

牛磺酸出口持续恢复性增长

永安药业 (002365.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布 2011 年 3 季报, 今年 1-9 月实现营业收入 3.18 亿元, 同比增长 37.3%; 归属于上市公司股东净利润 0.55 亿元, 同比增长 53.3%; 实现每股收益 0.29 元, 基本符合预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、牛磺酸出口持续恢复性增长

3 季度单季, 公司实现营业收入 1.08 亿, 同比增长 45.2%。增速较上半年提高 10.4 个百分点。营收增长来自牛磺酸出口销量以及销售价格的提升。从销售结构来看, 目前出口比重约 85%, 国际下游厂商延续了 2010 年以来需求恢复性增长的势头带动公司出口销售的增长。

牛磺酸价格方面, 受到环氧乙烷以及液碱等原材料成本上升的影响, 公司产品价格也相应上调。目前公司牛磺酸产能可达 4 万吨, 占到全球总产能的一半。由于工艺路线的不同以及规模效应, 公司毛利率高于行业平均水平。随着环氧乙烷募投项目的建成投产, 原材料自给率提高, 公司牛磺酸定价话语权将进一步提升。我们预计公司 2011 年牛磺酸销量将达到 2.6 万吨, 2012 年仍有望维持 15% 左右增长。

(二)、毛利率维持稳定, 销售费用率有所提高

公司 3 季度毛利率 26.3%, 与中期持平。销售费用率为 5.3%, 较中期提高 2.2 个百分点。3 季度环氧乙烷以及液碱等原材料价格有所上涨, 公司相应调整产品价格维持毛利率基本稳定。

(三)、环氧乙烷募投项目主体设备安装完毕, 产业链条向上游延伸

公司募投项目年产 2 万吨环氧乙烷项目已经完成主体生产设备的安装。环氧乙烷是公司牛磺酸生产的主要成本, 占到生产成本约一半的比重。通过自给生产, 公司不但可以规避原材料价格大幅波动的风险, 同时向上游延伸产业链条可以获得额外的生产利润。

我们预计 2012 年公司牛磺酸的销量将达到 3 万吨, 消耗环氧乙烷约 1.5 万吨。目前环氧乙烷价格约为 1.3 万元/吨。如果按照明年能够达产 80%, 即基本能够实现生产自给。

分析师

黄国珍 行业分析师

☎: (8621) 2025 2609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2011.10.21
A 股收盘价(元)	12.47
A 股一年内最高价(元)	35.80
A 股一年内最低价(元)	12.18
上证指数	2317.28
市净率	2.3
总股本(万股)	18700
实际流通 A 股(万股)	7744.46
限售的流通 A 股(万股)	10955.54
流通 A 股市值(亿元)	9.66

3. 投资建议

我们认为未来全球牛磺酸需求将稳定增长，由于公司牛磺酸全球产能占比达到 50%，具备一定的议价能力。随着环氧乙烷募投项目的建成投产，公司成本控制能力增强并将获得一部分上游利润，产业链条的延伸将提升公司盈利能力。我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.40 元、0.63 和 0.86 元，考虑到明年环氧乙烷生产线的投产将贡献部分收益，给予 23-25 倍市盈率，对应合理估值区间 14.5-15.75 元，维持推荐评级。

图 1：乙醇、环氧乙烷及两者价差

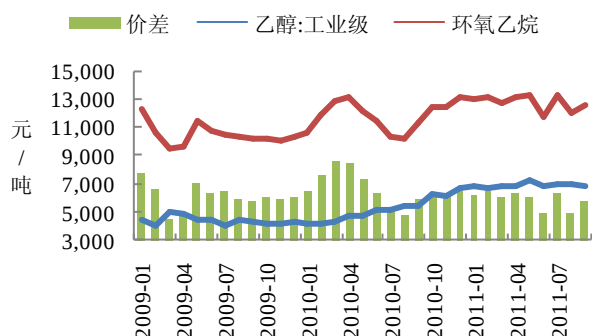
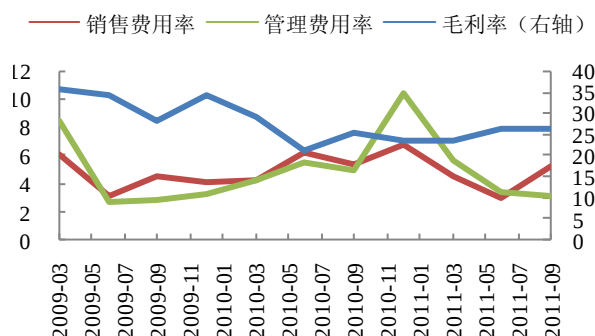


图 2：公司毛利率及费用率



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，中国银河证券研究部

表：永安药业盈利预测

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	518	475	456	501	营业收入	320	504	706	949
应收票据	0	0	0	0	营业成本	239	364	502	676
应收账款	51	80	112	151	营业税金及附加	2	4	5	7
预付款项	83	126	174	234	销售费用	18	28	40	54
其他应收款	2	3	4	5	管理费用	20	32	45	61
存货	19	29	41	55	财务费用	(6)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产净额	150	194	228	259	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	58	50	50	0	投资收益	2	2	2	2
无形资产净值	50	54	58	62	营业利润	47	79	117	156
递延所得税资产	5	5	5	5	营业外净收入	5	4	4	4
资产总计	1091	1168	1279	1424	税前利润	52	83	121	160
短期借款	0	0	0	0	所得税	6	9	13	17
应付票据	0	0	0	0	净利润	46	74	108	143
应付账款	15	23	32	43	归属母公司净利润	46	74	108	143
预收款项	1	1	2	2	少数股东损益	0	0	0	0
应付职工薪酬	3	4	5	5	基本每股收益	0.49	0.40	0.58	0.76
应交税费	15	15	15	15	摊薄每股收益	0.49	0.40	0.58	0.76
其他应付款	1	1	1	1	财务指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	成长性				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	3%	57%	40%	34%
长期应付款	0	0	0	0	EBIT 增长率	-46%	91%	51%	34%
专项应付款	3	3	3	3	净利润增长率	-29%	60%	46%	32%
其他非流动负债	37	37	37	37	盈利能力				
负债合计	76	85	94	107	毛利率	25%	28%	29%	29%
所有者权益合计	1015	1084	1185	1317	净利率	14%	15%	15%	15%
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	17%	18%	19%	18%
净利润	46	74	108	143	ROE	5%	7%	9%	11%
折旧与摊销	0	15	17	20	ROIC	3%	6%	9%	10%
经营活动现金流	44	13	40	58	估值指标				
投资活动现金流	0	(53)	(53)	(3)	PE	51	32	22	16
融资活动现金流	0	(3)	(6)	(9)	P/S	4	5	3	2
净现金流	44	(43)	(19)	45	P/B	1	2	2	2
期初现金余额	77	518	475	456	EV/EBITDA	13	21	15	11
期末现金余额	121	475	456	501	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn