



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，牛磺酸价格上涨有望持续

——永安药业（002365）中报点评

2017年08月18日

推荐/维持

永安药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司于8月17日晚发布公告,公司2017年上半年实现营业收入4.28亿元,同比+46.77%;归母净利润为7138万元,同比+106.78%。扣非归母净利润5791.63元,同比+153.47%。

观点:

1、牛磺酸价格上涨带动净利翻倍增长，业绩符合预期

1) 业绩符合预期。营收分产品来看,牛磺酸半年实现营收3.17亿元,同比增长35.60%,增长主要源于主要产品牛磺酸价格持续超预期(目前牛磺酸每千克零售报价已在8美元以上),其涨价背后的逻辑是下游需求叠加环保压力下供给端格局改善;环氧乙烷实现营收8152.93万元,同比+141.62%,同比大幅增加原因主要是公司在2017年2月起开车四个月(去年上半年开车仅2月),且环氧乙烷价格上行,综合使环氧乙烷装置减亏50%,未来价格上行趋势有望持续,其亏损情况有望进一步改善;保健食品(永安康健)实现营收约2495.80万元,同比+6.91%。归母净利增速106.78%,扣非后同比增153.47%,符合市场预期。主要原因一是去年基数相对较低,二是牛磺酸价格上涨导致毛利率上升带动净利润增速快于营收增速。

2) 牛磺酸提价带动整体毛利率上行6.25个百分点。牛磺酸价格持续上涨,毛利率从16年同期的35.10%上行至42.53%,提高7.43个百分点,进而带动整体毛利率提升约6.25个百分点。

3) 期间费用方面,公司加大保健品的推广力度,销售费用率相比去年同期下降1.83个百分点,管理费用率下降1.28个百分点,财务费用率上升1.55个百分点,综合看整体费用率略有下降。经营活动产生的现金流量净额约7760万,同比增长30%,收益质量良好。

2、供需缺口较长时间仍将存在，牛磺酸涨价有望持续，保健品有待放量

1) 牛磺酸为氨基酸类的大宗原料药,又可作为食品添加剂中的营养强化剂,主要应用于功能性饮料、奶粉及食品等,消费升级背景下保健品如膳食补充剂、功能性饮料等下游领域增长迅速,但对标美国或是消费习惯接近的日本、韩国等渗透率依然较低,未来行业空间巨大。下游需求旺盛将拉动牛磺酸需求增长,事实上牛磺酸下游需求增速预计在20-25%,超出之前预期;而从供给端来看,牛磺酸的产能主要集中在国内,其中公司产能3.4万吨,2016年产销量接近3万吨,占全球市场份额达50%,生产技术和工艺均遥遥领先主要竞争对手(湖北富驰、江阴华昌、江苏远洋、山东方明),且行业由于环保因素供给端趋紧,预计目前供需缺口在1.5万吨且在较长时间内存在,预计公司牛磺酸产品订单增加且价格上行。

2) 我们认为牛磺酸价格上涨有望持续，原因有如下三点：(1) 下游需求快速增长且超预期，且对其价格上涨不敏感（牛磺酸主要作为添加剂使用，使用量小占总成本比例小）；(2) 供给端的寡头格局决定了公司对牛磺酸有极强的定价权，环保趋严将使其定价权得以进一步强化；(3) 公司有足够的产能保障供给。2017年3月公司董事会决定投资建设“年产3万吨牛磺酸食品添加剂项目”，项目建成后，实现产能翻倍（6万吨），市场占有率有望进一步提升。我们认为下半年随着公司以更高的价格签订新一年的订单（长订单，占比50%，订单价格有望在6美元以上），产能释放销量上升，牛磺酸业务或将迎来更快增长，为公司整体业务提供向上弹性。

3) 保健品业务方面，旗下子公司永安康健作为加拿大第一大保健品公司健美生公司（Jamieson Laboratories Ltd）在中国大陆的独家代理商，代理其产品63款，另同时代理美国SUMMIT品牌11款产品，2017年2月公司在加拿大投资设立全资子公司艾诺维，并通过其收购了具有35年历史的加拿大膳食补充剂Innovite品牌，进一步拓展保健产品的运营领域。与此同时其自主研发保健产品如牛磺酸泡腾片、牛磺酸咀嚼片，牛磺酸粉等已获得相关批文，未来将逐步上市发售，另有9个产品正在申报。永安康健有效结合了自身品牌与进口品牌的优势，利用电商及跨境电商抢占中国保健品千亿市场，未来随着保健品业务放量，公司利润有望快速增长。

3、成立投资公司，转型生物医药、大健康领域谋长远发展

公司于2015年6月出资1亿元成立全资子公司雅安投资，主要用于管理健康、养老领域的实业及股权投资，雅安投资根据公司转型发展的战略，2017年上半年对中医药厂、生物医药、保健品、药房连锁等大健康领域进行了研判和考察，为公司的产业转型做准备。我们认为在老龄化的大背景下，生物医药、大健康产业市场潜力巨大，若公司能成功转型，未来发展值得期待。

结论：

不考虑外延，我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为1.58亿元、6.90亿元、7.50亿元，对应的增速分别为153.44%、337.37%、8.62%，EPS分别为0.80、3.51、3.82元，对应PE分别为52X、12X、11X。公司作为牛磺酸领域的龙头企业，占据全球约50%市场份额，受益于下游需求端的快速增长，行业供给端由于环保等因素竞争格局改善，量价齐升有望持续，且保健品业务未来若放量将带动利润迅速增长；此外，公司成立投资公司布局大健康、养老产业以谋求长期发展，转型值得期待。我们看好公司未来发展，维持“推荐”评级。

风险提示：牛磺酸价格低于预期，转型进展低于预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	555.89	549.40	843.00	1,505.65	1,923.43
增长率（%）	-15.57%	-1.17%	53.44%	78.61%	27.75%
归母净利润（百万元）	17.61	62.30	157.89	690.53	750.05
增长率（%）	-44.48%	253.71%	153.44%	337.37%	8.62%
净资产收益率（%）	1.58%	5.31%	11.94%	35.40%	28.49%
每股收益(元)	0.09	0.32	0.80	3.51	3.82
PE	460.11	130.08	51.33	11.74	10.80
PB	6.92	6.57	6.13	4.15	3.08

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	515	631	777	1409	2082	营业收入	556	549	843	1506	1923
货币资金	59	89	542	1074	1645	营业成本	457	408	546	475	757
应收账款	76	71	109	195	249	营业税金及附加	5	7	11	20	25
其他应收款	11	10	15	27	35	营业费用	46	45	62	110	140
预付款项	13	20	30	38	52	管理费用	46	48	61	108	138
存货	53	61	52	46	73	财务费用	-7	-8	-3	-4	-5
其他流动资产	298	360	28	28	28	资产减值损失	8.63	1.56	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	688	643	647	645	687	公允价值变动收益	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	13.39	14.65	13.00	13.00	13.00
固定资产	587	552	534	550	599	营业利润	13	63	180	810	880
无形资产	83	79	71	63	55	营业外收入	7.68	11.97	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	2	2	2	2	2	营业外支出	0.21	1.59	0.50	0.50	0.50
资产总计	1203	1273	1424	2054	2769	利润总额	21	73	186	816	887
流动负债合计	59	77	76	78	111	所得税	4	11	29	126	137
短期借款	0	10	0	0	0	净利润	17	62	157	690	750
应付账款	44	39	43	38	60	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	5	10	18	28	归属母公司净利润	18	62	158	691	750
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	155	201	222	858	934
非流动负债合计	25	19	28	28	28	BPS (元)	0.09	0.32	0.80	3.51	3.82
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	83	96	104	106	138	成长能力					
少数股东权益	4	4	3	3	3	营业收入增长	-15.57%	-1.17%	53.44%	78.61%	27.75%
实收资本 (或股	187	187	196	196	196	营业利润增长	-59.08%	369.87%	185.62%	350.45%	8.69%
资本公积	605	605	605	605	605	归属于母公司净利	153.44%	337.37%	153.44%	337.37%	8.62%
未分配利润	263	312	361	575	807	获利能力					
归属母公司股东	1115	1173	1322	1951	2633	毛利率 (%)	17.73%	25.66%	35.25%	68.47%	60.64%
负债和所有者权	1203	1273	1429	2059	2774	净利率 (%)	3.09%	11.28%	18.68%	45.84%	38.97%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	19.15%	1.46%	4.89%	11.08%	33.61%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	1.58%	5.31%	11.94%	35.40%	28.49%
经营活动现金流	71	85	483	628	720	偿债能力					
净利润	17	62	157	690	750	资产负债率 (%)	7%	8%	7%	5%	5%
折旧摊销	149	146	0	52	58	流动比率					
财务费用	-7	-8	-3	-4	-5	速动比率					
应收账款减少	0	0	-38	-86	-54	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	8	10	总资产周转率	0.47	0.44	0.62	0.86	0.80
投资活动现金流	-35	-62	-19	-37	-87	应收账款周转率	8	7	9	10	9
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	14.67	13.37	20.57	37.14	39.31
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	13	15	13	13	13	每股收益 (最新摊	0.09	0.32	0.80	3.51	3.82
筹资活动现金流	-7	-8	-12	-58	-63	每股净现金流 (最	0.15	0.08	2.30	2.71	2.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	5.96	6.27	6.73	9.93	13.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	9	0	0	P/E	460.11	130.08	51.33	11.74	10.80
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.92	6.57	6.13	4.15	3.08
现金净增加额	29	15	453	533	570	EV/EBITDA	49.52	37.97	34.06	8.19	6.92

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

医药行业分析师，2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。