证券研究报告

公司点评

永安药业（002365）

不明诉讼对公司转型发展影响有限，持续看好被举牌后的价值提升

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	23.97 元
目标价格:	40-43 元

事项： 9月10日，公司公告称公司从美国普盈律师事务所驻上海代表处获悉公司在美国新泽西地区地方法院因涉嫌专利侵权被起诉。原告声称公司的牛磺酸产品侵犯了其在美国的“450专利”和“451专利”，专利内容主要为牛磺酸的新型制造工艺。目前，公司尚未收到美国司法机构的正式诉讼文件。

投资要点：

我们判断，这只是一个提示性公告，公司所涉及的诉讼案有很多地方都未明确，而且公司至今尚未收到正式诉讼文件，对公司经营影响有限，牛磺酸仍将继续提价，为公司带来业绩高弹性。上半年公司牛磺酸平均涨价约10%左右，但仍为历史最高价的一半左右，后续价格仍会持续上涨。此外，9月份公司第一批1年期长期合同到期，将会以更高的价格续签，可为公司持续带来业绩高弹性。我们测算，牛磺酸提价幅度在10%-50%之间（仅考虑今年一半的销量可以提价），可以增加净利润2190万元-1.1亿元。此外，伴随价格上涨，公司环氧乙烷业务有望减亏，预计扭亏后业绩可以至少增厚4000万元左右。

同时，如果公司未来进入诉讼程序，我们判断这也不影响公司的转型发展。目前，曾经参与韵达货运借壳上市以及多家上市公司的外延并购发展的上元资本已经对公司举牌，将推动公司加快转型发展步伐，这一价值也正得到市场的认可。目前同类小市值转型公司的平均市净率在5.4倍左右。考虑到公司自有业务业绩弹性高，且外部举牌推动公司外延发展提速，给予公司6.5-7倍市净率（原为5.4倍），对应目标价为40-43元（以最新每股净资产6.15元计算），对应67%-79%空间。

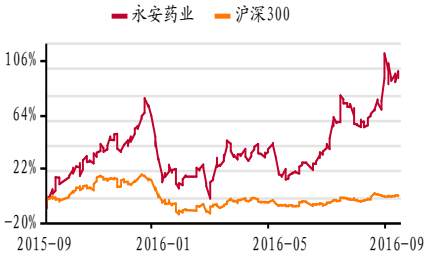
➢ **风险提示：** 转型发展低于预期；食品安全问题。

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	64.50	84.52	97.19
增长率（%）	37.88%	-44.48%	266.21%	31.05%	14.98%
EPS（元/股）	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52
市盈率（P/E）	150.20	270.53	73.87	56.37	49.03
市净率（P/B）	4.30	4.27	4.12	3.92	3.72
EV/EBITDA	25.42	52.48	43.78	35.16	31.33

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）	3,690
每股净资产（元）	6.15
资产负债率（%）	5.68
一年内最高/最低（元）	29.30/12.98

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

刘健 联系人
电话：
邮箱：liujian@sh.tfzq.com

相关报告

1、《永安药业（002365）\医药生物行业》2016.08.26

2、《永安药业（002365）\医药生物行业》2016.08.23

3、《永安药业（002365）\医药生物行业》2016.08.04

报告信息

未明确诉讼对公司影响有限，继续看好公司产品持续涨价带来的高弹性，以及转型发展大空间

我们认为，此次诉讼公告只是一个提示，公司并未收到正式诉讼书，且很多问题尚未明确，无需过多担心，且对公司未来转型发展影响有限。一方面，公司牛磺酸会继续涨价，且今年 9 月份第一批 1 年期长期合同到期后，公司又能以更高的价格续签合同，可为公司带来业绩高弹性。根据我们的测算，今年公司牛磺酸提价幅度在10%-50%之间（仅考虑全年一半销量可以提价），可以增加净利润 2190 万元-1.1 亿元。

图表 1：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：公司公告、天风证券研究所

另一方面，公司转型发展战略明确，而且实力雄厚的上元资本已经对公司举牌。在上元资本的推动下，公司可能会加快转型发展。可能的两种现象就是，上元资本通过二级市场获取更大的话语权或者与公司大股东达成一致，向上市公司注入优质资产；另一种可能就是，上市公司大股东为了避免丧失对公司的控制权，会被迫加快转型发展，外延投资项目并加强自有持股比例。无论是哪种情况发生，都将有助于将上市公司做大做强，实现市值的飞跃提升。

上元资本介绍：曾参与韵达货运借壳上市，以及多家上市公司的外延发展投资

深圳市上元资本管理有限公司是一家经中国证券投资基金业协会登记备案的专业私募投资基金管理机构，致力于为境内外高净值客户提供优质的资产管理服务。上元资本善于把握中国资本市场的内在规律和趋势，广泛开展定增、并购重组、二级市场投资、非上市公司股权投资等业务。投资领域覆盖医疗健康、新材料、互联网、高端装备制造、文化教育产业、TMT 等新兴行业。在过去一年内，上元资本进入了新海股份、卓翼科技等上市公司的股东名单，对这些公司外延并购发展起到了非常重要的作用。特别是新海股份，在上元资本进入的第二年，就被韵达货运借壳上市。

图表 2：上元资本参与上市公司投资情况一览

时间	相关上市公司	事件
2015 年	新海股份	在 2015 年报中，上元资本出现在新海股份十大股东之列，成为第二大股东。2016 年 7 月 2 日，新海股份通过发行股份购买了韵达货运 100%股权，帮助后者成功实现借壳上市。
2016 年 2 月 18 日	卓翼科技	上元资本出现在卓翼科技的非公开发行方案中，以 7.81 元/股的价格认购公司 2433 万股。公司共募集 7.6 亿元，用于智能制造项目、创新支持平台项目等
2016 年 7 月 19 日	湖南某新材料公司	上元资本及社会投资者或金融机构与该公司共同投资设立红元新材料并购基金，以在更发的范围内寻求与该公司具有战略协同效用的投资和并购标的。此外，在公司当天发布的非公开预案中，深圳市锐德创投股权投资基金（上元资本是其普通合伙人）以现金认购 2203 万股。
2016 年 8 月 24 日	永安药业	上元资本通过二级市场增持永安药业股份，达到 5%的比例。

来源：公司公告、天风证券研究所

投资分析：外部举牌推动转型提速，且牛磺酸涨价持续带来业绩高弹性，维持目标价 40-43 元

我们认为公司核心产品牛磺酸持续涨价带来业绩高弹性，且环氧乙烷业务逐步减亏，扭亏后至少可增厚业绩 4000 万元左右。同时，公司保健品业务借助于国际巨头健美生稳步推进。此外，本次诉讼事件还未进入实质性推进阶段，且未来对公司转型发展大方向影响也十分有限。

不考虑外延，预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.34/0.45/0.52 元。目前同类小市值转型公司的平均市净率在 5.4 倍左右。考虑到公司自有业务业绩弹性高，且外部举牌推动公司外延发展提速，给予公司 6.5-7 倍市净率（原为 5.4 倍），对应目标价为 40-43 元（以最新每股净资产 6.15 元计算）。

图表 3：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	6.3	32	92.6	保健品
量子高科	10.1		72.8	大健康
保龄宝	3.1	47	45.2	教育
龙力生物	2.4	49	70.1	互联网+大健康
均值	5.4	43	70.2	
永安药业	3.8	68	43.3	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，数据更新至 8 月 24 日）

附录：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。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。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。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014 年 5 月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于 2016 年 8 月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine Universitiy, 取得金融学硕士学位。2015 年 12 月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014 年 11 月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016 年 8 月，正式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 4：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	30.63	59.40	96.75	124.58	108.12
应收账款	77.02	87.34	96.21	64.61	136.48
预付账款	26.24	12.81	75.39	8.78	90.96
存货	43.74	52.87	16.28	75.34	31.18
其他	289.60	302.92	271.66	288.05	291.20
流动资产合计	**467.21**	**515.34**	**556.29**	**561.37**	**657.94**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	622.27	587.48	582.49	596.07	607.80
在建工程	10.23	6.41	39.85	71.91	73.15
无形资产	79.15	82.73	78.67	74.61	70.55
其他	8.16	11.02	8.55	8.29	8.27
非流动资产合计	**719.82**	**687.65**	**709.56**	**750.88**	**759.77**
资产总计	**1,187.03**	**1,202.99**	**1,265.85**	**1,312.26**	**1,417.71**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	33.52	45.21	57.58	51.94	86.28
其他	16.02	13.75	18.39	15.80	22.52
流动负债合计	**49.54**	**58.96**	**75.97**	**67.74**	**108.80**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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**
负债合计	**79.14**	**83.50**	**105.15**	**95.51**	**135.96**
少数股东权益	0.00	4.07	3.54	2.61	1.19
股本	187.00	187.00	187.00	187.00	187.00
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57
留存收益	918.96	925.36	970.16	1,027.14	1,093.56
其他	-602.64	-601.50	-604.57	-604.57	-604.57
股东权益合计	**1,107.89**	**1,119.49**	**1,160.70**	**1,216.75**	**1,281.75**
负债和股东权益总计	**1,187.03**	**1,202.99**	**1,265.85**	**1,312.26**	**1,417.71**

现金流量表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.72	17.18	64.50	84.52	97.19
折旧摊销	55.65	69.78	36.55	38.97	41.43
财务费用	0.00	0.00	-1.70	-2.41	-2.54
投资损失	-11.98	-13.39	-13.39	-13.39	-13.39
营运资金变动	-138.60	-38.48	19.61	12.80	-72.89
其它	82.47	35.52	-0.53	-0.93	-1.42
经营活动现金流	**19.26**	**70.61**	**105.03**	**119.56**	**48.38**
资本支出	69.73	40.54	55.35	81.41	50.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-176.89	-75.84	-101.96	-148.02	-87.22
投资活动现金流	**-107.16**	**-35.29**	**-46.61**	**-66.61**	**-36.61**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.04	8.50	-1.36	2.41	2.54
其他	-8.65	-15.22	-19.69	-27.54	-30.77
筹资活动现金流	**-5.61**	**-6.72**	**-21.06**	**-25.13**	**-28.23**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-93.51**	**28.59**	**37.36**	**27.82**	**-16.46**

利润表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**658.42**	**555.89**	**620.79**	**763.98**	**955.31**
营业成本	556.79	457.31	470.25	568.48	710.75
营业税金及附加	2.65	4.73	5.28	6.50	8.12
营业费用	30.34	46.33	31.04	38.20	55.89
管理费用	40.31	46.24	51.64	63.56	79.47
财务费用	-1.11	-7.36	-1.70	-2.41	-2.54
资产减值损失	8.69	8.63	5.98	7.77	7.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.98	13.39	13.39	13.39	13.39
其他	-23.95	-26.78	-26.78	-26.78	-26.78
营业利润	**32.73**	**13.40**	**71.69**	**95.29**	**109.54**
营业外收入	6.23	7.68	6.53	6.81	7.00
营业外支出	1.77	0.21	0.80	0.93	0.65
利润总额	**37.19**	**20.86**	**77.41**	**101.17**	**115.90**
所得税	5.46	3.68	13.45	17.57	20.13
净利润	**31.72**	**17.61**	**64.50**	**84.52**	**97.19**
少数股东损益	0.00	-0.43	-0.53	-0.93	-1.42
归属于母公司净利润	**31.72**	**17.18**	**63.96**	**83.59**	**95.77**
每股收益（元）	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	25.96%	-15.57%	11.67%	23.07%	25.04%
营业利润	45.99%	-59.08%	435.13%	32.92%	14.96%
归属于母公司净利润	37.88%	-44.48%	266.21%	31.05%	14.98%
获利能力					
毛利率	15.44%	17.73%	24.25%	25.59%	25.60%
净利率	4.82%	3.17%	10.39%	11.06%	10.17%
ROE	2.86%	1.58%	5.57%	6.96%	7.59%
ROIC	2.84%	0.46%	5.50%	7.26%	8.15%
偿债能力					
资产负债率	6.67%	6.94%	8.31%	7.28%	9.59%
净负债率	-0.15%	4.33%	2.08%	0.69%	-2.27%
流动比率	9.43	8.74	7.32	8.29	6.05
速动比率	8.55	7.84	7.11	7.18	5.76
营运能力					
应收账款周转率	9.67	6.76	6.76	9.50	9.50
存货周转率	18.89	11.51	17.95	16.68	17.94
总资产周转率	0.55	0.47	0.50	0.59	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52
每股经营现金流	0.10	0.38	0.56	0.64	0.26
每股净资产	5.92	5.96	6.19	6.49	6.85
估值比率					
市盈率	150.20	270.53	73.87	56.37	49.03
市净率	4.30	4.27	4.12	3.92	3.72
EV/EBITDA	25.42	52.48	43.78	35.16	31.33
EV/EBIT	70.15	658.65	66.65	49.91	43.46

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)