

强烈推荐-A (维持)

永安药业 002365.SZ

中报业绩和3季报预告业绩完全符合我们在深度报告的分季度预测

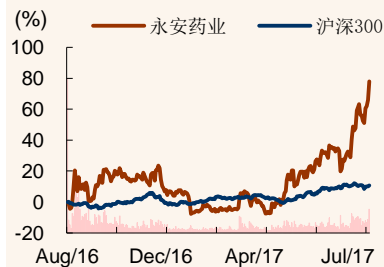
目标估值: N/A
 当前股价: 41.25 元
 2017年08月17日

基础数据

上证综指	3268
总股本(万股)	19646
已上市流通股(万股)	15421
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	14.3%
主要股东	陈勇
主要股东持股比例	21.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	76	73
相对表现	23	69	64



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《永安药业(002365)——牛磺酸供需缺口扩大, 明年业绩弹性大(更新)》2017-05-25
- 2、《永安药业(002365)——牛磺酸供需缺口扩大, 明年业绩弹性大》2017-05-24
- 3、《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

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

永安药业上半年收入同比增长 46.8%, 净利润同比增长 106.8%, 预告 3 季报净利润同比增长 110%~160%, 全都完全符合我们在深度报告里的分季度预测, 我们判断牛磺酸价格将持续上涨, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 中报业绩和 3 季报预告业绩完全符合我们在深度报告的分季度预测。2017 上半年永安药业收入 4.3 亿元, 同比增长 46.8%, 股东净利润 7138 万元, 同比增长 106.8%, 完全符合我们预期, 扣非净利润 5792 万元, 同比增长 153.5%。公司同时预告 3 季报净利润 1.06 亿~1.31 亿元, 同比增长 110%~160%, 完全符合我们在 5 月 24 日永安药业深度报告里的分季度净利润预测。
- 分产品来看, 牛磺酸收入 3.17 亿元, 同比增长 35.6%, 毛利率 42.53%, 同比上升 7.43 个百分点。其中, 牛磺酸出口 2.57 亿元, 同比增长 34.87%, 出口占比的变化不大。我们在深度报告里已经解释清楚, 牛磺酸的提价, 反映到业绩上是有滞后的, 占公司产能一半的长单, 早已于去年 10 月就锁定, 我们估计在 3.3 美元/公斤左右, 而剩下一半的散单, 年初在 2.4 美元左右, 3 月份提价到 4.2 美元, 4 月底提价到 5.6 美元, 但上半年确认收入的订单, 大部分还是年初就签订的低价散单, 小部分是 3 月份提价的单子。而 5.6 美元订单要确认到收入里, 估计要到 4 季度。所以, 公司净利润必然是逐季增加的。
- 环氧乙烷和保健品略亏, 完全符合我们预期。环氧乙烷上半年收入 8153 万元, 同比增长 141%, 毛利润略亏 943 万元。今年上半年, 由于环氧乙烷价格上涨, 公司从 2 月到 6 月开工了 4 个月, 因此能基本持平。6 月份之后, 环氧乙烷价格下跌, 环氧乙烷又再次停产, 不过, 近期环氧乙烷价格又上涨, 我们估计超过公司的成本线, 估计近期有开工可能, 所以, 我们估计 3 季度环氧乙烷顶多就亏损 500 万元左右。我们在深度报告里面也写了, 环氧乙烷价格波动大, 定价权不在公司这边, 中性的预期就是盈亏平衡, 今年即使亏损, 也不会超过 2000 万元。保健品业务收入 2496 万元, 同比增长 6.91%, 目前公司代理的进口保健品, 受困于政策, 进入国内的通关速度较慢, 我们估计全年亏损不会超过去年。

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	1477	1716
同比增长	-16%	-1%	47%	83%	16%
营业利润(百万元)	13	63	244	887	964
同比增长	-59%	370%	287%	264%	9%
净利润(百万元)	18	62	209	739	802
同比增长	-44%	254%	235%	254%	9%
每股收益(元)	0.09	0.33	1.06	3.76	4.08
PE	437.8	123.8	38.8	11.0	10.1
PB	6.9	6.6	6.2	4.1	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

我们对后续牛磺酸价格的判断：牛磺酸生产企业在 4 月底提价到 5.6 美元之后，就停止了对外报价，主要原因是今年订单都签订完毕，没必要提价。9 月份下游重点客户将开始与生产企业讨论签订明年长单，我们估计长单将在 10 月份左右正式签订，我们判断长单价格不会低于 6 美元/公斤，甚至，如果下游客户将长单改为季度单，可能会愿意接受更高价格。对于散单价格，我们估计，6 月份一些采购不到货的下游客户，已经按 7 美元在向公司采购，7 月份欧洲经销商价格已经到 8 美元，近期也有媒体报道，经销商已经将价格提升至 10 美元。由于牛磺酸普遍缺货，经销商的报价只能代表边际客户能接受的价格，但是从这个趋势来看，明年 1 季度生产企业的散单价格到 8~10 美元也并非不可能。所以，明年业绩弹性非常大，如果均价能到 7 美元，公司的年化净利润将达到 7.4 亿元，如果均价能到 8 美元，公司的年化净利润将达到 9 亿元。

富驰 1 万吨环评产能并非新产能：我们已在深度报告里写清楚，富驰早在 2015 年底就已经从 1.5 万吨扩产到 2.5 万吨（富驰有 5000 吨是最老的产能，临近居民区，不可能生产，为无效产能，即富驰实际最大产能是 2 万吨，实际能生产的产能是 1.8 万吨），但这新建的 1 万吨产能一直没有通过环评（但却一直在生产），今年 6 月份才通过环评，但 7 月 24 日，这 1 万吨产能又再次进入环评程序，我们判断可能是环保核查趋严的原因。因此，实际情况就是，如果富驰这 1 万吨能够通过环评，那么富驰的产能就跟去年一样是 1.8 万吨，如果富驰这 1 万吨没有通过环评，这意味着富驰的实际产能就要减少 9000 吨左右，即富驰实际能生产的产能就只有 9000 吨左右，那么牛磺酸供应将进一步紧张，供需缺口继续扩大。

新产能最快也要明年下半年才能出现，因此明年 2 季度之前，牛磺酸都是提价趋势。我们在深度报告里面已经说明，现在最快的新产能，就是永安药业自己的 3 万吨新产能，但估计最快也要明年年中投产，而且届时老产能可能停产检修，何时复产掌握在永安自己手里。对新进入者，我们也说明了他们不可能在明年下半年之前投产，最近有媒体报道称鹤鑫化工正在投产 1 万吨产能，但我们当时就指出，鹤鑫化工的污水处理设备都没有，近期不可能投产，最快也要明年下半年。而且，即使明年下半年有新进入者，短期也不可能获得大客户订单，只可能拿到小客户订单，那么能提供的产能也就不超过 3000 吨。总之，明年下半年，供需形势，完全掌握在永安药业的手里。

维持 2017 年盈利预测，上调 2018 年盈利预测。我们在 5 月份深度报告里，出于审慎考虑，对 2018 年的牛磺酸均价预测非常保守，因此盈利预测也非常保守，目前我们对牛磺酸均价的底线预期上调了，因此相应调整 2018 年的保守盈利预测。我们预测 2017~2019 年 EPS 分别为 1.06/3.76/4.08 元（此前预测分别是 1.06/1.27/1.40 元），同比增长 235%/254%/9%。我们继续判断牛磺酸在明年 2 季度之前都是提价趋势，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：市场风格转换的风险；牛磺酸提价不达预期的风险。

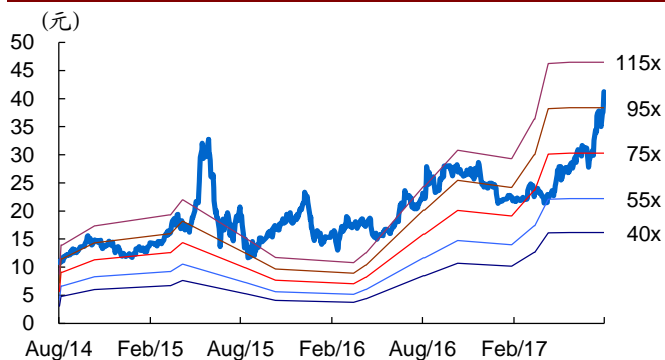
表 1: 我们对永安药业各个季度的订单价格和净利润的预测 (2018 年的分季度预测已经重新调整)

	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	6	6	6	6	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	8	8	8	8	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	7	7	7	7	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	6.36	6.36	6.36	6.36	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	43.78	43.78	43.78	43.78	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	24.46	24.46	24.46	24.46	
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	16636	18593	18593	18593	
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	17036	18993	18993	18993	
全年合计净利润	万元	20039				74015				

资料来源: 招商证券研发中心

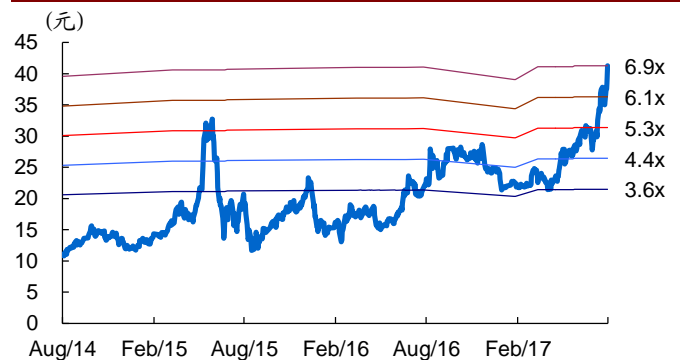
PE-PB Band

图 1: 永安药业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 永安药业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

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	790	1492	2078
现金	59	89	65	242	619
交易性投资	0	16	16	16	16
应收票据	1	0	0	1	1
应收款项	76	71	82	150	174
其它应收款	11	10	15	27	31
存货	53	61	58	60	76
其他	314	383	553	997	1161
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	1392	2058	2612
流动负债	59	77	71	72	85
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	44	39	42	43	54
预收账款	3	5	6	6	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	91	104
股本	187	187	196	196	196
资本公积金	605	605	605	605	605
留存收益	324	381	497	1162	1703
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	1963	2504
负债及权益合计	1203	1273	1392	2058	2612

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	71	85	80	257	642
净利润	18	62	209	739	802
折旧摊销	70	71	73	68	64
财务费用	0	0	(6)	(10)	(13)
投资收益	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(3)	(34)	(182)	(544)	(204)
其它	(0)	(0)	2	18	8
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)	(73)	(49)	(233)
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)	(261)
其他	16	18	22	25	28
现金净增加额	29	15	(24)	177	378

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	1477	1716
营业成本	457	408	441	451	572
营业税金及附加	5	7	7	13	15
营业费用	46	45	60	68	98
管理费用	46	48	67	74	86
财务费用	(7)	(8)	(6)	(10)	(13)
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	244	887	964
营业外收入	8	12	7	7	7
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	21	73	250	894	971
所得税	4	11	42	155	169
净利润	17	62	209	739	802
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	18	62	209	739	802
EPS (元)	0.09	0.33	1.06	3.76	4.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-16%	-1%	47%	83%	16%
营业利润	-59%	370%	287%	264%	9%
净利润	-44%	254%	235%	254%	9%
获利能力					
毛利率	17.7%	25.7%	45.2%	69.5%	66.7%
净利率	3.2%	11.3%	25.9%	50.0%	46.8%
ROE	1.6%	5.3%	16.1%	37.6%	32.0%
ROIC	0.3%	3.7%	15.0%	36.7%	31.2%
偿债能力					
资产负债率	6.9%	7.6%	6.4%	4.4%	4.0%
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	20.8	24.5
速动比率	7.8	7.4	10.4	20.0	23.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
存货周转率	9.5	7.2	7.4	7.6	8.5
应收帐款周转率	7.7	7.5	10.5	12.8	10.6
应付帐款周转率	12.1	9.9	11.0	10.7	11.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.33	1.06	3.76	4.08
每股经营现金	0.38	0.45	0.41	1.31	3.27
每股净资产	5.96	6.27	6.61	9.99	12.75
每股股利	0.60	0.50	0.38	1.33	1.44
估值比率					
PE	437.8	123.8	38.8	11.0	10.1
PB	6.9	6.6	6.2	4.1	3.2
EV/EBITDA	63.2	37.1	14.6	4.8	4.5

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。