

# 永安药业 (002365)

证券研究报告

2017年06月14日

格局全面优化，供需缺口加大，价格加速上涨，小品类单寡头优势尽显

## 供需结构失衡，牛磺酸强势涨价启动

五月底的时候欧洲地区报价已经到 7 美元/kg，四月份的时候 6 美金/kg 的水平，去年牛磺酸的平均价是 2.6 美元/kg，今年一季度时候迅速上涨到 5.5 美元/kg，价格的快速上涨符合我们前期的判断。

## 需求端缺口放大，预计有 30%-35%

除了环保限产导致产能收缩 15%，需求端今年意外增长 30%以上（之前预计 15-20%，主要是怪兽在中国放量，脉动也在出牛磺酸饮料，另外今年饲料中抗生素限制使用后，牛磺酸有较好替代效）；还有科学化水产养殖大力发展，饲料中牛磺酸的普及率会提高，供需缺口变大到 30%-35%。

## 牛磺酸小品种+永安单寡头优势，提价容易

牛磺酸在下游客户产品中添加比例极低，属于食品添加剂中的小品种。添加比例低导致下游客户对价格不敏感，为提价提供可能。永安药业牛磺酸全球市场占比达 50%，具备单寡头优势，提价容易，不会出现行业集中度低，公司间相互抑制，提价困难的情况。各家也有对利润有要求，采取涨价策略，目前换货价格超过 6 美元/Kg。因此牛磺酸的供给依然不足，功能性饮料需求增长很快、抗生素被限制使用都造成了供需的缺口。

## 投资判断：增速加快，格局优化，小品类单寡头优势尽显

永安目前实际份额预计到 18 年达到 70%以上，今年一季度已经大超预期，按照指引 Q2 环比增 80%以上，这个趋势将延续，预计明年价格将全面超过 8 美元/公斤，我们更新永安药业的牛磺酸 17 年，18 年整体价格将较 16 年提升 1.2 美元/kg 和 3.3 美元/kg（之前预计提升 1.1 美元/和 2.9 美元/kg），考虑环氧乙烷和健美森代理减亏，上调 17-19 年净利润至 2.46 亿元，3.31 亿元和 4.42 亿元。考虑业绩增速加快，给予 18 年 25 倍估值，上调 6 个月目标价至 42 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**转型发展低于预期，提价不达预期，食品安全问题。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	555.89	549.40	1,455.91	1,827.17	2,503.22
增长率(%)	(15.57)	(1.17)	165.00	25.50	37.00
EBITDA(百万元)	75.82	126.25	303.58	398.10	527.11
净利润(百万元)	17.61	62.30	245.85	331.37	441.93
增长率(%)	(44.48)	253.71	294.63	34.79	33.37
EPS(元/股)	0.09	0.32	1.25	1.69	2.25
市盈率(P/E)	311.20	87.98	22.30	16.54	12.40
市净率(P/B)	4.91	4.67	4.08	3.49	2.93
市销率(P/S)	9.86	9.98	3.76	3.00	2.19
EV/EBITDA	52.48	36.32	17.85	12.46	9.52

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	28.61 元
目标价格	42 元
上次目标价	40 元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	196.46
流通 A 股股本(百万股)	154.21
A 股总市值(百万元)	5,620.58
流通 A 股市值(百万元)	4,411.84
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	14.39
一年内最高/最低(元)	30.00/15.91

## 作者

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

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《永安药业-公司研究简报:小品类单寡头优势尽显，战略看好》2017-05-15
- 《永安药业-公司研究简报:核心产品涨价有望推动业绩持续超预期，且外延可期》2017-03-19
- 《永安药业-公司点评:激励方案顺利通过，各方利益一致可加速转型》2016-12-28

## 内容目录

1. 牛磺酸价格一个月上涨接近 20%，提价空间大 .....	3
1.1. 行业价格快速上扬 .....	3
1.2. 预计单寡头永安未来会逐步提价 .....	3
2. 需求端缺口放大，预计有 30%-35%.....	4
2.1. 功能性饮料扩张扩大了牛磺酸的消费频次.....	4
2.2. 水产养殖饲料需求放大牛磺酸需求缺口 .....	4
2.3. 继续看好 17 年牛磺酸涨价带来的业绩高弹性 .....	5
3. 投资判断：增速加快，未来定价权不断强化 .....	5

## 图表目录

图 1：全球牛磺酸市场竞争格局.....	3
图 2：永安药业牛磺酸销量及价格（万吨，万元） .....	4
图 3：维生素 B2 价格走势（元/千克） .....	4
图 4：全球牛磺酸在不同领域的应用.....	5
表 1：牛磺酸涨价对公司净利润影响的敏感性分析 .....	5

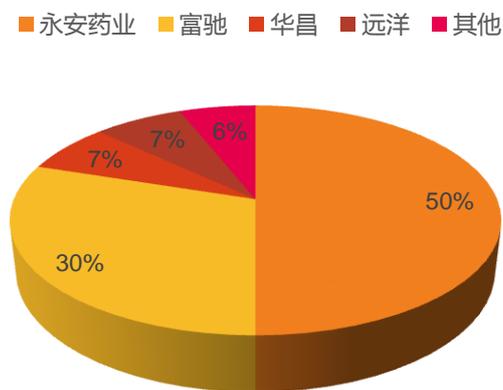
## 1. 牛磺酸价格一个月上涨接近 20%，提价空间大

### 1.1. 行业价格快速上扬

牛磺酸提价逻辑逐渐兑现，五月底的时候欧洲地区报价已经到 7 美元/kg，四月份的时候 6 美金/kg 的水平，去年牛磺酸的平均价是 2.6 美元/kg，今年一季度时候迅速上涨到 5.5 美元/kg，价格的快速上涨符合我们前期的判断。永安主要对手远大拿到批文复产，这个产能恢复主要是对之前已有 1.5 万吨产能之外的 0.3 万吨进行补手续，之前也一直有生产，并无新产能出来。此外，远大有对利润有要求，采取涨价策略，目前换货价格超过 6 美元/Kg。因此牛磺酸的供给依然不足，功能性饮料需求增长很快，抗生素被限制使用，牛磺酸替代的需求未来会不断发酵。

有投资者担心竞争对手富驰增产会影响永安的行业地位，需要说明的是富驰此次只增加了 2000 吨左右产能，不影响供需关系，而且现在的核心是富驰全部产能必须按照永安一样环保标准，成本大幅提高，倒逼富驰采用和永安相近甚至更高价格。富驰以前是环保措施很少，使得成本很低，因此低价竞争想拿份额，目前这种思路已经无法延续，必须回归正常水平，富驰目前换货价格超过 6 美元/Kg，这是核心。

图 1：全球牛磺酸市场竞争格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 预计单寡头永安未来会逐步提价

从牛磺酸小品种特点以及永安药业的单寡头优势看，牛磺酸提价容易，阻力不大。

添加剂有大品种和小品种之分，主要是由其在下游客户产品中的添加比例决定，比如酵母就算是大品种，永安的牛磺酸和金禾实业的安赛蜜一类是小品种。由于添加量在下游客户产品中特别低，所以下游客户对价格并不敏感，为提价提供了可能。再看单寡头的优势。如果行业公司高度分散，互相抑制，提价是比较困难的，但是如果一家占有 50% 以上比例，具有了单寡头优势，那么提价相对容易，金禾实业，安琪酵母就是如此。

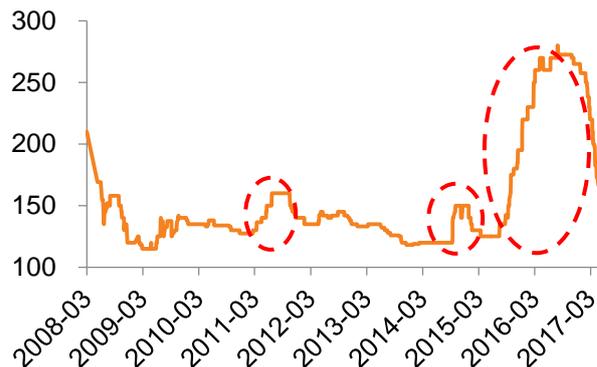
以核黄素（维生素 B2）市场为例，不仅具有小品类、单寡头特点，而且多次发生提价现象。全球核黄素需求量约 8000 吨，以 5% 以下的增速缓慢增长，且湖北某企业为全球核黄素龙头企业，产能全球最大，为 4800 吨。从 2008 年至今，核黄素出现过 3 次提价，提价幅度分别为 25.5%、27.1%、124%。

图 2：永安药业牛磺酸销量及价格（万吨，万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：维生素 B2 价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，未来牛磺酸价格仍有较大提升空间。这主要是基于以下几点分析：1) 近年来牛磺酸价格一直处底部，公司维持高价动力强；2) 环保监管趋严，新供给受限，且现有部分企业可能被迫退出，使得供应偏紧张，产品价格有望上升；3) 牛磺酸的原料开始上涨，牛磺酸上涨速度可能更快；3) 下游产品中牛磺酸添加量较低，从用量上来说下游行业对牛磺酸价格并不是非常敏感，例如，250ml 普通装红牛仅含 125mg 牛磺酸。

## 2. 需求端缺口放大，预计有 30%-35%

除了环保限产导致产能收缩 15%，需求端今年意外增长 30%以上（之前预计 15-20%，主要是怪兽在中国放量，脉动也在出牛磺酸饮料，另外今年饲料中抗生素限制使用后，牛磺酸有较好替代效），供需缺口变大到 30%-35%。

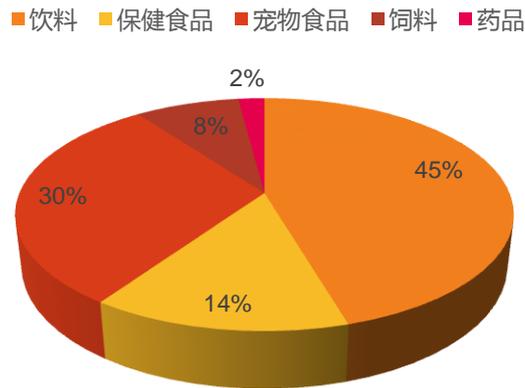
### 2.1. 功能性饮料扩张扩大了牛磺酸的消费频次

牛磺酸占下游比如红牛等产品的收入比例不到 0.5%，从 14 年以后价格基本稳定在 1.5 万元/吨（2.2 美元/KG），但是红牛等下游产品持续涨价。因此在价格长期处于底部之后，牛磺酸具有了提价动能。下游需求持续增加，怪兽饮料进入中国，由于其是碳酸口味功能性饮料对红牛份额的替代不多，因此预计怪兽在中国 3 年内将达到 30 亿元以上规模，其牛磺酸添加量大于红牛，功能性饮料的快速扩张使得牛磺酸的消费频次加大，增量空间放大。

### 2.2. 水产养殖饲料需求放大牛磺酸需求缺口

水产养殖包括人为控制下繁殖、培育、收获水生动植物。一般的水产养殖，即是人工饲养管理下苗种养成水产品的全过程。当今人类植物蛋白质中的 6%、动物性蛋白质中的 17%来自水产业，150 克的鱼可以为一个成年人提供约 50-60%的每日蛋白需求。在水产养殖中，牛磺酸主要被用作虾类诱食剂以及饲料添加剂，牛磺酸对鱼虾有明显的诱食作用，实验表明添加 0.4%牛磺酸的诱食效果最佳，极显著高于基础饵料组。我国水产养殖规模增速稳定在 2%左右的水平，未来也会更加注重养殖的科学性以及饲料的营养性，牛磺酸普及有望持续。综合来看，预计供给需求缺口将扩大至 30%-35%。

图 4：全球牛磺酸在不同领域的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 继续看好 17 年牛磺酸涨价带来的业绩高弹性

2016 年，公司收入略有下滑，主要是因为环氧乙烷产销倒挂，公司环氧乙烷开车运行时间较短，导致总收入下滑。实际上牛磺酸收入增速在双位数。

我们判断，当前以及未来一段时间内，全球牛磺酸都会处于供给偏紧状态。这主要是因为环保趋严，产能扩增难度大，且部分小企业甚至面临关停风险（2016 年第二大生产企业因环保问题停工几个月）。然后下游需求持续稳定增长，牛磺酸价格有望持续提升。简单测算，每吨牛磺酸提价 10% 将增厚业绩 2000 万元左右。随着 2017 年一年期订单以新的价格续签（预计提价幅度超过 10%），公司全年牛磺酸业绩贡献有望达到 1.6 亿元。

以 2016 年一年期长单平均价格为基数，按照一半销量提价计算（1.5 万吨），仅仅这部分产品提价 10%-20%，就可以增厚业绩 2850-5700 万元。

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

### 3. 投资判断：增速加快，未来定价权不断强化

基于对最新供需关系的判断及对价格的影响，永安目前实际份额预计到 18 年达到 70% 以上，具有全面定价权。今年一季度已经大超预期，按照指引 Q2 环比增 80% 以上，这个趋势将延续，预计明年价格将全面超过 8 美元/公斤，随着国家环保要求提高，永安对价格的话语权将进一步提升。

我们更新永安药业的牛磺酸 17 年，18 年整体价格将较 16 年提升 1.2 美元/kg 和 3.3 美元/kg（之前预计提升 1.1 美元/和 2.9 美元/kg），考虑环氧乙烷和健美森代理减亏，上调 17-19 年净利润至 2.46 亿元，3.31 亿元和 4.42 亿元。考虑业绩增速加快，给予 18 年 25 倍估值，上调 6 个月目标价至 42 元，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	59.40	89.01	116.47	495.25	433.35
应收账款	87.34	81.19	311.55	118.14	470.54
预付账款	12.81	20.09	97.21	21.45	145.44
存货	52.87	61.20	152.99	143.65	225.34
其他	302.92	379.21	347.84	343.70	369.06
<b>流动资产合计</b>	<b>515.34</b>	<b>630.70</b>	<b>1,026.07</b>	<b>1,122.19</b>	<b>1,643.72</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	587.48	551.68	524.02	495.59	466.69
在建工程	6.41	2.75	1.65	0.99	0.59
无形资产	82.73	78.90	74.90	70.91	66.91
其他	11.02	9.29	8.60	8.54	8.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>687.65</b>	<b>642.62</b>	<b>609.17</b>	<b>576.02</b>	<b>542.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,202.99</b>	<b>1,273.32</b>	<b>1,635.24</b>	<b>1,698.21</b>	<b>2,185.95</b>
短期借款	0.00	10.06	78.01	0.00	0.00
应付账款	45.21	40.57	157.50	86.37	258.53
其他	13.75	26.44	30.56	23.76	44.39
<b>流动负债合计</b>	<b>58.96</b>	<b>77.07</b>	<b>266.07</b>	<b>110.13</b>	<b>302.92</b>
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	24.53	19.15	24.43	22.70	22.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.53</b>	<b>19.15</b>	<b>24.43</b>	<b>22.70</b>	<b>22.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>83.50</b>	<b>96.22</b>	<b>290.49</b>	<b>132.83</b>	<b>325.01</b>
少数股东权益	4.07	3.76	1.33	(3.03)	(7.16)
股本	187.00	187.00	196.46	196.46	196.46
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57
留存收益	925.36	982.04	1,146.96	1,371.95	1,671.65
其他	(601.50)	(600.27)	(604.57)	(604.57)	(604.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,119.49</b>	<b>1,177.10</b>	<b>1,344.75</b>	<b>1,565.38</b>	<b>1,860.94</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,202.99</b>	<b>1,273.32</b>	<b>1,635.24</b>	<b>1,698.21</b>	<b>2,185.95</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	245.85	331.37	441.93
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(1.27)	(3.79)	(5.75)
投资损失	(13.39)	(14.65)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(38.48)	(91.21)	(240.81)	201.98	(390.83)
其它	35.52	57.02	(1.66)	(5.02)	(3.95)
<b>经营活动现金流</b>	<b>70.61</b>	<b>84.53</b>	<b>18.09</b>	<b>540.11</b>	<b>57.71</b>
资本支出	40.54	32.91	(5.28)	1.72	0.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(75.84)	(94.60)	21.19	17.54	16.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35.29)</b>	<b>(61.70)</b>	<b>15.91</b>	<b>19.26</b>	<b>16.87</b>
债权融资	0.00	10.06	78.01	0.00	0.00
股权融资	8.50	9.30	6.44	3.79	5.75
其他	(15.22)	(26.91)	(90.99)	(184.38)	(142.24)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6.72)</b>	<b>(7.55)</b>	<b>(6.54)</b>	<b>(180.59)</b>	<b>(136.48)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>28.59</b>	<b>15.29</b>	<b>27.46</b>	<b>378.78</b>	<b>(61.90)</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>555.89</b>	<b>549.40</b>	<b>1,455.91</b>	<b>1,827.17</b>	<b>2,503.22</b>
营业成本	457.31	408.45	1,043.60	1,279.02	1,752.25
营业税金及附加	4.73	7.23	12.47	15.90	22.03
营业费用	46.33	44.73	58.67	73.63	100.88
管理费用	46.24	47.73	87.65	110.00	150.69
财务费用	(7.36)	(8.07)	(1.27)	(3.79)	(5.75)
资产减值损失	8.63	1.56	1.65	1.32	1.21
公允价值变动收益	0.00	0.52	0.78	(0.66)	0.18
投资净收益	13.39	14.65	17.47	17.94	17.23
其他	(26.78)	(30.34)	(36.50)	(34.56)	(34.82)
<b>营业利润</b>	<b>13.40</b>	<b>62.95</b>	<b>271.40</b>	<b>368.37</b>	<b>499.32</b>
营业外收入	7.68	11.97	16.87	17.34	17.00
营业外支出	0.21	1.59	1.19	1.00	1.26
<b>利润总额</b>	<b>20.86</b>	<b>73.33</b>	<b>287.08</b>	<b>384.72</b>	<b>515.06</b>
所得税	3.68	11.34	43.66	57.71	77.26
<b>净利润</b>	<b>17.18</b>	<b>61.99</b>	<b>243.41</b>	<b>327.01</b>	<b>437.80</b>
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(2.43)	(4.36)	(4.13)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17.61</b>	<b>62.30</b>	<b>245.85</b>	<b>331.37</b>	<b>441.93</b>
每股收益(元)	0.09	0.32	1.25	1.69	2.25

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-15.57%	-1.17%	165.00%	25.50%	37.00%
营业利润	-59.08%	369.87%	331.16%	35.73%	35.55%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	294.63%	34.79%	33.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.73%	25.66%	28.32%	30.00%	30.00%
净利率	3.17%	11.34%	16.89%	18.14%	17.65%
ROE	1.58%	5.31%	18.30%	21.13%	23.66%
ROIC	0.46%	4.41%	21.32%	24.18%	40.12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	6.94%	7.56%	17.76%	7.82%	14.87%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.21%	6.13%	-19.48%
流动比率	8.74	8.18	3.86	10.19	5.43
速动比率	7.84	7.39	3.28	8.89	4.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.76	6.52	7.41	8.50	8.50
存货周转率	11.51	9.63	13.59	12.32	13.57
总资产周转率	0.47	0.44	1.00	1.10	1.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.32	1.25	1.69	2.25
每股经营现金流	0.36	0.43	0.09	2.75	0.29
每股净资产	5.68	5.97	6.84	7.98	9.51
<b>估值比率</b>					
市盈率	311.20	87.98	22.30	16.54	12.40
市净率	4.91	4.67	4.08	3.49	2.93
EV/EBITDA	52.48	36.32	17.85	12.46	9.52
EV/EBIT	658.65	83.57	20.06	13.60	10.16

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com