

牛磺酸行业龙头，市场空间广阔

永安药业（002365）

建议询价区间：28.5-32.5 元

新股定价报告

2010 年 2 月 10 日 星期三

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/医疗服务

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

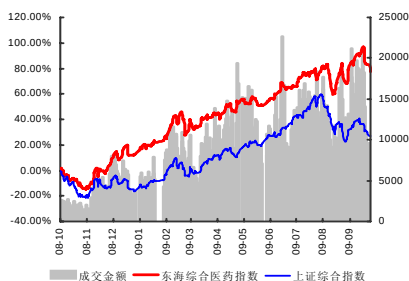
发行数据

发行前总股本(万股)	7000
本次发行股数(万股)	2350
发行后总股本(亿股)	9350

发行后股权结构

陈勇	22.63%
罗成龙等 14 人	46.88%
黄冈永安	5.36%
社会公众股	25.13%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司是我国牛磺酸行业龙头企业。本次公开发行 2350 万股，上市后总股本 9350 万股。上市后公司董事长陈勇先生将直接或间接持有本公司 25.84% 的股份，仍为公司第一大股东。
- 牛磺酸广泛应用于食品添加剂和营养保健品、医药行业、宠物食品及饲料行业等领域。数据显示牛磺酸行业需求的年增幅在 20% 以上，发达国家和发展中国家的需求增幅分别达 15% 和 25% 以上。我们认为全球消费升级的大趋势将使牛磺酸市场近年都保持快速增长。
- 牛磺酸的主要产能在我国。永安药业的牛磺酸产量占国内的 50%、全球的 40%，是全国乃至全球的寡头垄断企业。另外公司自创的环氧乙烷生产法可以显著提高收率、降低成本；具备专利的球形颗粒牛磺酸解决了产品易结块的传统难题，有望改变牛磺酸的使用理念。可以说垄断地位和技术优势是公司的核心竞争能力。
- 公司本次 IPO 计划将募集资金约 34,036.40 万元，用于公司牛磺酸产业链的一体化建设。主要项目包括年产 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三项。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.09 元和 1.44 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 28.5-32.5 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 26-30 倍和 20-23 倍。

1、公司基本情况

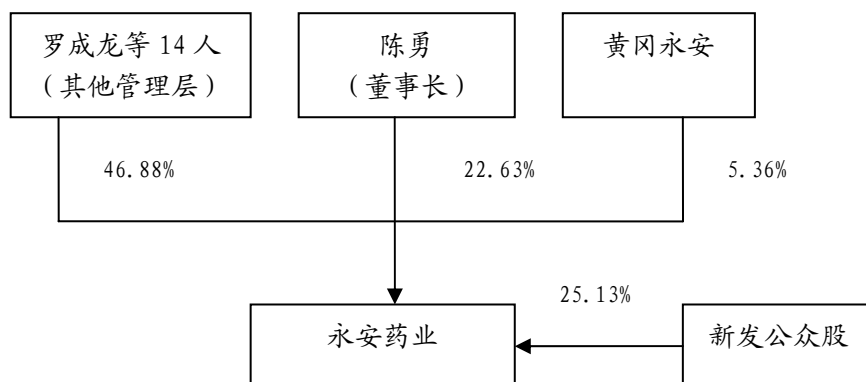
1.1 公司股权结构

永安药业是一家民营控股的牛磺酸行业龙头企业。公司 IPO 前股本 7000 万股，此次拟发行 2350 万股，上市后总股本 9350 万股。

公司 IPO 前的实际控制人为公司董事长陈勇先生，直接持有本公司 30.23% 的股份，并通过黄冈永安间接持有公司 4.30% 的股份，合计持有公司发行前 34.53% 的股份。

本次公开发行人 2350 万股后，陈勇先生仍将直接或间接持有本公司 25.84% 的股份，仍为公司第一大股东。

图 1：IPO 后永安药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事牛磺酸产品的研发、生产和销售。牛磺酸被广泛应用于食品饮料、医药、宠物食品等领域，近年来一直处于供不应求状态。目前牛磺酸产品的主要生产企业均在我国，公司为国内乃至全球牛磺酸行业的垄断龙头企业，现有生产能力 21,000 吨/年左右，产量约占国内总产量的 50%、全球的 40%，为目前国内乃至全球最大的牛磺酸生产基地。

2、公司行业背景

2.1 牛磺酸广泛应用于食品添加剂等领域

牛磺酸是人体内具有多种生理功能的氨基酸，主要应用于食品添加剂和营养保健品、医药行业、宠物食品及饲料行业等领域。根据中国化工信息中心

统计资料，目前国际市场中牛磺酸约 45%用于饮料，14%用于保健食品，30%用于宠物食品，8%用于饲料，2%用于药品，1%用于其他领域。

2.2 牛磺酸市场需求保持高速增长

牛磺酸在食品饮料添加剂领域的广泛应用及宠物食品市场的扩容等因素使得近几年来全球牛磺酸需求呈明显增长趋势。中国化工信息中心的数据显示，牛磺酸需求的年增幅在 20%以上，发达国家和发展中国家的需求增幅分别达 15%和 25%以上。2008 年牛磺酸全球市场的需求量约 70,000 吨，预计 2010 年全球需求量将超过 100,000 吨。

牛磺酸区域市场中亚洲市场的成长性最高，2008 年需求增长约 8000 吨，占全球需求增长的 67%，有望成为未来牛磺酸市场最大的增长点之一。

目前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，产量创历史新高，但尚不能满足国际市场的旺盛需求，2008 年全球牛磺酸市场供求缺口大约在 30,000 吨左右。

2.3 永安药业是牛磺酸行业的龙头企业

牛磺酸目前在国际市场上除了日本有约 5000 吨产能供本国使用之外，主要生产厂商均在我国。目前国内的牛磺酸生产企业主要有潜江永安、常熟虞东、湖北富驰、江苏远洋四家，这其中永安药业的生产能力最强，08 年产量约占国内的 47%及全球的 37%。

并且其他三家竞争企业均采用老式的乙醇胺法生产牛磺酸，只有永安药业采用自创的环氧乙烷法进行生产，可以说公司无论在规模还是技术方面都处于国内甚至全球的龙头地位。

表 1：国内牛磺酸生产企业产量及出口情况（单位：吨）

主要生产厂家	08 年产量	09 年预计产量	09 年前 11 月出口份额	生产工艺
潜江永安药业股份有限公司	16000	18000	56.90%	环氧乙烷法
常熟市虞东化工有限公司	8000	9500	15.80%	乙醇胺法
湖北富驰化工医药股份有限公司	5000	6000	7.80%	乙醇胺法
江苏远洋化工有限公司	4000	5000	11.00%	乙醇胺法

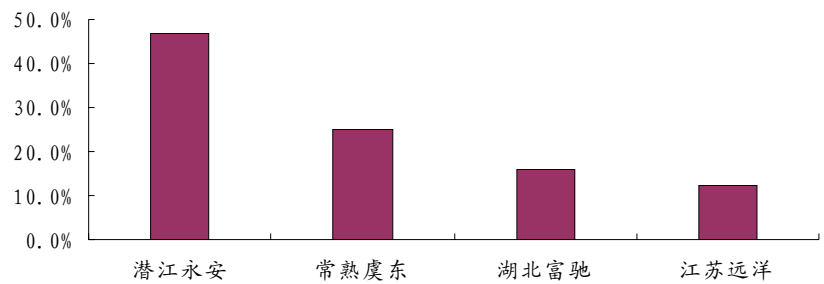
资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3、公司竞争力分析

3.1 垄断的规模优势

公司的牛磺酸生产能力及出口销量均处于国内及全球的首位。其中生产能力我们上一节已经提到，08 年产量约占国内的 47%及全球的 37%。

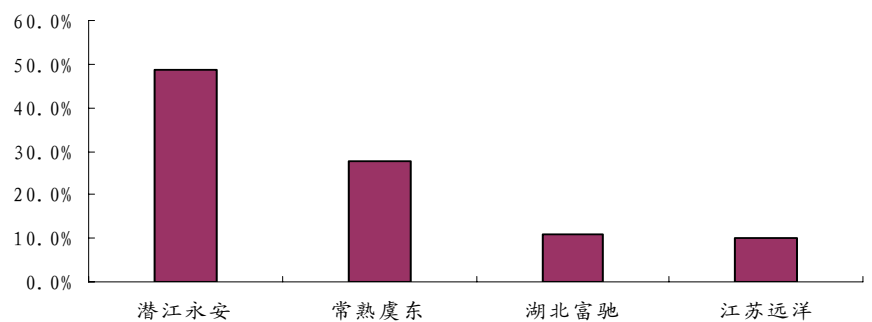
图 2：08 年主要牛磺酸厂家产量占比



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

另外在出口销量方面，公司的牛磺酸 90%左右用于出口，出口市场份额由 06 年的 33.6%快速上升至 08 年的 48.8%和 09 年前 11 个月的 56.9%。

图 3：08 年主要牛磺酸厂家出口份额



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3.2 领先的技术优势

目前牛磺酸的生产工艺主要有两种方法：乙醇胺法以乙醇胺为原料合成牛磺酸，是多数厂家采用的生产工艺。

公司采用的是自创的环氧乙烷法合成牛磺酸，这一工艺以环氧乙烷、硫酸和亚硫酸氢钠为主要原料，相对于传统的乙醇胺法，优点是成本低、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较小等。

表 2：环氧乙烷法与乙醇胺法工艺对照

生产工艺	环氧乙烷法工艺	乙醇胺法工艺
生产成本	原料成本约占 60%	原料成本约占 85%
产品收率	收率超过 80%以上	收率在 65%左右
生产周期	30 小时	52 小时
产能	一条生产线可产 5000t/a	一条生产线产 800t/a
生产效率	自动化程度高，人均生产 50t/a	自动化程度低，人均生产 15t/a

环保成本	结晶母液闭路循环,无废液排出,产生的废渣主要成份为硫酸钠,经再次加工可作工业原料出售,实现清洁化生产	废物排放量较大
------	--	---------

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

3.3 突出的产品优势

公司于 2006 年成功研制开发出球形颗粒牛磺酸,解决了业内现有牛磺酸产品存在的“针状结晶流动性、分散性、溶解性差,影响使用效果”问题,使以往因客户长途运输、长期贮存致使产品结块的技术难题得以攻克。

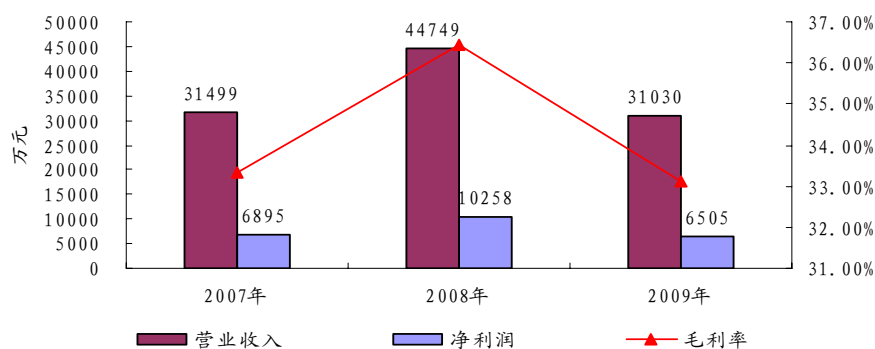
球形颗粒牛磺酸将有效地改变牛磺酸的使用理念。公司已于 2008 年 7 月 2 日获得了“一种球状颗粒牛磺酸及其制备方法”的国家专利。且该产品已经在欧洲获得全面认可,在美国、日本也正在试用。目前销量占公司收入比为 10%左右,未来销量的增长速度预计在 30-40%左右。

4、公司财务分析

公司业务收入几乎全来自于其主营业务收入即牛磺酸产品的收入。2007-2009 年间,公司的营业收入分别为 3.14 亿元、4.47 亿元和 3.10 亿元,其中牛磺酸产品的收入占比分别达到 99.66%、99.97%和 99.99%。公司 09 年营业收入下滑的主要原因是牛磺酸价格受国际金融危机的冲击大幅下滑导致。2007-2009 年公司的净利润分别为 6,505.3 万元、10,258.4 万元和 6,894.9 万元。

公司的综合毛利率较高,2007-2009 年分别为 33.34%、36.44%和 33.10%。公司作为牛磺酸的垄断企业,对产品的定价能力较强,我们判断保持 33-36%左右的毛利率水平是公司的主动行为,并且随着公司球形颗粒牛磺酸等产品比重的不断提升,未来公司的毛利率水平还有提升空间。

图 4: 公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 的现金流量净额分别为为 6,107.93 万元、15,846.80 万元和 3,642.92 万元，整体现金流量充足。

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 24.72%、31.66%和 17.72%，长期偿债能力也较好。

表 3: 公司其他财务指标

主要财务指标	2009 年度/末	2008 年度/末	2007 年度/末
流动比率	5.45	2.17	4.20
速动比率	5.14	2.06	3.74
应收账款周转率	7.81	11.03	8.05
存货周转率	22.08	24.17	18.35
息税折旧摊销前利润(元)	85,707,408.39	128,643,446.96	78,562,479.58
利息保障倍数	--	--	370.12
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.52	2.26	0.87
每股净现金流量(元)	-0.64	1.19	0.30
无形资产(土地使用权除外)占净资产比例	0.11%	0.01%	0.01%
资产负债率	17.72%	31.66%	24.72%
每股净资产(元)	4.63	3.70	2.74

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品结构单一风险

公司牛磺酸产品的销售收入占比超过 99%，单一的产品结构使公司收入对牛磺酸业务的倚赖性过大，牛磺酸产品的价格及成本变动将对公司当期的经营业绩产生巨大的影响。

5.2 汇率风险

公司产品出口销售收入占比超过 80%，因此汇率的波动对公司的盈利能力影响也较大。

5.3 技术失密风险

公司采用自创的环氧乙烷法生产牛磺酸，大大提高了产品的收率，是公司核心竞争力所在，一旦技术失密将对公司的市场份额产生负面影响。

5.3 募投项目风险

本次公司的募投项目仍存在投资回报及市场开发等方面的不确定性。

6、募集资金投向

本次 IPO 计划将募集资金约 34,036.40 万元，用于公司牛磺酸产业链的一体化建设。主要项目包括年产 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三项。

6.1 年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目：

这一项目在公司产业链中起着承上启下的作用，选取该项目主要考虑两方面因素：一是牛磺酸行业复合增长率超过 20%，全球供求缺口达到 30000 吨，公司可以通过扩大产能提升市场份额；二是球形颗粒牛磺酸的技术处于行业领先水平，投产后有望成为公司的主要利润增长点。

6.2 酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目：

环氧乙烷是公司用以生产牛磺酸的最主要原料，报告期内环氧乙烷原材料的耗费在公司全年生产成本中所占比例分别达 51.41%、44.79%和 42.92%。因此控制环氧乙烷的价格是公司实施成本控制战略，提高公司利润水平的关键。此项目达产后公司的环氧乙烷有望实现自给。

6.3 牛磺酸下游系列产品生产建设项目：

本项目主要投资于牛磺酸下游的品泡腾片和口含片等产品，既可以充分利用自有原材料的成本优势，享有产业纵向一体化带来的特有盈利空间，提升产品的高附加值；又可以丰富公司的产业链，实现公司从原材料供应商拓展到食品供应商的过渡。

表 4：募集资金投向

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	占募投资金比	建设期	项目达产后产能
年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目	15,000	15,000	34.9%	1 年	10,000 吨球形颗粒牛磺酸
酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目	18,000	18,000	41.9%	2 年	20,000 吨环氧乙烷
牛磺酸下游系列产品生产建设项目	10,000	10,000	23.3%	1 年	3 亿片泡腾片+2 亿片口含片

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、2010-2011 年销售收入同比增长 65.3%和 31.7%;
- 2、发行 2350 万股, 每股收益按照发行后总股本 9350 万股计算;
- 3、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下, 我们预测公司 2010-2011 年 EPS (摊薄) 分别为 1.09 元和 1.44 元。

表 5: 永安药业盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	31,499	44,749	31,030	51,300	67,560
增长率	101.0%	42.1%	-30.7%	65.3%	31.7%
营业利润(万元)	7,108	11,975	7,260	11,940	15,865
增长率	84.4%	68.5%	-39.4%	64.5%	32.9%
净利润(万元)	6895	10258	6505	10149	13486
增长率	84.1%	48.8%	--	56.0%	32.9%
每股净资产(元)	2.74	3.70	4.63	4.55	5.42
每股收益(元)	0.98	1.47	0.93	1.09	1.44

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司是牛磺酸行业的垄断龙头企业, 具有强大的规模优势和技术优势。在全球消费升级的背景下, 牛磺酸在食品饮料添加剂、医药、宠物食品等领域的广泛运用将保证牛磺酸行业近年的市场需求快速增长。公司作为牛磺酸行业的领导者, 将充享需求扩容带来的机遇。

基于上述考虑, 再综合可比公司的估值水平, 我们建议询价区间为 28.5-32.5 元之间, 对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 26-30 倍和 20-23 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122