

医药中间体业

暂不评级

陈建文

S1060210050001
0755 - 22625476
Chenjianwen@pasc.com.cn

伍颖

S1060210040004
010 - 59734884
Wuying467@pingan.com.cn

九九久(002411)

六氟磷酸锂和规模扩张为两大看点

事件:

近日我们调研了九九久, 与公司就经营情况进行了交流。

平安观点:

- **头孢类医药中间体龙头企业。**公司主要从事医药中间体及农药中间体的生产和销售, 2010 年上半年前者占公司收入比重约为 70%, 后者比重则约为 20%。就产品而言, 头孢类中间体 7-ADCA 是公司主导产品, 占收入比率接近 50%, 生产规模上处于行业前列。

图表1 公司主要产品产能列表

产品名称	用途	产能 (吨)
7-ADCA	头孢类抗生素母核中间体	1250
苯甲醛	头孢侧链中间体	10000
5, 5-二甲基海因	医用消毒剂中间体	4000
三氯吡啶醇钠	农药中间体	6000
碳酸氢铵	化肥	155000

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

- **主导产品 7-ADCA 逐步达到 2500 吨规模。**7-ADCA 和 6-APA、7-ACA 并称为传统合成头孢菌素的三大母核, 对应下游头孢类抗生素近 5 年平均增长率为 25%, 市场规模接近 350 亿元。

由于 7-ADCA 生产技术较为成熟, 市场竞争格局较为稳定, 毛利率处于 12% 左右水平, 未来下降的可能性较小。产能规划上, 公司将视市场需求变化逐步提高, 上市前公司 7-ADCA 产能为 1000 吨, 去年中期增加至 1250 吨, 且市场需求较好, 公司产能利用处于较好水平。未来新产能主要来自于募投 1000 吨以及超募集资金 500 吨项目建成投产, 届时公司 7-ADCA 总产能将提高到 2500 吨, 进一步发挥规模效应, 也是未来公司业绩增长的基础。

- **2012 年厂区搬迁和扩建项目陆续完成。**根据政府整体规划要求, 公司老厂区中间体产能将搬迁至江苏省如东县沿海经济开发区。目前公司 7-ADCA、三氯吡啶醇钠产能已全部落户新厂区, 控股子公司天时化工 (公司持股 51.9%) 10000 吨苯甲醛和 5000 吨氯代环己烷将搬迁至新厂区, 天时化工将在搬迁基础上扩大现有

规模，并增加新产品，其中苯甲醛产能提高至 15000 吨，并分别新增特戊酰氯、氯代特戊酰氯和环氧氯丙烷产能 5000 吨、2000 吨和 1.2 万吨。

搬迁采取先安装后拆除方式，不影响现有正常生产经营。整个项目将历时两年，我们根据公司公告时间推算，苯甲醛将在 2011 年年底完成搬迁新产能建设，氯代特戊酰氯 2012 年下半年投产，而环氧氯丙烷于 2012 年年底建成，因此搬迁扩张效应将从 2012 年显现。

图表2 天时化工搬迁及对外投资项目简表

产品名称	现有产能（吨）	搬迁完成后（吨）	预计建设期
苯甲醛	10000	15000	10 个月
氯代特戊酰氯	0	2000	18 个月
特戊酰氯	0	5000	18 个月
环氧氯丙烷	0	12000	24 个月

资料来源：公司公告、平安证券研究所

- **2011 年 400 吨六氟磷酸锂项目或有较大突破。**公司超募资金另一投资项目为 400 吨六氟磷酸锂，根据公告预计将于 2011 年 3 月底完成安装，4 月份进入调试阶段。公司六氟磷酸锂技术来自中国矿业大学，并经过公司研发团队的持续研发改进，目前设备安装正按原计划推进。我们认为公司 2011 年 4 月份进入设备调试的可能性较大，但产品品质仍需等待调试完成后才能明朗。
- **盈利预测。**我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元和 0.71 元，对应昨日收盘价动态 PE 分别为 100 倍、73 倍和 46 倍，目前股价一定程度上反应了六氟磷酸锂成功的预期，暂不给予评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257