



富舜资产投研随笔第十二期

维生素行业的投资机会

今年年初，维生素上涨行情使得相关个股亿帆鑫富（现“亿帆医药”）、新和成、花园生物等个表现突出，成为整体行情严重下跌情形下一道别样的风景。作为一个周期性的医药细分行业，本文将对其驱动因素进行探究，并分析板块接下来的投资机会。

维生素行业的投资逻辑可以用简单的经济学原理去解释价格的变化。从需求来讲，大部分来自饲料行业，平均占 60%-70%，很多品种在 70%以上；从区域来看，海外出口占 70%。对总需求来讲，维生素的产销跟饲料需求是相匹配的，2014 年，饲料产销是平稳的，波动在个位数变化，供给方面变化相对大一点。因此在整个维生素价格周期中，更多由供方引导。

目前所有维生素品种的产能都过剩，但价格依然呈现周期变化，价格的变化是通过销量的变化实现的，本质是供需双方的博弈。供方能控制的是产量、发货量和节奏，需方主要从库存来调整。在整个博弈中，较好的竞争格局可以为控制产量和发货形成供给的缺口，最终导致价格上涨。

在今天的涨价中，泛酸钙是最引起市场关注的品种，它的价格在很短时间内从 60 元提升到 300 元，价格的提升幅度非常明显，也就是说供给变化是很快的。从国内新发和鑫富来看，两家国内企业的供给占国内整个出口量的 70%，从全球来看，2015 年发货量两家企业占 50%，在整个提价过程中，首先两家企业已经有效的控制了市场供给，另外从维生素的产能利用率来看，两家企业产能利用率都在 80%、90%以上，两家只要在产量上控制 10%水平就能很快打破供需平衡。在整个提价过程中，供方的协同性是整个价格提升的关键要素。

对于维生素竞争格局，过去 2-3 年竞争格局已经很稳定了，之所以今年才提价，是由于竞争策略的选择导致的。维生素企业有两种策略选择：一是降价争份额，这时候利润比较低，是拼成本的阶段；二是限产提升价格。今年从泛酸钙开始陆续有品种提价，是因为经济环境发生变化，尤其是环保的监管发生变化。不管是发酵还是合成的维生素，其实都是高污染的行业，因为维生素结构比较复杂，合成工艺长，产生废水比较多的，处理起来很难。维生素企业大概有 50 家，其中在 2015 年环保部公布的重点监控名单中就有 20 家，在过去低价策略中，许多小企业都有偷排减排的情况，但在水十条公布后，维生素企业陆续发生环保问题，这时候维生素企业未来发展策略发生改变，考虑继续低价竞争增加市场份额，还是控量提价获取合理利润为后续环保投入储备资金以提升抗风险能力，企业会有新的选择，所以今年一系列的品种进入提价过程，很大程度上是因为市场策略发生改变。

在提价过程中，至于价格能到什么位置，持续到什么时候，节奏怎么走，这是由供应基础决定的，维生素一共有十几个品种，不同的竞争格局下，提价的难度和弹性是不同。一个好的竞争格局至少有一个很好的提价基础。那么制约这个品种是否有很大的产能进来，跟品种壁垒有很大的关系。

年初以来，泛酸钙、VA、VE、VD3、VB2 等都有了一轮显著的提价行情。这几个品种基本上都是竞争格局良好，在环保趋严的背景下，寡头提价意愿强烈。这几个因素共振导致了产品价格的暴涨。那么，其它品种还有投资机会吗？

对 VC 而言，从需求端来看，全球总需求量 130000~140000 吨（2015 年中国出口 12 万吨）；下游食品添加剂占比 51%，药品占比 38%，饲料占比 11%。从供给端来看，生产已基本转移到国内，仅 DSM 海外生产满足高端需求。国内产能主要集中在石药集团（4 万吨），山东鲁维（4 万吨），江山制药（3 万吨），东北制药（2.5 万吨），山东天力（2 万吨），其他小产能预计 2 万吨左右。

11 月 15 日，VC 厂家提价至 38 元/kg，对比之前 26 元/kg 的报价大幅提升，16 日更多的厂商和经销商已经开始停报，在 VC 快速提价的同时美元兑人民币破 6.89。与上半年 VC 迫于成本压力平缓探索提价，此次提价节奏来的更快更直接，VC 大企业可能探索新的利益关系，未来可能出现新稳定格局：①华北制药已经退出 2 年时间，出口已基本停止，战略上放弃，小产能处于被压制状态，目前山东鲁维、石药集团、东北制药、江山制药（DSM）等拟组成新格局。②VC 出口依赖度高，主要用于国外食品添加剂，近期人民币快速贬值，美国贸易政策趋向保守，作为一个有过倾销诉讼历史的品种，国内企业战略布局进一步提前。③从 2010 年调整以来，VC 已经底部徘徊 5 年多时间，对于长期处于成本线下的企业，环保监管趋严，提价的利益动力加强。④11 月 17 日，石家庄发布《大气污染防治调度令》，对于制药企业要求所有的企业停产，未经政府批准不得生产。石药集团和华北制药均在范围内，石药集团是全球最大的 VC 生产企业，市场占有率 28%。

因此，VC 行业经过 6 年亏损后，行业产能基本出清，全球仅剩 7 家企业，海外仅 DSM 少量产能，行业竞争有序，产品价格开始趋势性上涨。东北制药是唯一的 VC 行业上市标的，公司产能 2.5 万吨，产销量 2 万吨左右，是全球五大 VC 生产企业之一，按照产销量计算，价格每上涨 10000 元/吨，EPS 增厚 0.25 元。而近期国家为东北国资改革提出 14 项改革方案，将在年底前出台深化东北地区国有企业改革专项工作方案，并研究推动若干重大企业联合重组，有序转让部分地方国有企业股权。东北制药实际控制人是沈阳国资委，从题材上来说，也站在东北振兴的风口，值得密切注意。

免责声明

本报告由富舜资产向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于富舜资产。未经富舜资产事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

