

强烈推荐-A (维持)

永安药业 002365.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 25.61 元
 2017年05月23日

牛磺酸供需缺口扩大, 明年业绩弹性大

基础数据

上证综指	3062
总股本(万股)	19646
已上市流通股(万股)	15421
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	39
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	14.4%
主要股东	陈勇
主要股东持股比例	21.54%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《永安药业(002365)一业绩略超预期, 今年牛磺酸提价将贡献净利润翻番》2017-03-30
- 2、《永安药业(002365)一牛磺酸价格涨幅超预期, 预计2017年业绩靓丽》2017-03-19

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

我们详细测算了牛磺酸 2017 年和 2018 年的净利润贡献, 以及 2018 年的净利润弹性, 维持 2017 年 EPS 1.06 元预测, 但上调 2018 年 EPS 至 1.98 元, 目前股价对应 17PE 24 倍, 18PE 13 倍, 估值非常低。当前牛磺酸供需缺口仍然很大, 有继续提价可能, 在原料药涨价周期之中, 应该给予较高估值, 继续强烈推荐。

- 我们在 20170319 《永安药业跟踪报告: 牛磺酸价格涨幅超预期, 预计 2017 年业绩靓丽》, 已经对牛磺酸的涨价情况(当时价格涨至 4.2 美元/公斤)、涨价原因和业绩预期作出了判断。时至 4 月底, 牛磺酸价格继续上涨至 5.6 美元/公斤, 虽然继续涨价并不让我们意外, 但涨价幅度还是超出了我们此前预期: 由于牛磺酸历史最高价大概是 08 年时的 5 美元/公斤, 所以, 我们此前对本轮涨价周期的预期也没有超过 5 美元/公斤。我们再次更新对于牛磺酸行业和永安药业的观点:
- 环保趋严导致供给端下降是牛磺酸涨价的主要原因。去年 4 家企业实际产量估计在 6 万吨左右, 去年年底富驰 1 万吨产能需要进行环评而暂停, 华昌和远洋也由于污水处理困难而难以满产, 我们估计今年实际产量将低于 6 万吨。
- 需求端增长有加快趋势, 是次要原因。一方面, 魔爪饮料(Monster) 2015 年被可口可乐参股之后, 借助其渠道开始铺货, 需求增长较多; 特别是, 由于中国红牛授权 2016 年年底到期, 魔爪抓住机遇, 铺货抢占中国市场, 其中中国对牛磺酸的采购量增长 70%。另一方面, 南美鱼虾饲料添加牛磺酸越来越多, 需求增速也较快。我们估计 2017 年需求将达到 6.6~7 万吨。
- 我们在这份报告里详细测算了牛磺酸 2017 年和 2018 年的净利润贡献, 以及 2018 年的净利润弹性。
- 维持 2017 年盈利预测, 上调 2018 和 2019 年盈利预测, 维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预测 2017~2019 年净利润分别为 2.08/3.9/4.38 亿元, EPS 1.06/1.98/2.23 元(此前预测为 1.06/1.27/1.40 元), 2018 年业绩预测上调较大, 主要原因是我们此前预测时, 认为明年新产能投产之后, 牛磺酸价格将下降, 但现在认为降幅有限, 甚至可能不降, 具体原因见正文。

□ 风险提示: 牛磺酸价格波动; 环氧乙烷价格波动; 公司费用支出较大。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	556	549	806	987	1090
同比增长	-16%	-1%	47%	23%	10%
营业利润(百万元)	13	63	242	291	323
同比增长	-59%	370%	285%	20%	11%
净利润(百万元)	18	62	208	250	275
同比增长	-44%	254%	234%	20%	10%
每股收益(元)	0.09	0.33	1.06	1.27	1.40
PE	271.8	76.9	24.2	20.1	18.3
PB	4.3	4.1	3.9	3.4	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、本轮牛磺酸涨价的原因是什么？	3
1.1、供给端：环保趋严，供应下降	3
1.2、需求端增速有所加快	5
2、下游企业对牛磺酸价格的承受能力如何？	5
3、本轮牛磺酸涨价的持续性如何？	5
4、退出产能的复产，或新进入厂家的可能性？	6
5、牛磺酸涨价对业绩的弹性预测？	7
6、环氧乙烷价格上涨是否影响牛磺酸成本？	7
7、环氧乙烷业务今年的净利润贡献会有多少？	8
8、永安药业为什么要投资建设环氧乙烷产能？	8
9、如何看待上元资本与永安药业的关系？	8
10、永安药业有没有做大市值的动力？	9
11、对 2017 年和 2018 年业绩的测算	9
11.1、对 2017 年业绩的测算	9
11.2、对 2018 年业绩的测算	9
11.3、2018 年业绩弹性	11

图表目录

图 1：2016 年牛磺酸出口销量各厂家份额	3
图 2：湖北省环保厅接到的对于富驰的举报，环保问题严重	4
图 3：湖北省环保厅接到的对于永安的举报，环保问题较轻	4
图 4：环氧乙烷价格走势图	7
图 5：我们对永安药业各个季度的长单价格和散单价格的估算	10
图 6：永安药业历史 PE Band	11
图 7：永安药业历史 PB Band	11
表 1：我们对永安药业各个季度的订单价格和净利润的预测	10
表 2：永安药业 2018 年业绩弹性测算	11
附：财务预测表	12

我们在 20170319 《永安药业跟踪报告：牛磺酸价格涨幅超预期，预计 2017 年业绩靓丽》，已经对牛磺酸的涨价情况（当时价格涨至 4.2 美元/公斤）、涨价原因和业绩预期作出了判断。时至 4 月底，牛磺酸价格继续上涨至 5.6 美元/公斤，虽然继续涨价并不让我们意外，但涨价幅度还是超出了我们此前预期：由于牛磺酸历史最高价大概是 08 年时的 5 美元/公斤，所以，我们此前对本轮涨价周期的预期也没有超过 5 美元/公斤。

我们再次更新对于牛磺酸行业和永安药业的观点：

1、本轮牛磺酸涨价的原因是什么？

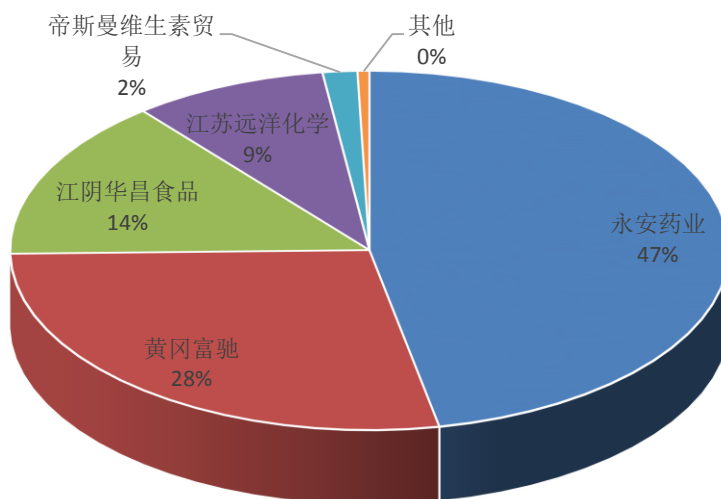
如我们 20170319 报告所述，主要原因是环保趋严导致供给下降；次要原因是需求增速有所加快。

1.1、供给端：环保趋严，供应下降

牛磺酸的全球产能基本都在国内，日本有少量产能，但尚不足以自给自足，仍需从中国进口。

国内目前牛磺酸生产商主要有 4 家企业：永安药业、湖北富驰、江阴华昌、江苏远洋；以 2016 年出口销量计算，永安药业份额 47%，湖北富驰 28%、江阴华昌 14%、江苏远洋 9%。

图 1：2016 年牛磺酸出口销量各厂家份额



资料来源：健康网，招商证券研发中心

各个厂家的产能和实际产量情况如下：

永安药业：设计产能 3 万吨，2016 年实际产量 2.99 万吨。

湖北富驰：设计产能 2.5 万吨，2016 年实际产量 1.8 万吨。

江阴华昌：设计产能 1 万吨，我们估计实际产量 8000 吨左右。

江苏远洋：设计产能 5000 吨，我们估计实际产能 4000 吨。

我们估计 4 家企业 2016 年实际产量仅在 6 万吨左右。

本轮牛磺酸提价的主要推动因素之一就是环保:

2016年3月,湖北富驰因园区治理而停产;2016年12月,湖北富驰又由于环保举报而停产;因此,富驰产能一直开开停停,客户订单的稳定性受到影响。富驰2014年从1.5万吨扩产到2.5万吨,但新增的1万吨产能一直没有通过环评,我们估计今年富驰这1万吨产能复产的可能性较低。

江苏远洋和江阴华昌,两家企业地处江苏省,环保要求更严,我们判断,过去远洋的工业废水可能是装到罐子里运到其他省份处理,但是,由于其他省份的环保要求去年也开始加强,远洋的废水已经很难处理。

永安药业为什么环保问题较小?一方面,永安药业在2012年也曾被湖北省环保厅处罚,在这之后,公司加大了环保投入力度,对环保的重视程度远高于湖北富驰。2016年湖北省环保厅也曾接到对于永安药业的举报,但是调查结果显示,永安药业的废气、废水都符合规定。另一方面,永安药业地处湖北潜江,临近汉江,不是临近长江,监控相对松一点;而富驰就在长江边上,废水一旦超标,直接影响长江,因此被重点监控;远洋和华昌地处江苏,各项废水、废气的监测指标的要求都远远高于湖北。

我们估计,2017年环保压力还在加大,四家企业的总产能还将进一步下降,即2017年的实际产量将不到6万吨,我们估计仅有5.6~5.8万吨左右。

图 2: 湖北省环保厅接到的对于富驰的举报, 环保问题严重

16	X1203A001	信访人反映与其相邻的阳新富池远大医药工业园区内武汉武药制药有限公司、湖北远大生物技术公司、湖北富博化工有限责任公司、黄冈市富驰制药有限公司、远大富驰医药化工股份有限公司等5家制药企业仍存在偷排污水和废毒气现象,周边居民健康状况受到影响。	阳新县	经现场调查核实,投诉人反映情况部分属实,曾在2015年7月,富池远大医药化工园区企业发生过违法排放污水和废气问题,阳新县环保局责令园区企业停产整治,并对其违法行为立案处罚,罚款人民币68.4万元。2016年3月3日,阳新县政府组织对园区开展环境综合治理专项行动,目前已完成园区污水处理厂建设、应急围堰建设、雨污分流建设、填埋场治理、供热锅炉整改、排江口达标整改、铁砂堆场整治和污水塘处置等7个项目,治理效果已经取得初步成效。关于周边居民健康状况受到影响的问题有待进一步调查。	部分属实	阳新县政府责令湖北远大富驰医药化工股份有限公司实施限产,并关停三条生产线;对未通过环评审批的三个项目要求在2016年12月31日前向当地环保部门报审,否则停产整治;同时,要求企业所有排口安装在线监控装置,与省环保厅监控中心平台联网,重点尾气排放口安装视频监控系统,强化实时监控;阳新县政府将安排卫计等相关部门进一步核实该区域内居民健康状况情况开展调查。
----	-----------	--	-----	---	------	--

资料来源:湖北省环保厅,招商证券研发中心

图 3: 湖北省环保厅接到的对于永安的举报, 环保问题较轻

8	D1202A013	泽口开发区永安制药厂生产硫磺酸,在每晚8-9点钟和早上8点半-10点这两个时间段排放废气,有检查就会启用环保处理设施,没有就会闲置不用	潜江经济开发区	1、11月11日至12月4日期间,有3个时间段存在烟气设备运行异常现象,企业已向市环保部门报告;2、12月4日晚23点开始,设备已恢复正常使用;3、12月4日至6日,潜江市环境监测站对永安药业污染物进行了监测,氨气0.092-0.231mg/m3、二氧化硫0.023-0.807mg/m3。总排口氨氮、化学需氧量、pH,满足排放标准限值。4、信访人反映的废气排放的问题属实;5、反映的“有检查就会启用环保处理设施,没有就会闲置不用”情况不属实	部分属实	一是强化监管,认真开展日巡查和监督性监测。二是加强执法监管力度,对发现的问题及时查处。
---	-----------	---	---------	---	------	---

资料来源:湖北省环保厅,招商证券研发中心

1.2、需求端增速有所加快

根据中国化工信息中心的统计，一般认为，牛磺酸下游 45%用于饮料、30%用于宠物食品、14%用于保健食品、8%用于饲料（鱼虾、母鸡等）、2%用于药品、1%其他。

2015 年牛磺酸出口 5.2 万吨，2016 年出口 5.3 万吨，对于总需求的测算，我们假设牛磺酸行业的出口销量占比等于永安药业的牛磺酸出口收入占比，计算得到 2015 和 2016 年总需求是 6.2 万吨和 6.6 万吨，2016 年需求量增速 6%左右。

我们估计，2016 年牛磺酸实际需求量可能在 6~6.6 万吨，略高于四家企业的供应量 6 万吨。

2017 年，牛磺酸需求量即使维持 6%个位数增长，也将达到 6.4~7 万吨，而我们此前测算，2017 年供应量将小于 6 万吨，供需缺口达到 5000~10000 吨。

事实上，2017 年牛磺酸需求量增速还有加快趋势，两个主要原因：

一方面，魔爪饮料（Monster）2015 年被可口可乐参股之后，开始借助可口可乐的渠道大范围铺货，对牛磺酸需求较大；特别是，2016 年年底中国红牛商标授权到期，魔爪抓住机遇，2016 年开始布局中国市场。我们估计，魔爪在海外的销售对牛磺酸的需求量有 50%左右增速，在中国的销售对牛磺酸的需求量有 70%的增速。

另一方面，我们估计南美地区鱼虾饲料添加牛磺酸的比例和范围扩大，对牛磺酸需求也有较高增长。

2、下游企业对牛磺酸价格的承受能力如何？

我们以奥地利红牛进行测算：

奥地利红牛的牛磺酸添加量是每 100ml 添加 400mg，所以一罐 250mg 的奥地利红牛，牛磺酸添加量为 1g。

如果按 3 美元/公斤的牛磺酸价格计算，1 罐奥地利红牛的牛磺酸成本在 0.003 美元。

而一罐奥地利红牛在亚马逊的售价大概是 1.14 美元（打折前是 1.45 美元）。

即，牛磺酸在奥地利红牛的售价占比不超过 0.3%。其他下游产品，如宠物食品、奶粉、饲料等，添加量更低，我们估计牛磺酸占比也更低。

所以，牛磺酸提价对于下游企业的盈利不会有太大影响。

另外，我们判断，在 2008 年牛磺酸历史最高价时，部分下游企业签订过 5.1 美元/公斤的长单价格，因此，明年长单价格如果提升到 5 美元/公斤，也并非下游完全不能接受的价格。

3、本轮牛磺酸涨价的持续性如何？

基本观点：明年年中（永安药业新产能投产）之前，牛磺酸有持续涨价可能；明年年中之后，价格也不会出现大幅下降，将维持在一个合理高位。

由于牛磺酸下游需求几乎都是较为稳健的消费品，而且没有可替代品，所以，需求端不会有下降的可能；因此，能够影响牛磺酸价格的因素，主要是新增产能情况。

我们了解，目前新增产能情况是：

永安药业：正在新建 3 万吨产能；4 月份刚刚开始建设，预计明年年中投产；

湖北富驰：虽然号称正在从 1.5 万吨扩产到 2.5 万吨，但是，我们判断这个 1 万吨新增产能其实早已于 2014 年投产，去年公司产量 1.8 万吨，就有新增产能的贡献；而且，由于去年年底被举报，目前这 1 万吨产能正在等待环保审批，我们估计在今年年底前都有可能无法投产；实际上，即使这 1 万吨产能投产，对于富驰而言，也就是产能比 2016 年多出 3000 吨左右，并不改变供不应求的局面。

江阴华昌和江苏远洋：目前没有新增产能计划（原因见后文），即使想扩产，在江苏省，环评审批的时间也将远远长于湖北。

因此，在 2018 年年中之前，即永安药业的 3 万吨新增产能投产之前，牛磺酸的供不应求局面不会发生变化，牛磺酸价格只有继续提价的可能。

目前业内都预计 2018 年下半年，由于永安药业新产能投产，牛磺酸价格可能会降价。但实际上，我们估计 2018 年下半年，牛磺酸价格也不会出现大幅降价，主要原因：

一方面，永安药业新建 3 万吨产能，明年自家产能将达到 6 万吨，接近全球需求量，这就导致其他厂家不敢盲目跟风扩产，华昌和远洋因此而没有扩产。

另一方面，我们估计，永安药业的新产能投产之后，永安药业可能会对老产能检修一段时间，然后视市场供需情况，决定到底恢复多少老产能。

也就是说，明年年中，永安药业的新产能投产之后，牛磺酸的总供给量将控制在永安药业手里，没有竞争对手扩产时，永安药业可以开放 3~4 万吨产能，使牛磺酸价格维持在较高位置，如果有竞争对手扩产，永安药业可以完全开放产能，进行惩罚性降价。

当然，长期来看，如果牛磺酸一直维持在高位，其他厂家都会扩产。但无论如何，我们判断明年年中之前没有新产能。

4、退出产能的复产，或新进入厂家的可能性？

已退出产能中，过去市场份额最大的虞东已经破产；其他退出产能，如山东方明药业等，也存在复产可能，但速度不会太快，在明年年底之前都很难对市场产生影响，主要原因有三：

- 第一、这些退出产能已经停止生产牛磺酸好几年时间，复产还需要重新招聘技术人员；
- 第二、牛磺酸具有酸性，腐蚀性较强，其精制生产线一旦停工较久，基本都被腐蚀，需要重新建设，不可能直接开工；
- 第三、即使复产，要实现销售也不容易。前面已述，牛磺酸占下游成本比例并不高，下游大企业更看重的是质量和供应稳定性，因此，没有半年左右的稳定生产，下游大企业是不敢直接采购。

同样，新进入厂家也不是没可能，但都不会在今年明年产生影响，一方面，环评+基建，至少需要一年左右时间；另一方面，如前所述，下游采购不会很快上量。

5、牛磺酸涨价对业绩的弹性预测？

暂不考虑牛磺酸涨价后，管理费用率的上升，我们单纯测算牛磺酸每涨价 1 美元，公司的净利润将增厚 1.6 亿元人民币。

对于增值税率的测算：牛磺酸出口退税率 9%，即：出口部分的增值税率在 8%，内销部分的增值税率按 17%，我们估计平均增值税率是 10%。

6、环氧乙烷价格上涨是否影响牛磺酸成本？

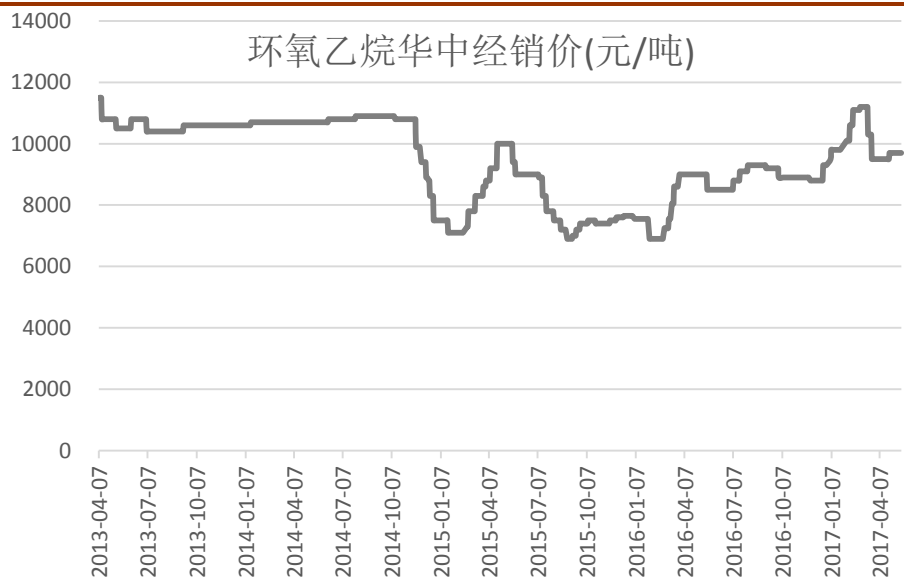
按照工艺，生产 1 吨牛磺酸产品需消耗 0.5 吨环氧乙烷。现在环氧乙烷约 10000 元/吨的价格，测算环氧乙烷在牛磺酸的成本里贡献为：5 元/公斤（或者 0.73 美元/公斤），即，环氧乙烷每涨价 10%，牛磺酸成本大概上升 0.06 美元/公斤。

不过，永安药业由于自建环氧乙烷产能，实际上，环氧乙烷价格对公司成本的影响实际上要小于上述的计算：

一方面，当环氧乙烷价格低的时候，比如在去年的 8000~9000 元/吨的价格，永安药业的环氧乙烷产能将停产，从中石化采购，这个时候，环氧乙烷价格涨价 10%，牛磺酸成本上升大概 0.05~0.06 美元/公斤；

另一方面，当环氧乙烷价格较高的时候，比如今年 1 季度 10000 元/吨价格，永安药业将自己开工生产环氧乙烷，因此，实际影响牛磺酸成本的是乙醇或乙烯孰低（公司的环氧乙烷工艺有乙醇和乙烯两条生产工艺），乙醇和乙烯每涨价 10%，对牛磺酸成本的影响将远小于 0.06 美元/公斤（因为永安药业的环氧乙烷的成本里，除了原材料，还有一大块是固定资产折旧）。

图 4：环氧乙烷价格走势



资料来源：Wind，招商证券研发中心

从目前来看，环氧乙烷价格还没有超过 2014 年的均价，所以，按今年公司牛磺酸的成本也不太可能超过 2014 年的成本，即 12 元 RMB/公斤（约 1.76 美元/公斤）。

7、环氧乙烷业务今年的净利润贡献会有多少？

2016 年，环氧乙烷价格一直在 9000 元/吨以下，永安药业的环氧乙烷 2016 年仅开工 1 个月左右，其他时候都是停产，由于折旧较大，亏损了 4500 万元左右。

今年 1 季度，由于环氧乙烷价格上涨到 11000 元/吨，公司已经开工生产环氧乙烷，估计 1 季度环氧乙烷业务持平或略有盈利。

不过，由于近年环氧乙烷价格波动较大，且定价权不掌握在公司手里，很难判断下半年的环氧乙烷情况。我们认为，合理的预期是，环氧乙烷今年基本盈亏平衡，对净利润无贡献。最坏的情况下，即使环氧乙烷下半年大幅降价，公司环氧乙烷业务的亏损也不会超过 2000 万元。

8、永安药业为什么要投资建设环氧乙烷产能？

永安药业 IPO 募投项目之一就是环氧乙烷产能 4 万吨，其中 1/3 自用，剩余可以对外销售。2013 年投产之后，由于石油价格下跌，环氧乙烷价格逐步走低，2015、2016 年环氧乙烷都带来较大亏损。

我们估计，公司的环氧乙烷的生产成本要高于中石化等企业，那么公司为什么要自建产能？

环氧乙烷是易燃易爆、有毒致癌的气体。在国外很多国家，已经禁止环氧乙烷公路运输，只能管道运输。中国目前虽然没有禁止公路运输，但由于其危险性，一旦发生运输过程中的爆炸事故，很可能将导致政策禁止公路运输。

国内 4 家企业中，永安、富驰、华昌都是环氧乙烷工艺来生产牛磺酸，只有远洋是最老的乙醇胺工艺。远洋的牛磺酸生产成本要高出 0.3 美元/公斤左右，但一直没有被市场淘汰，就是因为下游客户担心环氧乙烷工艺的政策风险，所以每年都会从远洋采购一部分牛磺酸。

因此，公司自建环氧乙烷产能，实际上避免了政策风险，即，未来如果国家禁止环氧乙烷的公路运输，那么只有永安和远洋能够继续生产，而其他企业则需重新建设运输管道。

9、如何看待上元资本与永安药业的关系？

上元资本去年 7 月~9 月分三次举牌永安药业股权至 10.6%，去年 9 月 23 日，永安药业更改公司章程，表现出对于争夺控股权的担心。

不过，上元资本从去年 9 月份之后，已经没有再继续增持，因此，也就不存在抢夺控股权一事。

我们判断，上元资本的举牌目的可能是希望通过给公司介绍并购，把公司市值做大，最终实现自身退出。

市场可能担心，上元资本与公司是否关系不好，虽然我们还不确定双方之间是否已经建立相互信任、相互合作的紧密关系，但是，我们估计，目前双方之间的关系至少早已缓和，有一定的合作基础。后续能否合作一起做大市值，尚有待观望。

另外，市场也可能担心上元资本是否会减持，我们认为，上元资本的举牌成本价估计在

24 元左右，没有 50% 以上空间，几乎是很难全身而退。因此，暂时无需担心上元资本减持。

而且，如果上元资本公告要减持，可能短期会对股价有一定影响，但是，长期来看，永安药业还是会寻求做大市值，反而可能会加快转型和并购的动作。

10、永安药业有没有做大市值的动力？

永安药业董事长是早已有做大做强想法，所以才向保健品业务转型。

此外，公司今年 1 月完成管理层股权激励，明年 1 月解禁 50%。我们判断，管理层也有较大动力做大市值。

股权激励细节：

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。

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。

11、对 2017 年和 2018 年业绩的测算

11.1、对 2017 年业绩的测算

永安药业的牛磺酸，长单（一年期）大概占 50% 左右，我们估计 2016 年 11 月份签订的今年长单价格，大概在 3.3 美元/公斤左右。

散单价格则一直在涨价。

我们估计，今年 1 季度的散单价格大概在 2.4 美元/公斤左右；

3 月中旬，公司牛磺酸提价至 4.2 美元/公斤，我们估计今年 2 季度确认收入的散单，将是 2.4~4.2 美元之间；我们按 3 美元/公斤计算。

我们估计今年 3 季度确认收入的散单价格将主要在 4.2 美元/公斤的价格；

4 月底，公司牛磺酸再次提价至 5.6 美元/公斤，且需要年底才能发货。我们估计今年 4 季度确认收入的散单价格将是 4.2~5.6 美元/公斤之间，我们按 4.8 美元/公斤计算。

即，我们预计 2017 年牛磺酸全年均价在 3.45 美元/公斤。

11.2、对 2018 年业绩的测算

2017 年 11 月将签订 2018 年长单价格，由于目前散单价格已经提至 5.6 美元/公斤，所以长单价格必然也将上涨。长单价格将签订在多少，目前还很难判断，我们按 4.5 美元/公斤的长单价格来测算。历史上看，最高的长单价格是 2008 年签订在 5.2 美元/公斤。

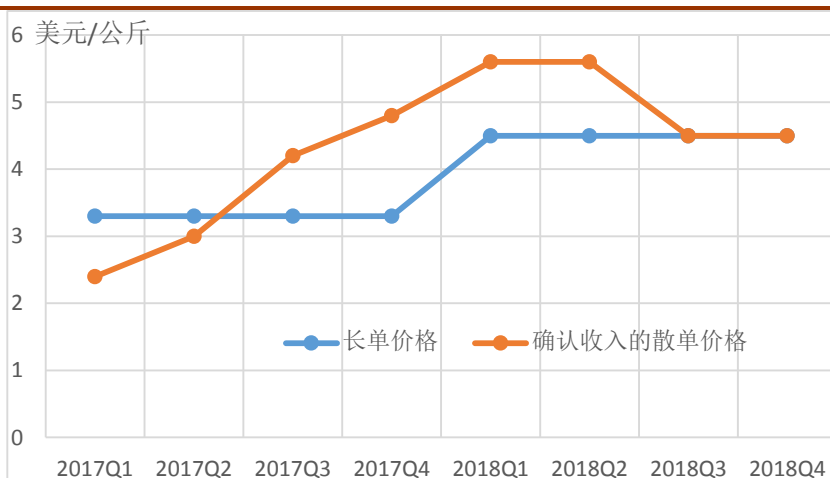
2018 年 1 季度确认收入的散单价格，必然是执行当前 5.6 美元/公斤的价格；

由于当前价格还有继续上涨可能，因此，2 季度确认收入的散单价格，可能还会高于 5.6 美元/公斤，但我们先保守按 5.6 美元来预测。

2018 年下半年的散单价格，较难预测。由于业内预期 2018 年下半年永安药业新产能投产之后，牛磺酸价格可能下降，我们判断市场可能不会接受过高的价格；但是，就如我们前面所述，实际上 2018 年下半年，永安药业新增产能投产，但老产能可能检修，实际总产能不会有太大变化。我们暂且按 2018 年下半年散单价格 4.5 美元计算。

即，按最保守的预测，我们估计，2018 年长单价格 4.5 美元/公斤，散单价格均价 5 美元/公斤。2018 全年均价将在 4.8 美元/公斤。

图 5: 我们对永安药业各个季度的长单价格和散单价格的估算



资料来源: 招商证券研发中心

表 1: 我们对永安药业各个季度的订单价格和净利润的预测

单位	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	备注	
长单价格	美元/公斤	3.3	3.3	3.3	3.3	4.5	4.5	4.5	4.5	具体预测见正文，2018 年采取保守预测
确认收入的散单价格	美元/公斤	2.4	3	4.2	4.8	5.6	5.6	4.5	4.5	具体预测见正文，2018 年采取保守预测
均价	美元/公斤	2.85	3.15	3.75	4.05	5.05	5.05	4.5	4.5	按长单占比 50% 计算，实际长单占比，2017 年会更低，2018 年会更高
税后均价	美元/公斤	2.59	2.86	3.41	3.68	4.59	4.59	4.09	4.09	按平均增值税率 10% 计算
税后均价人民币	元/公斤	17.83	19.70	23.45	25.33	31.59	31.59	28.15	28.15	暂不考虑汇率波动
产量	吨	6800	7600	7600	7600	6800	7600	7600	7600	1 季度由于春节因素，产量低于其他季度
每公斤净利润	元/公斤	2.62	5.26	7.19	8.78	14.10	14.10	11.17	11.17	
每公斤总成本 (包括费用)	元/公斤	15.21	14.44	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	暂不考虑原材料价格波动
牛磺酸净利润	万元	1780	4000	5462	6674	9586	10714	8492	8492	
其他净利润(理财产品+政府补贴)	万元	824	500	400	400	400	400	400	400	主要是理财产品投资收益
总净利润	万元	2604	4500	5862	7074	9986	11114	8892	8892	
全年合计净利润	万元	20039			38885					

资料来源: 招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

11.3、2018 年业绩弹性

2017 年业绩，由于长单和散单价格基本都锁定，我们估计差别不会太大；

但 2018 年业绩，我们几乎都是按最保守的预测，因此，存在超预期可能。我们上述是按 2018 年均价 4.8 美元/公斤测算，但大概率会超预期，所以我们简单做了弹性分析。

弹性测算两个主要指标是：

1、今年 11 月将签订的 2018 年长单价格，我们分别按 4、4.5、5、5.5、7 美元/公斤测算；注，如果长单签到 7 美元，意味着后续散单报价会继续提价，因此我们相应调整 2018Q2 确认收入的散单价格到 7.5 美元。

2、明年年中，永安药业新产能投产之后，牛磺酸散单价格是否会下降，我们仍采取保守态度，测算价格降至 3.5、4、4.5、5 美元/公斤。

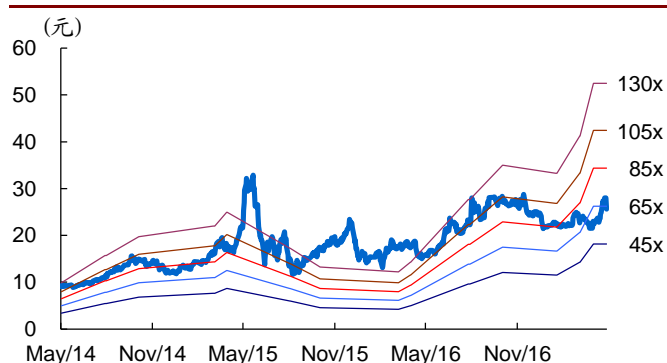
表 2：永安药业 2018 年业绩弹性测算

		美元/公斤				
		4	4.5	5	5.5	7
散单价格	3.5	3.09	3.48	3.88	4.27	5.84
	4	3.29	3.69	4.08	4.47	6.04
	4.5	3.49	3.89	4.28	4.68	6.24
	5	3.69	4.09	4.48	4.88	6.44
	7.5					

资料来源：招商证券研发中心

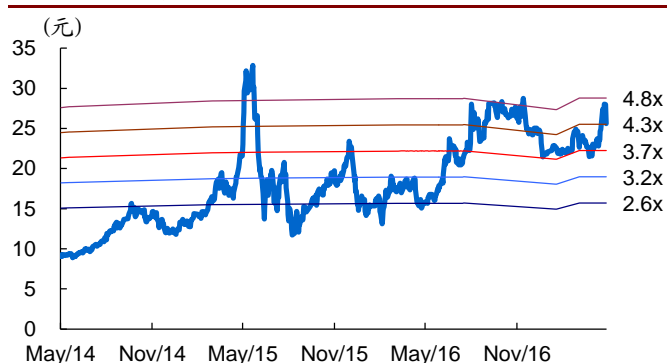
PE-PB Band

图 6：永安药业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：永安药业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《永安药业（002365）—牛磺酸价格涨幅超预期，预计 2017 年业绩靓丽》2017-03-19
- 2、《永安药业（002365）—业绩略超预期，今年牛磺酸提价将贡献净利润翻番》2017-03-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	515	631	789	1015	1240
现金	59	89	65	127	260
交易性投资	0	16	16	16	16
应收票据	1	0	0	0	1
应收款项	76	71	82	100	110
其它应收款	11	10	15	18	20
存货	53	61	58	74	83
其他	314	383	553	679	750
非流动资产	688	643	602	566	533
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	587	552	519	489	464
无形资产	83	79	71	64	58
其他	17	12	12	12	12
资产总计	1203	1273	1391	1580	1774
流动负债	59	77	71	83	91
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	44	39	42	53	59
预收账款	3	5	6	7	8
其他	13	23	23	23	23
长期负债	25	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	19	19	19	19
负债合计	83	96	90	102	110
股本	187	187	196	196	196
资本公积金	605	605	605	605	605
留存收益	324	381	496	672	859
少数股东权益	4	4	4	4	4
归属于母公司所有者权益	1115	1173	1298	1474	1660
负债及权益合计	1203	1273	1391	1580	1774

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	71	85	81	146	230
净利润	18	62	208	250	275
折旧摊销	70	71	73	68	64
财务费用	0	0	(5)	(6)	(8)
投资收益	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(3)	(34)	(182)	(158)	(89)
其它	(0)	(0)	2	6	3
投资活动现金流	(35)	(62)	(31)	(31)	(31)
资本支出	(34)	(40)	(31)	(31)	(31)
其他投资	(1)	(22)	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	(8)	(74)	(52)	(66)
借款变动	71	86	(10)	0	0
普通股增加	0	0	9	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
股利分配	(94)	(112)	(94)	(74)	(88)
其他	16	18	20	21	23
现金净增加额	29	15	(24)	62	133

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	556	549	806	987	1090
营业成本	457	408	441	560	627
营业税金及附加	5	7	7	9	10
营业费用	46	45	60	62	68
管理费用	46	48	67	78	76
财务费用	(7)	(8)	(5)	(6)	(8)
资产减值损失	9	2	9	9	9
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资收益	13	15	15	15	15
营业利润	13	63	242	291	323
营业外收入	8	12	8	10	8
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	21	73	250	300	330
所得税	4	11	41	50	56
净利润	17	62	208	250	275
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	18	62	208	250	275
EPS (元)	0.09	0.33	1.06	1.27	1.40

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-16%	-1%	47%	23%	10%
营业利润	-59%	370%	285%	20%	11%
净利润	-44%	254%	234%	20%	10%
获利能力					
毛利率	17.7%	25.7%	45.2%	43.3%	42.5%
净利率	3.2%	11.3%	25.9%	25.3%	25.2%
ROE	1.6%	5.3%	16.1%	17.0%	16.5%
ROIC	0.3%	3.7%	15.0%	15.9%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	6.9%	7.6%	6.4%	6.5%	6.2%
净负债比率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.7	8.2	11.2	12.2	13.7
速动比率	7.8	7.4	10.4	11.3	12.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
存货周转率	9.5	7.2	7.4	8.5	8.0
应收帐款周转率	7.7	7.5	10.5	10.9	10.4
应付帐款周转率	12.1	9.9	11.0	11.8	11.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.33	1.06	1.27	1.40
每股经营现金	0.38	0.45	0.41	0.74	1.17
每股净资产	5.96	6.27	6.61	7.50	8.45
每股股利	0.60	0.50	0.38	0.45	0.49
估值比率					
PE	271.8	76.9	24.2	20.1	18.3
PB	4.3	4.1	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	38.1	22.4	8.8	7.8	7.2

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。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

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。