

永安药业 (002365)

证券研究报告

2016年12月28日

激励方案顺利通过，各方利益一致可加速转型

事项：27日，公司临时股东大会审议通过了《关于公司<2016年限制性股票激励计划（草案修订稿）>及其摘要的议案》，《关于公司<2016年限制性股票激励计划实施考核管理办法（修订稿）>的议案》，《关于提请股东大会授权董事会办理股权激励相关事宜的议案》。

激励方案通过表明各方利益走向一致，有望推动转型提速，实现共赢

早在公司第一次公布股权激励方案时，我们就判断未来上元与公司之间大概率会达成和解，推动转型提速，实现共赢。而且从现有推进进度来看，也恰好说明了这一点。一方面，公司主动修改股权激励方案，表明开放态度；另一方面，方案股东大会通过又表明上元与公司合作态度。我们判断，未来在原有股东和管理层利益得到保障的情况下，上元引入项目，有望推动公司转型提速。

牛磺酸供需偏紧，持续提价带来业绩高弹性

牛磺酸属于小品类，单寡头格局，全市场产能6万多吨，永安药业大概占50%。我们认为，在国内环保监管趋严的背景下，产能扩增已非常困难，且小企业可能面临关停风险（今年上半年第二大厂家因环保问题就被关停了3个月）；而在下游需求稳增的背景下，未来牛磺酸有可能长期保持供给偏紧状态，价格可持续向上提升（现在产品价格2-2.5万元/吨，而历史最高价在4-5万元/吨）。我们判断，今年公司牛磺酸1年期合同到期后，将能以更高的价格续签，可为公司持续带来业绩高弹性。

投资分析：牛磺酸业绩释放提供安全边际，转型带来巨大空间，提高目标价至48元，98%空间

我们预测，明年牛磺酸有望贡献1.5亿元以上利润，具有一定安全边际。考虑到公司自身转型意愿强烈，各方利益一致，公司转型发展确定性进一步提升，且自有业务业绩弹性大，给予公司7.7倍市净率（原为7.5倍），提高目标价至48元（原为47元），对应现价还有98%空间。

风险提示：食品安全问题，政策风险。

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	929.13
增长率(%)	25.96	(15.57)	11.67	23.07	21.62
EBITDA(百万元)	87.27	75.82	101.68	130.46	152.81
净利润(百万元)	31.72	17.61	60.65	83.40	100.99
增长率(%)	37.88	(44.48)	244.38	37.51	21.09
EPS(元/股)	0.17	0.09	0.32	0.45	0.54
市盈率(P/E)	142.66	256.94	74.61	54.26	44.81
市净率(P/B)	4.08	4.06	3.92	3.74	3.54
市销率(P/S)	6.87	8.14	7.29	5.92	4.87
EV/EBITDA	25.42	52.48	43.31	33.83	28.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.2元
目标价格	48元
上次目标价	47元

基本数据

总股本(百万股)	187.00
流通股本(百万股)	153.95
总市值(百万元)	4,525.40
流通A股市值(百万元)	3,725.47
每股净资产(元)	6.21
资产负债率(%)	5.82
一年内最高/最低(元)	30.00/12.98

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
刘健	联系人
liujian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永安药业-季报点评:转型发展预期强烈，且牛磺酸提价空间大可带来业绩高弹性》2016-10-27
- 《永安药业-公司点评:上元资本继续增持带来转型发展高确定性，且牛磺酸持续涨价催生业绩高弹性》2016-10-10
- 《永安药业-公司点评: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》2016-09-20



1. 激励方案通过表明各方利益走向一致，有望推动转型提速，实现共赢

早在公司第一次公布股权激励方案时，我们就判断未来上元与公司之间大概率会达成和解，推动转型提速，实现共赢。而且从现有推进进度来看，也恰好说明了这一点。我们判断，未来在原有股东和管理层利益得到保障的情况下，上元引入项目，有望推动公司转型提速。

- **上市公司开放态度：**上元对公司两次举牌，持股比例提升至 10%，公司抛出股权激励方案。随后，又对股权激励方案中的业绩考核目标进行上调，虽然调整幅度不大。但是，我们判断，这可能是公司与上元沟通后所作出的让步，表明公司开放心态，愿意在外部机构推动下转型。
- **上元资本合作态度：**在激励方案作出调整后，临时股东大会顺利通过激励方案，足以表明上元与公司正逐渐和解，各方利益正走向一致。

上元资本介绍：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。

表 1：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。
2016.2.18	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
2016.7.19	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。
2016.8.24	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。
2016.12.27	恒大高新	上元资本二级市场增持恒大高新股份，持股比例达到 5%。

来源：公司公告、天风证券研究所

2. 牛磺酸供需偏紧，持续提价带来业绩高弹性

行业角度，牛磺酸供给偏紧，价格有望持续提升：牛磺酸属于小品类，单寡头格局，全市场产能 6 万多吨。现在主要有三大生产企业，永安药业（产能在 3.4 万吨左右，包括老厂）、湖北富驰、江阴华昌等。我们认为，在国内环保监管趋严的背景下，产能扩增已非常困难，且小企业可能面临关停风险；而在下游需求稳增的背景下，未来牛磺酸有可能长期保持供给偏紧状态，价格可持续向上提升（现在产品价格 在 2-2.5 万元/吨，而历史最高价在 4-5 万元/吨）。

我们判断，公司今年牛磺酸平均提价幅度在 10% 左右，后续会采取小幅提价方式逐步提高售价。而且，今年 1 年期合同到期后，将能以更高的价格续签，可为公司持续带来业绩高

弹性。我们测算，提价幅度在 10%-50%之间，可以增加净利润 2190 万元-1.1 亿元，预计明年牛磺酸可贡献 1.5 亿利润。

表 2：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（以上预测以 2015 年为基数，且仅考虑 1.5 万吨产品可以提价，且成本不变）

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 University，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。

刘畅：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责大食品和大白酒的研究。先后在东方基金，泰达宏利基金担任食品饮料分析师。毕业于英国杜伦大学金融学取得硕士学位。2016 年 9 月，正式加入天风证券研究所。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	30.63	59.40	118.29	106.94	140.76	营业收入	658.42	555.89	620.79	763.98	929.13
应收账款	77.02	87.34	71.31	79.30	103.87	营业成本	556.79	457.31	470.25	568.48	691.28
预付账款	26.24	12.81	75.39	8.78	88.22	营业税金及附加	2.65	4.73	5.28	6.50	7.90
存货	43.74	52.87	16.28	75.34	28.26	营业费用	30.34	46.33	37.87	45.84	54.82
其他	289.60	302.92	272.38	287.63	291.79	管理费用	40.31	46.24	49.66	57.30	69.68
流动资产合计	467.21	515.34	553.65	557.99	652.90	财务费用	(1.11)	(7.36)	(1.94)	(2.46)	(2.70)
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	67.07	93.95	114.08
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	1,263.21	1,308.87	1,412.67	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	72.80	99.83	120.44
应付账款	33.52	45.21	57.58	51.94	82.49	所得税	5.46	3.68	12.65	17.34	20.92
其他	16.02	13.75	18.39	15.80	22.11	净利润	31.72	17.18	60.15	82.49	99.52
流动负债合计	49.54	58.96	75.97	67.74	104.60	少数股东损益	0.00	(0.43)	(0.50)	(0.92)	(1.48)
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	17.61	60.65	83.40	100.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.17	0.09	0.32	0.45	0.54
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	131.76		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	4.07	3.57	2.65	1.17	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%	21.62%
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57	营业利润	45.99%	-59.08%	400.69%	40.06%	21.43%
留存收益	918.96	925.36	967.49	1,023.72	1,092.74	归属于母公司净利润	37.88%	-44.48%	244.38%	37.51%	21.09%
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	1,158.06	1,213.37	1,280.91	毛利率	15.44%	17.73%	24.25%	25.59%	25.60%
负债和股东权益总	1,187.03	1,202.99	1,263.21	1,308.87	1,412.67	净利率	4.82%	3.17%	9.77%	10.92%	10.87%
						ROE	2.86%	1.58%	5.25%	6.89%	7.89%
						ROIC	2.84%	0.46%	5.12%	7.32%	8.37%
						偿债能力					
						资产负债率	6.67%	6.94%	8.32%	7.30%	9.33%
						净负债率	-0.15%	4.33%	2.08%	-1.08%	-0.89%
						流动比率	9.43	8.74	7.29	8.24	6.24
						速动比率	8.55	7.84	7.07	7.13	5.97
						营运能力					
						应收账款周转率	9.67	6.76	7.83	10.15	10.15
						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	0.68
						每股指标(元)					
						每股收益	0.17	0.09	0.32	0.45	0.54
						每股经营现金流	0.10	0.38	0.67	0.43	0.53
						每股净资产	5.92	5.96	6.17	6.47	6.84
						估值比率					
						市盈率	142.66	256.94	74.61	54.26	44.81
						市净率	4.08	4.06	3.92	3.74	3.54
						EV/EBITDA	25.42	52.48	43.31	33.83	28.65
						EV/EBIT	70.15	658.65	67.60	48.24	39.31

资料来源:公司公告, 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。

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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com