

新股报告

从完善“产业链”到“寡头垄断”

新股询价报告

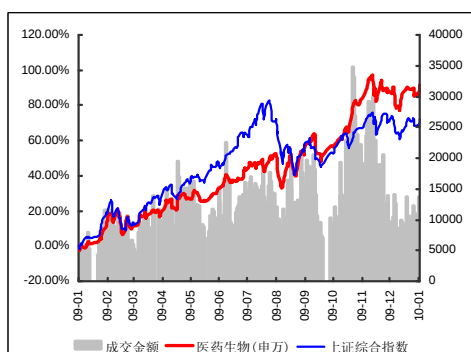
2010年02月06日

——永安药业（002365.SZ）网下询价报告

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：



报告作者：

国联证券医药小组

联系方式

电话：0510-82832380

Email:

洪阳 hongy@glsc.com.cn

周静 zhoujing@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

摘要：

- 公司主要产品牛磺酸为化学原料药，属化学原料药行业；同时，牛磺酸又可作为食品添加剂中的营养强化剂。牛磺酸被广泛应用于医药、食品添加剂、饲料及表面活性剂、增白剂等领域，且应用范围和市场需求日趋扩大，近年来产品一直供不应求。目前牛磺酸行业的主要生产企业均在我国，公司是国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业，现有牛磺酸生产能力21,000t/a左右，产量占国内总产量50%以上。
- 公司拟募集资金投资项目总投资43,000万元，用于三个项目的建设：年产10,000吨球形颗粒牛磺酸项目、酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目和牛磺酸下游系列产品生产建设项目。基本上是围绕着牛磺酸产业展开的上下游产业链扩张与完善，尤其是酒精法生产环氧乙烷项目将有望实现公司原材料完全自给，一方面可以有效避免和减少环氧乙烷的价格波动风险，并完全摆脱对环氧乙烷原材料供应商的依赖。另一方面也将极大提高牛磺酸产品的毛利率。目前环氧乙烷年均消耗占公司各期生产成本的51.41%、44.79%和42.92%。
- 公司的合理价格区间22.25-26.70元。公司2010年和2011年的净利润分别为83.57百万元、119.95百万，对应公司发行后9350万总股本，EPS分别为0.89元和1.28元。考虑到公司并不是单纯的医药企业，未来将更多拓展到食品行业，同时在行业的垄断性地位不断加强。我们认为可以赋予公司2010年的业绩25-30倍的市盈率估值，公司的合理价值区间在22.25-26.70之间。
- 我们建议的主报价为35.60元（40X）。同时为保证询价成功，我们建议提高最高报价至40.05元（45x），同时以35倍10年动态PE对应价格31.15元为最低报价。

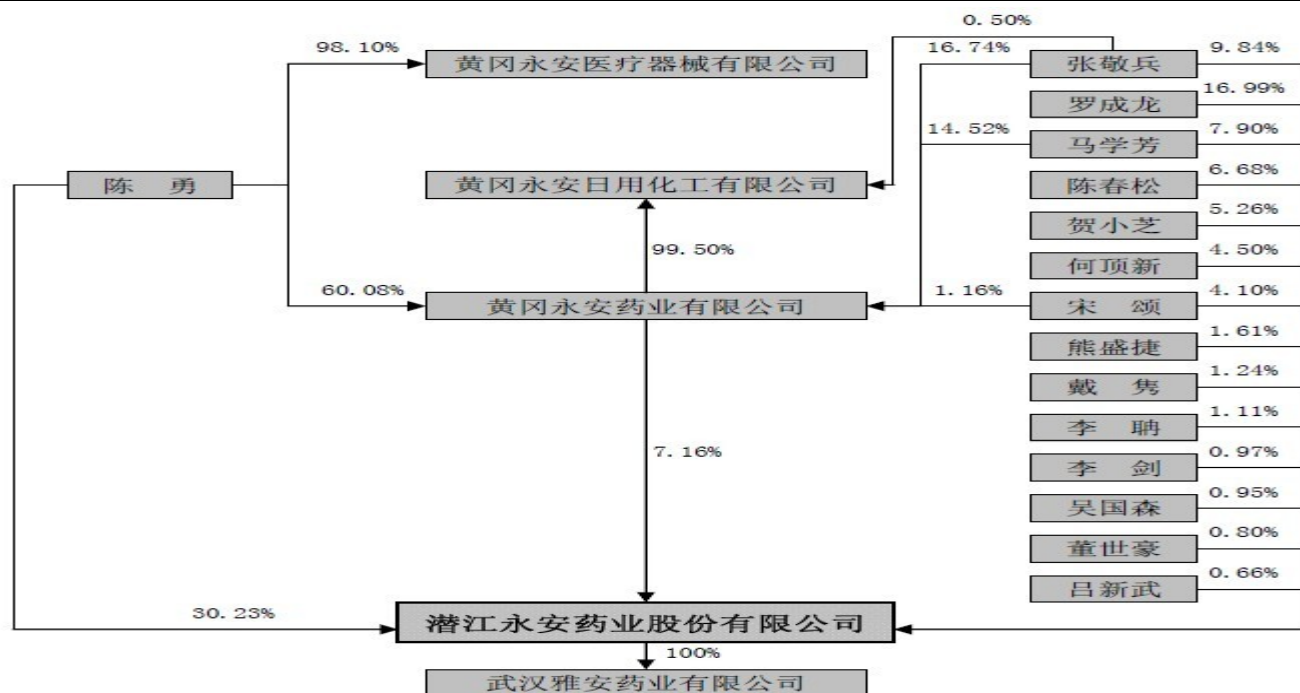
一、基本情况

1.1 公司简介及股权结构

公司主要产品牛磺酸为化学原料药，属化学原料药行业；同时，牛磺酸又可作为食品添加剂中的营养强化剂。牛磺酸被广泛应用于医药、食品添加剂、饲料及表面活性剂、增白剂等领域，且应用范围和市场需求日趋扩大，近年来产品一直供不应求。目前牛磺酸行业的主要生产企业均在我国，公司是国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业，现有牛磺酸生产能力21,000t/a左右，产量占国内总产量50%以上。

本公司的实际控制人为陈勇先生，实际拥有潜江永安药业股份有限公司30.23%股权，同时占黄冈永安药业60.06%股权，而后者又占潜江永安药业7.16%股权。陈勇也是公司的最初创始人之一。

图表1：永安药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书

1.2 公司募投资金项目

公司拟募集资金投资项目总投资43,000万元，用于三个项目的建设：年产10,000吨球形颗粒牛磺酸项目、酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目和牛磺酸下游系列产品生产建设项目。基本上是围绕着牛磺酸产业展开的上下游产业链扩张与完善，尤其是酒精法生产环氧乙烷项目将有望实现公司原材料完全自给，一方面可以有效避免和减少环氧乙烷的价格波动风险，

并完全摆脱对环氧乙烷原材料供应商的依赖。另一方面也将极大提高牛磺酸产品的毛利率。目前环氧乙烷年均消耗占公司各期生产成本的51.41%、44.79%和42.92%。

图表2: 永安药业募投资金项目

万元

序号	项目名称	总投资	拟投入募集资金	建设期
1	年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目	15,000	15,000	1 年
2	酒精法生产环氧乙烷(牛磺酸配套原料)项目	18,000	18,000	2 年
3	牛磺酸下游系列产品生产建设项目	10,000	10,000	1 年
	合计	43,000	43,000	—

资料来源: 公司招股说明书

二、申购情况

图表 3: 本次发行基本情况

股票简称	永安药业	发行数量	不超过 2350 万股
发行价格	元/股	发行市盈率	倍(发行后总股本)
网下配售数量	不超过 470 万股	占本次发行比例	不超过 20%
网上发行	发行总量减去网下最终发行量	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 02 月 22 日	申购代码	永安药业
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	002365
最近三年	2009	2008	2007
每股收益(摊薄)	0.88	1.43	0.94

数据来源: 公司公告

三、公司主营业务分析

3.1 国际牛磺酸市场需求增长平稳, 缺口逐步缩小

目前国际市场中牛磺酸约45%用于饮料, 30%用于宠物食品, 14%用于保健食品, 8%用于饲料, 2%用于药品, 1%用于其它领域。近几年全球牛磺酸市场需求平稳增长, 年增幅在20%左右, 其中发达国家和发展中国家的需求增长分别为15%和25%左右, 预计2010年全球需求量将超过100,000吨。2008年全球

市场的需求量约70,000吨,较上一年增加约20%,市场增长主要是由功能饮料应用增长所致,就地区而言,北美市场增长约1,000吨,欧洲市场增长约3,000吨,亚洲市场增长约8,000吨。我国是全球最大和主要的牛磺酸生产国和出口国,2008年总产量在33,800吨左右,其中90%用以出口,产量之大创历史新高,但尚不能满足国际市场的旺盛需求,大约仍存在30,000吨左右的缺口。

图表4: 2007-2009年全球牛磺酸市场统计表

单位: 吨

类别 \ 年份	2009 年 (预计)	同比增长	2008 年	同比增长	2007 年
需求量	84,000	20.00%	70,000	20.69%	58,000
产量	50,000	25.00%	40,000	21.21%	33,000
缺口	34,000	13.33%	30,000	20.00%	25,000

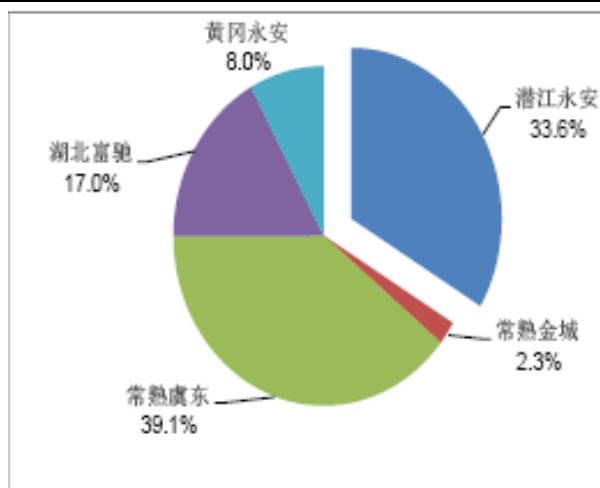
数据来源: 公司招股说明书

宠物食品也是牛磺酸的主要应用领域,随着全球饲养宠物的人群比例的快速增长,无疑使高档宠物食品需求量加速上升。在我国,爱芬食品早已在北京建厂,2007年初雀巢也在天津建厂开始生产宠物食品,两家公司的宠物食品中都添加了一定量的牛磺酸。可以预见,国际、国内市场对于牛磺酸的需求在未来几年仍将保持高速增长态势。

3.2 公司是国内牛磺酸行业的龙头企业

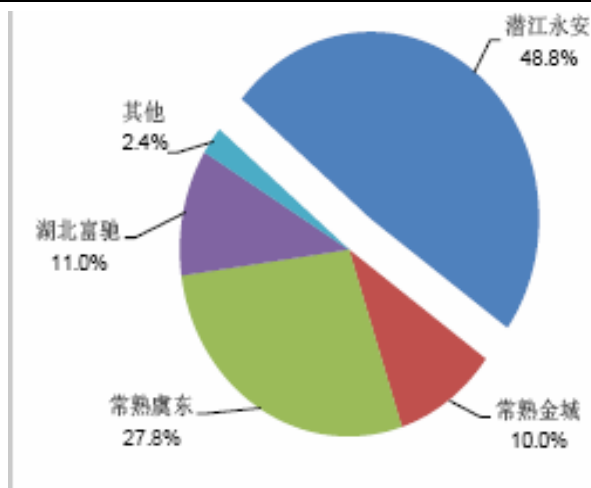
公司是国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业,现有牛磺酸生产能力21,000t/a左右,产量占国内总产量的50%以上。公司全球采用环氧乙烷工艺最具代表性的企业,该技术为公司自创工艺,与传统乙醇胺工艺相比具有成本低、消耗少、收率高、周期短、投资回报率高、适合大规模生产以及对环境影响小等优点,处于国际领先水平。该项工艺技术优势明显,是公司的生产能力得以成倍扩增的重要保障。2001年9月公司成功完成生产线建设并实现产品下线以来,产能已从最初的2,000t/a扩增到2008年的14,000t/a,以及目前的21,000t/a,并成为全球最大的牛磺酸生产基地。根据《中国牛磺酸市场调研报告》统计的我国牛磺酸出口数据,永安药业牛磺酸产品的出口市场占有率从2006年的33.6%提高到2008年的48.8%。

图表5: 2006年我国牛磺酸主要生产商出口份额



数据来源: 国联证券研究所

图表6: 2008年我国牛磺酸主要生产商出口份额



数据来源: 国联证券研究所

3.3 公司拥有完整的产业一体化优势

公司在牛磺酸产品上游, 将通过“酒精法生产环氧乙烷项目”自主生产主要原材料环氧乙烷, 进一步控制并降低牛磺酸的生产成本, 摆脱上游企业的制约。在牛磺酸产品下游, 公司重点开发生产含牛磺酸的食品、保健食品、药品等, 延伸产业链, 逐步走向高级终端市场。下滑搜产品的开发将使得公司完成从一个食品添加剂供应商到成品供应者的企业角色转变。使公司获得更多地直接面对消费者、面对市场的机会, 从而更好地提高公司自身的市场敏感性, 同时通过下游产品的纵向一体化, 进一步增强了公司抵御牛磺酸产品市场价格波动的能力, 产业一体化的构筑将大大增强公司的抗风险能力。

同时公司处于江汉平原腹地的湖北省潜江市, 各类自然资源相当丰富, 潜江地区为汉江冲积平原, 是重要的农产地, 地下又有丰富的石油及矿物储备, 非常适合化学原料药产业的发展。公司生产牛磺酸所需的主要原材料中除环氧乙烷需要从国内其他地区购买外, 其余原材料均可在公司周边地区采购, 成本低、供应稳定。此次募集资金项目“酒精法生产环氧乙烷项目”投产后, 公司将进一步降低生产成本。

四、盈利预测

假设条件:

- 1、公司2009年牛磺酸产能已经达到21000吨，募投项目全部达成后的差能为24000吨，因此我们假设2010年和2011年的产能约为22000吨和24000吨。
- 2、公司的酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目建设期需要两年，募集资金到位才开始动工，因此对2010年和2011年的毛利贡献有限。
- 3、公司的下游产品项目，从2011年开始贡献利润，公司预计可以达产70%，完全达产可实现收入21000万元。我们假设该项目2011年达产50%。
- 4、牛磺酸目前价格处于低位上升的阶段，我们预计产品价格将在2010年和2011年将处于上升周期，同时原材料较为平稳，因此给予34%的毛利率。
- 5、三项费用基本维持在现有状况，2011年由于加大对下游产品的营销，我们假设销售费率提升到5%。
- 6、公司的所得税率维持在15%左右。

我们预测，公司2010年和2011年的净利润分别为83.57百万元、119.95百万，对应公司发行后9350万总股本，EPS分别为0.89元和1.28元。

图表7: 公司盈利预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入（百万）	314.99	447.49	310.3	418	609
增长率		42.06%	-30.66%	34.71%	45.69%
营业成本（百万）	209.97	284.42	207.59	275.88	401.94
毛利率	33.34%	36.44%	33.10%	34%	34%
营业税金及附加(百万)	3.03	5.79	2.06	4.18	6.09
销售费用（百万）	17.46	17.58	13.87	16.72	30.45
销售费率	5.54%	3.93%	4.47%	4%	5%
管理费用(百万)	9.23	15.67	13.13	16.72	21.32
管理费率	2.93%	3.50%	4.23%	4%	3.50%
财务费用（百万）	3.48	5.36	-0.13	4.18	6.09
财务费率	1.10%	1.20%	-0.04%	1%	1%
资产减值损失（百万）	0.83	-1.1	1.19	1	1
营业利润（百万）	70.99	119.77	72.59	99.32	142.12
加：营业外收支（百万）	2.44	1.08	0.78	1	1
利润总额（百万）	68.55	118.69	71.81	98.32	141.12
减：所得税（百万）	2.92	18.25	9.99	14.75	21.17
所得税率	4.26%	15.38%	13.91%	15%	15%
净利润（百万）	65.63	100.44	61.82	83.57	119.95
基本每股收益(元)	0.94	1.43	0.88	0.89	1.28

数据来源：国联证券研究所

五、估值：公司的合理价值区间在 18.15-22.00 元

我们选取了可比的在A股上市的3家上市公司的估值进行对比分析，我们从中可以看到三家公司目前2010年和2011年动态市盈率，整体估值在24-30倍之间，而其中新和成由于业绩的剧烈波动，反而在行业景气度高峰之时，估值最低。我们比较认可目前整个化学原料药2010年的19.03倍的动态估值水平。

考虑到公司并不是单纯的医药企业，未来将更多拓展到食品行业，同时在行业的垄断性地位不断加强。我们认为可以赋予公司2010年的业绩25-30倍的市盈率估值，公司的合理价值区间在22.25-26.70之间。

图表8：A股可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS (2010E)	EPS (2011E)	PE (2010E)	PE (2011E)
600298.SH	安琪酵母	1.05	1.30	29.96	24.20
002001.SZ	新和成	4.00	4.11	10.96	10.67
000952.SZ	广济药业	0.60		24.00	
化学原料药行业估值				19.03	17.38

资料来源：WIND 国联证券

六、询价建议：

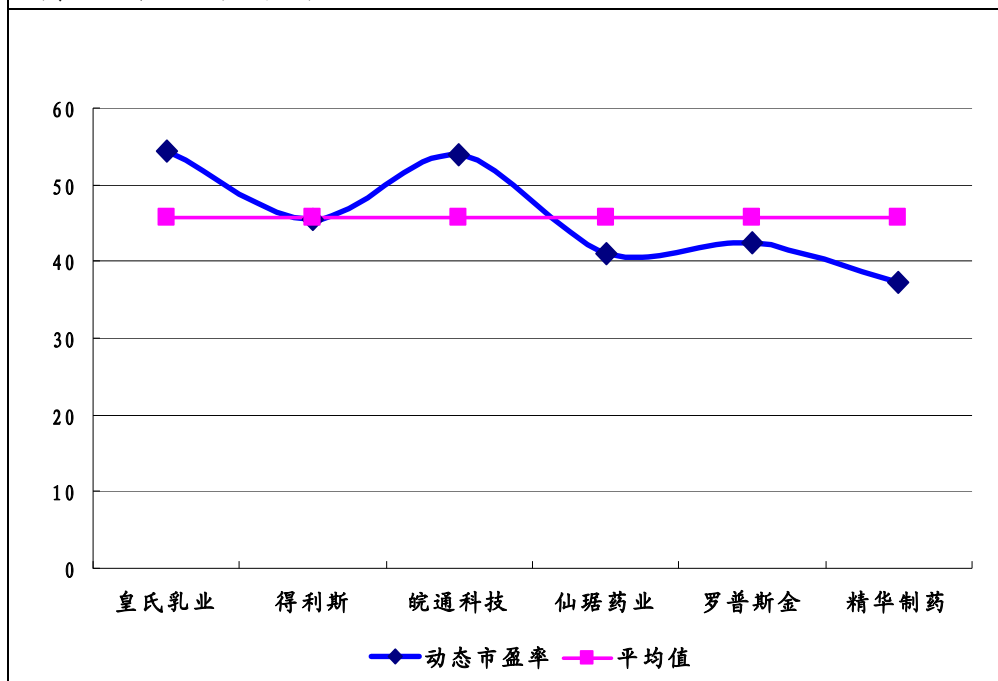
每一配售对象网下最多可填写三档申购价格，我们规划以下申购方案，供参考：

序号	参考价格	网下配售股数 (万股)	拟申购股数比例
1	31.15	470	30%
2	35.00		40%
3	40.05		30%

永安药业属于医药制药企业，但是未来更多将成为食品行业。我们对2010年以来的新股发行价格进行简单的分析如下图据此，均值45.74倍，但近期由于市场的变化，精华制药发行市盈率按2010年动态估算仅为37.36倍。我们建

议的主报价为35.60元（40X）。同时为保证询价成功，我们建议提高最高报价至40.05元（45x），同时以35倍10年动态PE对应价格31.15元为最低报价。

图表9：新股发行估值图



数据来源： 国联证券研究所 wind

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。