

永安药业 (002365)

2010-02-10

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

牛磺酸“专业户”

——永安药业上市定价

投资要点:

- 潜江永安药业股份有限公司是一家成立于2001年,地处江汉平原,专业从事牛磺酸产品研发、生产和销售的出口型化学原料药民营企业。
- 近年来全球牛磺酸需求呈明显增长趋势,由2007年58000吨增长至2009年的84000吨,年平均增长率达到22.41%。我们预计在未来的3至5年,行业整体还将以接近20%的速度扩容。
- 公司利用自创的环氧乙烷生产牛磺酸,在技术和成本上具有一定的优势,现有产能21000吨/年,产量占国内总产量50%以上,为国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业。
- 我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.96元、1.15元和1.38元。基于目前化学原料药子行业2010年平均19倍的动态市盈率。我们认为公司作为牛磺酸行业的龙头企业、牛磺酸呈现供不应求的行业现状以及牛磺酸下游需求刚性较强等特点,认为公司应享受一定的估值溢价,合理的2010年PE估值区间为22—27倍之间,建议询价区间为21.2-25.9元之间。

风险提示:

- 原料价格的大幅上涨,将导致公司成本的大幅提升。
- 出口退税率和所得税的变化,将给公司业绩带来不确定性。
- 公司产品80%以上用于出口,人民币汇率如果上升,将对公司不利。

医药生物行业

评级:

建议询价区间: 21.2—25.9 元

发行数据

总股本(万股)	9,350
发行数量(万股)	2,350
每股净资产(元)	4.63
网下发行(万股)	470
网上发行(万股)	1,880
上市日期	2010-03
发行方式	网下询价,网上定价

股东信息

社会公众股	25.13%
陈勇	22.63%
罗成龙	12.72%
张敬兵	7.37%
黄冈永安	5.91%
陈春松	5.36%
贺小芝	5.00%
何顶新	3.94%
合计	88.06%

田 垒 、 袁 峻	行业研究员
电 话	021-32229888*3507
邮 箱	tianlei@ajzq.com

请务必阅读正文之后的重要声明

一、 公司是一家专营牛磺酸业务的外向型原料药企业

潜江永安药业股份有限公司是一家成立于 2001 年，地处江汉平原，专业从事牛磺酸产品研发、生产和销售的出口型化学原料药民营企业。公司利用自创的环氧乙烷生产牛磺酸，在技术和成本上具有较大的优势，现有产能 21000 吨/年，产量占国内总产量 50%以上，为国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业。

图 1：近三年牛磺酸销售收入和所占营业收入比重

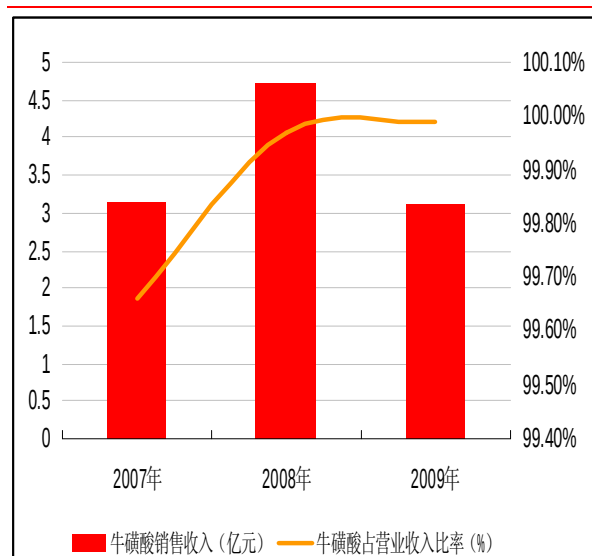
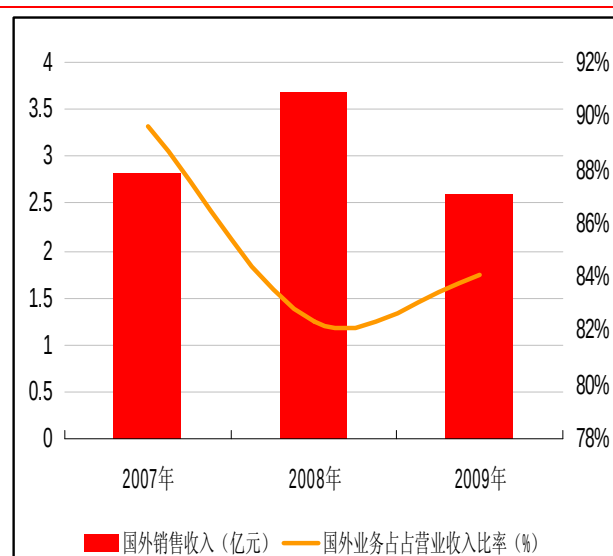


图 2：近三年出口业务收入和所占比例



（数据来源：公司公告、爱建证券）

由上图可知，公司的牛磺酸业务收入近三年分别占公司营业收入的 99.66%、99.97% 和 99.99%，而公司生产的牛磺酸近三年出口额占营业收入比例分别达到 89.65%、82.36% 和 84.07%。由这些指标，我们可以清晰的得出：公司是一家专营牛磺酸业务的外向型原料药企业。

二、 公司分享着牛磺酸行业的扩容也承担着行业的波动

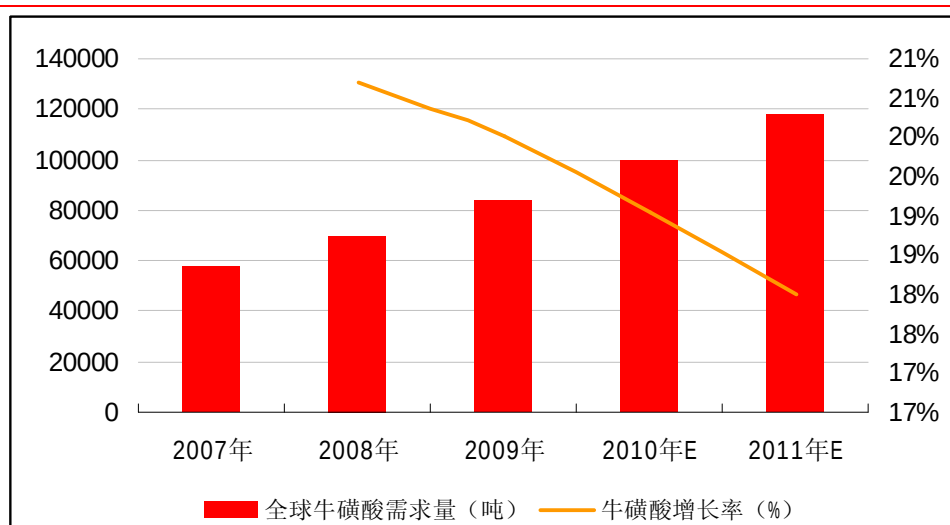
牛磺酸，又名牛胆酸、牛胆碱、牛胆素，英文名为 Taurine，其化学名为 2-氨基乙磺酸，化学分子式为 $\text{H}_2\text{N}-\text{CH}_2-\text{CH}_2-\text{SO}_3\text{H}$ ，是一种非蛋白质类氨基酸，是人体内最重要的氨基酸之一，是一种无臭、微酸味的白色针状晶体或粉末。它广泛存在于所有动物的组织、细胞内，在哺乳类组织细胞中，特别是神经、肌肉和腺体中的含量较高，海洋生物含量最高。

1、全球牛磺酸总需求年增长20%左右。

根据中国化工信息中心的统计资料，近年来全球牛磺酸需求呈明显增长趋势，由2007年58000吨增长至2009年的84000吨，年平均增长率达到22.41%。我们预计在未来的3至5年，行业整体还将以接近20%的速度扩容。主要理由如下：

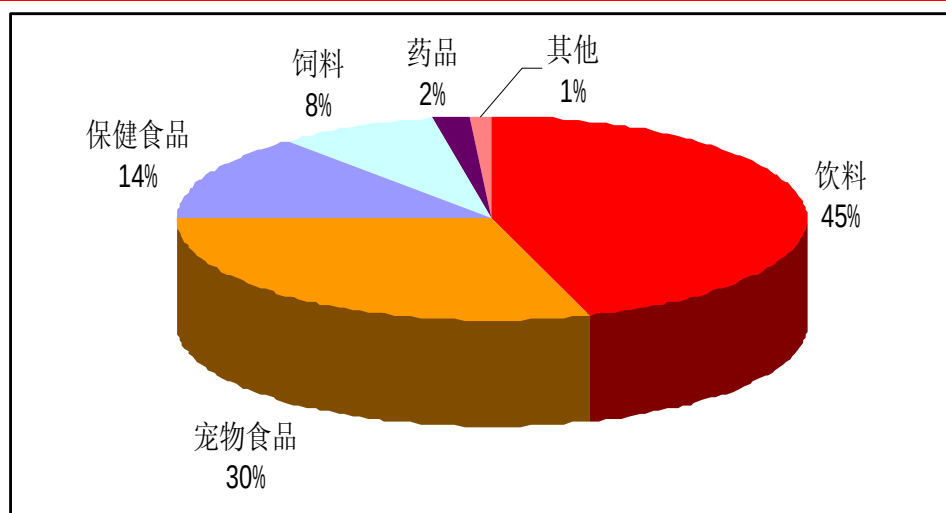
- (1) 下游产业的稳健：根据中国化工信息中心的统计资料，目前国际市场中牛磺酸约45%用于饮料，30%用于宠物食品，14%用于保健食品，8%用于饲料，2%用于药品，1%用于其他领域。这些行业的刚性需求保证了牛磺酸的需求稳定且与经济周期相关度较弱。
- (2) 发展中国家的需求：众多发展中国家对牛磺酸的药用、食品和保健食品功能刚刚认知，消费的基数极低。例如我国2006年人均牛磺酸消费量只及欧美市场人均消费量的1/50左右。

图3：全球牛磺酸需求量及增长率



（数据来源：公司公告、爱建证券）

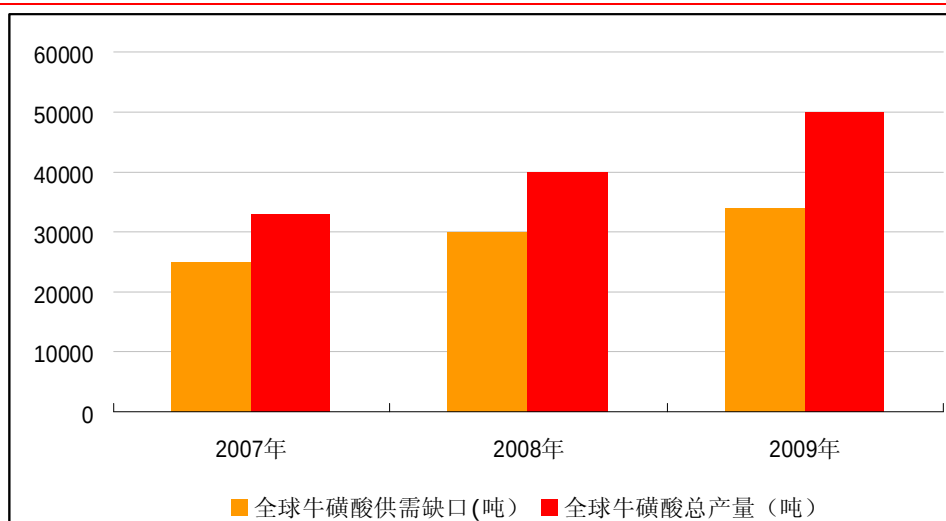
图4：牛磺酸的下游产业分布



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

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33800吨左右, 其中90%用以出口, 但尚不能满足国际市场的旺盛需求, 大约存在30000吨左右的缺口。而随着下游对牛磺酸需求进一步释放, 以及产能尚未得到相应扩大, 导致供需矛盾进一步加大, 2009年全球牛磺酸供需缺口达到了创纪录的34000吨。

图5: 全球牛磺酸供需缺口情况



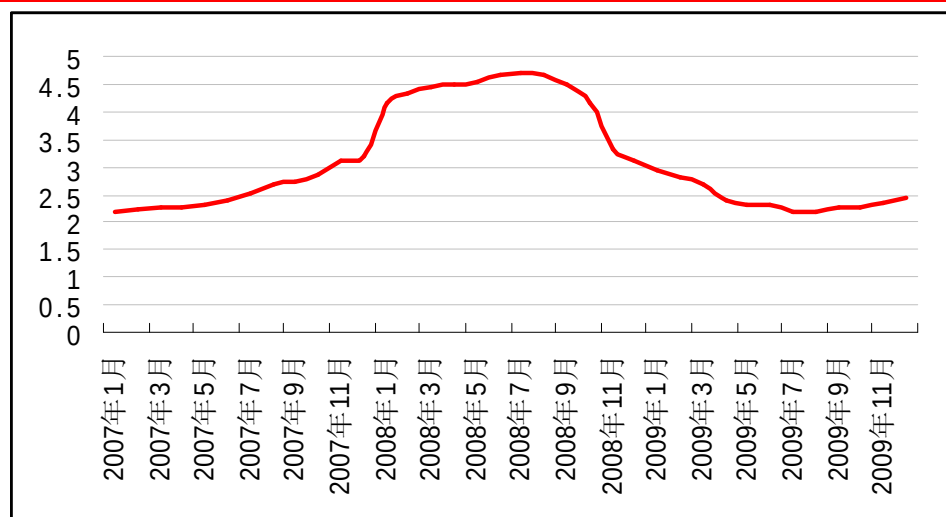
(数据来源: 公司公告、爱建证券)

2、行业波动主要受原料价格影响

生产牛磺酸的主要原材料为石化的下游产品环氧乙烷, 以公司为例其年均消耗占公司报告期内各期生产成本的比例分别为51.41%、44.79%和42.92%。环氧乙烷的价格直接受国际原油价格影

响，且由于环氧乙烷属易燃易爆品，不易大规模储存和囤积，故牛磺酸的生产企业无法避免的收到国际原油价格波动的影响。由下图可以看出，牛磺酸产品价格在此时创下高点后之时，也正是国际原油价格创下新高之时，之后随着原油价格的一路走跌，牛磺酸价格也持续下跌。

图6：2007年—2009年牛磺酸出口价格（美元/公斤）



（数据来源：公司公告、爱建证券）

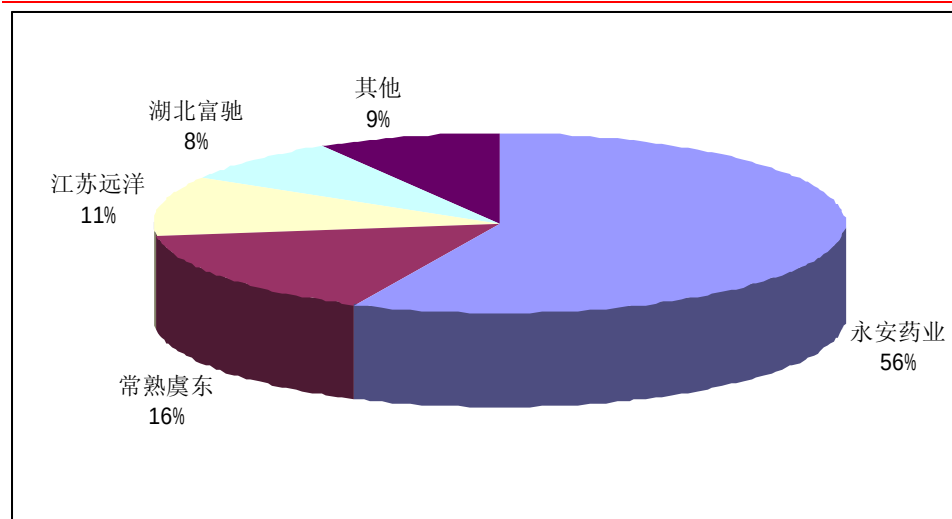
三、公司是全球牛磺酸行业的翘楚

牛磺酸目前在国际市场上除了日本有少量生产之外，主要生产厂商均在我国。日本合计年产量在5,000吨左右。产量尚不足以满足其国内市场需求，仍需从我国大量进口。我国生产的牛磺酸90%左右出口，是目前全球最大的牛磺酸生产国和出口国。

1、公司牛磺酸出口份额占据半壁江山

公司自成立以来凭借着技术上的优势，迅速的扩充产能，目前产能已达到21000吨/年。由于我国生产的牛磺酸90%左右都用于出口，故通过分析牛磺酸的出口数据可以得出国内各家厂商的实力。

图7：2009年前11个月，我国各主要牛磺酸生产企业出口份额



（数据来源：公司公告、爱建证券）

表1：国内主要牛磺酸企业产量情况

序号	生产厂家	2008年产量（吨）	2009年预计产量（吨）
1	潜江永安药业股份有限公司	16000	18000
2	常熟虞东化工有限公司	8000	9500
3	湖北富驰化工医药股份有限公司	5000	6000
4	江苏远洋化工有限公司	4000	5000

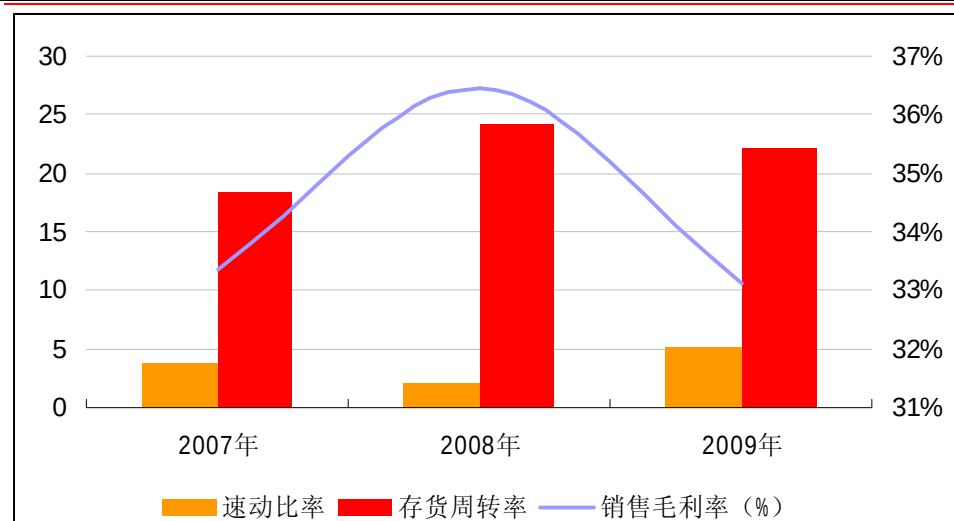
（数据来源：公司公告、爱建证券）

通过上面的图表，我们可以清晰的得出：公司是国内最大的牛磺酸生产企业，同时由于我国牛磺酸行业的国际地位，使得我们进一步得出，公司是全球牛磺酸行业的龙头企业。

2、公司偿债能力和营运能力强，盈利能力有波动

2006年—2009年公司速动比率分别为3.74、2.06和5.14，远高于临界指标1，说明公司偿债能力很强；公司同期存货周转率分别为18.35、24.17和22.08，说明公司产品销路顺畅，营运能力颇强；由于产品价格的大幅波动导致公司近三年毛利率水平分别为33.34%、36.44%和33.10%，具有较强的波动性。

图8：公司部分财务指标



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

3、募投项目以提高产能、提升技术、丰富产品为主

从募投项目分布来看, 公司此次募集资金主要将用于提升产能、提升制备原料技术和延长产业链丰富下游产品这三个方面。

表2: 公司此次计划募投的项目

序号	项目名称	拟投资 (亿元)	建设期 (年)
1	年产1万吨球形颗粒牛磺酸	1.5	1
2	酒精法生产环氧乙烷	1.8	2
3	牛磺酸下游系列产品	1	1

(数据来源: 公司公告、爱建证券)

- (1) 年产1万吨球形颗粒牛磺酸项目: 公司近三年牛磺酸生产线平均产能利用率为103%, 且目前全球牛磺酸存在供需缺口34000吨, 故我们认为该项目符合牛磺酸产业的发展需求。我们认为该项目达产后将每年给公司带来5000万左右的利润。
- (2) 酒精法生产环氧乙烷项目: 该项目最重要的意义是直接解决公司受国际原油市场变动的影响, 在化工法获得环氧乙烷成本低时, 选择化工法。当油价高企时, 选择酒精法。
- (3) 牛磺酸下游系列产品项目: 该项目延伸了公司牛磺酸产业链, 公司可以利用自身生产牛磺酸的成本优势, 在下游产品上取得突破, 为公司将来打造更加完整的牛磺酸产业链打好基础, 我们认为该项目达产后将每年给公司带来3000万左右的利润。

四、 盈利预测与合理价格区间

我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.96元、1.15元和1.38元。基于目前化学原料药子行业2010年平均19倍的动态市盈率。我们认为公司作为牛磺酸行业的龙头企业、牛磺酸呈现的供不应求的行业现状以及其下游需求刚性较强的特点，我们认为公司应享受一定的估值溢价，合理的2010年PE估值区间为22—27倍之间，建议询价区间为21.2-25.9元之间。

五、 风险提示

- (1) 原料价格的大幅上涨，导致公司成本的大幅提升。
- (2) 出口退税率和所得税的变化，给公司业绩带来的不确定性。
- (3) 公司产品80%以上用于出口，人民币汇率如果上升，对公司不利。

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	314.99	447.49	310.30	403.39	516.34	635.10
减: 营业成本	209.97	284.42	207.58	254.14	330.46	412.81
营业税金及附加	3.03	5.79	2.06	3.93	5.03	6.18
营业费用	17.46	17.58	13.87	20.17	25.82	31.75
管理费用	9.23	15.69	13.13	18.15	25.30	33.02
财务费用	3.48	5.36	-0.13	1.60	2.57	-2.22
资产减值损失	0.83	-1.10	1.19	2.30	2.80	4.50
加: 投资收益	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	71.08	119.75	72.60	103.10	124.36	149.04
加: 其他非经营损益	0.78	1.08	2.44	2.44	2.44	2.44
利润总额	71.87	120.83	75.04	105.54	126.80	151.48
减: 所得税	2.92	18.25	9.99	15.83	19.02	22.72
净利润	68.95	102.58	65.05	89.71	107.78	128.75
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	68.95	102.58	65.05	89.71	107.78	128.75
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	29.44	60.15	73.72	304.03	205.16	209.87
应收和预付款项	76.79	55.47	80.43	53.68	139.11	109.31
存货	14.06	9.48	9.33	14.28	16.42	21.93
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	77.06	145.02	170.71	449.02	501.83	547.44
无形资产和开发支出	43.38	42.49	51.50	46.08	40.67	35.26
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	240.74	312.61	385.69	867.09	903.19	923.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	16.96	19.12	22.24	20.73	34.66	34.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	32.25	34.37	39.28	39.28	39.28	39.28
负债合计	49.20	53.49	61.51	153.21	81.52	73.39
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00
资本公积	30.52	30.52	30.52	30.52	30.52	30.52
留存收益	91.01	158.60	223.65	313.36	421.14	549.90
归属母公司股东权益	191.53	259.12	324.17	413.88	521.67	650.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	191.53	259.12	324.17	713.88	821.67	850.42
负债和股东权益合计	240.74	312.61	385.69	867.09	903.19	923.81
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	64.69	164.87	37.95	89.93	100.36	133.68
投资性现金净流量	-49.11	-72.19	-45.98	-100.93	-102.93	-92.07
筹资性现金净流量	9.24	-2.86	-35.00	400.60	-48.19	-55.37
现金流量净额	24.82	89.83	-43.03	389.6	-50.76	-13.76

（数据来源：爱建证券）

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。