

强烈推荐-A (首次)

永安药业 002365.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 23.7 元
2017年03月19日

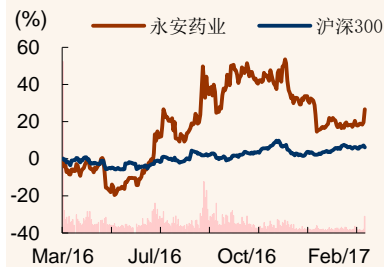
牛磺酸价格涨幅超预期, 预计2017年业绩靓丽

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	19646
已上市流通股(万股)	15421
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	5.8%
主要股东	陈勇
主要股东持股比例	22.63%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	1	38
相对表现	7	-5	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理

李点典

li diandian@cmschina.com.cn

牛磺酸目前价格 4.2 美元/kg, 同比翻番, 涨幅大大超出我们预期。公司 2016 年净利润 6186 万元, 我们预测 2017 年净利润将达到 2.08 亿元, 目前估值仅 22 倍, 考虑到公司已经完成股权激励、保健品业务正在向好发展、后续并购转型目标明确, 我们认为公司显著低估, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 牛磺酸今年 2 月开始大幅提价, 推动业务快速增长。2016 年 1 季度, 由于竞争对手湖北富驰环保问题关停, 牛磺酸价格从 2015 年底的最低 2 美元/kg, 提价到 2016 年上半年的 2.6 美元/kg, 今年以来牛磺酸提价幅度大大超出我们预期, 我们估计近期牛磺酸价格已经上涨到 4.2 美元/kg。涨幅相对去年年初已经翻番。
- 我们判断, 从 2016 年开始的牛磺酸提价, 主要原因在于: 1、环保趋严导致供应下降。由于环保压力加大, 牛磺酸小厂基本上都关停了, 市场份额第二的富驰(份额 28%左右)也因为环保而开开停停; 市场份额第一的永安药业(份额 50%左右)则产能一直受限在 3 万吨, 新建的 3 万吨产能预计最早也要今年年底或明年年初投产; 2、需求持续上升。牛磺酸下游需求约 5 万多吨/年, 过去每年有 10%~15%的内生增速。传统上, 牛磺酸 45%用于饮料、30%用于宠物食品、14%用于保健食品、8%用于饲料、2%用于药品。但是近年来, 牛磺酸的需求增速有加快趋势, 一方面, 国内饲料领域用量越来越多, 主要原因是饲料限制抗生素, 而牛磺酸有提高免疫力功能, 一定程度上成为替代品; 另一方面, 牛磺酸功效非常多, 在国际上应用领域越来越多。市场可能担心牛磺酸价格持续性, 实际上, 一方面, 产能问题短期无法解决, 另一方面, 永安药业的订单主要是年度长单或者季度长单, 价格实际已经锁定。
- 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。公司已经预告 2016 年净利润 6186 万元, EPS 0.31 元, 我们预测 2017~2018 年净利润分别为 2.08/2.50 亿元, 同比增长 236%/20%, EPS 1.06/1.27 元。我们对估值的观点: 当前股价对应 17PE 22 倍, 如果仅把公司看成原料药公司, 这一估值也算合理, 但实际上, 公司有两块预期并没有体现: 一方面, 公司的保健品业务正在快速增长中, 我们预测今年盈亏平衡, 没有贡献利润, 这块市值贡献没有体现; 另一方面, 上元资本举牌公司的成本接近目前股价, 后续一定希望通过外延并购做大市值。目前公司市值仅 46 亿元, 弹性非常大, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级;

风险提示: 原料药价格波动风险 特别是环氧乙烷价格

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	658	556	558	860	1046
同比增长	26%	-16%	0%	54%	22%
营业利润(百万元)	33	13	68	247	299
同比增长	46%	-59%	411%	262%	21%
净利润(百万元)	32	18	62	208	250
同比增长	38%	-44%	251%	236%	20%
每股收益(元)	0.16	0.09	0.31	1.06	1.27
PE	140	252	75	22	19
PB	4.00	3.97	3.94	3.41	3.02

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、牛磺酸持续提价，推动业务快速增长	3
二、环氧乙烷今年大幅涨价，预计今年有望贡献利润	4
三、保健品业务继续快速增长，今年将扭亏	4
四、完成股权激励，动力更为充足	5
五、2017 年业绩预计将大幅增长	5

图表目录

图 1：2016 上半年牛磺酸出口金额的市场份额	3
图 2：2016 年 12 月以来环氧乙烷价格大幅上涨 27%	4
表 1：永安药业分业务预测表	5

牛磺酸提价推动 2016 年业绩靓丽，预计 2017 年将更靓丽。

永安药业已经预告，由于牛磺酸价格上升，2016 年净利润 6186 万元，同比大幅增长 251.23%，完全符合我们预期。

我们将公司业务拆为三部分：估计 2016 年牛磺酸业务贡献净利润 1.1 亿元左右，环氧乙烷亏损 4000 万元左右，保健品业务亏损 1000 万元左右。我们测算，这三块业务在 2017 年都将大幅增长或改善：

一、牛磺酸持续提价，推动业务快速增长

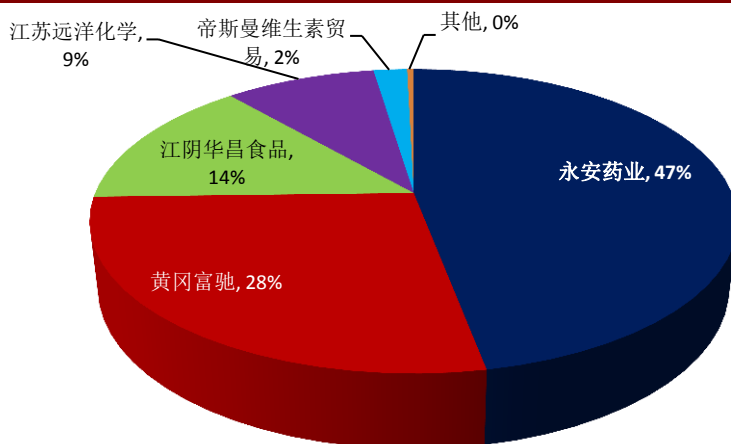
2016 年 1 季度，由于竞争对手湖北富驰环保问题关停，牛磺酸价格从 2015 年底的最低 2 美元/kg，提价到 2016 年上半年的 2.6 美元/kg，我们此前已经指出，富驰停产仅仅是催化剂，牛磺酸提价的趋势已经确立，不会因为富驰复产而改变。

后续牛磺酸提价幅度也大大超出我们预期，我们估计近期牛磺酸价格已经上涨到 4.2 美元/kg，相对去年年中，涨幅达到 60%。

我们判断，从 2016 年 4 季度开始的牛磺酸提价，主要原因在于：

1、环保趋严导致供应下降。由于环保压力加大，牛磺酸小厂基本上都关停了，市场份额第二的富驰（份额 28%左右）也因为环保而关关停停，去年 11 月份又关停过两个月左右，而市场份额第一的永安药业（份额 50%左右）则产能一直受限在 3 万吨左右，已经持续多月满产运营，永安药业新建的 3 万吨产能还刚刚通过环评，我们估计最快也要今年底或者明年初投产。江苏环保核查更严，导致江阴华昌和江苏远洋更没有产能。

图 1：2016 上半年牛磺酸出口金额的市场份额



资料来源：Wind，招商证券

2、需求持续上升。牛磺酸下游需求约 5 万多吨/年，过去每年有 10%~15%的内生增速。传统上，牛磺酸 45%用于饮料、30%用于宠物食品、14%用于保健食品、8%用于饲料、2%用于药品。但是近年来，牛磺酸的需求增速有加快趋势，一方面，国内饲料领域用量越来越多，主要原因是饲料限制抗生素，而牛磺酸有提高免疫力功能，一定程度上成为替代品，饲料领域的需求增量可能是牛磺酸新增需求的最大部分；另一方面，牛磺酸

功效非常多，在国际上应用领域越来越多。

市场可能担心牛磺酸价格持续性，实际上，一方面，产能问题短期无法解决（永安的新产能最快也得年底投产），另一方面，永安药业的订单主要是年度长单或者季度长单，今年价格实际已经锁定。

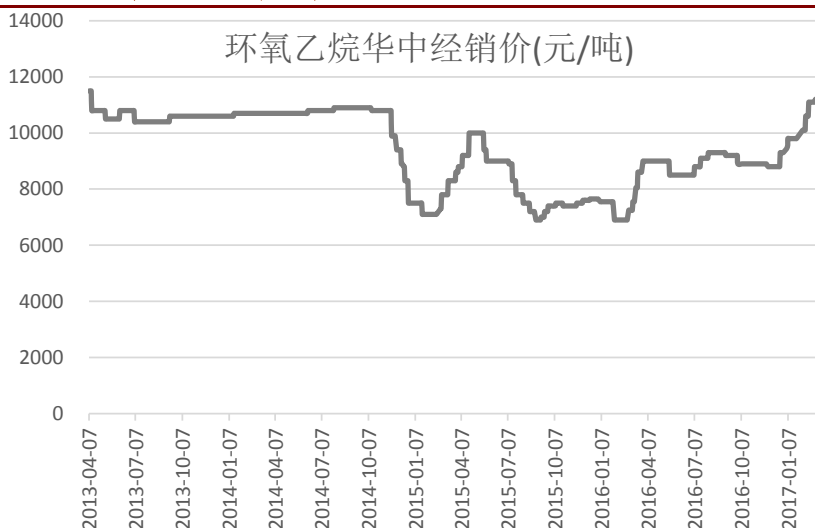
二、环氧乙烷今年大幅涨价，预计今年有望贡献利润

环氧乙烷是牛磺酸前体，永安药业环氧乙烷生产线 2013 年 7 月投产，2014 年 5 月增加乙醇工艺路线并投产成功，产 4 万吨，原计划 1/3 自用，1/3 供给已签协议的凌安科技，1/3 外售。

但是，2014 年底，由于石油价格大跌，环氧乙烷价格大跌，导致永安药业的环氧乙烷价格一直倒挂，2014 年亏损 1800 万元，2015 年亏损 1.2 亿元，2016 年环氧乙烷生产线仅仅开工 1 个多月，大部分时间停产，我们估计 2016 年亏损 4000 多万元。

2016 年 12 月份开始，环氧乙烷价格大幅上涨。从 8800 元/吨涨至当前的 11200 元/吨，涨幅 27%。公司今年 1 季度也已经复产环氧乙烷。

图 2: 2016 年 12 月以来环氧乙烷价格大幅上涨 27%



资料来源: Wind, 招商证券

我们判断，在当前价格下，环氧乙烷业务已经可以盈利。不过，考虑到环氧乙烷价格不稳定，出于审慎起见，我们预测 2017 年环氧乙烷盈亏平衡，不贡献业绩。

三、保健品业务继续快速增长，今年将扭亏

永安药业的保健品业务从 2014 年开始运营，我们估计保健品业务 2016 年收入约 6000 万元左右，亏损约 1000 万元左右，亏损额度较 2015 年进一步缩小。公司有特色的牛磺酸泡腾片正在进行市场推广；代理的健美生也受益于新的《保健食品注册与备案管理办法》，维生素矿物质类进口保健品从注册制转为备案制，拿到保健品批文将更加容易。

我们预计，2017 年保健品业务将盈亏平衡，结束多年的亏损局面。

四、完成股权激励，动力更为充足

永安药业 2010 年上市时，因为董事长的慷慨，所以几乎大多数高管都有股权。但随后这些人员逐一离开公司。至 2016 年，公司大部分高管都没有激励。

2016 年 11 月 18 日，公司发布限制性股票激励计划。

授予价格：13.52 元（前 20 交易日股价 5 折）；

授予对象：包括高管、中基层管理人员及核心技术人员，共 146 人。

限制性股票激励总额：952 万股。

解禁安排：分三年解禁，分别解禁 50%/30%/20%

业绩行权要求：2016~2018 年净利润分别不低于 1463.3/1560.9/1658.4 万元。

我们当时已经点评，这一业绩行权要求非常低，并非代表公司真实净利润水平。

2017 年 1 月 18 日，公司已经向 143 名激励对象授予限制性股票 945.5 万股。完成激励之后，我们判断公司内部对股价诉求更高。

五、2017 年业绩预计将大幅增长

盈利预测基本假设：

- 1、由于公司部分长单签订于去年 11 月，价格估计在 2.5 美元/公斤左右，审慎起见，我们预计牛磺酸 2017 年均价在 3.5 美元/公斤（含税），测算出厂价（不含税）将是 21.9 元/公斤；
- 2、牛磺酸成本端，由于石油价格上涨和通胀考虑，我们假设 2017 年每公斤成本上升到 2015 年的水平并略高一些，达到 10.8 元/公斤；
- 3、我们预计永安药业的 3 万吨牛磺酸新产能在 2018 年初投产，预测公司 2018 年销售 4 万吨，牛磺酸价格回落至 20.5 元/公斤；
- 4、由于环氧乙烷价格波动大，我们保守预测环氧乙烷业务 2017 年和 2018 年几乎不贡献净利润；这也使公司的净利润预测能够完全反映牛磺酸业务的贡献。
- 5、我们预测保健品业务 2017 年盈亏平衡。
- 6、2017~2018 年股权激励摊销的管理费用分别为 2167.77 万元/322.79 万元。

我们分业务测算如下：

表 1：永安药业分业务预测表

报告期	2015	2016E	2017E	2018E
牛磺酸				
销量吨	27962	29000	30000	40000
价格（元/公斤）	14.5	15.3	21.9	20.5
成本（元/公斤）	10.5	9.7	10.8	10.8
收入	405.6	443.7	657.0	820.0
YOY	-4%	9%	48%	25%
成本	294.7	281.6	324.0	432.0
毛利	110.9	162.1	333.0	388.0

毛利率(%)	27.3%	36.5%	50.7%	47.3%
环氧乙烷				
收入	92.2	50.7	126.7	126.7
YOY	-57%	-45%	150%	0%
成本	131.9	86.2	121.6	121.6
毛利	-39.7	-35.5	5.1	5.1
毛利率(%)	-43.1%	-70.0%	4.0%	4.0%
保健品				
收入	58.1	63.9	76.7	99.7
YOY	168%	10%	20%	30%
成本	30.7	34.5	41.4	53.9
毛利	27.4	29.4	35.3	45.9
毛利率(%)	47.2%	46.0%	46.0%	46.0%
合计				
收入	555.9	558.3	860.4	1046.5
YOY	-15%	0%	54%	22%
成本	457.3	402.3	487.1	607.5
毛利	98.6	156.0	373.4	439.0
毛利率(%)	18%	28%	43%	42%

资料来源：招商证券

公司已经预告 2016 年净利润 6186 万元，EPS 0.31 元，我们预测 2017~2018 年净利润分别为 2.08/2.50 亿元，同比分别增长 236%/20%，EPS 分别为 1.06/1.27 元。

我们对估值的观点：当前股价对应 17PE 22 倍，如果仅把公司看成一个原料药公司，这一估值也算合理，但实际上，公司有两块预期并没有体现出来：一方面，公司的保健品业务正在快速增长中，我们预测今年盈亏平衡，没有贡献利润，这块的市值贡献没有体现；另一方面，上元资本举牌公司的成本接近目前股价，后续一定希望通过外延并购做大市值，这也与公司的转型愿望相符合。目前公司市值仅 46 亿元，弹性还非常大，我们首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：原料药价格波动风险，特别是环氧乙烷价格。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	467	515	602	909	1159
现金	31	59	144	358	454
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	1	5	6	7
应收款项	69	76	54	135	88
其它应收款	8	11	9	24	15
存货	44	53	32	72	58
其他	311	314	359	314	537
非流动资产	720	688	645	607	543
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	622	587	553	522	465
无形资产	79	83	74	67	60
其他	18	17	17	17	17
资产总计	1187	1203	1247	1516	1702
流动负债	50	59	38	74	59
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	32	44	23	59	43
预收账款	3	3	2	2	3
其他	17	15	13	13	13
长期负债	30	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	30	25	25	25	25
负债合计	79	83	62	98	84
股本	187	187	196	196	196
资本公积金	605	605	605	605	605
留存收益	316	324	376	804	1037
少数股东权益	0	4	5	7	10
归属于母公司所有者权益	1108	1115	1180	1411	1608
负债及权益合计	1187	1203	1247	1516	1702

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	19	71	130	15	215
净利润	32	18	62	208	250
折旧摊销	53	66	74	69	64
财务费用	-1	-7	-4	-5	-7
投资收益	9	9	9	9	9
营运资金变动	105	10	-17	265	72
其它	-178	-24	7	-530	-172
投资活动现金流	-107	-35	-31	-31	0
资本支出	-71	-27	-31	-31	0
其他投资	-36	-8	0	0	0
筹资活动现金流	-6	-7	20	-3	-53
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	9	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	-7	-22	-73
其他	-6	-7	17	18	21
现金净增加额	-94	29	119	-19	162

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	658	556	558	860	1046
营业成本	557	457	402	487	608
营业税金及附加	3	5	5	7	9
营业费用	30	46	48	60	70
管理费用	40	46	43	69	73
财务费用	-1	-7	-4	-5	-7
资产减值损失	9	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	13	13	13	13
营业利润	33	13	68	247	299
营业外收入	6	8	8	8	8
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	37	21	76	255	306
所得税	5	4	13	45	54
净利润	32	17	62	210	252
少数股东损益	0	0	1	2	3
归属于母公司净利润	32	18	62	208	250
EPS (元)	0.16	0.09	0.31	1.06	1.27

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	26%	-16%	0%	54%	22%
营业利润	46.0%	-59.1%	410.7%	261.6%	20.8%
净利润	41.5%	-44.5%	251.3%	235.8%	20.2%
获利能力					
毛利率	15%	18%	28%	43%	42%
净利率	5%	3%	11%	24%	24%
ROE	3%	2%	5%	15%	16%
ROIC	3%	1%	6%	20%	23%
偿债能力					
资产负债率	7%	7%	5%	7%	5%
净负债比率	-3%	-5%	-15%	-12%	-21%
流动比率	9.4	8.7	16.0	11.9	18.6
速动比率	2.3	2.5	6.5	4.2	7.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
存货周转率	16.0	9.5	9.5	9.5	9.5
应收帐款周转率	11.3	7.7	8.6	9.9	9.9
应付帐款周转率	11.0	12.1	12.1	12.1	12.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.16	0.09	0.31	1.06	1.27
每股经营现金	0.10	0.36	0.66	0.08	1.09
每股净资产	5.9	6.0	6.0	7.0	7.9
每股股利	0.03	0.06	0.03	0.11	0.37
估值比率					
PE	140	252	75	22	19
PB	4.0	4.0	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	34	40	21	9	8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。