

永安药业 (002365)

证券研究报告

2017 年 07 月 19 日

继续坚定推荐，从业绩、趋势、筹码看永安战略价值

业绩判断：牛磺酸价格高位，环氧乙烷和健美森减亏有望带来一定弹性

决定公司业绩的主要就是牛磺酸价格，目前牛磺酸短单价格继续保持高位（8 美元 / kg 以上），长单价格预期会在 6 美元以上，按照这个价格再加上环氧乙烷业务和健美森减亏，预计明年利润超过 7.5 亿元。

行业趋势：供需缺口预计明年扩大到 30%

供需缺口预计明年扩大到 30%，这主要是行业的供需结构的影响。我们判断明年供需缺口有望进一步扩大，将对目前价格形成有效支撑。供给端，富驰因为环保原因可能收缩 10% 产能；需求端，功能饮料增长与饲料禁抗生素提升牛磺酸需求。预计牛磺酸的供需缺口到 18 年达到最大。

筹码结构：上元资本稳定，限制性股票方案去年完成，中长期股价上涨动力明显

目前股价比上元资本成本略高，上元已经持有近一年基本无盈利，且按照减持新规不会大幅度减持，保持稳定。公司去年已经完成限制性股票方案，覆盖范围很大，中长期对股价有明确上涨诉求。

投资建议：

我们认为永安药业无论是业绩，趋势还是筹码都向好，调整就是加仓良机，继续坚定推荐，预计 18-19 年业绩达到 7.5 和 9.4 亿元，考虑业绩增速加快，维持 6 个月目标价 42 元，“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。

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	29.55 元
目标价格	42 元
上次目标价	42 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)	5,805.25
流通 A 股市值(百万元)	4,556.80
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	14.39
一年内最高/最低(元)	32.15/19.75

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

- 1 《永安药业-公司研究简报: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》 2017-06-14
- 2 《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
- 3 《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

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	2,919.10	5,131.77
增长率(%)	(15.57)	(1.17)	165.00	100.50	75.80
EBITDA(百万元)	75.82	126.25	319.00	879.66	1,107.92
净利润(百万元)	17.61	62.30	259.39	754.89	941.10
增长率(%)	(44.48)	253.71	316.37	191.03	24.67
EPS(元/股)	0.09	0.32	1.32	3.84	4.79
市盈率(P/E)	309.64	87.54	21.03	7.22	5.80
市净率(P/B)	4.89	4.65	4.03	2.92	2.18
市销率(P/S)	9.81	9.93	3.75	1.87	1.06
EV/EBITDA	52.48	36.32	16.87	5.63	4.35

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

未找到图形项目表。	错误!未定义书签。
1. 业绩判断：牛磺酸价格高位，环氧乙烷和健美森减亏有望带来一定弹性	3
2. 行业趋势：供需缺口预计明年扩大到 30%	3
3. 盈利预测与估值	5

图表目录

图 1：永安药业业绩测算	3
图 2：阳新县政府文件《阳新县水污染防治专项行动方案》部分内容	3
图 3：远大（富驰）位列黄石 2017 水污染防治行动计划工业污染防治项目	4
图 4：FDA 禁饲料使用抗生素相关报道	4

永安药业 7 月 17 日跌停，我们认为是市场情绪所致，基本面短期内没有大的波动。我们从业绩，行业趋势和筹码结构三个角度论证这个判断。

1. 业绩判断：牛磺酸价格高位，环氧乙烷和健美森减亏有望带来一定弹性

决定公司业绩的主要就是牛磺酸价格，目前牛磺酸短单价格继续保持高位（8 美元 / Kg 以上），长单价格预期会在 6 美元以上，按照这个价格再加上环氧乙烷业务和健美森减亏，预计明年利润超过 7.5 亿元。

图 1：永安药业业绩测算

		2016	2017E ¹	2018E	2019E
A	环氧乙烷（亿元）	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
B	代理健美森（亿元）	-0.35	-0.35	-0.25	-0.15
	长单价（美元/kg）	2.5	3.3	6	5.5
	短单价（美元/kg）	2.9	4.7	7.5	7
	平均价格（美元/kg）	2.6	3.8	6.75	6
	牛磺酸产量（吨）	30000	30000	30000	45000
	牛磺酸毛利润（亿元）	1.95	4.43	10.25	12.51
C	牛磺酸净利润（亿元）	1.37	3.24	8.00	9.76
	C+A+B				
	公司整体净利润（亿元）	0.62	2.59	7.55	9.41
	增速（%）		317.23	191.80	24.60

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业趋势：供需缺口预计明年扩大到 30%

供需缺口预计明年会扩大到 30%，这主要是行业的供需结构的影响。我们判断明年供需缺口有望进一步扩大，将对目前价格形成有效支撑。

供给端来看，永安的技改如果实施明年产能释放不了还有收缩可能，而排名第二的富驰，位于长江沿岸 400 米，是 1km 以内的项目，非常大概率搬迁。若搬迁，半年不能生产，收缩 10% 产能。

阳新县人民政府文件《阳新县水污染防治专项行动方案》提到，对长江区域“已建成投产的项目，重点整治，逐步搬离”。《黄石市 2017 年水污染防治行动计划》中的重点治理项目也包含远大（富驰）。

图 2：阳新县政府文件《阳新县水污染防治专项行动方案》部分内容

三、重点任务

（一）全面确保我县境内大江大河大湖水环境安全。

1、长江。采取四大措施确保长江水质安全：一是严格执行省委、省政府对长江大保护的决策，在沿江 1 公里范围内不再布局重化工及造纸行业项目。已批，正在建设的项目，立即停止建设；已建成投产的项目，重点整治，逐步搬离。二是强化长江水质监测，在富池的上巢村和富池闸建设 2 个水自动站天侯监测，定期发布监测信息。三是抓好长江排污口的规范化管理。目前长江有法定排污口两个（葛湖口、富池口），但仍然有暗口或历史遗留排口水质安全。抓好长江排污口规范化整治，是确保长江水质的重要途径。四是全面整治沿江码头、采石场，对沿江非法码头和保护区范围内违法建设项目。县露天矿山关停方案关停非法开采露天矿山项目。（牵头单位：县交通局、县矿管办、县环保局；责任单位：县发改局、县水利局、县经信局、富池镇人民政府）

资料来源：阳新县人民政府，天风证券研究所

图 3：远大（富驰）位列黄石 2017 水污染防治行动计划工业污染防治项目

1. 工业污染防治项目表

序号	市（地）	区县	企业名称	治污设施 主体处理 工艺	投运时间 (XXXX 年 XX 月)	废水排放量（万吨）		平均出水 COD 浓度 (mg/L)		平均出水氨氮浓度 (mg/L)		预计新增削减量 (吨)	
						2016 年	2017 年 预计	2016 年	2017 年 预计	2016 年	2017 年 预计	COD	氨氮
1	黄石市	下陆区	中铝华中铜业有限公司	电解、破乳、沉淀、生化	2009 年	7.466	0	30	0	5	0	2.2398	0.3733
2	黄石市	铁山区	黄石市美丰化工有限责任公司	高效压塔	2008 年 5 月	3	0	83.9	0	0.695	0	2.517	0.02085
3	黄石	开发区	山南工业园模具钢企业	生化处理		3	3	300	100	25	20	6	0.15
4	黄石	大冶	大冶市柏雅纸业有限公司	关停	2016 年	23.339	0	830	0	6.95	0	194.544	1.62901
5	黄石	阳新	军垦山林大队纸厂	结构关停	3 月 1 日							25.55	0.1168
6	黄石	阳新	白沙镇通阴大纸厂	结构关停	10 月 1 日							25.55	0.1168
7	黄石	阳新	龙港镇车桥村耶和南造纸厂	结构关停	12 月 1 日							25.55	0.1168
8	黄石	阳新	阳新县枫林镇思祥鞋厂	结构关停	12 月 1 日							102.2	0.4672
9	黄石	阳新	武汉武药制药有限公司	A2/O 法	4 月 1 日	26.4345	35.246	209.4	32.719	63.154	0.612	15.5684	5.51089

10	黄石	阳新	黄冈市富驰制药有限公司	A2/O 法	4 月 1 日	10.1212	13.494933	220.45	32.719	67.742	0.612	6.33354	2.26479
11	黄石	阳新	湖北远大生物技术 有限公司	A2/O 法	4 月 1 日	9.0736	12.098133	196.01	32.719	65.02	0.612	4.9387	1.94804
			湖北远大富驰医										

资料来源：黄石政府网，天风证券研究所

而从需求端来看，目前预计怪兽等功能性饮料明年增长 2 倍以上，带来牛磺酸 15-20% 的增长空间；另外饲料的需求是一个更大的空间。今年永安订单大幅增长的原因不是来自怪兽饮料而是饲料。迫于公众压力，2013 年，美国食品与药物管理局公布了一份行业指导性文件，计划从 2014 年起，用 3 年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素，最大限度地减少食用牲畜带给消费者抗生素耐药性问题。今年是全面实施的第一年。

图 4：FDA 禁饲料使用抗生素相关报道

FDA 禁饲料使用抗生素 原药出口影响不大

作者：医药经济报 来源：医药经济报 2014-1-27 14:48:32 下载生物谷资讯App

关键词：FDA, 饲料, 抗生素, 原药出口

近日，美国食品药品监督管理局公布一份行业指导性文件，计划从2014年起，用3年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素，从而最大限度地避免食用畜禽产品的消费者出现对抗生素的抗药性问题。业内专家对记者表示，我国用于牲畜饲料的抗生素原料药出口量并不大，因此短期内并不会有太大影响；FDA进一步规范抗生素应用于饲料的举动或促使其他国家和地区出台相关政策，行业发展速度会受到一定影响，但会是更良性健康的发展方式。

美饲料禁用预防性抗生素

据统计，美国境内出售的抗生素80%用于禽畜。美国疾病控制和预防中心曾发布报告称，对抗生素具有抗药性的细菌每年导致2.3万名美国人死亡。

资料来源：医药经济报，天风证券研究所

中国工程院院士印遇龙做抗菌药物替代和健康养猪技术中提到牛磺酸和抗生素配合使用的机会和空间。按照这种添加比例（1吨里面300-600g），饲料全球需求10亿吨，假如全面替代，就是30-60万吨，去年牛磺酸全球产量才6万吨，空间是巨大的。综合以上，我们判断牛磺酸的供需缺口到18年达到最大为1.4万吨。

筹码结构：上元资本稳定，限制性股票方案去年完成，中长期股价上涨诉求明确

目前股价来说基本是比上元资本成本略高，上元已经持有近一年基本无盈利，且按照减持新规不会大幅度减持，保持稳定。公司去年已经完成限制性股票方案，覆盖范围很大，中长期对股价有明确上涨诉求！

3. 盈利预测与估值

综合以上业绩，趋势和筹码的判断，我们认为无论是业绩，趋势还是筹码都向好，调整就是加仓良机，继续坚定推荐，预计18-19年业绩达到7.5和9.4亿元，考虑业绩增速加快，维持6个月目标价42元，“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	465.34	589.53
应收账款	87.34	81.19	311.55	374.93	831.90
预付账款	12.81	20.09	95.69	69.62	262.98
存货	52.87	61.20	150.21	263.05	472.34
其他	302.92	379.21	347.84	352.60	378.64
流动资产合计	515.34	630.70	1,021.76	1,525.54	2,535.40
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
非流动资产合计	687.65	642.62	609.17	576.02	542.23
资产总计	1,202.99	1,273.32	1,630.94	2,101.56	3,077.63
短期借款	0.00	10.06	67.33	0.00	0.00
应付账款	45.21	40.57	154.93	184.81	502.56
其他	13.75	26.44	30.56	37.73	67.25
流动负债合计	58.96	77.07	252.82	222.54	569.82
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
非流动负债合计	24.53	19.15	24.43	22.70	22.09
负债合计	83.50	96.22	277.24	245.24	591.91
少数股东权益	4.07	3.76	1.19	(8.74)	(17.54)
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	1,156.04	1,668.60	2,306.80
其他	(601.50)	(600.27)	(604.57)	(604.57)	(604.57)
股东权益合计	1,119.49	1,177.10	1,353.70	1,856.32	2,485.72
负债和股东权益总	1,202.99	1,273.32	1,630.94	2,101.56	3,077.63

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	259.39	754.89	941.10
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(1.27)	(3.61)	(6.54)
投资损失	(13.39)	(14.65)	(19.00)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(38.48)	(91.21)	(239.08)	(120.60)	(538.57)
其它	35.52	57.02	(1.79)	(10.59)	(8.62)
经营活动现金流	70.61	84.53	31.70	635.66	403.69
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)	22.72	17.54	16.26
投资活动现金流	(35.29)	(61.70)	17.44	19.26	16.87
债权融资	0.00	10.06	67.33	0.00	0.00
股权融资	8.50	9.30	6.44	3.61	6.54
其他	(15.22)	(26.91)	(95.45)	(309.66)	(302.90)
筹资活动现金流	(6.72)	(7.55)	(21.68)	(306.06)	(296.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.59	15.29	27.46	348.87	124.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	555.89	549.40	1,455.91	2,919.10	5,131.77
营业成本	457.31	408.45	1,030.06	1,781.82	3,492.17
营业税金及附加	4.73	7.23	12.47	25.40	45.16
营业费用	46.33	44.73	58.67	115.30	227.34
管理费用	46.24	47.73	87.65	166.39	308.93
财务费用	(7.36)	(8.07)	(1.27)	(3.61)	(6.54)
资产减值损失	8.63	1.56	1.30	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	19.00	17.94	17.23
其他	(26.78)	(30.34)	(39.56)	(34.56)	(34.82)
营业利润	13.40	62.95	286.82	849.76	1,080.91
营业外收入	7.68	11.97	16.87	17.34	17.00
营业外支出	0.21	1.59	0.80	0.87	1.09
利润总额	20.86	73.33	302.89	866.23	1,096.82
所得税	3.68	11.34	46.07	121.27	164.52
净利润	17.18	61.99	256.82	744.96	932.30
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(2.57)	(9.93)	(8.80)
归属于母公司净利润	17.61	62.30	259.39	754.89	941.10
每股收益（元）	0.09	0.32	1.32	3.84	4.79

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-15.57%	-1.17%	165.00%	100.50%	75.80%
营业利润	-59.08%	369.87%	355.66%	196.27%	27.20%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	316.37%	191.03%	24.67%
获利能力					
毛利率	17.73%	25.66%	29.25%	38.96%	31.95%
净利率	3.17%	11.34%	17.82%	25.86%	18.34%
ROE	1.58%	5.31%	19.18%	40.48%	37.59%
ROIC	0.46%	4.41%	22.54%	56.86%	66.82%
偿债能力					
资产负债率	6.94%	7.56%	17.00%	11.67%	19.23%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.21%	5.03%	-8.85%
流动比率	8.74	8.18	4.04	6.86	4.45
速动比率	7.84	7.39	3.45	5.67	3.62
营运能力					
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	13.77	14.13	13.96
总资产周转率	0.47	0.44	1.00	1.56	1.98
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.32	1.32	3.84	4.79
每股经营现金流	0.36	0.43	0.16	3.24	2.05
每股净资产	5.68	5.97	6.88	9.49	12.74
估值比率					
市盈率	309.64	87.54	21.03	7.22	5.80
市净率	4.89	4.65	4.03	2.92	2.18
EV/EBITDA	52.48	36.32	16.87	5.63	4.35
EV/EBIT	658.65	83.57	18.85	5.86	4.49

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 37 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