

永安药业 (002365)

证券研究报告

2017年08月21日

【17H1 点评】业绩符合预期，未来将逐季加速

半年报业绩符合预期

8月17日永安药业公布半年报，1-6月公司实现营收4.28亿元，同比增长46.77%，归属于上市公司股东的净利润0.71亿元，同比增长106.78%。经营性现金流0.78亿，同比上升29.05%。其中二季度单季度0.45亿元，同比增长121%，环比增长73%。符合我们的预期，显示其短单价格提升带来弹性。预计今年全年利润2.3-2.4亿元。H2环比H1提升100%左右。

牛磺酸潜在需求非常大

供需关系看，短看9月份因江苏环保督察供给有进一步收缩的可能，近期牛磺酸价格受库存消耗殆尽和富驰1万吨环评不通过影响，目前牛磺酸短单价格8-8.5美元，少数订单报价超过10美元/公斤，11月长单价格预计会超过6.5美元。这个趋势预计到9月环保江苏地区重点督察期间被强化，这将影响11月份长订单签订，另外牛磺酸潜在需求非常大，在饲料和功能饮料的空间有3-5倍。

盈利预测

由于只有少数订单价格超过10美元/kg，我们目前6个月目标价上调为50元，但如果按照可能的长单6-7美元，短单9-10美元计算，18年利润可达7.8亿元以上，维持“买入评级”。

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	38.46元
目标价格	50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)	7,555.66
流通A股市值(百万元)	5,930.78
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	14.33
一年内最高/最低(元)	41.98/20.77

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

- 《永安药业-公司研究简报:环保督查收缩供给，牛磺酸价格有望继续上行》 2017-08-16
- 《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
- 《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

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	1,506.27	2,037.99
增长率(%)	(15.57)	(1.17)	55.60	76.20	35.30
EBITDA(百万元)	75.82	126.25	289.36	906.22	1,180.52
净利润(百万元)	17.61	62.30	235.34	780.33	1,009.26
增长率(%)	(44.48)	253.71	277.77	231.58	29.34
EPS(元/股)	0.09	0.32	1.20	3.97	5.14
市盈率(P/E)	428.99	121.28	32.11	9.68	7.49
市净率(P/B)	6.77	6.44	5.65	4.05	2.96
市销率(P/S)	13.59	13.75	8.84	5.02	3.71
EV/EBITDA	52.48	36.32	25.14	7.49	5.20

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 引言

天风食品刘鹏团队在4月初对公司进行了强力推荐,此后,4篇公司研究简报从产业空间,行业格局,供需缺口,公司战略等多个方面分析了价格上涨的持续性和业绩空间,并在三次阶段底部区域进行强力推荐。

2. 中报点评

8月17日永安药业公布半年报,1-6月公司实现营收4.28亿元,同比增长46.77%,归属于上市公司股东的净利润0.71亿元,同比增长106.78%。经营性现金流0.78亿,同比上升29.05%。其中二季度单季度0.45亿元,同比增长121%,环比增长73%。符合我们的预期,显示其短单价格提升带来弹性。

但是由于公司去年下半年签订的长订单价格不高(3.3美元/kg),且公司今年上半年大部分订单已经定完(按照3.3美元/kg的长单价格确定长单到今年11月,5-6月的5.5-6美元的短单价格确定短单价格,但有部分订单按照最新价格重新签订),因此我们认为公司预告的今年1-3季度的业绩区间(同时,公司公布了三季报业绩预告,预计净利润约为1.06亿-1.31亿元,同比上升110%-160%)合理,我们预计17年Q3三季度业绩在0.58-0.6亿元左右。17年Q4业绩在0.8-0.85亿元左右,基本是按照环比35-45%的增速实现,这个和公司去年的价格以及今年的实际订单情况匹配,全年预计利润在2.3-2.4亿元。核心弹性在2018年。预计18年Q1将全部以今年11月签订的长单价格(预计不会低于6.5美元/kg)以及短单价格(目前超过8美元/kg,未来可能更高)进行发货。而今年一季度平均价格在3.3美元/kg左右,价差超过5美元/kg。

从供需关系看,短期看9月份供给有进一步收缩可能(环保督察九月开始在江苏苏州无锡检查华昌 远洋有收缩可能),近期牛磺酸价格受库存消耗殆尽(今年需求增加很多,和饲料需求有关)和富驰1万吨环评推后确认(其目前只能合法生产0.5-1万吨)影响,目前牛磺酸短单价格8-8.5美元,少数订单报价超过10美元/公斤,11月长单价格预计会超过6.5美元。这个趋势预计到9月环保江苏地区重点督察期间被强化,永安的三个主要同行都遇到现有产能收紧问题,且在未来一年内都没有可以形成有效产能的新参与者。这将有效的影响11月份牛磺酸长订单签订,另外牛磺酸潜在需求非常大,在饲料和功能饮料的空间较现在有3-5倍。这种供给收缩有需求做支持,价格上涨后持续时间会很长。

由于只有少数订单价格超过10美元/kg,我们目前6个月目标价上调为50元,但如果按照可能的长单6-7美元,短单9-10美元计算,2018年利润可达7.8亿元以上,维持买入评级。

另外,公司中报毛利率31.64%同比上升6.25PCT,净利率16.70%,同比上升4.94PCT。销售费用率3.09%,同比下降0.89PCT;管理费用率5.50%,同比下降0.54PCT。

17年初,公司管理层准确判断环氧乙烷市场形势,及时做出春节后开车的决策。通过四个月的运行,环氧乙烷装置同比减亏约50%,为上半年的业绩做出较大的贡献。17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，提升市场占有率，增强产品竞争力，再创新辉煌。目前，各项工作正有序推进。公司自有环氧乙烷，因此成本影响不大。

3. 核心观点回顾

20170816 公司研究简报《环保督查收缩供给，牛磺酸价格有望继续上行——永安药业（002365）》

3.1. 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。

3.2. 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。

3.2.1. 指标 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。

3.2.2. 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	738.03	1,374.03
应收账款	87.34	81.19	149.42	204.81	274.46
预付账款	12.81	20.09	37.37	8.96	58.40
存货	52.87	61.20	43.72	72.09	76.83
其他	302.92	379.21	341.75	347.17	362.31
流动资产合计	515.34	630.70	831.46	1,371.06	2,146.02
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	1,947.08	2,688.25
短期借款	0.00	10.06	0.00	0.00	0.00
应付账款	45.21	40.57	56.45	38.75	100.44
其他	13.75	26.44	21.96	28.26	33.37
流动负债合计	58.96	77.07	78.41	67.02	133.81
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	89.72	155.90
少数股东权益	4.07	3.76	1.43	(8.84)	(18.27)
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	1,669.74	2,354.16
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	1,857.36	2,532.35
负债和股东权益总	1,202.99	1,273.32	1,440.63	1,947.08	2,688.25

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	235.34	780.33	1,009.26
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(2.16)	(6.18)	(13.09)
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)	(74.91)	(72.36)
其它	35.52	57.02	(1.55)	(10.93)	(9.25)
经营活动现金流	70.61	84.53	232.96	702.83	929.10
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	6.18	13.09
其他	(15.22)	(26.91)	(87.53)	(250.50)	(324.83)
筹资活动现金流	(6.72)	(7.55)	(80.21)	(244.32)	(311.74)
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	478.82	636.00

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	555.89	549.40	854.87	1,506.27	2,037.99
营业成本	457.31	408.45	511.21	499.33	707.18
营业税金及附加	4.73	7.23	7.32	12.95	17.53
营业费用	46.33	44.73	41.46	57.24	76.42
管理费用	46.24	47.73	57.70	81.34	108.01
财务费用	(7.36)	(8.07)	(2.16)	(6.18)	(13.09)
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	878.88	1,160.06
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	895.42	1,176.26
所得税	3.68	11.34	41.12	125.36	176.44
净利润	17.18	61.99	233.01	770.06	999.82
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(2.33)	(10.27)	(9.43)
归属于母公司净利润	17.61	62.30	235.34	780.33	1,009.26
每股收益(元)	0.09	0.32	1.20	3.97	5.14

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%	76.20%	35.30%
营业利润	-59.08%	369.87%	309.97%	240.58%	31.99%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	277.77%	231.58%	29.34%
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%	51.81%	49.52%
ROE	1.58%	5.31%	17.61%	41.81%	39.57%
ROIC	0.46%	4.41%	20.25%	71.21%	89.04%
偿债能力					
资产负债率	6.94%	7.56%	7.14%	4.61%	5.80%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.21%	-8.42%	-25.60%
流动比率	8.74	8.18	10.60	20.46	16.04
速动比率	7.84	7.39	10.05	19.38	15.46
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	0.89	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.32	1.20	3.97	5.14
每股经营现金流	0.36	0.43	1.19	3.58	4.73
每股净资产	5.68	5.97	6.80	9.50	12.98
估值比率					
市盈率	428.99	121.28	32.11	9.68	7.49
市净率	6.77	6.44	5.65	4.05	2.96
EV/EBITDA	52.48	36.32	25.14	7.49	5.20
EV/EBIT	658.65	83.57	28.42	7.77	5.35

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