

新股定价报告

2010 年 3 月 4 日

永安药业002365上市定价报告

摘要:

一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析

四、风险因素分析

- (一) 业务经营风险
- (二) 市场风险
- (三) 管理风险
- (四) 财务风险
- (五) 技术泄密或被竞争对手抄袭风险
- (六) 募集资金项目风险

大通上市首日定价区间:
35.6—41.8 (元)**上市新股发行要素**

股票名称	永安药业
股票代码	002365
发行价格	31 元
发行数量	2350 万股
网上发行	1880 万股
发行前总股本	0.7 亿股
发行后总股本	0.935 亿股
申购上限	1.8 万股
发行 PE	46.27 (摊薄)
中签率	0.369%
上市地	潜江市
上市日期	2010-03-05
所属行业	医药制造业
主承销商	国信证券股份有限公司

研究员：吴葵

电 话：0411-39673206

近期相关报告

汉王科技 002362 上市定价报告

神剑股份 002361 上市定价报告

同德化工 002360 上市定价报告

一、上市公司基本资料

（一）公司介绍

公司是国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业，拥有自营进出口权，集科、工、贸为一体的医药原料及中间体、食品添加剂的化工生产，公司主要产品有牛磺酸，现生产能力21,000t/a左右，产量占国内总产量50%以上，产品80%出口到欧、美、日、韩及东南亚地区，近年来一直处于供不应求的状态。公司具有雄厚的技术开发能力，技术中心被认定为省级企业技术中心，运用自创工艺技术“环氧乙烷法”生产牛磺酸。已通过ISO9001：2000国际质量管理体系认证和HACCP 体系认证，并获得了KOSHER国际犹太洁食认证证书和国际伊斯兰营养委员会HALAL清真认证证书。

（二）近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.9293	1.4655	0.9850
每股收益(扣除)	0.8997	1.4524	0.5489
每股净资产	4.63	3.70	2.74
净资产收益率	20.07%	39.59%	36.00%
主营收入	3.10 亿	4.47 亿	3.15 亿
每股现金流	-0.64	1.19	0.30
每股经营性现金流	0.52	2.26	0.87

（三）董事会经营分析

1、营业收入构成

公司主要从事牛磺酸的研发、生产和销售，报告期内营业收入几乎全部来源于主营业务，最近三年主营业务收入占营业收入的比重分别为 100%、100%和 99.99%，表明公司主营业务十分突出。

2、营业收入分类

作为本公司的主要产品，报告期内公司牛磺酸产品的销售收入占营业收入的比例分别为 99.66%、99.97%和 99.99%，牛磺酸销售收入的变化是本公司最近三年营业收入变化的主要原因。2008 年度公司牛磺酸产品销售收入较 2007 年增加 42.51%，主要系牛磺酸产品平均销售价格上涨所致；尽管公司牛磺酸产品价格自 2008 年第四季度开始出现下降，但牛磺酸产品需求受金融危机影响较小，行业回升较快，公司 2009 年度牛磺酸产品销量创新高，销售收入达 31,029.91 万元。从销售地区分布看，公司销售区域主要集中在国外。报告期内，公司国外销售收入分别为 28,237.48 万元、36,853.00 万元和 26,086.53 万元，占同期营业收入的比例分别为 89.65%、82.36%和 84.07%，这主要是因为目前牛磺酸产品的需求主要集中在欧美等发达国家，公司在产能方面现已成为国内最大的牛磺酸生产企业，且与 PIL、OMYA 等大客户已建立稳定的供货关系，并开始向雀巢、红牛等部分主要客户直接供货，生产的牛磺酸产品主要向欧、美、日、韩及东南亚等国家和地区出口。另外，随着国内人民生活水平和消费层次的提高，牛磺酸作为营养保健品和强化食品添加剂，已越来越多的被消费者所认识和接受。面对国内的巨大潜在市场，公司凭借多年在国际市场积累的销售经验，已率先加大力度进行市场开拓，于 2008 年年初专门成立了独立的内销部门，充实了内销人员，并取得了明显成效，2008 年国内牛磺酸产品的销量超过 2,800 吨，较 2007 年度增加 109%，2009 年国内牛磺酸产品的销量进一步提高，达到 3,451 吨，国内市场的陆续开拓将为公司未来销售收入与业绩增长提供良好的保障。公司利润来源及影响因素分析本公司主营业务突出，利润主要来源于主营业务收入。

1、营业利润

公司 2007 年度、2008 年度和 2009 年度营业利润占利润总额的比重分别为 98.91%、99.11%和 96.75%，在利润构成中占据绝对份额。公司营业收入几乎全部来自主营业务，相应的营业利润也依赖主营业务利

润，从而也表明公司的利润来源有着牢固的主营业务基础，主营业务的发展状况将直接影响公司的利润情况。

2、非经常性损益公司 2007 年度、2008 年度和 2009 年度扣除所得税影响后的归属于母公司的非经常性损益分别为 30,526,447.26 元、918,552.50 元和 2,073,857.50 元，占同期净利润的比重分别为 44.27%、0.90%和 3.19%，2007 年度的非经常性损益对公司经营业绩有一定影响。2007 年度的非经常性损益主要为享受 10%所得税优惠税率与 33%所得税税率的差异造成的，因享受所得税优惠税率而产生的非经常性损益数额占公司同期非经常性损益的 80.18%。

二、数据统计

（一）所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率(整体法) 2010	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法)
全部 A 股	25.59	18.41	15.32	3.48
上证综合指数成份	22.89	16.98	14.19	3.15
沪深 300 成份	22.19	16.35	13.81	3.13
医药制造业	39.16	28.87	24.79	6.3

数据来源：大通研发中心、wind

（二）近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发数量万股	首发价格元	首发 PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002360	同德化工	2010-03-03	1500	23.98	32.85	0.62%	57.09%
002361	神剑股份	2010-03-03	2000	17	36.17	0.56%	55.52%
002362	汉王科技	2010-03-03	2700	41.9	68.69	1.31%	90.87%
		平均值	2066.67	27.63	45.903	0.83%	67.82%
002365	永安药业	2010-3-5	2350	31	46.27	0.369%	/

数据来源：大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

（一）与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 67.8%。根据永安药业发行价、发行 PE 等发行因素分析，以及对近期股本大小相似股票上市首日对比分析，我们给予永安药业首日涨幅 15-35%，相对应股价为 35.6—41.8 元。

（二）PE 估值

从发行 46 倍 PE 来看，显然高出市场 22 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的医药制造业板块 39 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 60 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 30%，相对应股价为 40.4 元。

综合来看我们给予永安药业首日涨幅区间 **90%-110%**，相对应波动价格区间为 **35.6—41.8 元**。

四、风险因素分析

（一）业务经营风险

1、境外市场销售主要依赖经销商的风险

公司牛磺酸产品主要是通过经销商作为食品添加剂出口销售，且通过经销商销售是目前牛磺酸等食品添加剂生产厂商普遍采用的出口销售模式和国际贸易惯例，这在一定程度上使本公司对经销商存在一定的依赖性。通过经销商销售，可使公司将优质资源集中应用于牛磺酸产品的生产、研发环节，不断提高公司产品的核心竞争力，但过多依赖经销商渠道，不仅会分去公司在流通环节的部分利润，且在一定程度上影响公司对终端客户的深入了解，使自身缺乏对客户关系进行必要的直接维护，并在一定程度上可能形成大经销商较强的议价能力，甚至存在操纵区域市场的潜在可能。

2、产品品质多样化需求风险

由于不同客户对牛磺酸产品的具体品质有着不同的需求，因此可能存在因受现有技术或生产工艺水平等客观因素的限制，使公司产品品质不能满足客户需求变化的风险，而这从另一个角度来看也为公司的持续、快速发展预留了空间。公

司本次募集资金项目“年产10,000吨球形颗粒牛磺酸项目”就是针对目前国际市场上牛磺酸易结块、不利长途运输和长期贮存等问题进行的相应技术改造，并将技改成果应用到规模化生产中。此项目采用的是公司自有专利生产工艺，项目的建设不仅使牛磺酸产品抗结块的时间从原有的4-6个月延长至1年以上，产品质量进一步提高，亦使公司在国际贸易中拥有更多的技术领先优势，更好地满足高端客户（特别是预混料生产厂家）的需求。

3、安全生产的风险

本公司主要从事牛磺酸产品的研发、生产和销售，生产过程中可能发生设备故障、火灾爆炸、操作失误及职业中毒等事故，从而给公司的正常生产经营带来影响。虽然公司至今尚未发生过严重的安全事故，但生产安全问题也不容忽视。为此，公司认真贯彻执行国家有关药品安全生产管理的各项法规，制定了《安全管理制度》和《重点部位安全监控方案》等多项规章制度，旨在建立高效的安全生产体系，力求将可能影响公司正常生产经营的风险降至最低。

（二）市场风险

由于牛磺酸产品在国际市场上除日本等国有少量生产外（尚不足以供应其国内需求），主要生产厂商均在我国，但目前国内牛磺酸年消费量并不高，绝大部分用于出口。报告期内本公司通过出口实现的收入占营业收入的比例超过80%。本公司产品的国际市场主要分布于美国、欧洲、日本、东南亚以及澳洲等地，终端客户包括红牛、雀巢等知名品牌企业，且销售渠道和客户关系较为稳定，多为长期合作伙伴；另外，与国内同行业企业相比，本公司在成本控制、生产工艺和技术研发等方面亦存在较为明显的竞争优势。但若境外市场发生不利于本公司的变化，如政府管制加强、质量标准提高、新竞争者加入、市场价格波动、贸易保护升级等，都可能影响本公司境外市场的现有份额和未来市场的进一步拓展。

（三）管理风险

本次公开发行股票后，公司总资产和净资产将大幅度增加。随着公司业务和资产规模的扩大，如何建立更加有效的投资决策体系，发掘优质投资项目，进一步完善内部控制体系，引进和培养技术人才、市场营销人才、管理人才等将成为公司面临的重要问题。如果公司在高速发展过程中，不能妥善、有效地解决高速增长带来的管理课题，将对公司生产经营造成不利影响，制约公司未来的可持续

发展。

（四）财务风险

1、净资产收益率被摊薄的风险

本公司根据拟投资项目的资金需求，本次发行拟募集资金43,000万元。本次发行完成后，本公司净资产将在短时间内大幅增长，但募集资金投资项目有一定的建设周期，且项目产生效益尚需一段时间。预计本次发行后，公司净资产收益率与过去年度相比将有较大幅度下降。因此，本公司存在短期内净资产收益率被摊薄的风险。

2、应收账款较为集中的风险

截至2007年12月31日、2008年12月31日和2009年12月31日，公司应收账款净额分别为4,923.69万元、2,778.76万元和4,760.58万元，占同期流动资产的比例分别为38.25%、14.92%和28.59%。尽管本公司已对应收款项计提了一定比例的坏账准备，且截至2009年12月31日一年以内账龄的应收账款占有应收账款的99.35%，发生呆坏账的风险较小，但截至2009年12月31日，公司应收账款中前五名欠款单位欠款合计占应收账款总额的62.95%，应收账款较为集中，如果本公司主要债务人的财务经营状况发生恶化，则仍可能存在应收账款发生坏账或坏账准备计提不足的风险。

（五）技术泄密或被竞争对手抄袭风险

本公司生产的牛磺酸产品科技含量较高，采用环氧乙烷法生产牛磺酸产品的生产工艺及关键技术为本公司自创，是公司核心竞争力所在。该工艺改变了传统制备牛磺酸乙醇胺法常温常压下间歇式的生产方法，代之采用一定温度和压力下的连续性生产，大大提高了产品的收率，且有效地降低了对环境的影响，为同行业所瞩目，一旦技术失密将对公司产生较大的负面影响。

（六）募集资金项目风险

1、新项目实施风险

本次募集资金项目建成投产后，将对本公司发展战略的实现、经营规模的扩大和盈利能力的提升产生重大影响。但是，本次募集资金投资项目在建设进度、项目的实施过程和实施效果等方面存在一定的不确定性。虽然本公司对募集资金投资项目在工艺技术方案、设备选型、工程方案等方面经过缜密分析和科学设计，

但在项目实施过程中，仍可能存在因工程进度、工程质量、投资成本等发生变化而引致的风险，同时，竞争对手的发展、产品价格的变动、市场容量的变化、宏观经济形势的变动以及销售渠道、营销策略是否得当等因素也会对项目投资回报和预期收益等产生影响。

2、市场开发的风险

虽然公司主要产品牛磺酸近年来一直处于供不应求状况，募集资金项目亦主要用于现有牛磺酸产品的生产工艺技术改进和生产规模扩大，以及相关上下游产品的开发，预计将会有较好的市场前景，但由于牛磺酸的主要市场集中在国外，公司主要通过经销商进行销售，新产品球形颗粒牛磺酸产品的推出需要获得经销商的支持和终端客户的认可，且终端客户的相应市场反馈也需要一定时间进行反应和消化。同时，募集资金项目“牛磺酸下游系列产品生产建设项目”的产品主要是针对国内市场进行销售，国内营销网络仍有待进一步构建和完善，因此公司本次募集资金投资项目建成投产后仍面临着一定的市场开发风险。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持:我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持:我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

大通证券股份有限公司

● 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或征价。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司