



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收购医药资产，加速产业布局

——永太科技（002326）事件点评

2016年05月04日

强烈推荐/维持

永太科技 事件点评

事件：

永太科技近日发布公告称，将通过发行股票及支付现金的方式收购两家医药公司的股权，分别为浙江手心 100%股权和佛山手心 90%股权。同时，公司将向不超过 10 名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 7 亿元，发行价格不低于 19.57 元/股。

主要观点：

1. 收购医药资产，实现医药业务垂直一体化战略

永太科技现有业务主要包括医药化学品、农药化学品和液晶化学品，主要生产应用于医药、农药及液晶等领域的中间体产品。公司从 2015 年开始加快了外延发展的步伐，先后投资了“和亚化医投资”，并出资入股“和亚化医基金”，布局医药项目；同时，公司还收购了上海浓辉，将农药业务从中间体延升至原药和制剂。

此次收购浙江手心和佛山手心股权，其中浙江手心主要从事原料药的生产，主要产品为加巴喷丁、甲基多巴等；佛山手心主要从事化学制剂、中成药等产品的生产，生产的剂型包括硬胶囊剂、软胶囊剂、片剂、干混悬剂、搽剂、口服溶液剂等。

通过此次收购，公司将实现从医药中间体、原料药到制剂生产的垂直一体化的战略目标，形成以制剂生产为龙头，以医药中间体和原料药生产为基础的业务布局，使公司在医药业务领域形成较强的竞争优势。按照 2015 年的收入及净利润推算，此次收购后公司将新增收入约 3 亿元，新增净利润约 5000 万元。

2. 标的资产估值较低，有望增厚公司业绩

根据收购预案，此次收购浙江手心 100%股权交易对价为 5 亿元，其中发行股份支付 2043.9 万股，相当于 4 亿元，支付现金 1 亿元；收购佛山手心 90%股权交易对价为 2 亿元，全部用现金支付。因此此次收购支付对价总额为 7 亿元，按照标的资产每年贡献收入 3 亿元，净利润 5000 万元估算，标的资产估值约 14 倍 PE。当前 A 股市场医药板块平均 PE 约 48 倍，此次收购估值较低，能有效增厚公司的业绩。

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

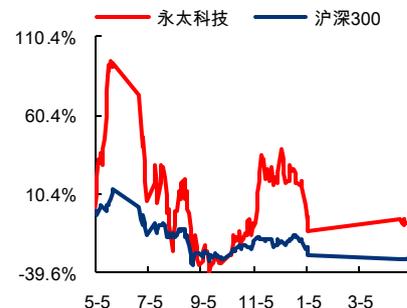
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间 (元)	17.62-18.33
总市值 (亿元)	140.72
流通市值 (亿元)	93.71
总股本/流通 A 股 (万股)	79861/53182
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	5.04

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《永太科技（002326）调研报告：高毛利产品放量打开业绩成长空间》2015-08-14

公司测算数据显示，如果收购完成，按 2015 年底的财务数据为基准，公司总资产规模将从 34.3 亿元上升至 43.8 亿元，增长 27.4%；公司净利润将从 1.44 亿元增长至 1.95 亿元，增长 34.9%；公司负债率为 45.8%，与收购之前基本持平。

公司拟配套定增募集资金不超过 7 亿元，其中 3 亿元用于支付此次是收购的现金对价，另外用于液晶产品项目 1.48 亿元，环保设施改造项目 1 亿元，氟化盐循环利用项目 5800 万元，上海研究院项目 1.1 亿元。如果能够顺利增发，将更有助于同时顺利完成资产收购，扩大公司资产规模、增加公司的地域风险能力。

3、液晶中间体、医药中间体等传统业务盈利前景稳定，彩色光刻胶项目有望今年投产

单晶产品销售增长将提升公司液晶化学品业务的毛利率。2012 年以来，公司传统的液晶化学品业务毛利率逐渐走低，从最高 40% 降至 25% 左右，未来仍有走低的可能。而单晶产品毛利率处于 40%-50% 之间，随着单晶产品销售规模的提升，公司液晶化学品毛利率下滑的势头有望得到扭转。

此外公司定增项目“年产 1500 吨彩膜光刻胶项目”也在稳步推进，彩膜光刻胶（简称 CF 光刻胶）是生产液晶面板的必要化学品之一，目前我国全部依赖进口，市场价约 42-50 万元/吨，毛利率超过 50%。公司的 CF 光刻胶项目处于中试阶段，预计 2016 年可建成 1500 吨产能。该项目达产后，保守按每吨 20 万元/吨计算，每年可贡献收入 3 亿元，毛利约 1.5 亿元。基于单晶的放量和光刻胶项目的顺利推进，我们认为公司液晶化学品业务前景向好。

医药中间体方面，五氟苯酚产品是近年来增长最快的产品之一。公司的五氟苯酚产品是生产丙肝新药索非布韦（sofosbuvir）的关键中间体之一，索非布韦 2013 年上市销售，2014 年全球的销售收入达到 127 亿美元。2015 年索非布韦产品依然保持了快速增长态势，全年收入规模约 191.4 亿美元。未来随着索非布韦价格下降，其使用量有望持续爆发性增长，这将带动五氟苯酚产品的需求增长。预计 2015 年，发达国家、发展中国家两大市场分别将有 23 万和 350 万丙肝患者接受索非布韦的治疗，对应五氟苯酚需求量分别为 8 吨和 119 吨，总需求约 127 吨。到 2020 年，预计全球将有 1820 万丙肝患者使用索非布韦进行治疗，对应五氟苯酚需求约 619 吨，是 2015 年的 4.9 倍。预计五氟苯酚 2016、2017 年销量分别为 100 吨和 150 吨，可贡献毛利约 5000 万元和 7500 万元，该业务将成为公司业绩增长重要的推动力之一。

结论：

永太科技经过多年积累在氟苯系精细化工品领域确立了技术、规模和成本优势。从 2014 年下半年开始出现各种积极因素推动公司业绩进入上升轨道，这些因素包括：五氟苯酚作为丙肝特效药索非布韦的中间体，产销规模大增，单吨毛利约 50 万元；液晶单体获得客户认可，放量明显；彩膜光刻胶项目进展顺利，将填补国内空白；此外，公司还通过对外投资，医药和农药下游领域拓展，此次收购浙江手心和佛山手心，将加快公司在医药领域的布局，提升公司医药业务的竞争力。传统业务的增长带来业绩提升，外延扩张使公司未来成长空间巨大，因此我们看好公司的发展前景。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.26 元，0.32 元和 0.36 元，当前股价对应 PE 分别为 65 倍，53 倍和 49 倍，给予“推荐”评级。

表 1：此次收购预案

交易标的	交易对价（万元）	股份对价		现金对价	
		对价股份数量（股）	股份对价比例	现金对价金额（万元）	现金对价比例
浙江手心 100%股权	50,000	20,439,448	80%	10,000	20%
佛山手心 90%股权	20,000	0	0	20,000	100%
合计	70,000	20,439,448	57%	30,000	43%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	685	1146	1564	1809	2366	营业收入	770	1061	1542	1803	2372
货币资金	71	327	463	541	712	营业成本	589	797	1139	1301	1727
应收账款	198	315	422	494	650	营业税金及附加	4	5	8	9	12
其他应收款	6	8	11	13	17	营业费用	20	15	23	27	36
预付款项	16	23	34	47	64	管理费用	121	134	170	198	261
存货	368	384	530	606	804	财务费用	40	37	16	22	24
其他流动资产	0	64	73	73	73	资产减值损失	2.99	8.25	12.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1261	1373	1869	2077	2174	公允价值变动收益	7.73	-3.97	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	138	109	200	250	250	投资净收益	16.66	24.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	749.23	791.15	897.20	1029.25	1146.30	营业利润	17	85	175	240	307
无形资产	230	248	223	198	174	营业外收入	12.09	11.85	15.00	28.00	20.00
其他非流动资产	7	31	155	150	150	营业外支出	2.10	5.35	5.00	8.00	8.00
资产总计	1946	2518	3433	3886	4540	利润总额	27	91	185	260	319
流动负债合计	856	727	1049	1352	1819	所得税	8	8	35	49	61
短期借款	511	271	350	518	770	净利润	19	83	150	211	259
应付账款	139	178	281	321	426	少数股东损益	-1	0	0	0	0
预收款项	1	1	5	9	15	归属母公司净利润	20	83	150	211	259
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	378	473	310	405	490
非流动负债合计	44	61	39	42	48	BPS (元)	0.08	0.33	0.19	0.26	0.32
长期借款	22	19	19	19	19	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	900	789	1088	1393	1867	成长能力					
少数股东权益	41	40	40	40	40	营业收入增长	-27.5%	37.9%	45.27%	16.93%	31.56%
实收资本(或股	240	285	799	799	799	营业利润增长	-70.5%	385.7%	106.16%	37.33%	28.05%
资本公积	489	1071	971	971	971	归属于母公司净利	79.7%	244.7%	79.68%	40.72%	22.82%
未分配利润	237	312	379	474	590	获利能力					
归属母公司股东	1005	1689	2234	2381	2562	毛利率(%)	24%	26%	26%	28%	27%
负债和所有者权	1946	2518	3362	3815	4469	净利率(%)	2%	8%	10%	12%	11%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1%	3%	4%	5%	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	2%	5%	7%	9%	10%
经营活动现金流	22	167	171	298	275	偿债能力					
净利润	19	83	150	211	259	资产负债率(%)	46%	31%	32%	37%	42%
折旧摊销	320.41	350.50	0.00	142.74	157.74	流动比率	0.80	1.58	1.49	1.34	1.30
财务费用	40	37	16	22	24	速动比率	0.37	1.05	0.99	0.89	0.86
应付帐款的变化	0	0	103	40	105	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	4	5	6	总资产周转率	0.41	0.48	0.52	0.50	0.57
投资活动现金流	-231	-194	-424	-305	-260	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	8	-4	0	0	0	应付账款周转率	6.15	6.72	6.73	5.99	6.35
长期股权投资减	138	109	200	250	250	每股指标(元)					
投资收益	17	25	0	0	0	每股收益(最新摊	0.08	0.33	0.19	0.26	0.32
筹资活动现金流	159	228	389	85	155	每股净现金流(最新	-0.21	0.70	0.17	0.10	0.21
应付债券增加	511	271	350	518	770	每股净资产(最新摊	4.18	5.93	2.80	2.98	3.21
长期借款增加	22	19	19	19	19	估值比率					
普通股增加	0	45	514	0	0	P/E	214.13	51.91	91.36	64.92	52.86
资本公积增加	0	582	-100	0	0	P/B	4.10	2.89	6.12	5.75	5.34
现金净增加额	-49	201	136	78	171	EV/EBITDA	12.12	10.25	43.88	33.78	28.10

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。