

永安药业 (002365)

证券研究报告

2017 年 11 月 08 日

造访通威股份，开拓巨大市场，减持是被动赎回，目前是第二轮起点，继续强烈推荐

和饲料巨头通威股份交流显示未来在饲料领域深度合作前景

抗生素由于其耐药性和其他问题正在被逐步退出使用，抗生素被替代进入实质阶段。饲料中抗生素使用非常广泛，如果能被牛磺酸部分替代，牛磺酸的空间是巨大的。

据搜狐财经报道，在 2017 年 11 月 2 日，作为全球最大的牛磺酸生产商，永安药业副总经理和牛磺酸领域专家一行与饲料巨头通威股份进行交流。会议主要讨论得到在饲料中添加牛磺酸能够较好地提升畜禽及水产品的免疫力、生长性。会上还就双方进一步合作进行了交流与沟通。

从双方的交流中我们可以看出永安药业牛磺酸在饲料领域应用的广泛前景。

公司减持的分析一和产品到期赎回有关，并非不看好基本面

在三季报，永安药业的第二大股东上元资本进行了一定减持，但主要集中在上元二号产品上面。这次永安的减持是和产品赎回有关，目前没有依据表明上元资本不看好永安基本面而继续减持。

行业壁垒依旧比较强

行业主要存在环保壁垒和客户壁垒两个。

牛磺酸生产需要排污指标的投入，以前环保监管不严，小企业很少在环保上投入，而永安药业作为上市企业在环保投入方面比较规范，随着市场趋严，永安药业在环保上投入进入收获期，彰显出优势。

牛磺酸客户是下游消费品公司，对产品品质要求高，一般新进入的企业很难切入到供应体系之中。永安与客户合作方面有着长期的积累，相对于其他企业来说，永安与客户的关系更能应对客户壁垒的挑战。这方面的细节，也体现了永安的增长是一个稳定性高的长期逻辑。

再次强调公司的核心投资逻辑

公司发布 17 年全年业绩预测，预计净利润为 1.62 亿至 1.93 亿，同比上升 160%至 210%。根据价格、产量和因为牛磺酸代替抗生素而增加的需求量，我们预测 18-19 年利润为 7.1 和 9.23 亿元，18 年估值有望在需求扩大的背景下提升到 20 倍，目标价 72 元。

风险提示：食品安全风险，关于产能、价格等方面不确定性的风险。

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	238.92	830.90	1,080.45
净利润(百万元)	17.61	62.30	191.42	709.95	923.34
增长率(%)	(44.48)	253.71	207.27	270.89	30.06
EPS(元/股)	0.09	0.32	0.97	3.61	4.70
市盈率(P/E)	398.43	112.64	36.66	9.88	7.60
市净率(P/B)	6.29	5.98	5.37	3.92	2.91
市销率(P/S)	12.62	12.77	8.21	4.66	3.44
EV/EBITDA	52.48	36.32	28.32	7.61	5.31

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	35.75 元
目标价格	72 元
上次目标价	50 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)	7,023.27
流通 A 股市值(百万元)	5,512.88
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	14.13
一年内最高/最低(元)	43.48/20.77

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

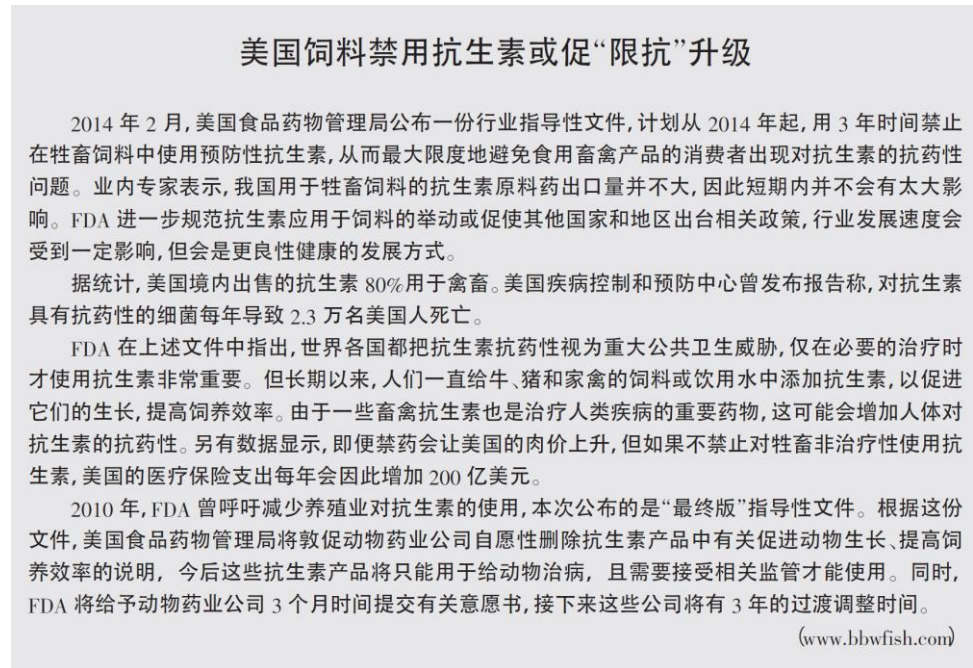
相关报告

- 1 《永安药业-公司研究简报：【17H1 点评】业绩符合预期，未来将逐季加速》 2017-08-21
- 2 《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
- 3 《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

1. 和饲料巨头通威股份交流显示未来在饲料领域深度合作前景

我们一直在强调，抗生素由于其耐药性和其他问题是被逐步退出使用的，从我们之前的研究中已经可以看到这些趋势，早在 2014 年 FDA 就要求 3 年内禁止使用抗生素在牲畜饲料上【1】，如下图所示。

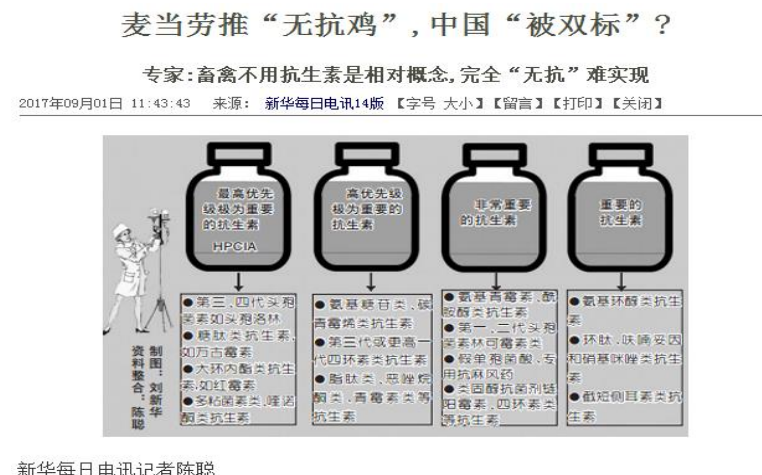
图 1：美国饲料禁用抗生素的报道



资料来源：《水产养殖》2014 年第三期，天风证券研究所

而近期麦当劳的要求：麦当劳计划从 18 年开始在巴西，加拿大，日本，韩国和欧洲禁止使用抗生素。并在之后 2019 年澳大利亚和俄罗斯也禁止使用。也凸显在 2014 年 FDA 出台政策后，3 年后开始逐步实施。饲料中抗生素被替代进入实质阶段。

图 2：麦当劳推出无抗生素鸡肉的报道



新华每日电讯记者陈聪

美国快餐连锁巨头麦当劳公司近日宣布，要求全球的肉鸡供应商2018年开始逐步停止使用一类人用抗生素，以防止出现更多的超级细菌。由于中国不在第一批名单中，此举再度引起网友对麦当劳“双标”的质疑。但专家指出，“停用抗生素”不代表欧美畜禽

麦当劳在声明中要求肉鸡供应商逐步停用世界卫生组织认定的人类药物中“最高优先级的重要抗菌药物”(HPCIA),第一批从2018年1月开始,包括巴西、加拿大、日本、韩国、美国和欧洲,不过欧洲供应商仍然可以使用粘菌素;至2019年底,澳大利亚和俄罗斯的供应商将停止使用这些抗生素,欧洲供应商停止使用粘菌素;其余市场供应商至2027

资料来源:新华每日电讯、天风证券研究所

另外,对于抗生素被牛磺酸替代的原理看,在之前2017年3月25日,由《中国畜牧兽医报》社主“何方论坛”中中国工程院院士印遇龙的主题演讲《抗菌药物替代和健康养猪技术》,他提到牛磺酸在猪饲料中使用并替代抗生素的效果,其中300-600g其均值为450克,对应20元RMB,这个相当于是44.4RMB/kg,对应美元是6.8美元/kg,而根据公司公布的投资者交流纪要,早在8月份短单价部分就已经超过10美元/kg。

图3:牛磺酸替代抗生素前景的报道

二是对腹泻的影响,这五种混合的益生菌添加以后,可以看出来,对照组有腹泻,试验组没有。而且,加了益生菌以后,料肉比也有比较好的效果。

还有一些功能性的物质,比方说,牛磺酸,过去由于合成的成本比较高,很少用。现在随着技术的进步,现在可以做到,每一吨添加剂里面,我们做试验时添加了300~600克,牛磺酸的成本只需20块钱,它的功能主要是调节免疫系统,稳定细胞膜,还有抗氧化功能。随着牛磺酸价格的下降,我们认为它在替代抗生素方面是很有前途的。

资料来源:《中国畜牧兽医报》、天风证券研究所

在饲料中抗生素使用非常广泛,如果能被牛磺酸部分替代,牛磺酸的空间是巨大的。之前通威股份基本没有在饲料中添加牛磺酸。11.2日永安药业造访通威股份技术中心,从企业的反馈看:在饲料中添加牛磺酸能够较好地提升畜禽及水产品的免疫力、生长性。鱼类通过摄取牛磺酸还能提升体内携氧能力,有效地解决饲养及运输过程中的缺氧问题。虽然暂时没有可以预测的需求,但是这个趋势的出现有很大意义。通威股份16年的饲料销量是401万吨,并无牛磺酸添加。如果可以使用,我们按照以上的配方,做一个假设,也有0.18万吨的新增空间。这个假设只是我们的计算示例。未来永安有可能还会和例如通威更多的饲料企业加入合作,现在的核心是企业要逐步确立配方。

以下是搜狐财经关于永安高层到访通威股份的新闻稿:

通威股份接待永安药业丁红莉副总一行

2017年11月2日,全球最大的牛磺酸生产商——永安药业副总经理丁红莉、董世豪,牛磺酸领域专家陈文教授一行到访通威国际中心。通威股份副总裁兼技术总监张璐、通威股份研究院副院长高启平、通威股份技术中心办公室副主任干玉琼等出席接待活动,并举行座谈。

丁红莉副总一行首先参观了通威体验中心,详细了解了通威集团35年来稳健快速发展的历程,并对通威绿色农业与绿色能源双主业协同发展战略及在饲料领域取得的显著成绩给予了高度赞扬。

图 4：永安药业领导参观通威



资料来源：搜狐财经、天风证券研究所

座谈会上，张璐副总裁对永安药业领导一行的到来表示热烈欢迎，并介绍了在刘汉元主席的坚强领导下，通威已经成为全球最大的水产饲料及畜禽饲料生产龙头企业。同时，通威积极布局光伏新能源领域，真正实现了农业和光伏高效协同发展。此外，张璐还进一步介绍了通威股份饲料业务发展现状、研发投入、人员架构及未来战略规划等情况。

丁红莉副总一行对通威的热情接待表示衷心感谢。她着重介绍了公司牛磺酸业务发展现状及牛磺酸作为一种含硫氨基酸在药品、食品、饲料等领域的广泛应用。**通过专家学者的研究论证及下游客户的反馈可以看出，在饲料中添加牛磺酸能够较好地提升畜禽及水产品的免疫力、生长性。鱼类通过摄取牛磺酸还能提升体内携氧能力，有效地解决饲养及运输过程中的缺氧问题。**

图 5：座谈会现场



资料来源：搜狐财经、天风证券研究所

会上，双方还就水产品摄入牛磺酸后在耐缺氧性、抗氧化性等机能提升的论证方式上进行了热烈深入地交流，并表示下一步将继续保持紧密地技术交流及沟通，共同推进中国水产饲料行业持续蓬勃发展。。

2. 关于公司减持的分析——和产品到期赎回有关，并非不看好基本

从三季报的股东名册看，永安药业的第二大股东上元资本进行了一定减持，但主要集中在上元二号产品上面。我们查阅了上元资本的公司网站，发现其在 8.19 日公告了上元 2 号基金到期赎回并部分展期的公告，可以认为永安的减持是和产品赎回有关，没有依据表明上元资本不看好永安基本面。其 1 号和 3 号基金分别只减持很少的 17 万股和 4 万股。

图 6：永安药业十大股东明细

永安药业[002365.SZ]-十大股东明细

2017 三季报

排名	股东名称	方向	持股数(股)	持股数变动(股)
1	陈勇	-	42,312,000	0
2	深圳市上元资本管理有限公司-上元1号基金	减持	10,038,431	-175,600
3	黄冈永安药业有限公司	-	7,019,488	0
4	中央汇金资产管理有限责任公司	-	5,182,500	0
5	深圳市上元资本管理有限公司-上元2号私募基金	减持	5,129,400	-2,522,665
6	周彤	增持	4,700,000	484,956
7	深圳市上元资本管理有限公司-上元3号私募基金	减持	2,902,158	-44,000
8	罗成龙	减持	2,832,800	-1,004,911
9	兴业银行股份有限公司-天弘永定价值成长混合型证券投资基金	新进	2,262,373	
10	中国工商银行股份有限公司-华夏领先股票型证券投资基金	减持	1,806,697	-1,482,463
	合计	-	84,185,847	

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：上元 2 号私募基金完成到期赎回展期的公告

关于上元 2 号私募基金完成到期赎回暨展期的公告

来源：上元资本 发布时间：2017-08-19

关于上元 2 号私募基金完成到期赎回暨展期的公告

尊敬的上元 2 号私募基金投资者：

深圳市上元资本管理有限公司（以下简称“本公司”）管理的上元 2 号私募基金（以下简称“2017 年 8 月 19 日到期，已完成相关基金份额赎回工作，请已申请赎回的投资者查询关联银行账户因基金持有的股票基本面良好，业绩成长确定性强，本基金现有份额持有人同意本基金封闭期日，日前已完成展期工作。

特此公告，请各位投资者知晓。

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 壁垒比较强

行业主要存在两大壁垒：1、环保壁垒 2、客户壁垒。

环保壁垒，环保趋严，重视环保投入企业进入收获期。今年黄冈富驰因环保原因临时停产一段时间，市场出现供货紧张；而国家政策的变化，去产能、抓环保，导致厂商的产能无法开足。

客户壁垒，客户重视供应体系，关系稳定。牛磺酸客户都是下游消费品公司，整体来说比较强势，对产品品质的要求非常高。一般新进入的企业很难切入到供应体系之中。同样的，永安药业在行业需求提升的过程中，也需要照顾客户的关系，因为这是一个长期建立起来的客户壁垒，按照供求现状坐地起价会影响和客户的长期合作。这是一个互相为对方考虑的体现。永安作为一个上市企业在与客户合作方面有着长期的积累和培养，相对于其他企业来说，永安与客户的关系更能应对客户壁垒的挑战。这方面的细节，也体现了永安的增长是一个稳定性高的长期逻辑。

4. 再次强调公司的核心投资逻辑

公司发布 17 年预计净利润为 1.62 亿至 1.93 亿，同比上升 160%至 210%。此外基于短期内供给状况无法改变以及 3 万吨生产线逐渐投入使用，我们预计公司明年的长单均价在 4.6 美元/Kg，短单维持 7.5 美元/Kg 左右，但产量到 4 万吨，行业需求每年增长 20-25%，按照这个，我们预测 18-19 年利润为 7.1 和 9.23 亿元，18 年估值有望在需求扩大的背景下提升到 20 倍，目标价 72 元。

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	228.32	659.36	1,238.59
应收账款	87.34	81.19	149.42	204.81	274.46
预付账款	12.81	20.09	39.00	10.54	61.09
存货	52.87	61.20	46.70	77.14	81.22
其他	302.92	379.21	341.75	347.17	362.31
流动资产合计	515.34	630.70	805.20	1,299.02	2,017.66
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	1,414.37	1,875.04	2,559.89
短期借款	0.00	10.06	0.00	0.00	0.00
应付账款	45.21	40.57	59.21	42.60	105.42
其他	13.75	26.44	21.96	28.26	33.37
流动负债合计	58.96	77.07	81.17	70.86	138.79
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	105.59	93.56	160.88
少数股东权益	4.07	3.76	1.87	(7.48)	(16.11)
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	1,110.45	1,592.50	2,218.66
其他	(601.50)	(600.27)	(604.57)	(604.57)	(604.57)
股东权益合计	1,119.49	1,177.10	1,308.78	1,781.48	2,399.01
负债和股东权益总	1,202.99	1,273.32	1,414.37	1,875.04	2,559.89

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	191.42	709.95	923.34
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(1.97)	(5.50)	(11.76)
投资损失	(13.39)	(14.65)	(19.00)	(19.00)	(19.00)
营运资金变动	(38.48)	(91.21)	(14.98)	(75.84)	(71.67)
其它	35.52	57.02	(1.12)	(10.00)	(8.45)
经营活动现金流	70.61	84.53	187.81	633.13	846.01
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	7.13	5.50	11.76
其他	(15.22)	(26.91)	(73.07)	(227.91)	(297.18)
筹资活动现金流	(6.72)	(7.55)	(65.94)	(222.41)	(285.42)
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	139.31	431.04	579.22

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	1,506.27	2,037.99
营业成本	457.31	408.45	525.74	533.97	752.02
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	67.11	75.31	100.88
管理费用	46.24	47.73	67.96	103.93	138.79
财务费用	(7.36)	(8.07)	(1.97)	(5.50)	(11.76)
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	207.43	802.89	1,058.67
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	223.50	819.43	1,074.87
所得税	3.68	11.34	33.97	118.82	160.16
净利润	17.18	61.99	189.53	700.61	914.71
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(1.90)	(9.34)	(8.63)
归属于母公司净利润	17.61	62.30	191.42	709.95	923.34
每股收益（元）	0.09	0.32	0.97	3.61	4.70

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%	229.54%	287.07%	31.86%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	207.27%	270.89%	30.06%
获利能力					
毛利率	17.73%	25.66%	38.50%	64.55%	63.10%
净利率	3.17%	11.34%	22.39%	47.13%	45.31%
ROE	1.58%	5.31%	14.65%	39.69%	38.23%
ROIC	0.46%	4.41%	16.22%	64.57%	81.16%

偿债能力					
资产负债率	6.94%	7.56%	7.47%	4.99%	6.28%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.22%	-6.89%	-23.58%
流动比率	8.74	8.18	9.92	18.33	14.54
速动比率	7.84	7.39	9.35	17.24	13.95

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	15.84	24.33	25.74
总资产周转率	0.47	0.44	0.64	0.92	0.92

每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.32	0.97	3.61	4.70
每股经营现金流	0.36	0.43	0.96	3.22	4.31
每股净资产	5.68	5.97	6.65	9.11	12.29

估值比率					
市盈率	398.43	112.64	36.66	9.88	7.60
市净率	6.29	5.98	5.37	3.92	2.91
EV/EBITDA	52.48	36.32	28.32	7.61	5.31
EV/EBIT	658.65	83.57	32.93	7.93	5.48

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