

永安药业 (002365)

证券研究报告

2017 年 08 月 16 日

环保督查收缩供给，牛磺酸价格有望继续上行

从环保督查看牛磺酸的供给收缩及新进入壁垒

永安药业的逻辑我们之前已经谈过很多，价格决定业绩，供需决定价格。从一个 2-3 年的趋势来看，由于环保督查和新进入壁垒，牛磺酸的供需都是存在缺口的，而且随着环保督查压力加大，我们预计的 18 年的 30% 以上供需缺口有望前移，这将直接抬高长单和短单价格，使得永安的话语权进一步增强。业绩更加确定并存在上调可能。

供给端剧烈收缩

江苏今年整体查处率大幅提高，显示出未来趋严的趋势。并且永安药业的同行，占据全球牛磺酸 20% 的产能的远洋和华昌处于被重点核查的苏州、无锡，可以预计未来牛磺酸供需存在很大缺口。

投资建议

供给端收缩势必推高短单价格，而短单价格将影响长单价格签订。公司目前短单价格 8 美元以上，10 月后签订长定单预计价格达到 6-7 美元。锁定明年一半利润（超过 3 亿元）。并且，供给超预期收缩不太会出现其他需求不足的周期品的回吐效应。永安牛磺酸游需求有极大潜力，功能性饮料里面牛磺酸含量在提高，同时饲料里面抗生素逐渐被牛磺酸替代，牛磺酸需求潜在空间巨大。因此我们继续坚定推荐永安药业，6 个月目标价 42 元。

核心观点回顾

1. 决定公司业绩的主要就是牛磺酸价格，此外环氧乙烷业务和健美森减亏有望带来一定弹性。2. 估值：业绩全全部释放后，市盈率大概率维持 15 倍以上，如果能有效转型，市盈率保持 20 倍也有希望。

风险提示：食品安全风险

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	35.00 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)	6,875.93
流通 A 股市值(百万元)	5,397.22
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	14.39
一年内最高/最低(元)	39.14/20.77

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:继续坚定推荐，从业绩、趋势、筹码看永安战略价值》 2017-07-19
- 2 《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，小品类寡头优势尽显》 2017-06-14
- 3 《永安药业-公司研究简报:小品类寡头优势尽显，战略看好》 2017-05-15

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	555.89	549.40	854.87	1,454.13	1,894.73
增长率(%)	(15.57)	(1.17)	55.60	70.10	30.30
EBITDA(百万元)	75.82	126.25	289.36	876.60	1,101.17
净利润(百万元)	17.61	62.30	235.34	754.51	940.95
增长率(%)	(44.48)	253.71	277.77	220.61	24.71
EPS(元/股)	0.09	0.32	1.20	3.84	4.79
市盈率(P/E)	390.40	110.37	29.22	9.11	7.31
市净率(P/B)	6.16	5.86	5.15	3.72	2.77
市销率(P/S)	12.37	12.52	8.04	4.73	3.63
EV/EBITDA	52.48	36.32	22.79	6.97	4.99

资料来源：wind，天风证券研究所



今年以来我们注意到，环保的趋势逐步强化，对于各类工业企业都提出了很高的要求，永安药业的逻辑我们之前已经谈过很多，价格决定业绩，供需决定价格，从供给看，由于牛磺酸是一个小品类，而且生产全是民营企业，这种容易成为环保督查的对象，同时牛磺酸的两种工艺环氧乙烷法（永安为代表）和一乙醇胺（远洋为代表）都是重污染，其工艺相对闭环，废渣处理难度很大。废水污染度很高，之所以全球产能都在中国，和该工艺污染严重有很大关系。我们的研究表明 9 月份将是最大的考验，永安的 2 个对手江苏的华昌和远洋都有可能限产（9 月开始查苏州和无锡，华昌和远洋分别在无锡和苏州），此外，环保的压力也抬高了新进入者的成本，以及获得排污指标的可能。

市场最关心的是，利润这么高，是否有新产能进来，我们认为一方面已有产能提升需要排污指标（排污指标比申请产能难得多），没有生产经验的除了排污指标外，还要有很高的下游认证壁垒（牛磺酸都是海外消费品大客户，要实现进入体系，至少 3 年以上）。总而言之，从一个 2-3 年的趋势来看，牛磺酸的供需都是存在缺口的，而且随着环保督查压力加大，我们预计的 18 年的 30% 以上供需缺口有望前移，这将直接抬高长单和短单价格，使得永安的话语权进一步增强。业绩更加确定并存在上调可能。

2.1. 江苏今年整体查处率大幅提高，显示出未来趋严的趋势

江苏公布 2017 年上半年全省典型环境违法案件，据统计，今年前 6 个月，全省环保系统出动执法人员 24.3 万人次，检查企业 9.7 万厂次，立案查处环境违法行为 5615 件、处罚金额 3.4 亿元，同比分别上升 46%、26%。运用新环保法及其配套办法查处环境违法案件 1038 件，同比上升 22%，其中按日计罚 48 件，查封扣押 529 件，限产停产 344 件，移送行政拘留 117 件。与公安部门合力侦办环境污染犯罪案件 224 件、抓获犯罪嫌疑人 477 人，同比分别上升 131%、82%。

2.2. 永安主要在江苏的同行处于被重点核查的区域—苏州，无锡

再出重拳！江苏省开展首轮省级环境保护督查

2017年06月22日 10:32:00 | 作者：夏多 | 来源：荔枝网 | 点击：正在获取...



今天（6月22日）下午，省环境保护督查工作领导小组在南京成立，开展首轮省级环保督查，利用两年时间将13个设区市督查一遍，查处的环境问题各地要立即进行整改，对不作为、乱作为的领导干部要移交地方党委政府进行严肃查处。

2015年7月，中央全面深化改革领导小组第十四次会议审议通过了《环境保护督查方案（试行）》，明确提出建立环保督查机制。从去年开始，中央环保督查组在全国掀起环保督查风暴，截至目前，已经对包括我省在内的23个省份进行了全面督查，查处一系列环境问题，问责近万人，形成了很强的震慑力。

根据省委省政府的要求，今年开始，我省每两年时间对各社区市督查一遍，首轮环保督查将于6月9月分两批在徐州、南通、扬州和南京、无锡、苏州6个设区市进行，省环保厅

华昌就在无锡（江阴），远洋就在苏州（常熟），这两个公司占据了全球20%的产能

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

3. 投资建议：继续强烈推荐，6 个月目标价 42 元

3.1. 供给端收缩有望推高长单价格

下半年江苏地区是环保查处重点省，今年环保的要求非常高。永安的两个对手华昌和远洋都有可能限产或者停产。目前看市场对供给收缩的反应更敏感，我们暂不上调目标市值，但如果确定能有供给的有效收缩，我们会第一时间上调盈利预测和目标市值。现在可以确定的是：供给端收缩势必推高短单价格，而短单价格将影响长单价格签订。仍然维持（到 18 年底）市值翻倍的判断。公司目前短单价格 8 美元以上，10 月后签订长定单预计价格达到 6-7 美元。锁定明年一半利润（超过 3 亿元）。非常值得期待。

3.2. 供给超预期收缩不太会出现其他需求不足的周期品的回吐效应

有不少投资人担心，是否供给收缩带来的涨价不持续，这是针对很多需求并无增长的行业，对于永安这种下游需求有极大潜力，而且已经开始表现的公司而言完全不存在。我们在之前的报告里面反复强调：

（1）国内功能性饮料里面牛磺酸含量提高，目前全球 6 万吨产能，70%是饮料，但是国内饮料的牛磺酸含量只有海外的 1/7（每 100ml50mg 到 400mg），随着泰国红牛逐步降低份额，欧洲红牛预计明年拿到蓝帽子（加了蓝帽子就能到 400mg），添加量有望大幅提高。如果同步，新增 5-6 万吨需求。

（2）饲料里面抗生素被牛磺酸替代的需求，我们查到 FDA：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。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。潜在空间是巨大的。

3.3. 继续坚定推荐，6 个月目标价 42 元

永安是我们最看好的跨年品种。我们自 4 月份推荐以来 7 篇研究阅读量超过 8000 次，在 5 月 23 和 7 月 17 日两次较大回调时坚定推荐。目前价格继续上涨，供需缺口继续加大，公司去年已经完成限制性股票方案，覆盖范围很大，中长期对股价有上涨诉求！因此无论是业绩，趋势还是筹码都相对确定。

4. 核心观点回顾

4.1. 决定公司业绩的主要就是牛磺酸价格，此外环氧乙烷业务和健美森减亏有望带来一定弹性

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，按照这个价格预计明年利润超过 7.5 亿元。

4.2. 估值：业绩全部释放后，大概率维持 15 倍以上，如能有效转型 20 倍也有希望

按照以上价格和 3 万吨（假设永安不扩产），18 年永安利润超过 7.5 亿元。参照可比对象金禾实业估值，释放业绩当年维持 17-20 倍，其业绩充分释放后，估值稳定在 15-16 以上。

之所以参考金禾实业，是因为金禾实业同是小品种单寡头标的，并且也经历过业绩充分释放的过程。永安 17-18 年的业绩释放过程类似金禾 15-16 年的业绩释放过程。

4.2.1. 指标 1：业绩快要出来前一年给多少估值

金禾实业 15 年开始提价业绩释放不明显，16 年业绩大幅释放，15 年由于有牛熊市影响。取市值均值，对应当年利润 2.14 亿元的估值是 37 倍。

4.2.2. 指标 2：业绩放出来以后给多少估值

金禾实业 16 年业绩达到 5.5 亿元大幅增长，市场当年继续给予 17-20 倍估值。永安明年预计达到 7.5-8 亿元利润，考虑还有下游渗透能力，业绩释放后市盈率仍然可以给到 20 倍。

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	259.21	735.17	1,334.92
应收账款	87.34	81.19	149.42	192.55	253.03
预付账款	12.81	20.09	37.37	7.35	55.27
存货	52.87	61.20	43.72	68.08	70.37
其他	302.92	379.21	341.75	346.75	361.73
流动资产合计	515.34	630.70	831.46	1,349.90	2,075.31
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	1,440.63	1,925.92	2,617.54
短期借款	0.00	10.06	0.00	0.00	0.00
应付账款	45.21	40.57	56.45	35.46	93.95
其他	13.75	26.44	21.96	27.59	32.03
流动负债合计	58.96	77.07	78.41	63.05	125.98
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	102.83	85.75	148.07
少数股东权益	4.07	3.76	1.43	(8.50)	(17.29)
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	1,139.91	1,652.21	2,290.30
其他	(601.50)	(600.27)	(604.57)	(604.57)	(604.57)
股东权益合计	1,119.49	1,177.10	1,337.80	1,840.17	2,469.47
负债和股东权益总	1,202.99	1,273.32	1,440.63	1,925.92	2,617.54

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	235.34	754.51	940.95
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(2.16)	(6.16)	(12.83)
投资损失	(13.39)	(14.65)	(19.00)	(19.00)	(19.00)
营运资金变动	(38.48)	(91.21)	(13.13)	(60.57)	(62.93)
其它	35.52	57.02	(1.55)	(10.59)	(8.62)
经营活动现金流	70.61	84.53	232.96	691.70	871.12
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	18.60	18.03
投资活动现金流	(35.29)	(61.70)	17.44	20.32	18.64
债权融资	0.00	10.06	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.50	9.30	7.32	6.16	12.83
其他	(15.22)	(26.91)	(87.53)	(242.21)	(302.85)
筹资活动现金流	(6.72)	(7.55)	(80.21)	(236.05)	(290.02)
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	170.20	475.97	599.74

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	854.87	1,454.13	1,894.73
营业成本	457.31	408.45	511.21	482.04	657.47
营业税金及附加	4.73	7.23	7.32	12.51	16.29
营业费用	46.33	44.73	41.46	55.26	71.05
管理费用	46.24	47.73	57.70	78.52	100.42
财务费用	(7.36)	(8.07)	(2.16)	(6.16)	(12.83)
资产减值损失	8.63	1.56	1.05	1.05	1.05
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	19.00	19.00
其他	(26.78)	(30.34)	(39.56)	(36.68)	(38.36)
营业利润	13.40	62.95	258.06	849.25	1,080.45
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	0.80	0.80
利润总额	20.86	73.33	274.13	865.79	1,096.65
所得税	3.68	11.34	41.12	121.21	164.50
净利润	17.18	61.99	233.01	744.58	932.15
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(2.33)	(9.93)	(8.80)
归属于母公司净利润	17.61	62.30	235.34	754.51	940.95
每股收益（元）	0.09	0.32	1.20	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%	55.60%	70.10%	30.30%
营业利润	-59.08%	369.87%	309.97%	229.10%	27.22%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	277.77%	220.61%	24.71%
获利能力					
毛利率	17.73%	25.66%	40.20%	66.85%	65.30%
净利率	3.17%	11.34%	27.53%	51.89%	49.66%
ROE	1.58%	5.31%	17.61%	40.81%	37.84%
ROIC	0.46%	4.41%	20.25%	68.79%	83.98%
偿债能力					
资产负债率	6.94%	7.56%	7.14%	4.45%	5.66%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.21%	-8.50%	-26.30%
流动比率	8.74	8.18	10.60	21.41	16.47
速动比率	7.84	7.39	10.05	20.33	15.91
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	16.30	26.01	27.37
总资产周转率	0.47	0.44	0.63	0.86	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.32	1.20	3.84	4.79
每股经营现金流	0.36	0.43	1.19	3.52	4.43
每股净资产	5.68	5.97	6.80	9.41	12.66
估值比率					
市盈率	390.40	110.37	29.22	9.11	7.31
市净率	6.16	5.86	5.15	3.72	2.77
EV/EBITDA	52.48	36.32	22.79	6.97	4.99
EV/EBIT	658.65	83.57	25.77	7.24	5.15

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