

# 永安药业 (002365)

## 环保税开征利好牛磺酸龙头企业 继续强烈推荐

### 新订单价格同比上涨符合预期，供给+需求逻辑不断验证

永安药业 12 月 19 日在全景网互动平台上透露，公司目前正处于明年牛磺酸订单的谈判及签订期，明年牛磺酸新签订单的销售价格较今年同比均有所上涨。之前市场的担心过于悲观，我们认为现在是一个很好的布局时点，继续给予“买入”评级。

### 2018 年 1 月 1 号开始征收的环保税将替代污染费，同行环保成本上升，进一步强化永安在行业内的地位，环保政策趋严大背景下公司竞争优势凸显

污染费改环保税，排污企业将受到比污染收费更加严格的法律制约，公司一直加强对环保的投入，各项环保指标符合国家的环保要求。华昌和远洋所在的江苏省环保税成本比永安所在的湖北要高，随着环保投入的增加，生产成本将进一步提高，以往以低价竞争的模式可能将无法延续。新的竞争格局之下，永安的竞争优势将更加凸显。

### 与通威股份交流显示在饲料领域深度合作前景

在饲料中抗生素使用非常广泛，如果能被牛磺酸部分替代，牛磺酸空间巨大。之前通威股份基本没有在饲料中添加牛磺酸。11 月 12 日永安药业造访通威股份技术中心，从企业反馈看：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和成长性。虽然暂时没有可以预测的需求，但该趋势的出现具有重大意义。永安药业未来与饲料企业的深度合作具有广阔前景。

### 下游需求强劲增长空间较大，食品饮料、宠物食品及饲料等行业对牛磺酸的需求增速较快，特别是饲料应用增长明显

除了在饲料领域的扩延，牛磺酸的下游需求一直较强劲，是公司基本面的核心增长点。据不完全统计，牛磺酸用量约 90%以上集中于食品饮料、宠物食品和饲料领域等。虽然国内目前人均牛磺酸消费量不高，但随着对牛磺酸健康功能的认识日益提高，牛磺酸的消费量需求将越来越大。

### 再次强调公司的核心投资逻辑，目标价 72 元“买入”评级

公司在其 2017 年三季报上发布 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、产量和全球牛磺酸强劲的需求量，以及国家环保政策有助于规范市场，我们预测 18-19 年净利润为 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，“买入”评级。

### 风险提示：食品安全风险，产能、价格等方面不确定性风险。

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)	357.72	101.13	32.91	8.87	6.82
市净率(P/B)	5.65	5.37	4.82	3.52	2.61
市销率(P/S)	11.33	11.47	7.37	4.18	3.09
EV/EBITDA	52.48	36.32	25.32	6.75	4.65

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	32.50 元
目标价格	72 元
上次目标价	72 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)	6,384.79
流通 A 股市值(百万元)	5,011.71
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	
何长天	联系人
hechangtian@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: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》 2017-11-08
- 《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
- 《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

## 1. 新订单价格同比上涨符合预期，供给+需求逻辑不断验证

公司一般在第四季度进入明年的合同谈判及签订期，10月份开始启动明年订单的谈判与签订，公司目前正处于明年牛磺酸订单的谈判及签订期。永安药业12月19日在全景网互动平台上透露，明年牛磺酸新签订单的销售价格较今年同比均有所上涨。之前市场的担心过于悲观，我们认为现在是一个很好的布局时点，继续给予“买入”评级。

## 2. 环保政策趋严大背景下永安竞争优势凸显：2018年1月1日开始征收的环保税将替代污染费，进一步强化永安在行业内的地位

随着国家环保要求的日趋严格，永安最大的竞争对手黄冈富驰近年来因环保问题被停产整治，导致牛磺酸市场供给紧张。公司一直加强对环保的投入，各项环保指标符合国家的环保要求，未受到环保政策的影响，生产稳定。

12月召开的中央经济工作会议也确定要在未来打好污染防治攻坚战，大幅减少主要污染物排放总量，总体改善生态环境质量，重点是打赢蓝天保卫战，调整产业结构，淘汰落后产能，调整能源结构，加大节能力度和考核，调整运输结构。

表 1: 2017 环保重要事件

2017 环保重要事件	
4月1日	中央决定设立雄安新区，建设绿色生态宜居新城区
4月5日	环保部开启为期一年的大气污染防治强化督查，5600人查一年
4月24日	第三批中央环境保护督察工作全面启动，对7个省（市）开展环境保护督察工作
8月7日	第四批中央环境保护督察将全面启动，组建8个中央环境保护督察组，实现了对全国各省（区、市）督察全覆盖。
8月31日	环保部发布京津冀及周边大气污染防治攻坚战行动方案及六个配套方案
10月18日	十九大召开 要求打好污染防治攻坚战
12月18日	中央经济工作会议确定要在未来打好污染防治攻坚战，大幅减少主要污染物排放总量

资料来源：中国水网，天风证券研究所

2018年1月1日起将执行污染费改环保税，排污企业将受到比污染收费更加严格的法律制约，征税机关和纳税人将在法律框架内，依法征税和依法纳税，这是一种更加有力度的制度安排。更值得注意的是，华昌和远洋所在的江苏省环保税成本比永安所在的湖北要高，永安在行业内的竞争地位将进一步获得提升：

华昌位于无锡江阴，远洋位于苏州常熟，按照江苏环保税征收标准大气污染每污染当量6元，水污染物税额标准为每污染当量7元；而永安所在的湖北规定二氧化硫和氮氧化物的税额为每污染当量2.4元，其余大气污染物的税额为每污染当量1.2元；化学需氧量、氨氮、总磷和五项主要重金属的税额为每污染当量2.8元，其余水污染物的税额为每污染当量1.4元，这意味着永安比起部分同行在严格执行的环保税方面拥有更明确的优势。

事实上，其他牛磺酸生产厂商为了达到国家的环保要求，近年来也在加大环保设施的投入，随着环保投入的增加，生产成本将进一步提高，以往以低价竞争的模式可能将无法延续。新的竞争格局之下，永安的竞争优势将更加凸显。

### 3. 与通威股份交流显示在饲料领域深度合作前景

在饲料中抗生素的使用非常广泛，随着国内外对抗生素添加的限制，牛磺酸在水产、动物饲料中的应用有所增加。在水产、动物饲料中添加牛磺酸能够增强动物免疫力及提高其它生理机能的功效也得到了进一步的验证。如果抗生素能被牛磺酸部分甚至全部替代，牛磺酸的空间是巨大的，而之前饲料巨头通威股份基本没有在饲料中添加牛磺酸。

11月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，显示在饲料领域有广阔的合作前景，现在的核心是企业要逐步确立配方。

### 4. 下游需求强劲增长空间较大，食品饮料、宠物食品及饲料等行业对牛磺酸的需求增速较快，特别是饲料应用增长明显

牛磺酸用途范围一直在扩大，全球需求量也在不断增长。据不完全统计，牛磺酸用量在食品饮料行业约占50%，宠物食品行业约占30%，饲料行业约占10%至20%，药品及其他领域用量相对较小。

近年来，牛磺酸需求量在食品饮料行业增长较快，主要来自消费者对各种功能性饮料需求的增长。其次是宠物食品及饲料行业，全球对宠物的喜爱和饲养无疑使宠物食品需求量上升，尤其是猫粮，由于猫的身体细胞不具备合成牛磺酸的功能，如果食物中缺乏牛磺酸，会影响视网膜细胞的功能，导致视网膜退化而丧失夜视功能。目前，从销售数据看，食品饮料、宠物食品及饲料等行业对牛磺酸的需求增速较快，特别是饲料应用增长明显。未来随着食品饮料板块需求的持续增长，将与饲料应用的增长齐头并进，一起构成公司业绩增长的双驱动力。

### 5. 再次强调公司的核心投资逻辑

公司在其2017年三季报上发布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、产量和全球牛磺酸强劲的需求量，以及国家环保政策有助于规范市场，我们预测18-19年净利润为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，“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	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
<b>流动资产合计</b>	<b>515.34</b>	<b>630.70</b>	<b>805.20</b>	<b>1,299.02</b>	<b>2,017.66</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>687.65</b>	<b>642.62</b>	<b>609.17</b>	<b>576.02</b>	<b>542.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,202.99</b>	<b>1,273.32</b>	<b>1,414.37</b>	<b>1,875.04</b>	<b>2,559.89</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>58.96</b>	<b>77.07</b>	<b>81.17</b>	<b>70.86</b>	<b>138.79</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.53</b>	<b>19.15</b>	<b>24.43</b>	<b>22.70</b>	<b>22.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>83.50</b>	<b>96.22</b>	<b>105.59</b>	<b>93.56</b>	<b>160.88</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,119.49</b>	<b>1,177.10</b>	<b>1,308.78</b>	<b>1,781.48</b>	<b>2,399.01</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,202.99</b>	<b>1,273.32</b>	<b>1,414.37</b>	<b>1,875.04</b>	<b>2,559.89</b>

  

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>70.61</b>	<b>84.53</b>	<b>187.81</b>	<b>633.13</b>	<b>846.01</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35.29)</b>	<b>(61.70)</b>	<b>17.44</b>	<b>20.32</b>	<b>18.64</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6.72)</b>	<b>(7.55)</b>	<b>(65.94)</b>	<b>(222.41)</b>	<b>(285.42)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>28.59</b>	<b>15.29</b>	<b>139.31</b>	<b>431.04</b>	<b>579.22</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>555.89</b>	<b>549.40</b>	<b>854.87</b>	<b>1,506.27</b>	<b>2,037.99</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>13.40</b>	<b>62.95</b>	<b>207.43</b>	<b>802.89</b>	<b>1,058.67</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>20.86</b>	<b>73.33</b>	<b>223.50</b>	<b>819.43</b>	<b>1,074.87</b>
所得税	3.68	11.34	33.97	118.82	160.16
<b>净利润</b>	<b>17.18</b>	<b>61.99</b>	<b>189.53</b>	<b>700.61</b>	<b>914.71</b>
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(1.90)	(9.34)	(8.63)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17.61</b>	<b>62.30</b>	<b>191.42</b>	<b>709.95</b>	<b>923.34</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	357.72	101.13	32.91	8.87	6.82
市净率	5.65	5.37	4.82	3.52	2.61
EV/EBITDA	52.48	36.32	25.32	6.75	4.65
EV/EBIT	658.65	83.57	29.44	7.03	4.80

### 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