



AKD 业绩下滑，开拓医药保健品业务

增持 维持

目标价：16 元

投资要点：

2013 年，公司实现营业收入 11.22 亿元，较上年增长 7.44%，归属于上市公司股东的净利润 4,702.53 万元，较上年下降 35.47%。基本每股收益 0.18 元，同比下降 40%。

报告摘要：

- **AKD 系列毛利率大幅下滑，导致公司净利润下降。**13 年公司的主要产品 AKD 系列销量增长 7.81%，其他造纸化学品销量增长 28.48%，医药销量增长 61.81%。在销量增长的同时产品毛利率却普遍下降，对业绩影响重大。综合毛利率 16.06%，比 12 年下降 4.96 个百分点。分品类中 AKD 系列 13 年毛利率 12.06%，同比下降 7.89 个百分点，下滑最严重。其他造纸化学品毛利率 25.15%，同比下降 4.46 个百分点。医药中间体及原料药毛利率 19.11%，同比上升 3.61 个百分点。
- **期间费用率基本持平。**13 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.65%、6.11%、1.89%，同比分别变动 0、-0.6、0.36 个百分点。期间费用率 11.65%，比 12 年减少 0.24 个百分点，变动不大。
- **公司进军保健品业务，估值向原料药保健品切换。**公司与韩国星宇合资设立了苏州天森保健品有限公司，积极利用公司的现有资源向高附加值产业拓展。过去几年中国的保健食品市场平均增速超过 20%，但目前亚洲发达国家/地区的人均保健品消费是中国的 12.1 倍，北美是中国的 8.8 倍，预计国内市场依然能保持 20% 的增长，未来五年内有翻倍的空间。公司完成收购天立原料药，浒关工厂加快从医药中间体向原料药产业升级，2013 年分二次通过 GMP 认证，六个产品获得了 GMP 证书。硫酸氢氯吡格雷（心血管药）、瑞巴派特（胃药）等原料药需求有广阔空间。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2014、2015 年的 EPS 为 0.27、0.38，对应当前股价 PE 为 46X、33X，看好公司从造纸化学品向医药保健品的估值切换带来的投资机会，维持“增持”评级，目标价 16 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	873.87	1044.02	1121.67	1349.53	1628.46
增长率 (%)	28.82%	19.47%	7.44%	20%	21%
归母净利润(百万)	75.78	72.87	47.03	75.79	107.56
增长率 (%)	32.07%	-3.84%	-35.47%	61.17%	41.92%
每股收益 (摊薄)	0.63	0.30	0.18	0.27	0.38
市盈率	19.56	41.07	68.44	46.43	32.72

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013 新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

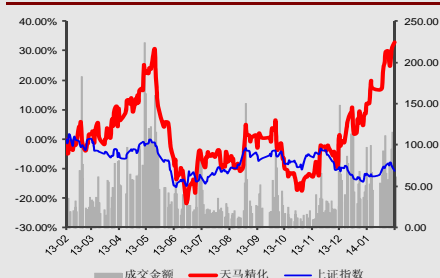
研究助理：

黎泉宏

电话：010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	12.32
总股本(千股)	286,000
总市值(百万)	3942
流通市值(百万)	3053
12 个月最高价	13.86
12 个月最低价	8.02

相关研究

《动力源：系统合同能源管理业务全面爆发》

2013/09/02

《中小市值周报 20131021：经济运行稳健，关注补涨板块》

2013/10/25

一、公司 2013 年基本业绩情况

表 1: 损益表分年度指标

	2011	2012	2012 年变动	2013	2013 年变动
营业收入	873.87	1,044.02	170.15	1,121.67	77.65
营业收入增速 YOY	28.82%	19.47%	-9.35%	7.44%	-12.03%
营业成本	704.60	824.55	119.95	941.47	116.93
综合毛利率	19.37%	21.02%	1.65%	16.06%	-4.96%
综合毛利率变动幅度	0.40%	1.65%	1.26%	-4.96%	-6.61%
营业税金及附加	2.40	3.21	0.81	3.46	0.24
销售费用	29.26	38.09	8.83	40.90	2.81
销售费用增速	24.54%	30.17%	5.62%	7.38%	-22.79%
管理费用	40.64	70.04	29.41	68.55	-1.49
管理费用增速	27.65%	72.37%	44.72%	-2.13%	-74.49%
财务费用	6.21	15.96	9.76	21.22	5.26
期间费用率	8.71%	11.89%	3.18%	11.65%	-0.24%
销售费用率	3.35%	3.65%	0.30%	3.65%	0.00%
管理费用率	4.65%	6.71%	2.06%	6.11%	-0.60%
财务费用率	0.71%	1.53%	0.82%	1.89%	0.36%
资产减值损失	1.34	6.83	5.49	1.54	-5.30
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.81	0.81
投资净收益	0.02	0.16	0.14	4.22	4.05
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	89.44	85.49	-3.95	49.56	-35.94
加：营业外收入	2.61	8.55	5.94	10.14	1.59
减：营业外支出	0.50	1.24	0.74	1.40	0.16
其中：非流动资产处置净损失	0.01	0.56	0.56	0.24	-0.33
利润总额	91.55	92.80	1.25	58.29	-34.51
减：所得税	14.16	17.83	3.67	11.04	-6.79
净利润	77.39	74.97	-2.42	47.25	-27.72
减：少数股东损益	1.60	2.10	0.49	0.23	-1.87
归属于母公司所有者的净利润	75.78	72.87	-2.91	47.03	-25.85
归母净利润增速	32.07%	-3.84%	-35.90%	-35.47%	-31.63%
销售净利率（右）	8.67%	6.98%	-1.69%	4.19%	-2.79%

资料来源：公司公告，宏源证券

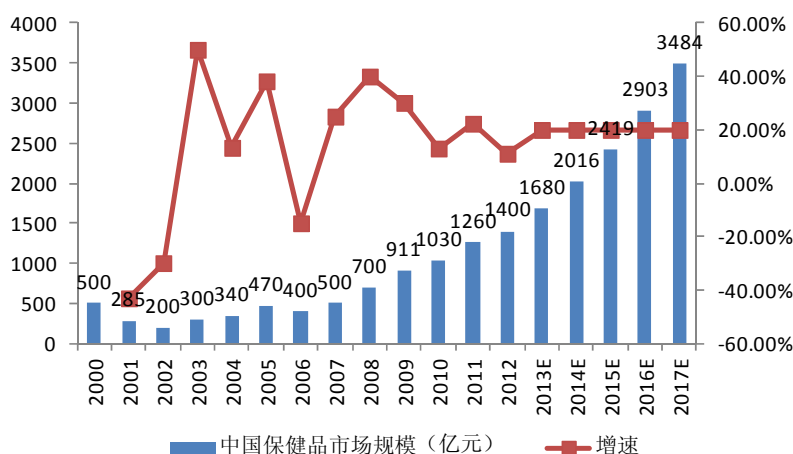
二、公司新设保健食品公司，未来成长空间巨大

（一）中国保健品市场未来五年有翻倍空间

公司与韩国星宇合资保健品子公司，不仅实现了医药产业链的延伸，也为公司开拓了一项新的业务。保健食品在中国的发展前景还非常的广阔，公司可以抓住机遇，抢占市场，为业绩增长做出重要的贡献。

在过去几年，中国的保健食品市场持续成长，平均增速超过 20%，到 2011 年，国内的保健品市场规模已经达到 1260 亿元。

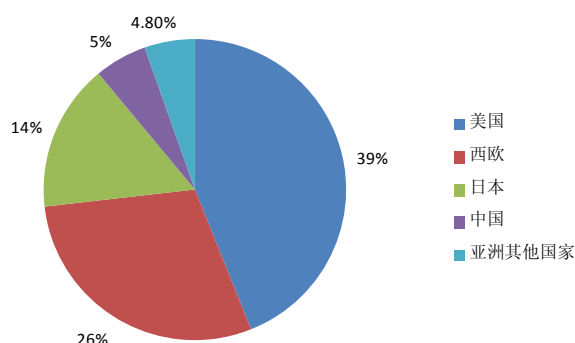
图 1：中国保健品市场规模



资料来源：凯博信咨询整理，宏源证券

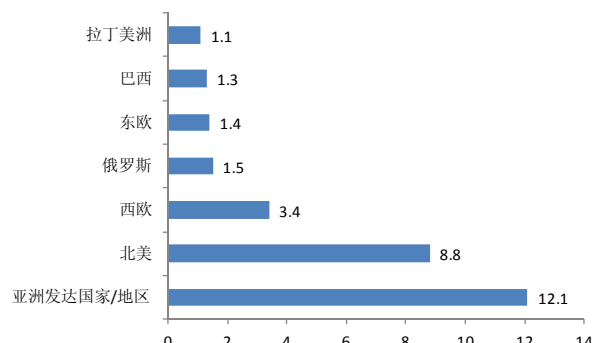
虽然保持较高增速，但是中国保健食品相对于发达国家来讲发展还比较落后，尤其从人均消费量而言，亚洲发达国家/地区的人均消费是中国的 12.1 倍，北美是中国的 8.8 倍，增长的潜力还是非常巨大的。我们预计未来 5 年保健食品规模依然可以保持 20% 的增速，则到 2017 年，市场规模会达到 3500 亿，市场有翻倍的空间。

图 2：2012 年全球保健品市场规模



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：各国人均保健食品消费量（中国设为 1）



资料来源：euromonitor，宏源证券

中国保健品市场的发展有四个主要的推动因素。第一是人均可支配收入增加带来购买力的提升；第二是人口老龄化带动需求的加大；第三是自我保健意识的提升带来的消费需求的增长，第四是相关政策对保健品行业发展的指引。

（二）行业市场集中度较低，品牌质量是生存之道

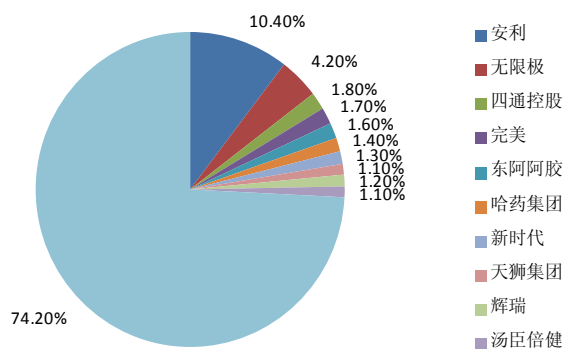
保健品主要分为保健食品和保健用品，保健用品以保健器械为主，保健食品包括膳食补充剂和中药保健品。公司生产的产品以化学合成保健品为主。

图 4：保健品子行业分类

类别	代表产品	中国上市公司
保健食品	膳食补充剂	维生素、矿物质、蛋白粉、减肥茶等
	中药保健品	阿胶、虫草、人参等
	保健器械	血糖仪、电子血压计、制氧机等
保健用品		汤臣倍健、瑞年国际、碧生源等 东阿阿胶、紫光古汉、江中药业等 鱼跃医疗、三诺生物、九安医疗等

资料来源：宏源证券

图 5：保健品市场行业集中度较低



资料来源：euromonitor，宏源证券

目前中国的保健食品产业集中度较低，行业整体呈现混乱、分散的特点，市场上销售的保健食品一半以上未获国家食品药品监督管理局（SFDA）批准。另一方面，行业集中度较低，2010 年行业销售额前十大企业销售收入仅占 26% 左右，最高的安利也仅有 10%。未来竞争格局将会改变，行业向着合规、集中的方向演进，有品牌质量保证的企业会有更大的机会。

（三）公司的新产品在欧美广受欢迎，国内也会有很大市场

韩国星宇涉及保健品种类包括草本提取物（以人参和芦荟为主）及深海鱼油类等，具有提高免疫、降低血脂等功效，在 1992 年开始从事功能性食品配料业务，打入中国市场门槛较低。公司现有的原料药品种中，胞磷胆碱用于治疗颅脑损伤或脑血管意外所引起的神经系统的后遗症，以此为原料制成的保健品可以预防老年痴呆，在海外广受欢迎。

三、新原料药获得国际国内认证，提升附加值

公司对天立原料药进行吸收合并，目的在于实现转型升级，开拓原料药业务成为公司新的增长点。2013 年以来，公司的原料药业务获得了一系列国际国内认证：

2013 年 4 月公司收到美国食品药品监督管理局的书面通知，公司的“葡甲胺（Meglumine）”生产工厂已经通过 FDA 的 cGMP（药品生产管理规范）审核。

2013 年 10 月 14 日，公司收到江苏省食品药品监督管理局颁发的中华人民共和国《药品 GMP 证书》。公司所申请的原料药（葡甲胺）、（瑞巴派特）、（胞磷胆碱钠）、（氟康唑、枸橼酸喷托维林）“经审查，符合中华人民共和国《药品生产质量管理规范》要求”，获得《药品 GMP 证书》。

2014 年 1 月 2 日，公司收到江苏省食品药品监督管理局颁发的中华人民共和国《药品 GMP 证书》，公司所申请的原料药（硫酸氢氯吡格雷）“经审查，符合中华人民共和国《药品生产质量管理规范》要求”，获得《药品 GMP 证书》。

表 2：公司原料药获得认证明细

名称	主要用途	认证
葡甲胺	诊断用药。造影剂的助溶剂，表面活性剂	GMP、 cGMP
硫酸氢氯吡格雷	用于心肌梗死患者（从几天到小于 35 天）、缺血性卒中患者（从 7 天到小于 6 个月）、确诊外周动脉性疾病的患者和急性冠脉综合征得患者的预防动脉粥样硬化血栓形成事件	GMP
瑞巴派特	胃溃疡、急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃粘膜病变（糜烂、出血、充血、水肿）的改善	GMP
胞磷胆碱钠	急性颅脑外伤和脑手术后意识障碍，对脑中风所致的偏瘫可逐渐恢复四肢的功能，也可用于其他中枢神经系统急性损伤引起的功能和意识障碍，也用于缺血性脑血管病和血管性痴呆	GMP
氟康唑	是治疗真菌感染的一种药物，为广谱抗真菌药	GMP
枸橼酸喷托维林	镇咳药	GMP

资料来源：公开资料，宏源证券

公司通过药监局和美国 FDA 审核，表明公司转型升级获得了阶段性的重要进展，将进一步提升公司在专业领域的形象和品牌，有利于拓宽国际高端市场，提升附加值。

四、造纸化学品行业寡头垄断可能带来提价机会

公司是国内最大的造纸施胶剂 AKD 系列供应商，AKD 产能从 07 年的 1.1 万吨提升到目前 4 万吨，AKD 乳液目前拥有产能 1.2 万吨。公司 AKD 原粉在国内的市占率也由 09 年的 50% 左右上升至 12 年的约 70%。

目前 AKD 产品领域，具有规模的生产商屈指可数。其中一家是凯米拉天成，这家公司由于生产经营问题发展缓慢，一家是镇江天亿，产能相对较小，已经逐步停产，还有一家益海天成。益海天成是益海嘉里集团和天成化工的合资公司，但其新生产线仍处在在建状态。未来市场可能出现寡头垄断格局，可以共同提价获取垄断收益。

表 3：国内 AKD 竞争企业明细

AKD 企业名称	产能	详细
天马精化	4 万吨	进一步优化市场布局
凯米拉天成	1.2 万吨	开工率较低，实际产量几千吨
益海天成	6 万吨（规划中）	2011 年 4 月 11 日，益海天成拟投资 16.25 亿元建设的 6 万吨/年 AKD 和 10 万吨/年甘油法环氧氯丙烷项目通过山东省环保厅审批。
镇江天亿	4000 吨	不在化工园区，已逐步停产

资料来源：公开资料，宏源证券

表 4: 盈利预测

单位:百万元									
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1044	1122	1350	1628	经营活动现金流				
YoY	19%	7%	20%	21%	净利润	75	47	76	108
营业成本	825	941	1107	1313	折旧与摊销	47	60	61	56
营业税金及附加	3	3	4	5	财务费用	16	22	26	31
销售费用	38	41	49	59	非经常性/非经营性损益	-2	-8	-12	-12
管理费用	70	69	82	100	营运资金的减少	-97	-88	-68	-83
EBITDA	155	127	168	208	长期经营性负债的增加	0	0	-4	0
YoY	19%	-18%	32%	24%	经营活动现金流净额	39	34	78	99
EBIT	108	67	107	152	投资活动现金流				
财务费用	16	21	26	31	固定资产购建	-98	-157	0	0
非经营性/经常性损益	1	12	12	12	无形资产购建	0	0	0	0
利润总和	93	58	94	133	非经常性或非经营性损益	-77	-295	12	12
所得税费用	18	11	18	25	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	75	47	76	108	投资活动现金流量净额	-175	-453	12	12
YoY	-3%	-37%	61%	42%	筹资活动现金流				
少数股东损益	2	0	0	0	短期借款增加	107	70	-167	-78
归属母公司所有者净利润	73	47	76	108	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	-4%	-35%	61%	42%	股本及资本公积增加	0	479	0	0
					财务费用及红利等	-39	-69	-26	-31
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	68	480	-192	-109
资产					现金及现金等价物净增加额	-68	62	-101	2
货币资金	75	181	218	263	现金及现金等价物期末余额	65	124	22	25
应收款项	294	305	367	443	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E
预付款项	48	36	43	52	盈利能力				
存货	143	192	227	273	ROE	9.8%	3.9%	5.9%	7.7%
其他流动资产	1	242	242	242	净利率	7.2%	4.2%	5.6%	6.6%
流动资产合计	561	956	1097	1272	毛利率	21.0%	16.1%	18.0%	19.4%
固定资产	419	528	477	429	营业费用率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
在建工程	100	123	111	100	管理费用率	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%
无形资产	169	187	177	168	财务费用率	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%
非核心资产	9	9	9	9	资本结构				
非流动资产合计	697	847	774	707	资产负债率	39.1%	32.4%	24.1%	21.2%
资产总计	1257	1803	1871	1979	权益乘数	1.64	1.48	1.45	1.41
负债					流动资产/总资产	44.6%	53.0%	58.6%	64.3%
短期借款	289	383	412	376	流动负债/总负债	94.1%	99.4%	100.0%	100.0%
应付款项	168	188	223	268	偿债能力				
预收款项	3	8	10	12	流动比率	1.21	1.65	2.44	3.04
其他应付款	3	1	1	1	速动比率	0.90	1.32	1.93	2.39
其他流动负债	0	0	0	0	产权比率	0.64	0.48	0.35	0.30
流动负债合计	463	580	450	419	归属母公司股东权益/负债	1.48	1.99	2.75	3.22
长期借款	25	0	0	0	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	6.23	5.63	5.28	5.24
其他非流动负债	4	4	0	0	应收账款周转率	3.69	3.75	4.02	4.02
非流动负债合计	29	4	0	0	流动资产周转率	1.78	1.48	1.31	1.37
负债合计	492	584	450	419	固定资产周转率	2.80	2.37	2.69	3.60
股本	240	286	286	286	总资产周转率	0.85	0.73	0.73	0.85
资本公积金	246	626	626	626	每股和估值指标				
留存收益	242	252	328	436	EPS(元)	0.30	0.18	0.27	0.38
归属母公司股东权益	729	1164	1240	1347	BPS(元)	3.04	4.08	4.34	4.72
少数股东权益	36	54	54	54	P/E(x)	40.57	74.84	46.43	32.72
股东权益合计	765	1218	1294	1402	P/B(x)	4.06	3.02	2.84	2.61
负债和股东权益合计	1257	1802	1744	1821					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、有色、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 首航节能、天音控股、天马精化、天玑科技、天通股份、嘉应制药、美盛文化、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、佳都科技、双塔食品等。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。