

永安药业 (002365)

——牛磺酸持续涨价带来业绩高弹性，转型可期，目标价 32 元，52%空间

事件：

近期，市场震荡调整，公司股价自7月13日最高点开始，有所回调。我们认为这恰好提供买入时机，观点如下：

投资要点：

今年3月1日，我们在底部持续推荐，后因市场调整有所回调，但一直深入跟踪并提示机会。我们认为公司上半年业绩3075-3690万元，同比增150%-200%，主要是因为牛磺酸稳增长，且多次提价，预计全年业绩超6000万元，增速超2倍，后续转型发展空间也非常大。参考同类小市值转型公司，给予公司5.4倍市净率，对应目标价32元。

➤ 核心产品牛磺酸：销量稳增，价格仍可上涨，带来业绩高弹性

我们认为，随着之前签订的1年期合同到期，公司将能以更高价格续签牛磺酸供销合同，同时人民币持续贬值，这将继续带来较高业绩弹性。同时，我们在以前的报告中就提示大家牛磺酸存提价预期，现在看来，这正在被逐渐验证。重申涨价逻辑：1) 小品类、单寡头下，具备提价能力，永安牛磺酸全球市场份额约50%，主要竞争对手4家左右，竞争力较弱（上半年部分竞争对手甚至出现临时停产问题），使得公司具备较强的定价权（核黄素就是例子）；2) 下游需求旺盛，而且牛磺酸一般属于微量添加元素，下游客户对价格反映不敏感；3) 自2009年以来，牛磺酸价格就一直处于较低位置，随着上游原材料行业周期性调整，价格迎来底部反弹，牛磺酸将能更快的幅度上涨。我们测算，牛磺酸提价幅度在5%-10%之间，可以增加净利润1095万元-2190万元。

➤ 保健品：独家代理的健美生是新保健食品法最大受益者，正稳步推进中，有待放量

➤ 公司当前市值仅39亿元，且已成立并购基金，未来有望在转型的路上越走越远。

➤ 风险提示：食品安全；转型发展不达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	658.42	555.89	620.79	763.98	955.31
增长率（%）	25.96%	-15.57%	11.67%	23.07%	25.04%
EBITDA（百万元）	87.27	75.82	106.53	131.85	148.43
净利润（百万元）	31.72	17.61	64.56	84.76	97.71
增长率（%）	37.88%	-44.48%	266.56%	31.29%	15.28%
EPS（元/股）	0.17	0.09	0.35	0.45	0.52
市盈率（P/E）	122.02	219.78	59.96	45.67	39.62
市净率（P/B）	3.49	3.47	3.33	3.14	2.94
EV/EBITDA	25.42	52.48	35.33	28.23	25.05

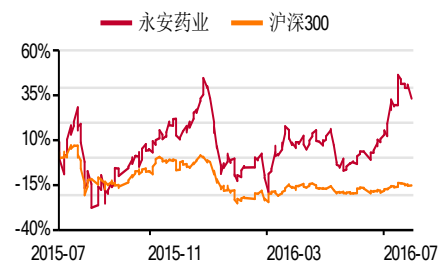
数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	21.01 元
目标价格:	32 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	187/154
流通 A 股市值（百万元）	3,230
每股净资产（元）	6.01
资产负债率（%）	5.89
一年内最高/最低（元）	24.11/11.00

一年内股价相对走势



刘鹏 分析师
执业证书编号: S1110516070001
电话:
邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

牛磺酸销量稳增，且价格持续上涨，带来业绩高弹性

2016 年 Q2 单季，预计公司归母净利润为 2169-2784 万元，同比增长 253%-353%，环比增长 139%-207%。我们判断二季度公司业绩大幅增长，主要是因为 2015 年牛磺酸价格降至低谷，均价在 1.5 万元/吨以下，且环氧乙烷价格低迷，对公司业绩有拖累，形成一个低基数（全年净利润仅 1761 万元）；2016 年以来，公司部分牛磺酸进行了持续提价，且部分竞争对手临时停产，而公司牛磺酸销量持续增长，特别是二季度以来人民币贬值，可能对公司利润有部分增厚。我们判断，2016 年公司全年业绩有望突破 6000 万元，主要受益于以下几方面：

1) 牛磺酸销量持续稳增长，且在小品类、单寡头背景下，牛磺酸价格还有较大提升空间，特别是今年初或者去年末签订的一年期合同到期后，将以新的、较高价格签订，又能提供较大弹性；

2) 相比 2015 年，人民币贬值较多，能提供较多汇兑收益；

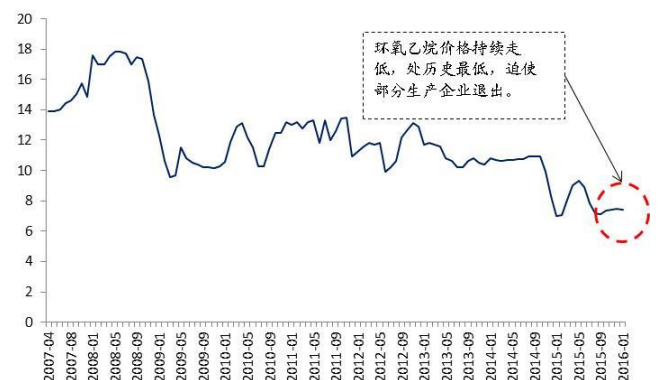
3) 环氧乙烷价格连续几年降低，但是行业正经历去产能化过程，未来价格可能会提升，预计公司环氧乙烷业务能够减亏，同时牛磺酸相比环氧乙烷，价格上涨幅度更大、更快。

图表 1：2007-2015 年永安药业牛磺酸销量以及价格



来源：公司公告、天风证券研究所（单位：吨、万元/吨）

图表 2：国内工业一级环氧乙烷平均价格



来源：wind、天风证券研究所（单位：千元/吨）

就目前来看，公司已经通过提前签订合同方式在低位锁定环氧乙烷采购价格，牛磺酸提价可直接增厚净利润。对于红牛等大型下游企业而言，公司一般提前签订合同来确定下一年全年牛磺酸供应价格，剩下的则根据市场环境变动。据我们测算，公司全年可以提价的牛磺酸销量占全年总销量的 50% 以上。

假设：

- 1) 公司 2016 年所销售的牛磺酸中共有 1.5 万吨可以提价；
- 2) 以 1.46 万元/吨（2015 年公司牛磺酸销售均价）为基准价格计算；
- 3) 单位生产成本不变。

可以发现：如果提价幅度在 5%-10% 之间，可以增加净利润 1095 万元-2190 万

元。

图表 3: 牛磺酸涨价对公司净利润影响的敏感性分析

提价幅度	0	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
价格: 万元/吨	1.46	1.53	1.61	1.68	1.75	1.90	2.04	2.19	2.34	2.48	2.63
增厚净利润: 万元	0	1095	2190	3285	4380	6570	8760	10950	13140	15330	17520

资料来源: 天风证券研究所

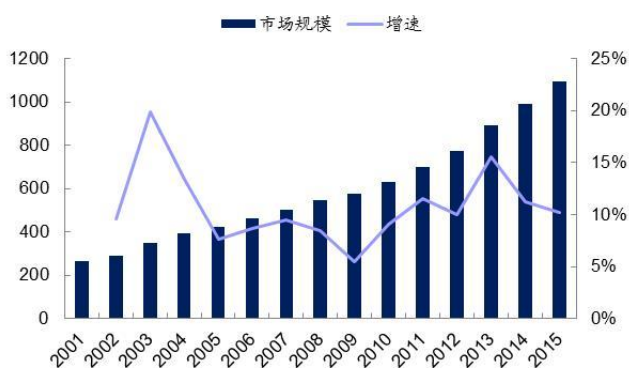
保健品业务: 受益新保健食品法, 稳步推进, 未来有望放量

新保健食品法的最大受益者之一就是进口补充维生素、矿物质等营养物质的国内保健品企业, 而公司所代理的健美生品牌恰好是加拿大健康食品第一品牌和世界三大维生素营养保健品企业之一。

健美生在加拿大的市占率高达 26.9%, 其中维生素 B、C、A、D, 钙类保健食品, 以及矿物质类保健食品在加拿大市占率均第一。其中, 维生素产品市占率均在 40%以上。同时, 健美生在中国已有 10 年发展历史, 拥有 40 余家线下经销商, 以及 100 余家与高端超市合营的销售网点。随着新法规 7 月 1 日开始实施, 公司将可以大力推广健美生品牌。

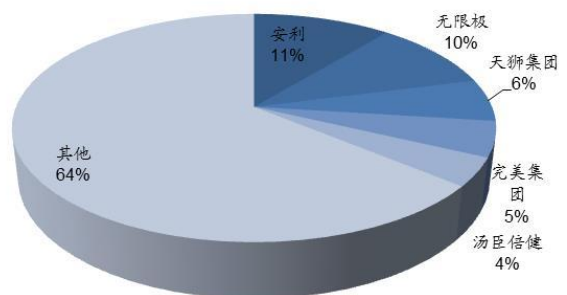
此外, 公司还代理美国 SUMMIT 的产品, 后者是被称为“氨糖之父”, 其氨糖类产品在国内外尚属新品, 需求十分旺盛。同时, 公司还有拥有自主研发保健食品 12 款。其中, 永安康健牌易加泡腾片、永安康健牌牛磺酸粉、思涌®牛磺酸咀嚼片已于 2015 年下半年拿到蓝帽子批文。

图表 4: 中国膳食补充剂市场规模及其变化 (亿元)



来源: Euromonitor、天风证券研究所

图表 5: 2014 年国内膳食补充剂市场竞争格局



来源: Euromonitor、天风证券研究所

图表 6：永安康健牌保健品示意图



来源：公司官网、天风证券研究所

转型在路上：万亿健康养老领域谋发展

目前公司已经出资 1 亿元成立投资基金，向健康养老等领域拓展，以寻求更大的发展。短期虽无盈利，但可提估值。养老产业潜在市场规模达万亿，人口老龄化下，市场还存在非常大的缺口，仅床位缺口高达 202 万张，还不包括康复医院等配套设施。

投资建议：牛磺酸持续涨价带来业绩高弹性，且转型可期

不考虑外延，预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.35/0.45/0.52 元。考虑到公司核心产品牛磺酸价格持续上涨，保健品业务稳步推进，且存较强外延预期。参考同类小市值转型公司的平均水平，给予公司 5.4 倍市净率，对应目标价 32 元。

图表 7：永安药业估值分析

公司	PB	16 年 PE	市值（亿元）	转型方向
金达威	6.1	31	89.9	保健品
量子高科	10.0		71.8	大健康
保龄宝	3.1	44	45.0	教育
龙力生物	2.3	47	67.8	互联网+大健康
均值	5.4	41	68.6	
永安药业	3.5	61	39.3	保健品、大健康

来源：wind、天风证券研究所（除了永安药业以外，其他均取自 wind 一致预测）

附录：负责人及团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。多家消费品产业基金外部顾问。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

图表 8: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	30.63	59.40	103.65	143.63	145.96	营业收入	658.42	555.89	620.79	763.98	955.31
应收账款	77.02	87.34	96.21	64.61	136.48	营业成本	556.79	457.31	470.25	568.48	710.75
预付账款	26.24	12.81	75.39	8.78	90.96	营业税金及附加	2.65	4.73	5.28	6.50	8.12
存货	43.74	52.87	16.28	75.34	31.18	营业费用	30.34	46.33	31.04	38.20	55.89
其他	289.60	302.92	271.66	288.05	291.20	管理费用	40.31	46.24	51.64	63.56	79.47
流动资产合计	467.21	515.34	563.18	580.42	695.78	财务费用	-1.11	-7.36	-1.78	-2.70	-3.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	8.69	8.63	5.98	7.77	7.46
固定资产	622.27	587.48	582.49	596.07	607.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	10.23	6.41	39.85	71.91	73.15	投资净收益	11.98	13.39	13.39	13.39	13.39
无形资产	79.15	82.73	78.67	74.61	70.55	其他	-23.95	-26.78	-26.78	-26.78	-26.78
其他	8.16	11.02	8.55	8.29	8.27	营业利润	32.73	13.40	71.76	95.57	110.16
非流动资产合计	719.82	687.65	709.56	750.88	759.77	营业外收入	6.23	7.68	6.53	6.81	7.00
资产总计	1,187.03	1,202.99	1,272.74	1,331.31	1,455.55	营业外支出	1.77	0.21	0.80	0.93	0.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	37.19	20.86	77.49	101.45	116.52
应付账款	33.52	45.21	57.58	51.94	86.28	所得税	5.46	3.68	13.46	17.62	20.24
其他	16.02	13.75	18.39	15.80	22.52	净利润	31.72	17.61	64.56	84.76	97.71
流动负债合计	49.54	58.96	75.97	67.74	108.80	少数股东损益	0.00	-0.43	-0.53	-0.93	-1.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	31.72	17.18	64.03	83.83	96.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.17	0.09	0.35	0.45	0.52
其他	29.60	24.53	29.18	27.77	27.16						
非流动负债合计	29.60	24.53	29.18	27.77	27.16	主要财务比率					
负债合计	79.14	83.50	105.15	95.51	135.96		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	4.07	3.54	2.60	1.18	成长能力					
股本	187.00	187.00	187.00	187.00	187.00	营业收入	25.96%	-15.57%	11.67%	23.07%	25.04%
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57	营业利润	45.99%	-59.08%	435.70%	33.18%	15.27%
留存收益	918.96	925.36	977.06	1,046.20	1,131.42	归属于母公司净利润	37.88%	-44.48%	266.56%	31.29%	15.28%
其他	-602.64	-601.50	-604.57	-604.57	-604.57	获利能力					
股东权益合计	1,107.89	1,119.49	1,167.59	1,235.80	1,319.59	毛利率	15.44%	17.73%	24.25%	25.59%	25.60%
负债和股东权益总计	1,187.03	1,202.99	1,272.74	1,331.31	1,455.55	净利率	4.82%	3.17%	10.40%	11.09%	10.23%
						ROE	2.86%	1.58%	5.55%	6.87%	7.41%
						ROIC	2.84%	0.46%	5.50%	7.26%	8.15%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	6.67%	6.94%	8.26%	7.17%	9.34%
净利润	31.72	17.18	64.56	84.76	97.71	净负债率	-0.15%	4.33%	2.06%	0.12%	-3.65%
折旧摊销	55.65	69.78	36.55	38.97	41.43	流动比率	9.43	8.74	7.41	8.57	6.39
财务费用	0.00	0.00	-1.78	-2.70	-3.16	速动比率	8.55	7.84	7.20	7.46	6.11
投资损失	-11.98	-13.39	-13.39	-13.39	-13.39	营运能力					
营运资金变动	-138.60	-38.48	19.61	12.80	-72.89	应收账款周转率	9.67	6.76	6.76	9.50	9.50
其它	82.47	35.52	-0.53	-0.93	-1.43	存货周转率	18.89	11.51	17.95	16.68	17.94
经营活动现金流	19.26	70.61	105.01	119.51	48.27	总资产周转率	0.55	0.47	0.50	0.59	0.69
资本支出	69.73	40.54	55.35	81.41	50.61	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.17	0.09	0.35	0.45	0.52
其他	-176.89	-75.84	-101.96	-148.02	-87.22	每股经营现金流	0.10	0.38	0.56	0.64	0.26
投资活动现金流	-107.16	-35.29	-46.61	-66.61	-36.61	每股净资产	5.92	5.96	6.22	6.59	7.05
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	3.04	8.50	-1.29	2.70	3.16	市盈率	122.02	219.78	59.96	45.67	39.62
其他	-8.65	-15.22	-12.86	-15.62	-12.49	市净率	3.49	3.47	3.33	3.14	2.94
筹资活动现金流	-5.61	-6.72	-14.15	-12.92	-9.33	EV/EBITDA	25.42	52.48	35.33	28.23	25.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	70.15	658.65	53.78	40.08	34.75
现金净增加额	-93.51	28.59	44.25	39.98	2.33						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)