

强烈推荐-A (首次)

三圣股份 002742.SZ

目标估值: 30-32 元

当前股价: 25.57 元

2017 年 07 月 09 日

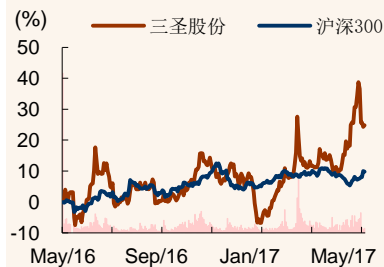
重庆区域商混龙头，转型医药布局埃塞

基础数据

上证综指	3218
总股本 (万股)	21600
已上市流通股 (万股)	7098
总市值 (亿元)	59
流通市值 (亿元)	19
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	9.1
资产负债率	50.4%
主要股东	潘先文
主要股东持股比例	49.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	13	32
相对表现	12	14	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn

S1090517040001

联系人:

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn

戴亚雄

daiyaxiong@cmschina.com.cn

公司作为重庆区域商混龙头，立足建材化工，转型医药制造。拟收购春瑞医化，大幅增厚利润。布局埃塞俄比亚，践行“一带一路”，预计盈利能力明显提升。

- **立足建材化工，发展医药板块：**建材化工产品，包括商品混凝土、减水剂、膨胀剂、硫酸等。混凝土为主，2016 年收入占比 80%。区域性明显，2016 年收入的 87%来自重庆。拟收购控股春瑞医化，已收购完成百康药业，将打造从医药中间体到制剂的全产业链，迎来全新发展。
- **重庆区域商混龙头，市占率持续提升：**与传统现场搅拌相比，商品混凝土更环保、生产专业化、精细化。“禁现”政策规范，行业稳健发展。作为区域龙头，公司商混市占率持续提升，但依然不到 10%。受益重庆区域发展，以及环保政策带动砂石价格上涨，丰富石膏资源的协同发展优势，有利于公司扩大市场份额。减水剂、膨胀剂业务基本稳定。
- **转型医药制造，完成产业链布局：**完成了从医药中间体到原料药再到埃塞本土制剂的全产业链布局。收购辽源百康，获得丰富普药储备，原料药中有近一半的品种属于基础药物，适合出口埃塞。拟收购春瑞医化，下游客户优质，包括国内 CMO 龙头企业博腾股份等；大幅增厚利润，承诺业绩，春瑞医化 2017 年扣非后净利润不少于 6200 万元，而公司去年归母净利润 1.18 亿元。
- **布局埃塞践行“一带一路”，预计盈利能力明显提升：**埃塞作为人口大国，政治稳定，经济高速发展，和中国关系良好。公司在埃塞布局当地制剂生产，以及商品混凝土等建材项目，预计盈利能力高于国内。
- **投资建议：**作为重庆区域商混龙头，市占率持续提升。转型医药制造，完成从医药中间体到原料药再到埃塞本土制剂的全产业链布局。拟收购春瑞医化，将大幅增厚利润。践行“一带一路”，在埃塞布局制剂和建材项目，预计盈利能力明显提升。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.08 元、1.35 元、1.81 元，考虑转型医药、预计业绩较快增长，给予对应 2017 年 30 倍 PE，目标价 32 元。
- **风险提示：**海外市场风险，医药业务、埃塞项目不达预期等。

## 正文目录

一、立足建材化工，发展医药板块 .....	4
二、重庆区域商混龙头 .....	6
2.1 政策“禁现”，行业稳健发展 .....	6
2.2 受益重庆区域发展，公司商混市占率仍有提升空间 .....	7
2.3 减水剂、膨胀剂业务基本稳定 .....	9
2.4 践行“一带一路”倡议，拓展埃塞俄比亚市场 .....	11
三、转型医药制造 开辟非洲制剂市场 .....	12
3.1 连续布局已成规模 打造中间体到制剂全产业链 .....	12
3.2 收购辽源百康，获得丰富普药储备 .....	13
3.3 收购春瑞医化，大幅增厚利润 .....	14
3.4 充分利用自身优势 布局埃塞当地制剂生产 .....	15

## 图表目录

图 1: 公司的主营收入构成 (百万元, 2016) .....	4
图 2: 公司的毛利构成 (百万元, 2016) .....	4
图 3: 公司营业收入情况 (亿元) .....	4
图 4: 公司归母净利润情况 (亿元) .....	4
图 5: 公司主营业务的毛利率 (%) .....	5
图 6: 公司收入的区域构成 (百万元, 2016) .....	5
图 7: 我国商品混凝土的产量与增速 .....	6
图 8: 重庆固定资产投资的累计同比增速 .....	7
图 9: 重庆商品房销售和房屋新开工面积累计同比增速 .....	7
图 10: 重庆市商品混凝土的产量与增速 .....	8
图 11: C30 混凝土全国均价走势 (元/方) .....	8
图 12: 公司商品混凝土的成本构成 (2013) .....	8
图 13: 公司主要原材料 (直接材料) 的成本构成 (2013) .....	8
图 14: 公司建材业务的产业链情况 .....	9
图 15: 公司商品混凝土的产量 (万立方米) .....	9
图 16: 公司商品混凝土的销售单价 (元/立方米) .....	9
图 17: 公司减水剂的产量 (万立方米) .....	10

图 18: 公司减水剂的销售单价 (元/立方米) .....	10
图 19: 公司膨胀剂的产量 (万立方米) .....	10
图 20: 公司膨胀剂的销售单价 (元/立方米) .....	10
图 21: 我国硫酸产量与增速 (万吨) .....	11
图 22: 全国硫酸市场价 (元/吨) .....	11
图 23: 埃塞总统会见三圣 (埃塞) 药业公司负责人 .....	11
图 24: 埃塞俄比亚驻华大使到公司访问 .....	11
图 25: 三圣股份医药产业布局历程 .....	12
图 26: 三圣股份制药产业链布局情况 .....	13
图 27: 埃塞 2000-2015 年 GDP 总额情况 .....	15
图 28: 埃塞 2000-2015 年医疗卫生支出情况 .....	15
图 29: 三圣股份历史 PE Band .....	16
图 30: 三圣股份历史 PB Band .....	16
表 1: 商品混凝土行业的“禁现”政策 .....	7
表 2: 百康拥有的原料药品种情况 .....	13
表 3: 2015 年春瑞医化前五大客户情况 .....	14
表 4: 春瑞医化主要产品和用途 .....	15
附: 财务预测表 .....	17

## 一、立足建材化工，发展医药板块

公司主营业务为建材化工，专注于石膏资源综合利用研究和产品开发，当前发展医药板块，打造第二产业链。

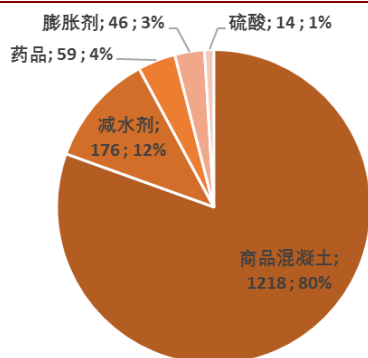
公司建材化工产品包括商品混凝土、减水剂、膨胀剂、硫酸等。其中，商品混凝土、减水剂、膨胀剂为建筑材料产品，广泛应用于工业与民用建筑、高速公路、铁路、桥梁、隧道、机场、水利水电等；硫酸主要用于生产化肥及化工、轻工、纺织、钢铁、减水剂等非化肥用酸企业。

收购百康药业和春瑞医化，打造从医药中间体到制剂的全产业链。2016年6月，公司收购完成百康药业100%股权，进入化学合成原料药及相应片剂、颗粒剂、硬胶囊剂的生产销售业务。2017年3月，公司重新审议通过收购春瑞医化股权的议案，以5.38亿元收购春瑞医化5400万股，占总股权60%。交易完成后，公司直接和间接持有春瑞医化72%股权。

商品混凝土是主要收入和利润来源。

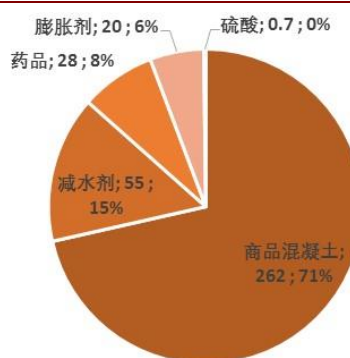
2016年，商品混凝土的收入为12.2亿元，占比为80%，毛利为2.6亿元，占比为71%。

图 1：公司的主营收入构成（百万元，2016）



资料来源：CEIC、招商证券

图 2：公司的毛利构成（百万元，2016）

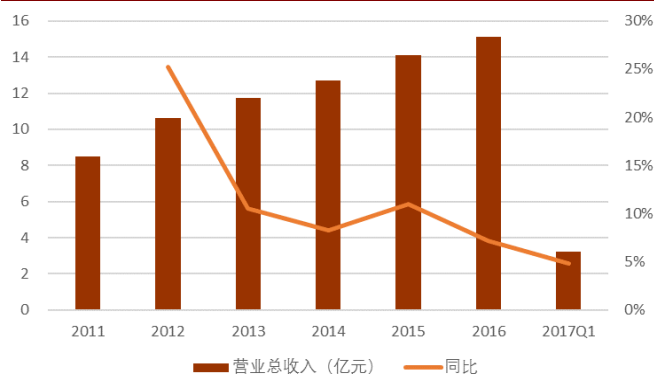


资料来源：CEIC、招商证券

收入和净利润增长较缓。

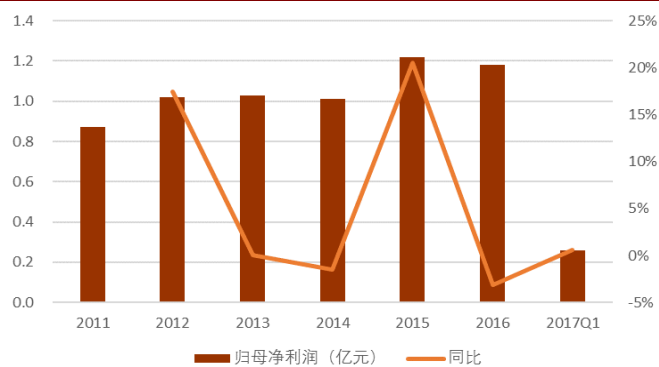
2015年2月，公司在中小板上市。近年来，公司的收入和归母净利润，增长比较缓慢。

图 3：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：CEIC、招商证券

图 4：公司归母净利润情况（亿元）

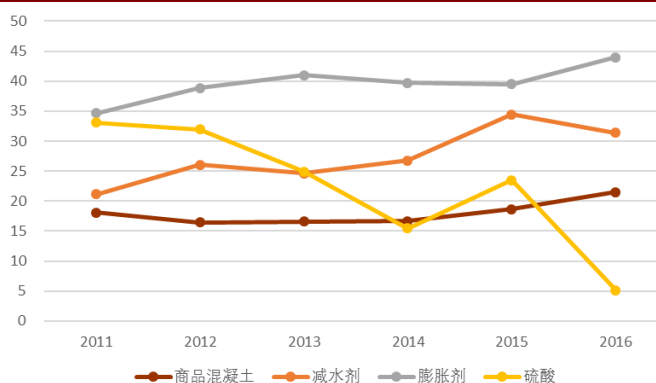


资料来源：CEIC、招商证券

主营业务的毛利率，基本保持稳定，硫酸的毛利率波动较大。

2016 年，硫酸的市场价格跌幅较大，公司硫酸业务的毛利率大幅下滑。主要原因是上游硫磺原料市场行情不佳，价格滑落的传导效应，加之下游市场需求减弱，供需失衡。

图 5: 公司主营业务的毛利率 (%)



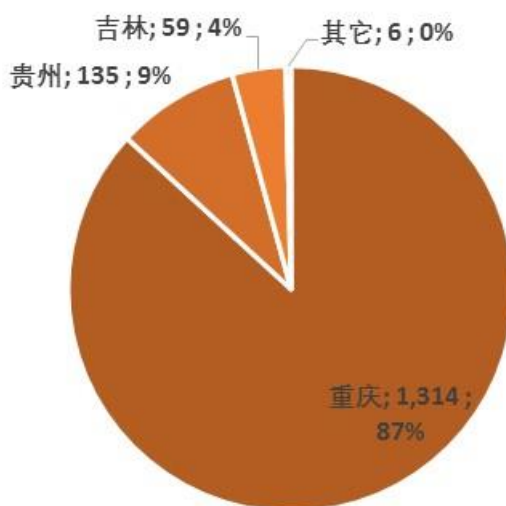
资料来源: wind、招商证券

区域构成来看，公司收入主来源于重庆市，建材业务具有明显的区域性。

商品混凝土为易凝结产品，其供应运输时间应控制在 2 小时左右，运输半径一般不超过 50 公里。基于运输成本考虑，减水剂（水剂）和硫酸存在一定的经济运输半径。

膨胀剂、减水剂（粉剂）产品一般为粉状，便于运输，其销售半径较广，区域性特征不明显。

图 6: 公司收入的区域构成 (百万元, 2016)



资料来源: wind、招商证券

## 二、重庆区域商混龙头

### 2.1 政策“禁现”，行业稳健发展

与传统的现场搅拌相比，商品混凝土更环保、生产专业化、精细化。

商品混凝土，又称预拌混凝土，是将水泥、集料（砂石）、水、混凝土外加剂、以及矿物掺合料等组分，依据混凝土不同要求按规定的科学比例，在自动化程度较高的集中搅拌站经准确计量、合理拌制后出售，并采用专用混凝土搅拌运输车，在规定时间内运抵使用地点。

商品混凝土的出现是生产专业化、商品化、精细化发展的必然结果。混凝土生产企业可以根据需方要求，生产出不同等级、不同强度的混凝土，满足特定施工的要求。

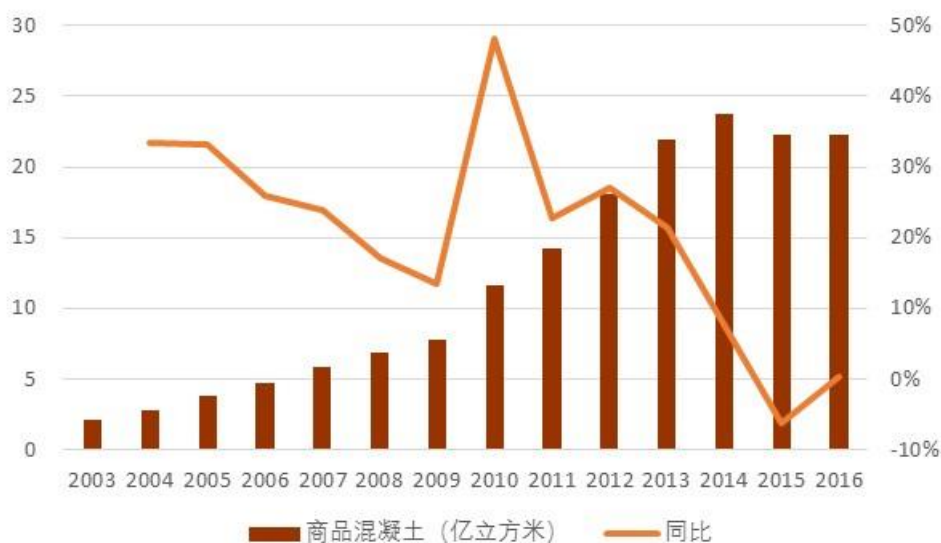
与传统的混凝土现场搅拌生产模式相比，商品混凝土生产模式能有效提高混凝土质量及施工速度，减少城市噪音和粉尘污染，减少资源的耗费，促进节能减排。

**“禁现”政策规范行业，宏观经济增速放缓后，商混行业稳健发展。**

商品混凝土的使用始于 20 世纪初，发展迅速。目前，欧美主要发达国家的商品混凝土普及率达到 80% 以上。

近年来国内商混行业增速放缓。20 世纪 90 年代后，随着我国宏观经济的快速发展，商品混凝土行业进入高速发展期，特别是 2003 年全国范围内实施的“禁现”政策促进了行业快速发展。2005-2013 年，我国商品混凝土产量，年均复合增速达到 25%。而 2015 年出现了负增长。

图 7：我国商品混凝土的产量与增速



资料来源：中国混凝土网、招商证券

未来，“禁现”范围的扩大和执行力度的加强，我国商品混凝土普及率还有进一步提高



的空间。

表 1: 商品混凝土行业的“禁现”政策

时间	文件	主要内容
2003 年 10 月	商务部、公安部、建设部、交通部联合下发《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》。	其中规定：“北京等 124 个城市城区从 2003 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土，其他省（自治区）辖市从 2005 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土，预拌混凝土和干混砂浆生产企业必须全部使用散装水泥”。
2004 年 3 月	商务部、财政部、建设部、铁道部、交通部、国家质量监督检验检疫总局、国家环境保护总局联合发布 2004 年第 5 号文件《散装水泥管理办法》。	办法规定“县级以上地方人民政府有关部门应当鼓励发展预拌混凝土和预拌砂浆，根据实际情况限期禁止城市市区现场搅拌混凝土，预拌混凝土、预拌砂浆生产企业必须全部使用散装水泥。
2011 年 9 月	商务部发布《关于“十二五”期间加快散装水泥发展的指导意见》。	意见指出“各地要根据本地区特点和区域经济发展水平，并结合区域发展规划，扩大“禁现”城市范围，鼓励中心镇、城镇周边及农村发展预拌混凝土，鼓励设区市发展预拌砂浆，积极扩大“禁现”区域与覆盖范围。

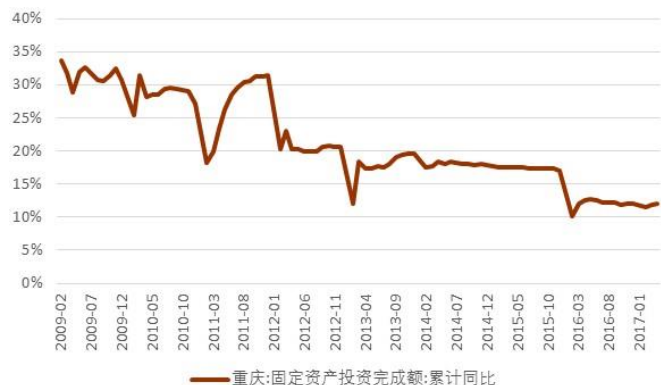
资料来源：招商证券

## 2.2 受益重庆区域发展，公司商混市占率仍有提升空间

重庆市固定资产投资保持较快增速，商混市场体量较大。

重庆定位于“长江上游经济中心”、“西部增长极”、“国家中心城市”，经济和社会快速发展。近年来，重庆市固定资产投资增速保持较高水平，高于全国；商品房销售面积表现较好。

图 8: 重庆固定资产投资的累计同比增速



资料来源：wind、招商证券

图 9: 重庆商品房销售和房屋新开工面积累计同比增速



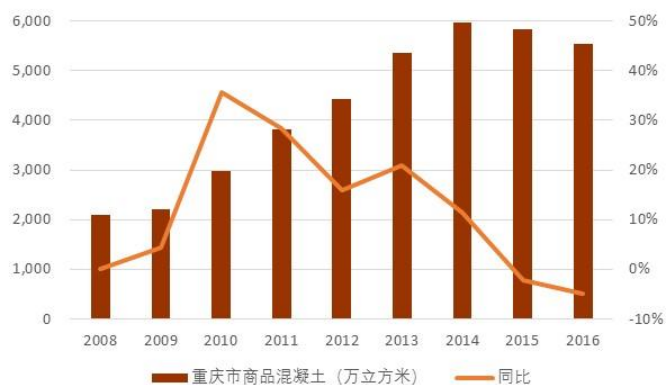
资料来源：wind、招商证券

重庆市商品混凝土的产量增速有所放缓，但体量较大，有近 6000 万立方米。

价格上，2015 年以来，C30 商品混凝土的全国均价，基本保持稳定。

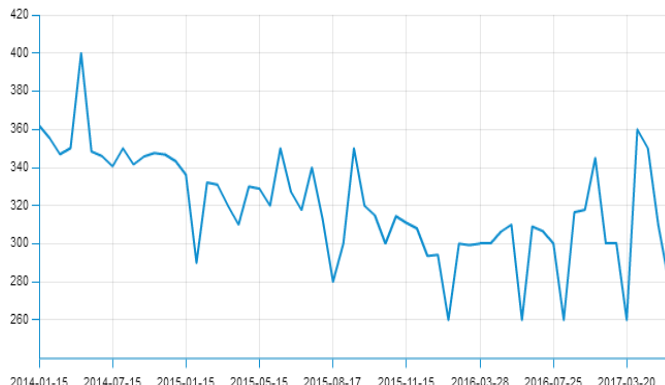
整个重庆市的商品混凝土市场依然很大。

图 10: 重庆市商品混凝土的产量与增速



资料来源: wind、招商证券

图 11: C30 混凝土全国均价走势 (元/方)



资料来源: wind、招商证券

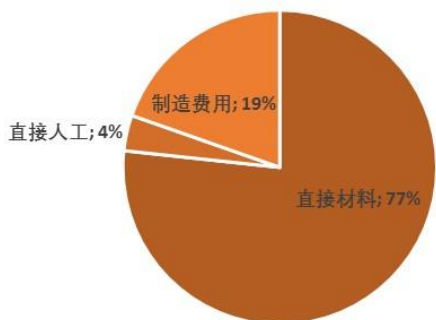
砂石价格暴涨，混凝土生产成本的压力加大，有利于优秀企业扩大市场份额。

从公司成本来看，直接材料占比超过 70%。而直接成本中，水泥、石子、砂、沙等占比近 70%。

3 月 1 日至 6 月 30 日，长江流域及以南重要流域为期 4 个月的禁渔期制度，首次统一正式实施。半个中国统一禁渔，河砂、湖砂供应经历短缺过程。

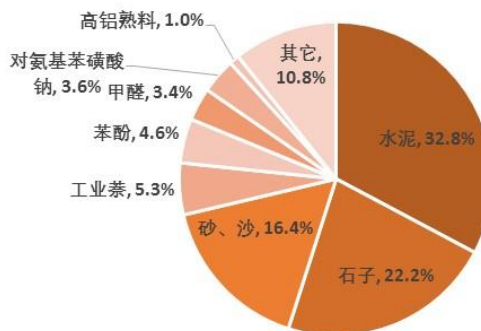
近年来，天然砂资源已近枯竭，2016 年受环保政策影响，砂石开采面临较大不稳定性，价格大幅攀升，而机制砂还在推广和普及阶段。此外，混凝土主要原料水泥的价格也不断上涨。成本端的压力加大，有利于行业优胜劣汰，优秀企业扩大市场份额。

图 12: 公司商品混凝土的成本构成 (2013)



资料来源: wind、招商证券

图 13: 公司主要原材料 (直接材料) 的成本构成 (2013)



资料来源: wind、招商证券

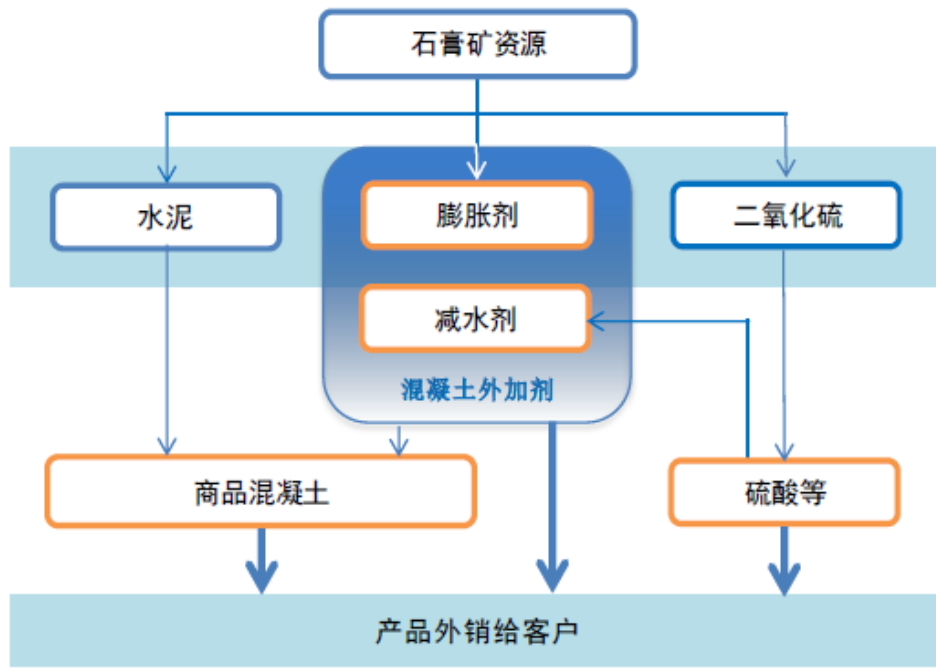
公司的建材业务具有协同发展优势和资源优势。

公司建材化工业务，专注于石膏综合利用的研究和产品开发，主要产品包括商品混凝土、减水剂、膨胀剂、硫酸等。各产品间相互独立对外销售，同时，各产品又具有紧密的相关性，产品间构成上下游业务链。

公司所在地具有丰富的石膏资源，探明石膏矿石储量 7.3 亿吨，矿床远景规模资源储量达 10 亿吨，其中 90% 以上为硬石膏；公司取得采矿权的石膏矿矿区达 2.1 平方公里。



图 14: 公司建材业务的产业链情况



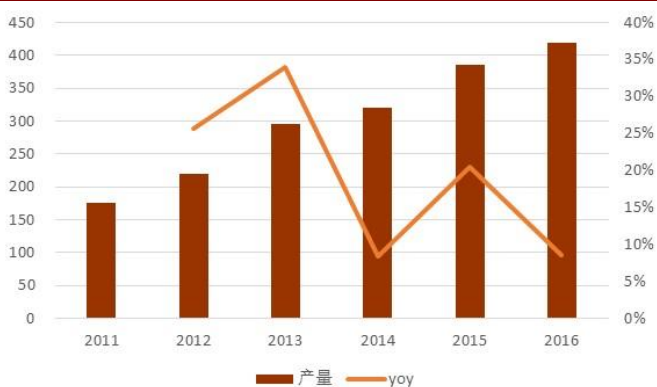
资料来源: 公司公告、招商证券

公司作为重庆区域商混龙头，市占率还有提升空间。

由于水泥、混凝土市场均出现产能过剩现象，近年来公司商品混凝土的销售单价有所下滑。

从商混产量数据来看，近两年重庆市产量有所下滑，但公司产量在逆势上升。作为区域龙头，公司市占率持续提升，但依然不到 10%，还有很大提升空间。

图 15: 公司商品混凝土的产量 (万立方米)



资料来源: wind、招商证券

图 16: 公司商品混凝土的销售单价 (元/立方米)



资料来源: wind、招商证券

### 2.3 减水剂、膨胀剂业务基本稳定

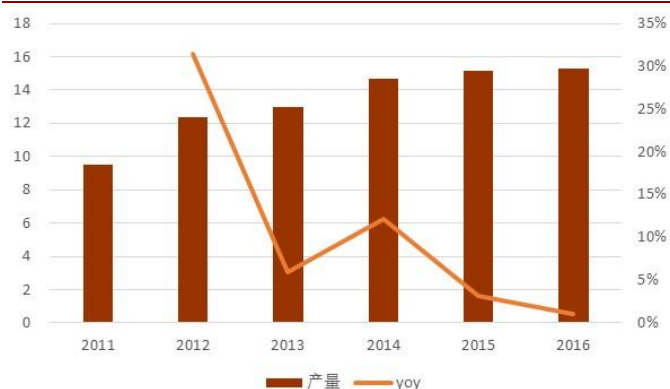
减水剂，用于改善混凝土拌和物流变性能，可节约水泥，降低成本，缩短工期，改善混凝土可施工性，从而提高建筑物的质量和使用寿命，目前已发展到以聚羧酸系为代表的

第三代高性能减水剂阶段。

公司是重庆市最早采用合成工艺生产减水剂的企业之一，也是最早生产膨胀剂的企业之一。目前，公司是重庆市主要减水剂生产企业，在重庆地区市场占有率保持在 30%以上。

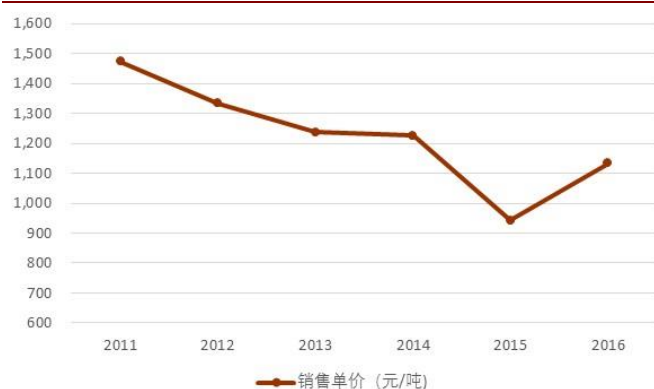
近年来，公司减水剂的产量基本保持稳定，销售单价有较大下滑，2016 年有所反弹。2016 年公司减水剂收入为 1.8 亿元，毛利约 5500 万元。

图 17: 公司减水剂的产量 (万立方米)



资料来源: wind、招商证券

图 18: 公司减水剂的销售单价 (元/立方米)

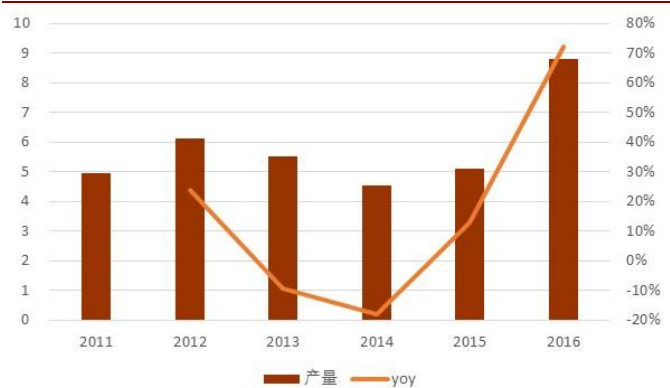


资料来源: wind、招商证券

膨胀剂，与水泥、水拌和后经水化反应生成钙矾石、氢氧化钙或钙矾石和氢氧化钙，使混凝土产生体积膨胀的外加剂。

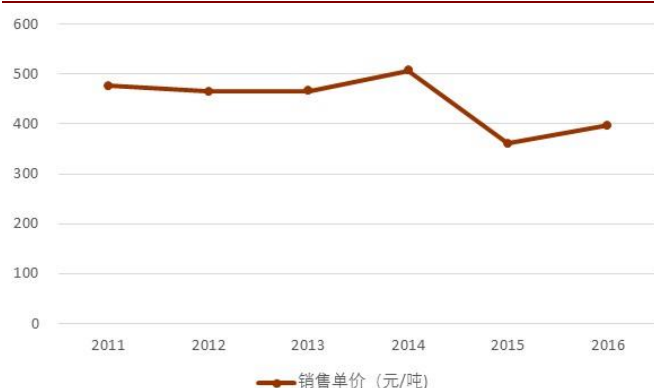
公司膨胀剂业务受运输半径的限制小，2016 年公司对其他市场的客户开拓取得较好的成绩，产销量及收入均大幅增长，收入达到 4600 万元，毛利约 2000 万元。

图 19: 公司膨胀剂的产量 (万立方米)



资料来源: wind、招商证券

图 20: 公司膨胀剂的销售单价 (元/立方米)

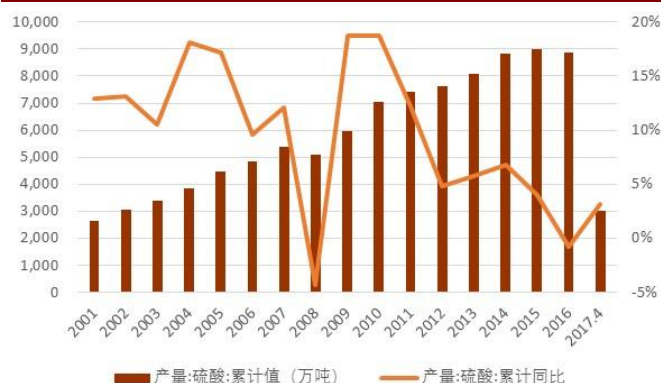


资料来源: wind、招商证券

2016 年，公司硫酸产品的收入为 1400 万元，毛利约 70 万元。

从全国市场来看，硫酸产量增速放缓，价格经历去年的上涨后，依然处于较低位置。

图 21: 我国硫酸产量与增速 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 22: 全国硫酸市场价 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

## 2.4 践行“一带一路”倡议，拓展埃塞俄比亚市场

非洲发展潜力巨大，埃塞俄比亚经济快速增长。

非洲经济相对落后，但有近 12 亿人口、3020 万平方公里土地，市场空间和发展潜力巨大。以埃塞俄比亚为例，作为非洲增速最快的国家之一，近 15 年保持两位数的增长，是非洲经济增长最快的非石油经济体。

在埃塞俄比亚投资医药和新型建材项目。

公司设立三圣埃塞（重庆）实业有限公司，致力于非洲地区的产业投资；与张家港市中悦冶金设备科技有限公司在埃塞共同投资医药和新型建材项目，加快国际化产业布局。

践行“一带一路”倡议，公司的业务得到当地政府的大力支持。

图 23: 埃塞总统会见三圣（埃塞）药业公司负责人



资料来源: wind、招商证券

图 24: 埃塞俄比亚驻华大使到公司访问



资料来源: wind、招商证券

2016 年 10 月，三圣（埃塞）药业有限公司总经理杨兴志先生和东方工业园董事长卢其元先生在埃塞俄比亚联邦总统府拜见了埃塞总统 Dr. Mulatu 先生。总统先生对工业园的发展给予了充分的肯定，对三圣（埃塞）药业有限公司入园投资表示衷心的感谢。

2016 年 12 月，埃塞驻华大使塞尤姆先生及夫人、埃塞驻重庆领事馆总领事凯贝德先生一行到公司访问，并表示，公司在埃塞俄比亚的业务开展将得到政府的大力支持。

2017 年 5 月 20 日，埃塞俄比亚总理海尔马里亚姆，借着一带一路高峰论坛之机，推销非洲的掘金机会，并会见了三圣股份董事长；他表示三圣股份投资的两个领域都是埃塞

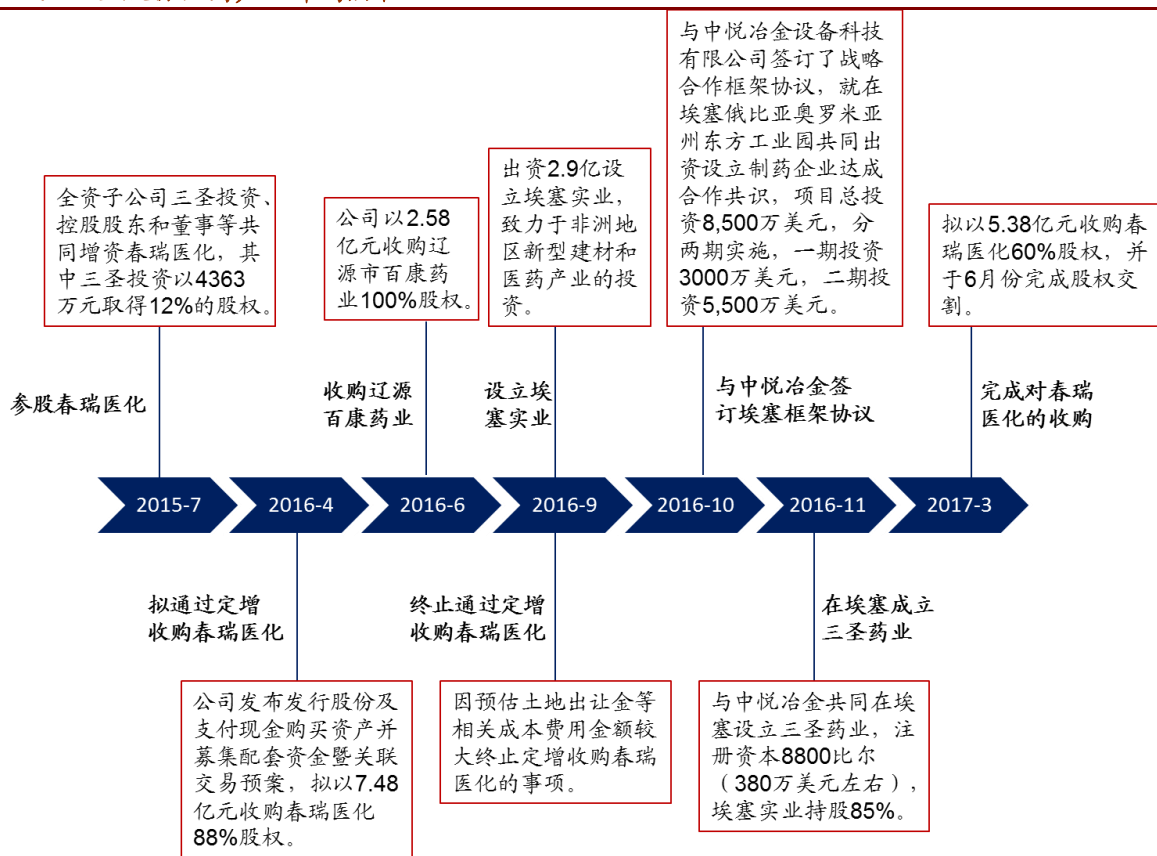
发展迫切需要的，将全力支持三圣股份对埃塞的投资。

### 三、转型医药制造 开辟非洲制剂市场

#### 3.1 连续布局已成规模 打造中间体到制剂全产业链

转型医药系谋而后动，连续布局已成规模。公司 15 年 2 月登陆中小板，15 年 7 月份，公司全资子公司、控股股东和董事等对春瑞医化增资，开启了转型医药的大幕。从时间点来看，我们判断实控人潘先文领导的高层在公司上市前就已经决定转型医药领域，届时战略布局的思考已经比较成熟，在公司上市后立即开始落地。公司于 16 年 4 月发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟以 7.48 亿元收购春瑞医化 88% 股权，后因预估土地出让金等相关成本费用金额较大而终止，但公司最终在 17 年 6 月以自筹现金完成了春瑞医化 60% 股权的收购。在完成对春瑞的收购前，公司已经收购了辽源百康 100% 股权，并在埃塞设立了三圣药业，医药产业布局基本成型。

图 25：三圣股份医药产业布局历程

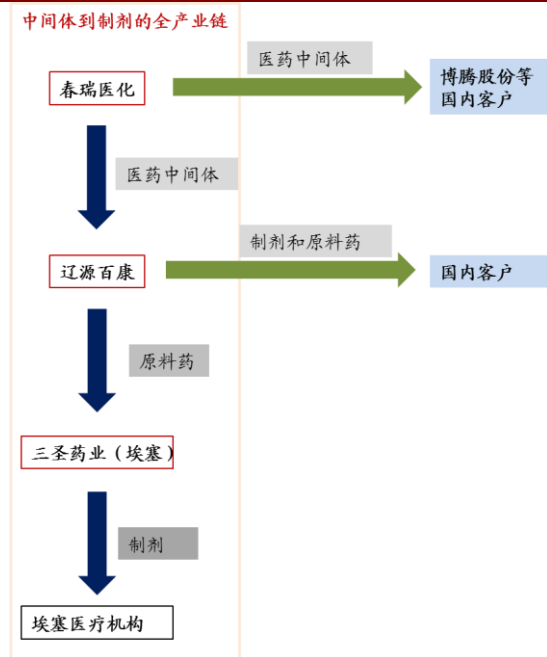


资料来源：公司公告、招商证券

打造从医药中间体到制剂的全产业链。公司收购的春瑞医化主要生产化药中间体，辽源百康生产普药原料药和制剂。目前在埃塞投资设立的制药公司——三圣药业负责在埃塞当地的制剂生产。当前公司完成了从医药中间体到原料药再到埃塞本土制剂的全产业链布局，为利润最大化和埃塞当地制剂的生产环节的把控奠定了坚实的基础。



图 26: 三圣股份制药产业链布局情况



资料来源：公司公告、招商证券

### 3.2 收购辽源百康，获得丰富普药储备

**部分增厚公司业绩。**公司于 2016 年 6 月以 2.58 亿元收购辽源市百康药业有限责任公司 100% 股权。百康药业合计持股 63.95% 的 10 名原主要股东向公司作出利润承诺，保证百康药业 2016 归属母公司的扣非净利润不低于 2,000 万元，并会对不足部分进行现金补偿。若实际实现的净利润超出承诺净利润，则将超出部分的 20% 作为全体利润承诺人的奖励。百康药业自 2016 年 6 月 2 日起纳入公司合并报表范围。

**原料药中有近一半的品种属于基础药物，适合出口埃塞，满足当地基本的药物需求。**百康药业建立于 1958 年，主要从事化学合成原料药及相应片剂、颗粒剂、硬胶囊剂的生产、销售。2015 年度，百康药业年度营业收入 2409 万元，但是由于停产搬迁，新厂于 15 年 10 月才正式投产，最终公司净利润为 -351 万元。经停产搬迁，新厂区通过新版 GMP 认证后于 2015 年 10 月投产，收购时已完成大部分原料药和制剂的重新认证工作，包括 9 个原料药和 84 个制剂。百康药业生产的原料药 20 种左右，其中国家基药药品品种的原料药包括：法莫替丁、双氯芬酸钠、硝苯地平、对乙酰氨基酚、吠塞米、诺氟沙星。除开基药品种外，国家医保覆盖的药品原料药还有曲克芦丁、吠喃唑酮和吡罗昔康。国家基药和医保药品都是满足我国人民基本药品需求的目录，可以判断目录中的品种对于埃塞这种发展中国家也是必需的药品。百康拥有 9 个属于我国基药目录或医保目录药品的原料药，为公司在埃塞当地制剂的品种提供了充足的选择和原料药保障。

表 2: 百康拥有的原料药品种情况

品种	是否属于基药	是否属于医保目录
丙谷胺	否	否
盐酸吗啡呱	否	否



盐酸二氧丙	否	否
法莫替丁	是	是
盐酸氯哌丁	否	否
双氯芬酸钠	是	是
曲克芦丁	否	是
芬布芬	否	否
硝苯地平	是	是
盐酸普鲁卡	否	否
盐酸奈福泮	否	否
对乙酰氨基	是	是
呋喃唑酮	否	是
盐酸苯海拉	否	否
呋塞米	是	是
贝诺脂	否	否
磷酸苯丙哌	否	否
诺氟沙星	是	是
吡罗昔康	否	是
甲磺酸左氧	否	否

资料来源：CFDA、招商证券

### 3.3 收购春瑞医化，大幅增厚利润

**大幅增厚利润。**2016 年公司拟收购春瑞医化 88% 股权，最终因预估土地出让金成本费用过大超出预期而终止。2017 年 3 月，公司重新审议通过收购春瑞医化股权的议案，以人民币 5.38 亿元收购春瑞医化 5400 万股，占总股权 60%。交易完成后，公司直接和间接持有春瑞医化 72% 股权。合计持股占 39.32% 的三名主要股东作出利润承诺与保证：春瑞医化 2017 年度扣除非经常性损益后的净利润应不少于人民币 6200 万元。**2016 年三圣股份归母净利润 1.18 亿元，17 年春瑞医化若能完成 6200 万元净利润的业绩承诺，将大幅增厚公司净利润。**

**经营持续情况向好，下游客户行业地位高说明产品质量可靠。**春瑞医化成立于 1979 年 10 月 14 日，主营业务为化学医药原料研发、生产和销售。公司 2014-2016 年营业收入分别为 2.79 亿、3.69 亿和 3.20 亿元，净利润分别为 2773 万、4044 万和 5700 万，近年来发展态势很好，净利润呈不断上涨趋势。2015 年公司销售额前五的下游客户中，第一是国内 CMO 龙头企业博腾股份，第二是远大医药下属控股子公司武汉武药，第四是出口贸易公司，说明公司产品质量值得信赖。春瑞医化的生产模式主要分为自产自销模式与定制生产模式，定制生产模式下主要产品具有用户专一性和产品排他性，并且需要长期战略合作，因此春瑞医化客户集中度比较高。

**表 3：2015 年春瑞医化前五大客户情况**

客户名称	金额（万元）	占营业收入比例
重庆博腾制药科技股份有限公司	10,920.98	29.59%
武汉武药制药有限公司	4,103.42	11.12%
重庆方沃实业有限公司	3,743.59	10.14%
深圳市远邦进出口有限公司	1,242.20	3.37%
扬州市三药制药有限公司	1,223.82	3.32%

资料来源：公司公告、招商证券

抗生素中间体品种丰富，方便下游原料药和制剂的拓展。春瑞医化拥有氯霉素中间体、盐酸普鲁卡因中间体、DBED、A98 和环丙胺等抗生物原料药的中间体。抗生素在药品体系中地位特殊，属于必需药品，可以判断埃塞当地的抗生素种类需求会日益增加。春瑞医化丰富的抗生素原料药中间体产品有助于公司在抗生素原料药领域的拓展，助力埃塞当地抗生素制剂的品种和销售。

表 4: 春瑞医化主要产品 and 用途

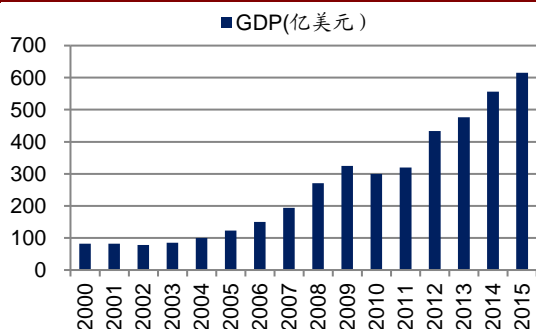
产品名称	用途
K199	抗丙肝药物索非布韦合成
T97-C	糖尿病药物坎格列净合成
氯霉素中间体	氯霉素合成
盐酸普鲁卡因中间体	普鲁卡因青霉素合成及化妆品
DBED	苜星青霉素及头孢西丁等药物合成
A98	头孢丙烯母核、氨曲南等药物合成
环丙胺	抗菌类药环丙沙星，恩氟沙星，斯帕沙星合成

资料来源：公司公告、招商证券

### 3.4 充分利用自身优势 布局埃塞当地制剂生产

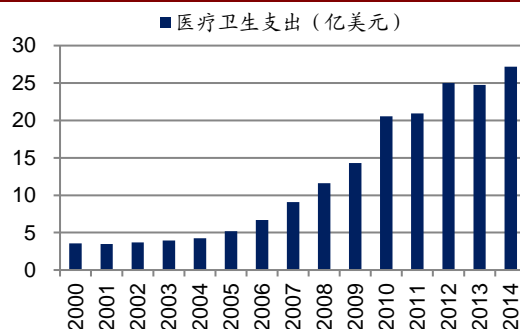
人口大国，政治稳定，经济高速发展，和中国关系良好。埃塞俄比亚位于非洲东北部，面积 110.36 万平方公里，以农业为主，2015 年埃塞俄比亚人口 9940 万。埃塞同时也是非洲的政治大国，是非盟的总部所在国家，相对于其他非洲国家，其人口基数大、经济增速快、政策开放稳定，市场具有高成长性，同时与中国具有友好的政治基础，据不完全统计在埃塞的中国人超过 8 万。2015 年，埃塞俄比亚 GDP 总额 615 亿美元，人均 GDP 为 619 美元。从 2000 年-2015 年，除 10、11 年受金融危机影响经济增速放缓之外，埃塞俄比亚的 GDP 总额一直呈快速上升趋势。

图 27: 埃塞 2000-2015 年 GDP 总额情况



资料来源：Wind、招商证券

图 28: 埃塞 2000-2015 年医疗卫生支出情况



资料来源：Wind、招商证券

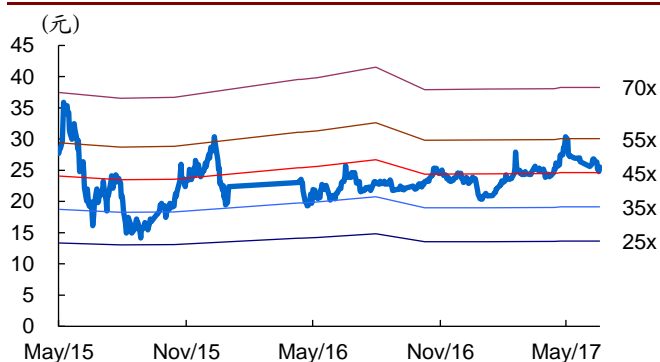
医疗卫生支出增速高于 GDP 增速并呈现刚性，医疗卫生支出占 GDP 比例提升空间大。全民的医疗卫生支出也呈现快速上涨的趋势，2000-2014 年 CAGR 为 15.59%，明显高于 GDP 增速。需要注意的是 10 和 11 年，在 GDP 处于下滑的时期，埃塞医疗卫生支出也是持平或者上升的，说明了医疗卫生需求的刚性。埃塞医疗卫生支出占 GDP 比重比较稳定，维持在 5% 的水平，对比中国 7% 左右的比例和英国等发达国家 10% 左右的比例，埃塞埃塞医疗卫生支出占 GDP 比重有望持续提升，药品市场潜力巨大。

药品以进口为主，政府主导国家药品采购，并鼓励本土制药企业发展。埃塞本土仅 22 家制药公司，约 85% 的药品依赖进口。整体来讲埃塞俄比亚处于药品供应短缺的局面，医药销售市场由政府管辖（招标采购），公立医院必须向政府订购药品。由于外汇、税收等方面的考虑，政府采购的原则是要优先考虑国内的制药厂，即使是国际招标，埃塞国内药厂产品也可以在价格不高于国际产品竞标价格 25% 的情况下优先中标。

公司在埃塞建立制剂生产企业的优势：**1) 充分利用百康的普药资源。**子公司百康药业生产的为普药，为埃塞俄比亚需要的药品品种，以后能够很好的对接埃塞俄比亚市场。公司在埃塞投资的医药项目主要产品为片剂、胶囊、大输液和小水针，均为埃塞俄比亚政府公布的未来几年政府招标的基本药物品种。**2) 与建材业务协同。**公司埃塞建材项目的混凝土生产线已初步具备生产条件，混凝土预制件生产线预计下半年建成，我们预计 17 年已经开始为公司贡献收入，在资金和管理等方面可以支持当地药厂的建设；同时公司建材产品特别是商品混凝土主要客户为中资企业，未来埃塞药品收入（货币为埃塞比尔）可以采取在国内结算的方式。**3) 先发优势。**虽然埃塞俄比亚政府鼓励、欢迎投资，但大部分企业因对非洲印象、意识等问题，不敢去、不愿去考察投资。目前，从公司了解的信息，人福医药为在埃塞俄比亚投资的第一家中国上市医药公司，三圣股份为第二家，但药厂建设进度已经和人福没有太大差距。先入企业对于后入企业而言在政府关系、客户资源等方面具备先入优势。

保守估计埃塞药品 2019 年开始为公司贡献业绩，预计利润率较高。公司埃塞药厂 17 年下半年完成主体结构施工进行设备安装及调试，预计 17 年底或 18 年初通过当地的 GMP 认证。同时公司需要申请当地的药品批文，根据经验申报周期一般需要 1 年左右。综上，我们保守估计埃塞药品 2019 年开始为公司贡献业绩，不排除公司 18 年通过其他方式产生药品收入。由于埃塞当地药品采购由政府主导，所以公司埃塞药厂只需要凭借当地企业的优势参加招标即可，无需在营销方面有太大的投入，所以估计公司埃塞药厂的净利率会明显高于比国内行业水平（10% 左右）。

图 29: 三圣股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 30: 三圣股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1421	1498	1828	2121	2680
现金	356	265	318	365	470
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	109	114	158	199	271
应收款项	865	960	1136	1298	1590
其它应收款	8	18	25	31	42
存货	66	82	106	125	168
其他	17	60	85	103	139
<b>非流动资产</b>	720	1301	1891	2735	3044
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	414	802	1196	1543	1554
无形资产	76	179	181	183	185
其他	229	320	514	1009	1305
<b>资产总计</b>	<b>2141</b>	<b>2799</b>	<b>3719</b>	<b>4856</b>	<b>5724</b>
<b>流动负债</b>	909	1298	1912	2709	3151
短期借款	325	595	983	1608	1697
应付账款	262	366	522	626	842
预收账款	0	12	18	21	28
其他	321	324	390	454	583
<b>长期负债</b>	1	148	248	348	448
长期借款	0	135	235	335	435
其他	1	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>910</b>	<b>1446</b>	<b>2159</b>	<b>3056</b>	<b>3599</b>
股本	144	216	216	216	216
资本公积金	540	468	468	468	468
留存收益	530	612	813	1046	1363
少数股东权益	6	49	54	61	69
归属于母公司所有者权益	1225	1304	1505	1739	2056
<b>负债及权益合计</b>	<b>2141</b>	<b>2799</b>	<b>3719</b>	<b>4856</b>	<b>5724</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	56	125	322	465	593
净利润	122	118	234	292	390
折旧摊销	71	83	122	169	211
财务费用	30	37	39	65	84
投资收益	0	0	(64)	0	0
营运资金变动	(166)	(112)	(28)	(79)	(111)
其它	(1)	(1)	19	19	19
<b>投资活动现金流</b>	(202)	(476)	(656)	(1020)	(520)
资本支出	(149)	(246)	(720)	(1020)	(520)
其他投资	(53)	(231)	64	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	382	274	388	602	32
借款变动	(29)	363	459	725	189
普通股增加	72	72	0	0	0
资本公积增加	367	(72)	0	0	0
股利分配	0	(65)	(32)	(58)	(73)
其他	(29)	(24)	(39)	(65)	(84)
<b>现金净增加额</b>	<b>236</b>	<b>(78)</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>105</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1411	1513	2108	2650	3606
营业成本	1106	1147	1633	1959	2637
营业税金及附加	5	4	6	8	10
营业费用	27	33	46	58	90
管理费用	87	130	169	199	288
财务费用	29	37	39	65	84
资产减值损失	13	21	10	10	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	64	0	0
<b>营业利润</b>	144	141	269	352	471
营业外收入	2	4	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	144	143	272	355	475
所得税	20	23	33	57	76
<b>净利润</b>	123	121	239	298	399
少数股东损益	1	3	5	6	9
<b>归属于母公司净利润</b>	122	118	234	292	390
<b>EPS (元)</b>	0.88	0.55	1.08	1.35	1.81

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	11%	7%	39%	26%	36%
营业利润	21%	-2%	90%	31%	34%
净利润	20%	-3%	98%	25%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.6%	24.2%	22.5%	26.1%	26.9%
净利率	8.6%	7.8%	11.1%	11.0%	10.8%
ROE	10.3%	9.0%	15.5%	16.8%	19.0%
ROIC	9.3%	7.1%	9.3%	9.3%	11.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.5%	51.7%	58.1%	62.9%	62.9%
净负债比率	17.1%	27.1%	32.7%	40.0%	37.2%
流动比率	1.6	1.2	1.0	0.8	0.9
速动比率	1.5	1.1	0.9	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6
存货周转率	16.3	15.5	17.5	17.0	18.0
应收帐款周转率	2.0	1.7	2.0	2.2	2.5
应付帐款周转率	4.0	3.6	3.7	3.4	3.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.88	0.55	1.08	1.35	1.81
每股经营现金	0.39	0.58	1.49	2.15	2.74
每股净资产	8.50	6.04	6.97	8.05	9.52
每股股利	0.45	0.15	0.27	0.34	0.45
<b>估值比率</b>					
PE	29.1	46.8	23.7	18.9	14.2
PB	3.0	4.2	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.2	17.2	10.1	7.4	5.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年加入招商证券，从事建材行业研究。

**戴亚雄：**毕业于上海财经大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究。

**吴斌：**中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李点典：**香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。