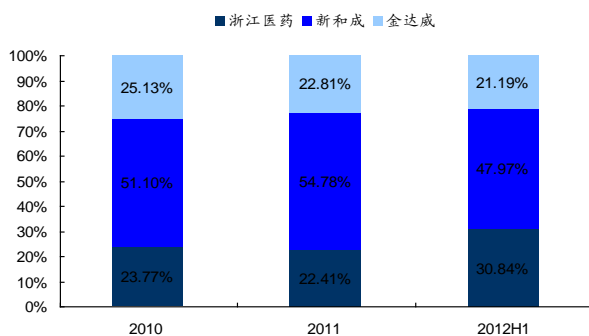
图 5: 10~12 年上半年 VE 出口格局变化



资料来源：博亚和讯、国信证券经济研究所

➤ **VA: 竞争格局变化较小，价格受需求影响偏弱。**国内 VA 出口以新和成、浙江医药和金达威为主，11 年浙江医药因原料供应份额有所下滑，12 年上半年生产恢复后份额已经提升。VA 价格趋势与 VE 相似，竞争格局稳定，但需求放缓，出口增速下滑，终端库存增加。目前国内报价 120 元/kg（11 年均价 150 元/kg），出口均价 22.79 美元/kg，略升 1%。

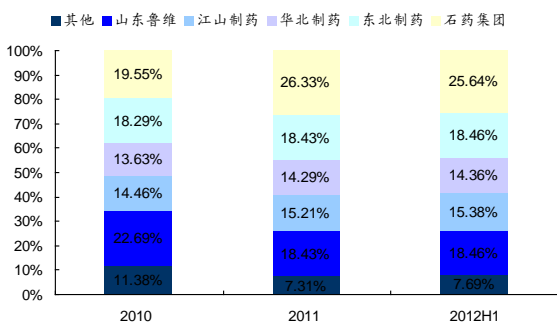
图 7: 10~12 年上半年 VA 出口格局变化



资料来源：博亚和讯、国信证券经济研究所

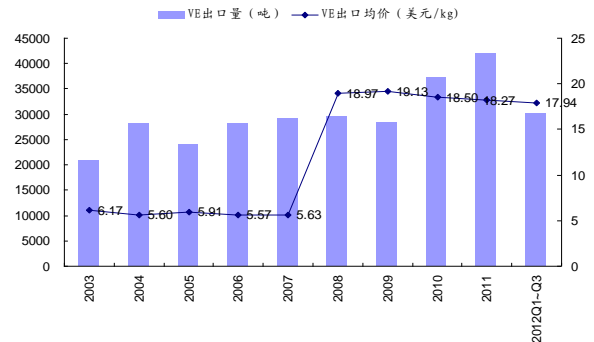
➤ **VC: 竞争格局仍处于调整阶段。**VC 产能继续过剩，12 年产量超过 11 万吨，而总需求只有 10 万吨左右。山东鲁维进入后，VC 格局由四大巨头变为五大巨头，11~12 年鲁维出口份额呈下降趋势，但其月出口均价仍为五家中最低，其他小企业还占 7% 左右份额。VC 出口和国内价格呈持续调整趋势，而淀粉价格和山梨醇等上游原料价格上升，行业普遍处于亏损状态。

图 9: 10~12 年上半年 VC 出口格局变化



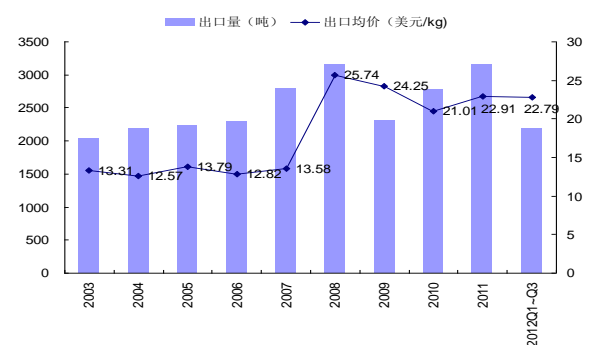
资料来源：博亚和讯、国信证券经济研究所

图 6: 03~12 年 9 月 VE 出口量及均价



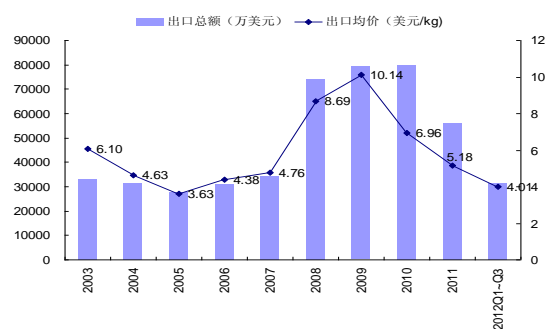
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所

图 8: 03~12 年 9 月 VE 出口量及均价



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所

图 10: 11~12 年 9 月 VC 出口额



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所

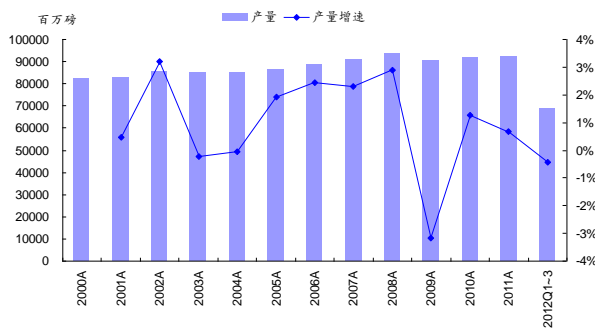
- **VB1: 价格大起落，重回低点。** VB1 生产企业包括华中药业、天新药业、兄弟科技，三家份额稳定。11 年 VB1 在成本推动下大幅上升，但价格上涨速度过快，生产企业对价格维护不足，12 年 VB1 价格迅速下滑，目前国内价格已经 110 元/kg，接近 10 年的低点。
- **VB2: 成本上升，盈利被压缩。** 广济药业今年多次提价，但海嘉诺尚未有效跟进，国内价格一直在 140~145 元/kg 之间徘徊。VB2 上游原料玉米淀粉居高不下，行业毛利率进一步下滑。
- **VB5: 格局趋稳，竞争关系有望缓和。** VB5 价格自 08 年大幅下跌以来，产品利润偏向微薄，格局逐步向新发药业和鑫富药业集中，而新发药业和鑫富药业的市场份额也逐步与各自产能向匹配，双方技术相当，因此市场份额已经较为稳定。双方的专利纠纷也于 12 年 6 月以鑫富药业的撤诉告终，竞争关系有转向温和的希望。
- **VK3: 摊销成本上升，企业主动提价。** 铬粉是 VK3 生产中的副产物，主要生产铬鞣剂等皮革化工产品以摊销成本，11 年受皮革工业下滑影响，铬粉需求量下降，而 VK3 需求量和产量均在上升，因此铬粉库存累积，VK3 摊销成本上升。VK3 价格在 11 年因陆良和平的污染事件而大幅上扬，但供应很快恢复，12 年上半年 VK3 价格逐步下滑，进入 3 季度成本推动，兄弟科技等主动提价，价格维持在 98 元/kg。
- **VH: 价格逐步下滑。** 11 年 VH 因浙江医药环保事故大幅提价，但随着新和成、海嘉诺等产量提升，供求趋向平衡。12 年 VH 价格逐步下降。目前浙江医药尚未复产，明年恢复生产后，市场供应量将大幅增加，价格压力较大。
- **VD3: 重回多方竞争格局，价格下降。** VD3 上游原料为羊毛脂和胆固醇，供应渠道相对固定。行业龙头花园高科通过对胆固醇渠道控制，导致 VD3 在 09~12 年间价格大幅波动。从份额来看，最近 3 年花园高科的份额逐步减少，12 年预计份额将低于 50%，对上游原料控制力也在减弱。

## ■ 13 年维生素市场展望

### ➤ 需求变化有待观察，价格继续低位震荡

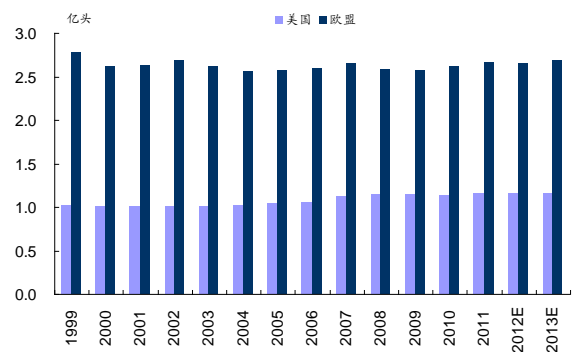
展望 13 年大部分维生素品种的竞争格局变化不大，主导价格走势主要是下游饲料需求变化。从全年需求来看，占三分之二的出口需求情况较为复杂。不利的一面是：12 年前 3 季度美国肉类生产呈下降趋势，大豆和玉米价格飙升可能进一步影响养殖效益，导致养殖规模减少，饲料需求下降。有利的一面是：欧洲经济逐步从债务危机中恢复，13 年美国的旱情有望改善，大豆玉米价格下降，养殖恢复。

图 11: 01~12 年前 3 季度美国红肉和禽肉产量



资料来源: USDA、国信证券经济研究所

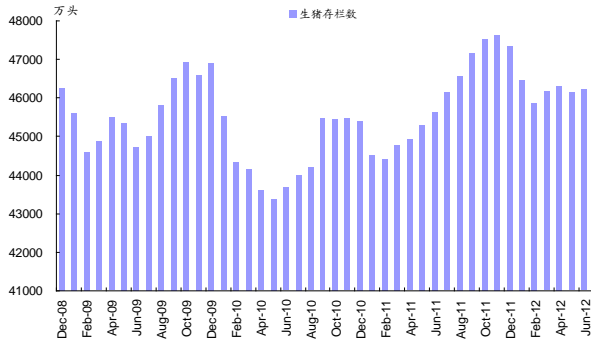
图 12: 1999~2011 年美国 and 欧盟猪产量



资料来源: USDA、国信证券经济研究所

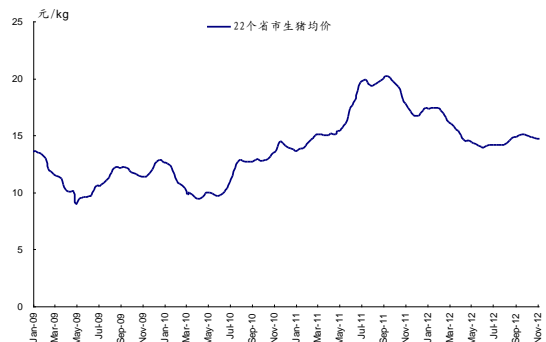
国内需求方面，生猪高存栏量对饲料需求提供了有力的支持，但生猪价格太低抑制了后续补栏的积极性，影响饲料需求的持续增长。同时，生猪盈利下滑往上游传导也会导致饲料企业成本控制更为谨慎，进而影响维生素的采购。

图 13: 08~12 年国内生猪存栏量变化



资料来源: wind、国信证券经济研究所

图 14: 22 个省市生猪均价

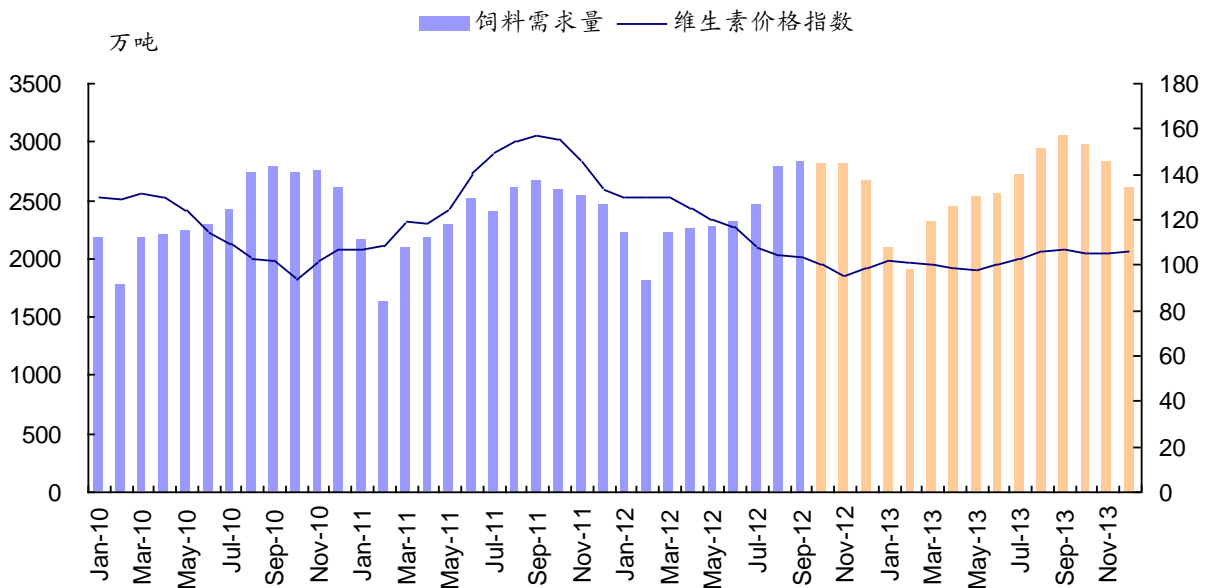


资料来源: wind、国信证券经济研究所

从饲料企业的采购节奏来看, 12 年 4 季度市场缺乏采购动力, 或许在 13 年初或者春节前后形成采购节点, 届时根据采购量判断下一节点, 估计库存水平不会超过 5 个月, 到 6~7 月份, 随着养殖盈利能力好转, 或许形成 13 年第 2 个采购节点。

考虑部分品种如维生素 B6、生物素、维生素 D3 等价格还会存在回落预期, 对维生素价格指数回调幅度影响较大, 估计 2013 年全年价格虽然会有波动, 但整体振幅会减小, 呈现低位震荡局面。

图 15: 饲料维生素需求变化与指数关系



资料来源: 博亚和讯、国信证券经济研究所

### 各品种维生素竞争格局初判

由于 VE 具有较高的技术壁垒和资金壁垒, 新进入者需要较长时间才能影响格局, 目前主要问题在于中国市场价格可能处于全球偏高的地位, 会导致国外厂家加大中国销售力度, 造成供应增多, 价格恢复至全球平均水平。维生素 A 和维生素 K3 面临格局重整, 主要竞争在现有厂家之间展开, 会保持相对平和。VB1、VB2、VD3、烟酰胺面临的问题是 2012 年新厂家进入或现有厂家间的市场份额竞争, 造成价格从高位回落, 竞争加剧。特别需要注意的是泛酸钙、维生素 B12、叶酸、维生素 C, 价格长期偏低, 不排除后期有厂家会退出生产或放弃竞争。



表 1: 各维生素品种竞争格局演变

品种	近 5 年价格走势	当前价格	竞争格局	供应集中度	对价格影响
VA	价格波动后达新平衡，利润稳定	稳定	现有厂家竞争，相对稳定	集中趋势	随需求波动
VB1	11 年大涨后，12 年跌回到低位	低	现有厂家竞争，闲置产能风险，不稳定	分散趋势	风险，环保
VB12	2008-2011 处于下滑	低	现有厂家竞争，企业扩产，不稳定	集中趋势	底部抬高
VB2	价格波动后达新平衡，利润稳定	稳定	现有厂家竞争，闲置产能风险，不稳定	分散趋势	底部抬高
VB6	2011 大涨，12 年跌回到低位	高	现有厂家竞争闲置产能风险，新进者风险，不稳定	分散趋势	风险
VD3	2007-2012 年处于上涨，波动大	高	现有厂家竞争闲置产能风险，新进者风险，不稳定	分散趋势	风险，羊毛脂控制
VE	价格波动后达到新平衡，利润稳定	高	现有厂家竞争，相对稳定	集中趋势	随需求波动，出口影响
K3	11 年大涨后，12 年回调，处于中位	高	现有厂家竞争，相对稳定，新进入者风险，不稳定	分散趋势	未知，底部抬高
VB5	2007-2012 处于下滑	低	现有厂家竞争	集中趋势	涨价预期
生物素	环保事件后提价，供应恢复价格下跌	高	现有厂家竞争，闲置产能风险，不稳定	分散趋势	回落风险
烟酰胺	2008-2012 处于下滑	低	现有厂家竞争闲置产能风险新进入者风险，不稳定	分散趋势	成本+利润
叶酸	2008-2012 处于下滑	低	现有厂家竞争	集中趋势	涨价预期

资料来源：博亚和讯、国信证券经济研究所整理

### ■ 13 年核心品种价格预测

#### ➢ VE: 格局稳定，价格回升需要下游需求支撑

VE 竞争格局相对稳定，主要由于技术壁垒（包括上游原料获得），涉及反应多。新进入者需要投入长时间进行工艺优化。市场有流传新发药业等筹建 VE 新产能，但厂房建设都没有完成，形成产能仍需较长时间。

2010 年以来，VE 出口量一直偏高，出口价格也明显低于国内价格，出口量持续 20 个月保持增长趋势，至 11 年 8 月，平均出口 1800 吨/月，11 年 9 月至 12 年上半年，VE 出口呈下滑趋势，平均出口量为 1650 吨/月，每月剩余产能 150 吨。在国内需求和出口不发生明显好转的情况下，供应压力较大。从下游库存来看，13 年春节前可能会有一批集中采购，届时价格可能会反弹。

#### ➢ VA: 关注出口增长和库存消耗

目前 VA 市场进入集中度高，进入壁垒高，下游需求增长基本平稳的时期，影响市场价格走势的因素集中在企业内部的生产情况和下游需求的季节性波动。

VA 与 VE 都存在出口量偏高的问题，12 年月出口量由 290 吨/月降至 230 吨/月。12 年 4 季度下游库存逐步消耗，13 年 1 季度也存在反弹可能，而出口数据能否如期好转也需要密切观察。

#### ➢ VC: 价格接近底部，小企业退出需要观察

自 09 年以来，VC 价格已经持续下跌了近 4 年，目前 3.7 美元/kg 的出口价格已经接近 06 年低点的 3.3 美元/kg。考虑成本上升等因素，当前 VC 价格已经处于底部，东北制药等 VC 生产企业微利甚至亏损。上一轮 VC 的格局调整用了 4 年多，最终形成四大巨头的格局，未来竞争格局可能由四大家变为五大家。新格局形成需要小企业逐步退出，时间周期将比第一次长，具体节点有待观察。一旦新格局形成，VC 有望迎来价格反弹行情。

#### ➢ VB1: 成本上升抬高底部价格

VB1 上半年价格快速回落，竞争格局继续维持。考虑成本上涨的因素，行业维持 20%~30% 的毛利率，VB1 合理区间在 125~135 元/kg。

#### ➢ VB2: 成本继续高企，价格稳定

VB2 主要原料玉米长期处于高位状态，成本压力较高。对于广济药业，VB2 价格在 140~145 元/kg 之间波动，仍未覆盖成本，但闲置产能一直存在，继续提价的难度较大。海嘉诺并不完全跟随广济报价，市场份额仍不稳定。

#### ➢ VB5: 关注竞争关系变化

12 年上游丙烯腈价格大幅波动，鑫富药业的 VB5（泛酸钙）处于微利状态，考虑到搬迁和成本的上涨，13 年成交价格可能会小幅上升。如果从竞争格局来考察价格，厂家整合或者放弃竞争方式，则市场价格仍有进步提升的空间。

#### ➢ VK3: 格局调整，总量受限

11 年山东华升进入 VK3 市场，陆良和平因环保事件份额下降，竞争格局有所改变，但铬粉消耗有限，制约总量提升，考虑铬粉成本摊销，VK3 基本微利甚至亏损。如果铬粉库存持续累积，成本压力增加，VK3 价格可能有所上涨。

## 相关研究报告:

- 《医药行业 2012 年 11 月投资策略暨三季报总结：以时间换空间》 —— 2012-11-05  
《化学原料药数据库跟踪 10 月报（总第 33 期）：阿莫西林价格短期小幅上调》 —— 2012-10-29  
《医药工业数据库月报第 8 期：收入增速环比持平，利润增速持续回升》 —— 2012-10-24  
《疫苗行业专题研究：从批签发数据看我国疫苗行业发展趋势：短期趋缓，未来成长空间广阔》 —— 2012-10-18  
《医药行业专题研究：医药重点公司 2012 三季报业绩前瞻:持优质股迎估值切换》 —— 2012-10-11

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。