

聚焦医药产业，打造糖尿病慢病管理平台

——赤天化（600227）深度报告

增持（维持）

日期：2018年05月09日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	28.57	16.97	19.96	23.12
增长比率(%)	3.46	-40.61	17.63	15.83
净利润(亿元)	-3.50	0.38	1.21	1.66
增长比率(%)	-1,826.24	110.95	216.70	37.14
每股收益(元)	-0.24	0.02	0.07	0.096
市盈率(倍)	-30.35	322.27	80.68	58.83

报告关键要素：

赤天化之前主要从事化工品尿素和甲醇的生产、销售，2016年公司收购主要从事糖尿病业务的医药企业圣济堂，至此公司形成“化工+医药健康”双主业平台，目前国内糖尿病人数超1亿人，市场空间达500多亿，随着国内患者数不断增加、诊断率和治疗率的不断提升，未来国内糖尿病市场仍具备较大潜力空间。圣济堂目前形成以二甲双胍肠溶片、格列美脲片为核心的糖尿病产品群，相关一致性评价工作正在顺利推进。与此同时，公司同时还在进行阿卡波糖等重磅糖尿病药物的研发布局，还在积极建设糖尿病医院及肿瘤医院项目，未来公司将发展成为以糖尿病慢病管理为核心的健康产业管理平台。

投资要点：

● 国内尿素市场有望迎来紧平衡

2011-2015年是国际尿素产能大规模投放的高峰时间，全球尿素产能从1.82亿吨增长至2.23亿吨。目前全球尿素大规模产能投产时期已过，同时国内供给侧改革去产能仍在持续，目前国内尿素整体库存处于历史低位，相当一部分停车产能未来一段时期仍无法恢复，近期尿素价格已处于近两年相对高位，同时伴随下游稳定需求，国内尿素市场有望迎来供应紧平衡下状态。

● 深耕糖尿病治疗领域，分享糖尿病广袤市场空间

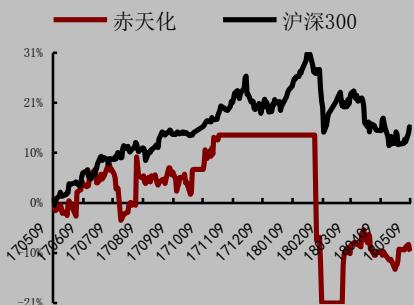
我国是全球糖尿病人数最多的国家，2017年糖尿病人数为1.14亿。目前国内糖尿病药物市场空间近500亿元，未来在诊断治疗率不断提升、新型治疗药物不断普及因素下，国内糖尿病市场仍有较大潜力增长空间。圣济堂深耕糖尿病药物研发生产，目前形成以二甲双胍肠溶片、格列美脲片为核心的糖尿病产品群，相关一致性评价工作正在顺利推进。与此同时，公司还在进行阿卡波糖等产品研发布局及糖尿病医院建设项目，未来公司将发展成为以糖尿病慢病管理为核心的健康管理平台。

- 盈利预测与投资建议：预计2018年、2019年公司分别实现归母净利1.21亿、1.66亿，对应EPS分别为0.07元、0.096元；对当前股价PE分别为81倍、59倍；继续推荐，维持“增持”评级。
- 风险因素：尿素价格下降风险、糖尿病药物市场竞争加剧的风险、一致性评价政策执行低于预期的风险

基础数据

收盘价(元)	5.63
市净率(倍)	2.07
流通市值(亿元)	70.12
每股净资产(元)	2.71
每股经营现金流(元)	0.01
营业利润率(%)	10.31
净资产收益率(%)	0.93
资产负债率(%)	30.66
总股本(万股)	173,632
流通股(万股)	124,540

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20180502_公司点评报告
_AAA_赤天化（600227）点评报告

分析师：沈贊

执业证书编号：S0270514050001
电话：02160883480
邮箱：shenyun@wlzq.com.cn

研究助理：姚文

电话：02160883489
邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

目录

1、业务全面转型，着力打造糖尿病健康管理平台.....	错误!未定义书签。
1.1 由传统化工业务向“化工+医药健康”转型	错误!未定义书签。
1.1.1 公司概况	错误!未定义书签。
1.1.2 因行业整体性原因，前期业绩波动较大	错误!未定义书签。
2、受益于供给侧改革，尿素行业有望迎来紧平衡.....	5
2.1 尿素，重要的农业生产资料	5
2.1.1 尿素是最重要的氮肥品种之一	5
2.1.2 尿素的制备工艺	6
2.2 全球大规模投产高峰已过，国内持续去产能	7
2.3 尿素库存仍在低位区间，市场供应呈现紧平衡	8
3、深耕医药领域，分享广阔糖尿病用药市场.....	10
3.1 糖尿病——市场潜力巨大的慢病领域	10
3.1.1 全球糖尿病患者数和用药市场持续增长	10
3.1.2 国内糖尿病市场持续快速增长，外资品牌占据主导	12
3.2 转型医药产业，深耕糖尿病用药市场	13
3.2.1 圣济堂，深耕糖尿病治疗用药领域	13
3.2.2 一致性评价工作稳步推进，逐步拓展丰富产品线	15
 图 1. 公司股权结构图	4
图 2. 2011-2016 年公司营收及增速	5
图 3. 2011-2016 年公司归母净利	5
图 4. 2017 年公司收入结构	5
图 5. 2017 年公司业务毛利结构	5
图 6. 尿素上下游产业链	6
图 7. 国内尿素行业产能供应结构	6
图 8. 不同制备途径成本分析	6
图 9. 桐梓化工煤头生产工艺	7
图 10. 全球尿素产能（百万吨）	7
图 11. 中国尿素产能（百万吨）	7
图 12. 我国尿素港口库存（万吨）	8
图 13. 我国尿素主要企业库存（万吨）	8
图 14. 国内尿素企业开工率	9
图 15. 国内尿素产量及表观消费量（万吨，实物量）	9
图 16. 国内主要地区尿素市场价格（元/吨）	9
图 17. 2012-2017 年公司尿素产品产销量	9
图 18. 全球及各地区在 2017 年和 2045 年的糖尿病患病人数（20-79 岁）	10
图 19. 2012-2017 全球糖尿病市场规模	11
图 20. 2017 年全球糖尿病市场产品竞争格局	11
图 21. 国内公立医疗机构糖尿病药物销售额	12
图 22. 2016 年国内不同销售终端产品格局	12
图 23. 2014-2017 圣济堂经营业绩（亿）	13
图 24. 2017 年圣济堂营收结构	13
图 25. 近几年公司主要糖尿病产品市场表现（亿）	13
图 26. 2015 年口服降糖药各亚类市场份额	14

图 27. 2015 年口服降糖药畅销产品 TOP10 市场份额	14
图 28. 2016 年国内重点城市公立医院二甲双胍竞争格局	14
图 29. 2013-2015 公立医疗机构格列美脲销售额（亿）	15
图 30. 2015 年格列美脲国内市场竞争格局	15
图 31. 2013-2015 公立医疗机构阿卡波糖销售额（亿）	16
图 32. 2015 年阿卡波糖国内市场竞争格局	16
表 1. 国内长期停车减量企业	8
表 2. 糖尿病主要分类	10
表 3. 2017 年全球糖尿病药物销售额（亿美元）排名	11
表 4. 2016 年中国公立医疗机构终端糖尿病化药品牌 TOP10	12
表 5. 公司主要研发情况及进展	15

1、业务全面转型，着力打造糖尿病健康管理平台

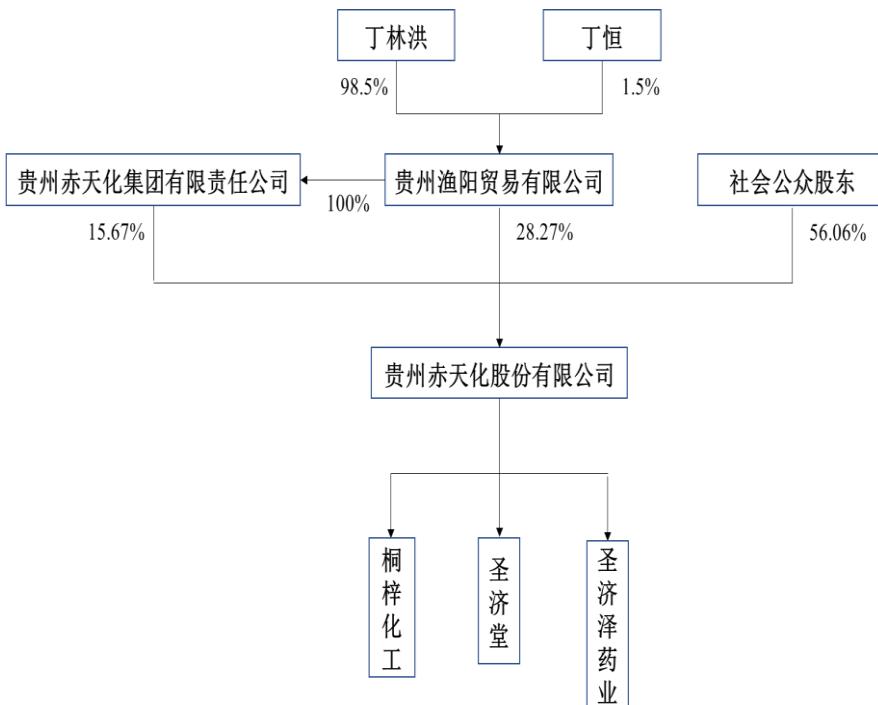
1.1 由传统化工业务向“化工+医药健康”转型

1.1.1 公司概况

赤天化股份有限公司成立于1998年8月28日，是全国首批300家重点企业和国务院100家建立现代企业制度试点企业。公司是西南地区最大的氮肥生产企业之一，公司主体生产装置从美国和荷兰引进，始建于1974年，并于1978年10月建成投产。2000年2月，公司正式登陆上海证券交易所上市。

2016年，公司与公司实际控制人丁洪林控制的渔阳公司签署协议，公司以非公开发行股票方式购买渔阳公司持有的圣济堂100%股权。圣济堂创建于1996年，主要从事糖尿病药物的研发和生产，经过多年发展，除了在糖尿病药物细分市场领域形成了较强的市场优势之外，其他主要产品还包括独家苗药、保健品、医疗器械等系列产品。此外，公司还通过募集配套资金设立肿瘤医院和糖尿病医院。至此公司形成“化工+医药健康”双主业平台：目前主要从事氮肥和甲醇的生产、销售，以及医药生产销售业务，同时未来主营业务将进一步聚焦以糖尿病与肿瘤为核心的医药大健康产业。

图1. 公司股权结构图

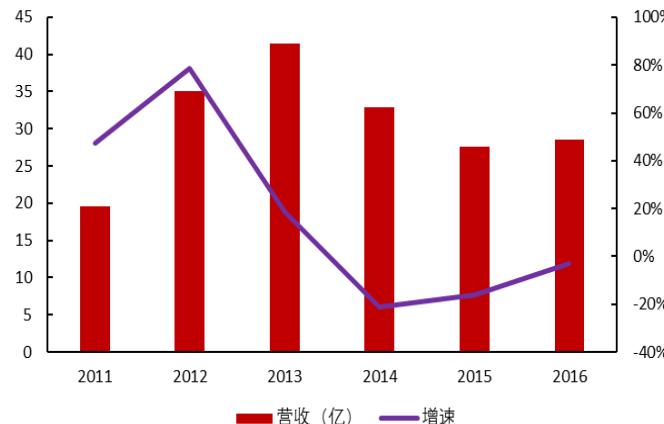


数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.1.2 因行业整体性原因，前期业绩波动较大

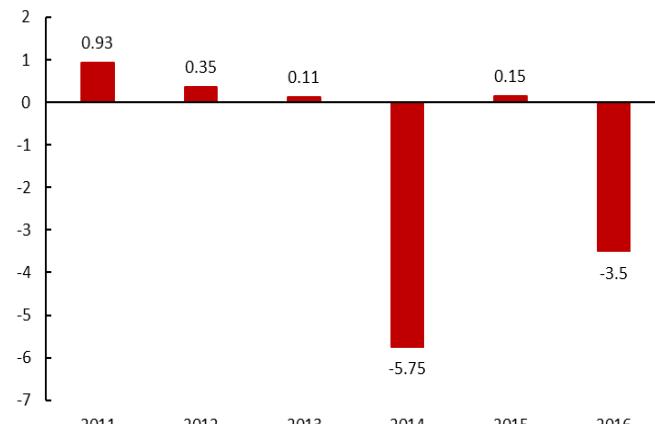
2010年-2013年，公司分别实现营收13.29亿、19.61亿、35.04亿、41.50亿，复合增速达46%。近几年，由于尿素行业整体产能过剩，尿素行情较为低迷，加上募投产能逐步释放以及原材料成本不断上升等因素，公司整体经营业绩也受到一定影响。2014-2016年，公司分别实现营收32.87亿、27.61亿、28.57亿，分别同比下滑20.97%、15.98%、3.07%；分别实现归母净利润-5.75亿、0.15亿、-3.50亿。

图2. 2011-2016年公司营收及增速



数据来源：公司年报、万联证券研究所

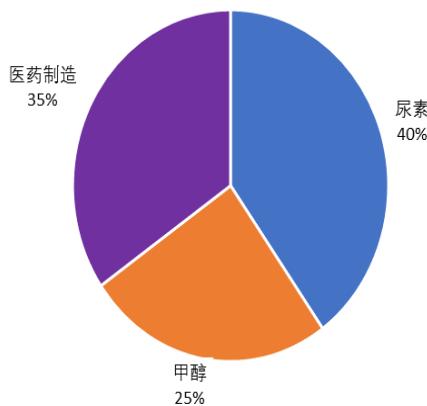
图3. 2011-2016年公司归母净利



数据来源：公司年报、万联证券研究所

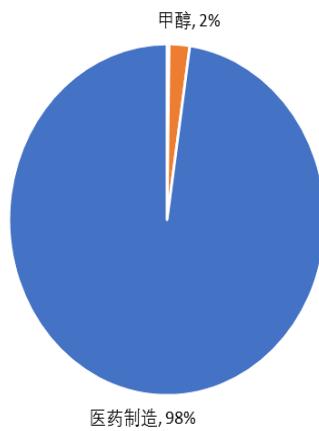
2017年，受益于化工产品市场回暖及医药业务稳健增长，公司实现营收16.97亿（剥离医药流通业务，同比下滑39.3%），实现归母净利0.38亿。其中尿素、甲醇、医药业务分别实现收入6.54亿、4.12亿、5.65亿；由于原材料成本上升等因素，化工产品对公司整体利润贡献较低，医药制造业务的整体毛利占比为98%。

图4. 2017年公司收入结构



数据来源：公司年报、万联证券研究所

图5. 2017年公司业务毛利结构



数据来源：公司年报、万联证券研究所

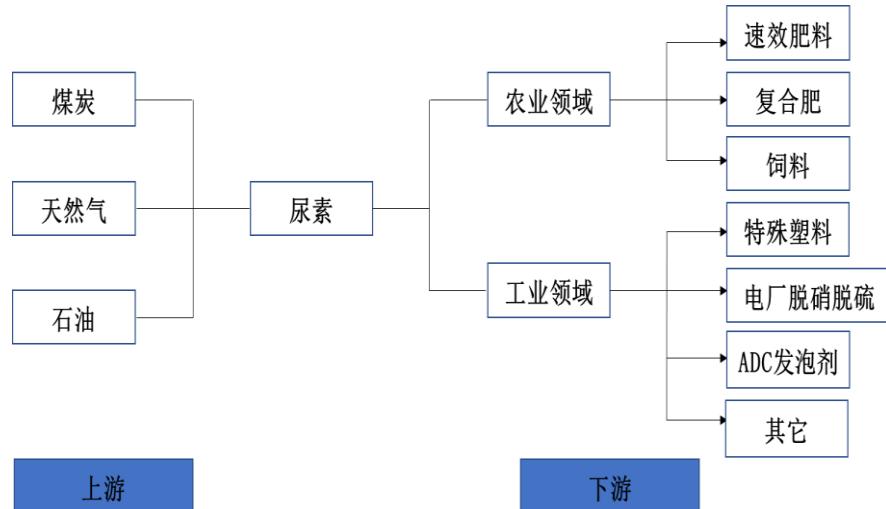
2、受益于供给侧改革，尿素行业有望迎来紧平衡

2.1 尿素，重要的农业生产资料

2.1.1 尿素是最重要的氮肥品种之一

化肥是重要的农业生产资料，同时也是国民经济的基础行业，它直接与农业生产相关联，化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥、复合肥等4个子行业。其中尿素 ($\text{CO}(\text{NH}_2)_2$) 是由碳、氮、氧和氢组成的有机化合物，是目前含氮量最高的氮肥，也是使用量最大的氮肥，约占氮肥总产量的60%以上。尿素作为重要的农业及工业原料用品，下游应用十分广泛：在农业领域，尿素既可作为中性速效肥料，也可用生产多种复合肥，也可在畜牧业中用作反刍动物的饲料。在工业领域，可以作为特殊塑料、胶类的原料，在制药、石油、化工、纺织工业等领域均有应用。其中农业用量占比75%左右，其余为工业应用。

图6. 尿素上下游产业链



数据来源：公开信息、万联证券研究所

2. 1. 2 尿素的制备工艺

尿素的生产制备按照原材料与能源来源不同，可分为煤头、气头与油头法，其中油头法由于生产成本过高，实际应用中占比较小，目前生产中主要以“煤头”尿素与“气头”尿素为主。其中“煤头”尿素是以煤炭为原料，按照是否无烟煤又可以分为固定床法和水煤气法；“气头”尿素则是以天然气为原料制备尿素。目前国内尿素企业中“煤头”尿素比重超过70%。之前一段时间由于天然气价格大幅上涨，大幅提高了“气头”尿素的生产成本。按照目前的成本测算，水煤浆法生产成本约为1100元/吨，固定床法生产成本约1600元/吨以上，而天然气法价格最高，接近1800元/吨。

图7. 国内尿素行业产能供应结构

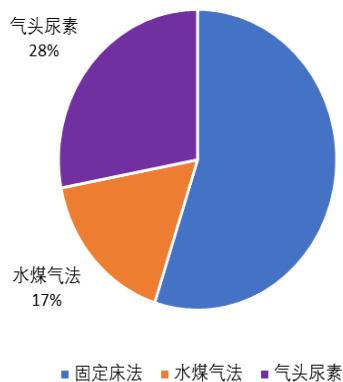


图8. 不同制备途径成本分析

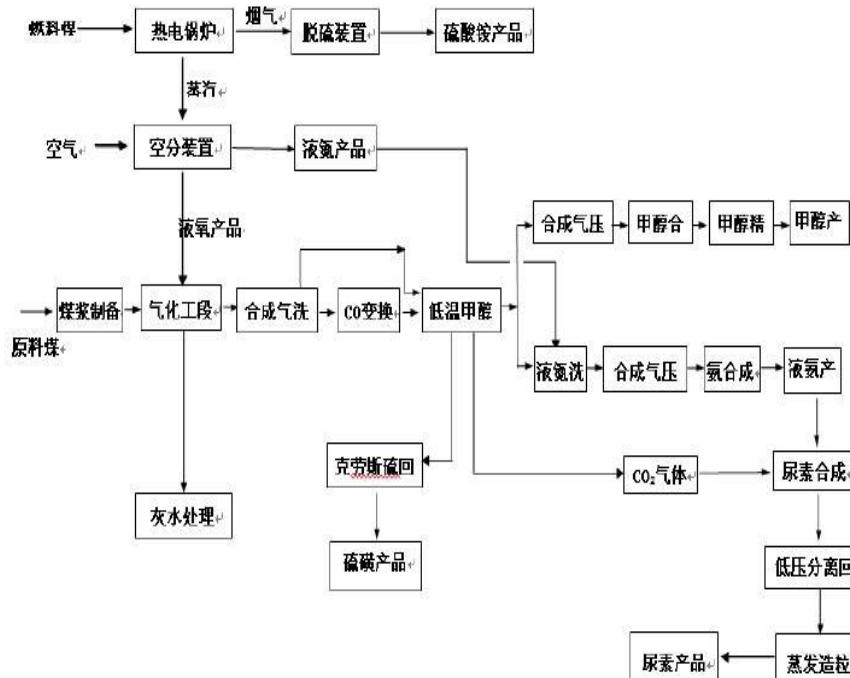
	煤头		气头
	固定床	水煤气	天然气
工艺	固定床	水煤气	天然气
原材料	无烟煤	烟煤	天然气
煤/气单耗(吨)	0.85	0.90	0.4
原料价格	900元/吨	620元/吨	3800元/吨
电耗	1000度	400度	150度
电价	0.5元/度	0.5元/度	0.5元/度
动力煤消耗成本	250元	250元	
人工/折旧	100元	100元	200元
总成本	1615	1108	1795

数据来源：中国产业信息网、万联证券研究所

数据来源：中国产业信息网、万联证券研究所

赤天化公司下属桐梓化工现主要采用“煤头”装置生产，该生产装置采用GE水煤浆气化工艺制造水煤气，采用低温甲醇洗和液氮洗进行气体净化，氨合成回路采用卡萨利合成工艺，甲醇合成采用托普所合成工艺，尿素采用国产二氧化碳汽提技术，空分采用国产深冷空气液化分离技术，烟气脱硫采用氨法脱硫联产硫酸氨技术，锅炉脱硝采用SNCR+SCR联合脱硝法，酸性气体处理采用超级克劳斯硫回收技术。

图9. 桐梓化工煤头生产工艺



数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 全球大规模投产高峰已过，国内持续去产能

全球尿素市场方面，2011–2015年是国际尿素产能大规模投放的高峰时间，全球尿素产能从1.82亿吨增长至2.23亿吨。2016年在国内去产能达800万吨的背景下，国外尿素产能增加500万吨，全球尿素总产能基本与上年持平，维持在2.2亿吨左右。由于部分原本计划于2016年底投产的国际尿素产能已延迟至2017年，2017年全年国外产能增长达到400万吨。到2017年为止，全球尿素产能的高速增长期已经结束，未来几年海外几乎无大规模新增产能，预计到2020年全球尿素市场产能将稳定在2.2亿吨左右。在国内由于供给侧去产能持续推进，2017年国内尿素产能进一步下降近500万吨，总产能下降至8000万吨，预计到2020年国内尿素总产能将稳定在7500万吨左右。

图10. 全球尿素产能（百万吨）

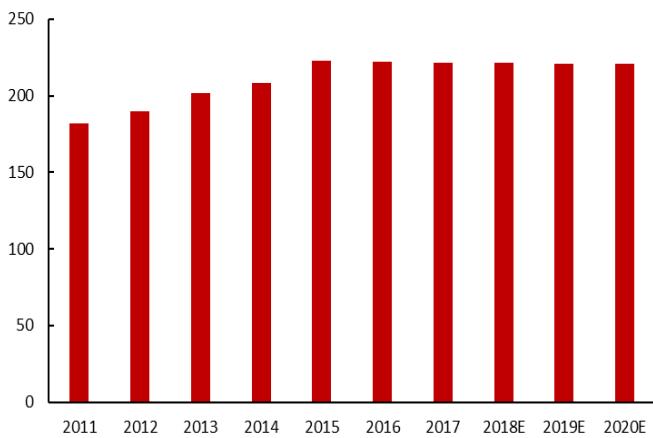
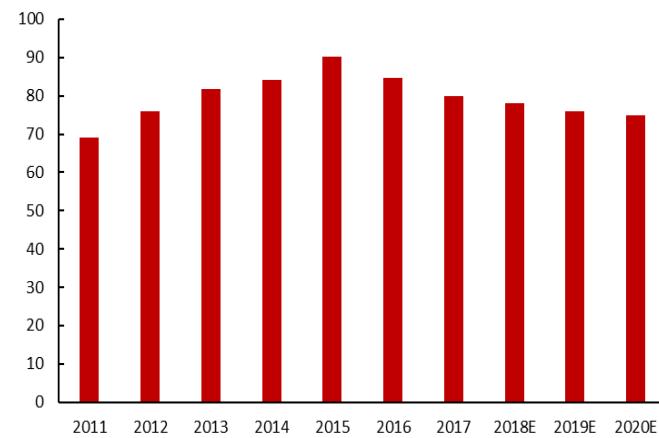


图11. 中国尿素产能（百万吨）



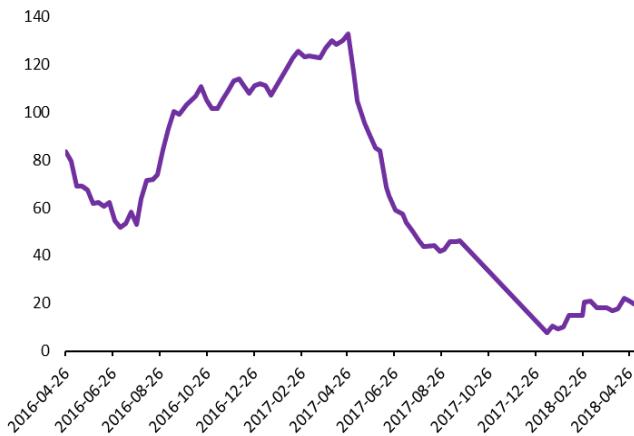
数据来源：中国产业信息网、万联证券研究所

数据来源：中国产业信息网、万联证券研究所

2.3 尿素库存仍在低位区间，市场供应呈现紧平衡

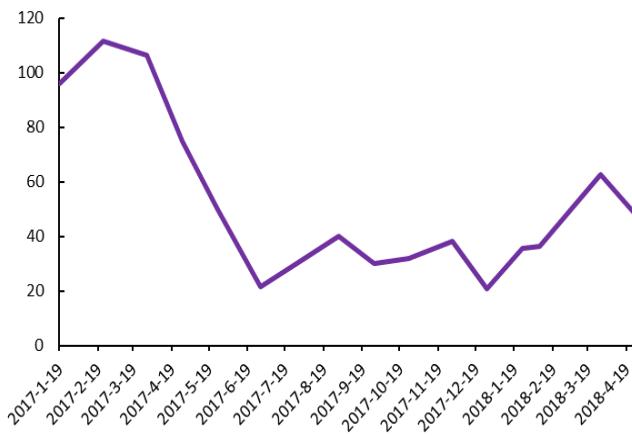
截止今年4月底，我国尿素港口库存量约21万吨，近两年时间内，尿素港口库存量自17年4月达到130万吨左右峰值后持续下滑，目前库存量仍处在相对低位。企业库存方面，尿素主要企业库存自17年上半年达到110万吨左右相对高点后，库存量处于持续减少状态，于17年底达到20万吨左右低点。目前尿素主要企业库存量约为50万吨左右，较2017年底的低点有所回升。

图12. 我国尿素港口库存（万吨）



数据来源：wind、万联证券研究所

图13. 我国尿素主要企业库存（万吨）



数据来源：卓创资讯、万联证券研究所

2016年以来，由于供给侧改革力度加大，尿素行业持续进行去产能，同时由于原材料涨价、业务转型及企业转让等各种因素，部分地区尿素生产企业处于长期停车状态，涉及产能约600万吨。

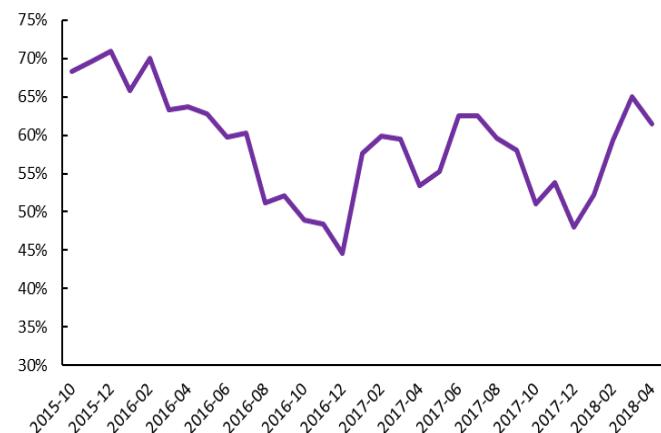
表1. 国内长期停车减量企业

地区	厂家	原料	产能 (万吨)	备注
河南	河南绿宇	煤头	15	转产液氨
福建	福建顺昌	煤头	30	转产液氨
湖北	湖北浠水	煤头	15	有退出可能
福建	三明化工	煤头	42	6月退出
浙江	巨化	煤头	23	2017.2.13停车，有退出可能
安徽	三星	煤头	40	2016.8.18停产，商议转让参股中
河北	河北冀衡	煤头	20	年内无开车计划
山西	山西霍化	煤头	30	停车，年内预计退出
内蒙古	乌拉山	煤头	30	技术改造中，暂无复产计划
吉林	吉林通化	煤头	30	暂无复产计划
黑龙江	浩化	煤头	30	暂无复产计划
新疆	乌鲁木齐石化	气头	120	停车，开车时间不定
新疆	新疆宜化	煤头	60	设备故障，短期无法开车
新疆	塔西南	气头	34	设备停车
山东	齐鲁石化	煤头	24	2017年8月退出
内蒙古	国电赤峰	煤头	52	停车
山东	宁津化工	煤头	30	2016.9.28停车，重启待定

数据来源：百川资讯、万联证券研究所

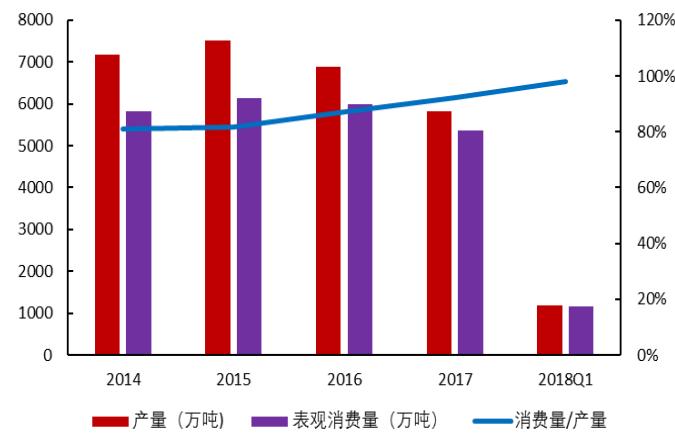
截止到今年4月份，全国尿素开工率61.50%，其中气头开工率65.68%，煤头开工率60.04%，尿素日产13.89万吨，环比下滑4600吨。产量方面，2010-2015年是国内尿素产量整体上升期，2015年尿素表观产量达到7512万吨（实物量），2016年、2017年由于行业供给侧改革压缩产能，16年、17年表观产量分别为6900万吨、5800万吨，分别同比下降8.4%、15.5%。经过前期供给侧结构性改革，国内尿素市场新格局逐步形成，部分老旧产能由于各种原因长期停车，后期将陆续退出市场，预计2018年尿素产能继续下降，同时在下游消费市场较为稳定的情况下，市场供应将呈现紧平衡状态。

图14. 国内尿素企业开工率



数据来源：百川资讯、万联证券研究所

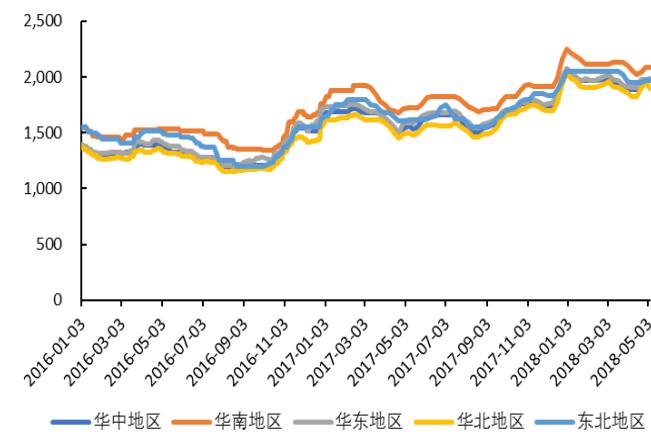
图15. 国内尿素产量及表观消费量 (万吨, 实物量)



数据来源：百川资讯、万联证券研究所

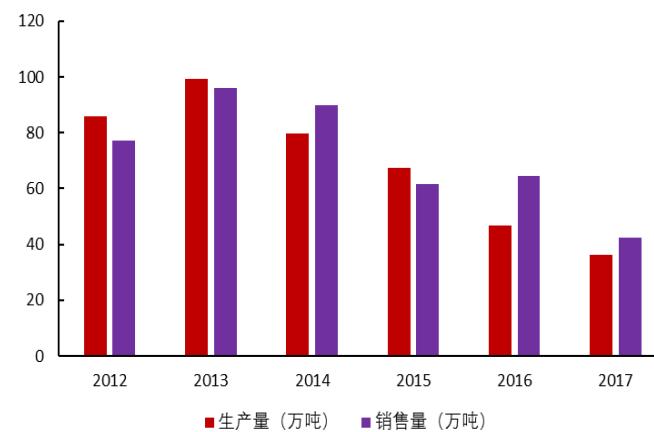
另一方面，18年开春后逐步进入春耕季，尿素需求迅速增加，加之我国玉米等粮食作物的用肥需求将持续到今年夏季，预计今年上半年尿素市场供应都将维持偏紧状态。与此同时，国家还计划在2020年达到10%的汽油掺加混合比例。有望在未来几年带动玉米作物去库存，从而带动价格上涨及尿素需求上升。市场行情方面，受益于近几年行业供给侧改革，尿素市场价格自16年三季度触及1200元/吨相对低点以来，一直处于震荡上行过程中。截至近期，尿素市场一般价格区间在1950-2000元/吨之间，处于近两年相对高位。2017年，公司尿素产品生产36.24万吨、销售42.48万吨，受益于全年尿素市场价格上涨，2017年公司尿素产品平均价格同比上涨22%，产品盈利情况得到一定程度改善。预计今年在整体市场供应进一步下降、下游需求旺盛背景下，尿素全年市场行情有望保持较高景气度。

图16. 国内主要地区尿素市场价格 (元/吨)



数据来源：wind、万联证券研究所

图17. 2012-2017年公司尿素产品产销量



数据来源：公司年报、万联证券研究所

3、深耕医药领域，分享广阔糖尿病用药市场

3.1 糖尿病——市场潜力巨大的慢病领域

3.1.1 全球糖尿病患者数和用药市场持续增长

糖尿病是由于胰腺分泌功能缺陷或胰岛素作用缺陷引起的，以血糖升高为特征的代谢性疾病。糖尿病患者若血糖长期控制不佳，可导致器官组织损伤，成为“万病之源”，伴发各种器官，尤其是眼、心、血管、肾、神经损害或器官功能不全或衰竭，严重可致患者残疾或者死亡。根据发病机制不同，糖尿病可以被分为Ⅰ型糖尿病、Ⅱ型糖尿病、妊娠糖尿病和其他类型糖尿病。

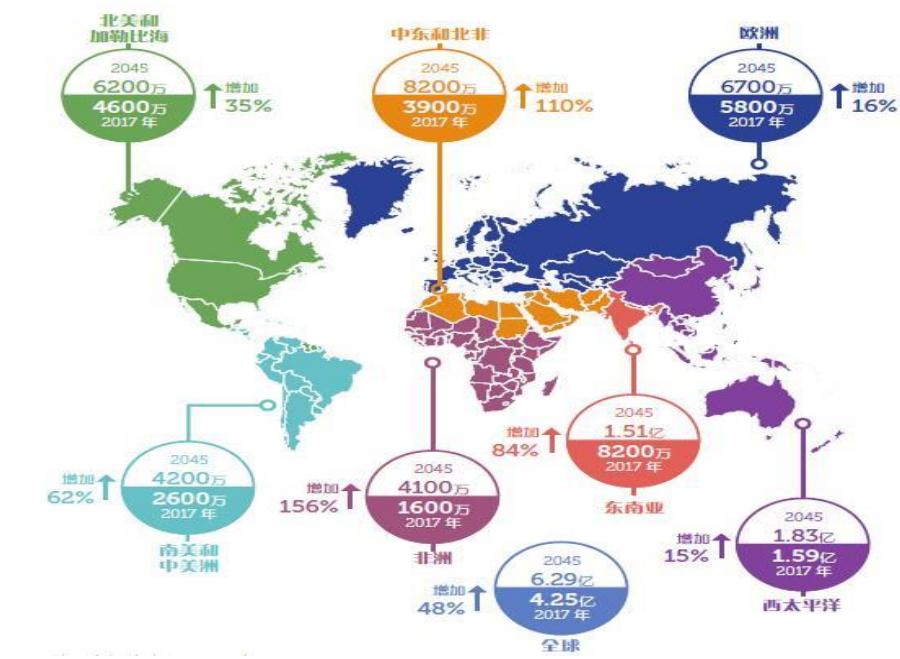
表2. 糖尿病主要分类

类型	概况介绍
I型糖尿病	是一种自体免疫疾病，由于胰岛β细胞被破坏，导致胰岛素分泌绝对缺乏，患者需要终身注射外源性胰岛素以控制血糖。I型糖尿病患者约占糖尿病患病总人数比例在10%以下
II型糖尿病	其致病机理为胰岛素抵抗与胰岛素分泌不足合并存在，部分患者以胰岛素抵抗为主，部分患者以胰岛素分泌不足为主，表现为胰岛素相对缺乏，约占糖尿病患者总数的90%左右
妊娠糖尿病	约2-3%妇女妊娠期间患上糖尿病，有将近30%妊娠糖尿病妇女以后可能发展成为II型糖尿病
其他类型糖尿病	胰腺疾病或内分泌疾病、药物或遗传疾病引起的糖尿病

数据来源：公开信息、万联证券研究所

糖尿病患病人数在全球范围持续增长，根据国际糖尿病联盟（IDF）估计，2017年全球患病人数约为4.25亿，预计到2045年将达到6.29亿。我国是全球糖尿病人数最多的国家，2017年糖尿病人数为1.14亿，预计到2045年将达到1.5亿左右。

图18. 全球及各地区在2017年和2045年的糖尿病患病人数（20-79岁）



数据来源：IDF、万联证券研究所

根据IDF统计，目前全球有50%的糖尿病患者，因医疗水平及经济状况等原因未得到合理的诊治或诊断，未来随着经济水平及医疗水平提升，潜在治疗需求将逐步释放。庞大的患病群体、慢病长期用药特征使得糖尿病用药市场成为全球第二大用药市场。全球糖尿病用药市场规模也从2012年的300多亿美元增加至2017年的440亿美元，复合增速达7.5%。产品格局上，胰岛素类产品仍是糖尿病市场第一大用药品种，占据53%左右市场份额，其中又以三代胰岛素为主。此外，DPP-4、GLP-1以及其他小分子药物合计占据47%的市场份额，其中值得注意的是GLP-1受体激动剂近几年市场扩容较快，整体市场份额由15年10%提升至17年的16%。

图19. 2012-2017全球糖尿病市场规模

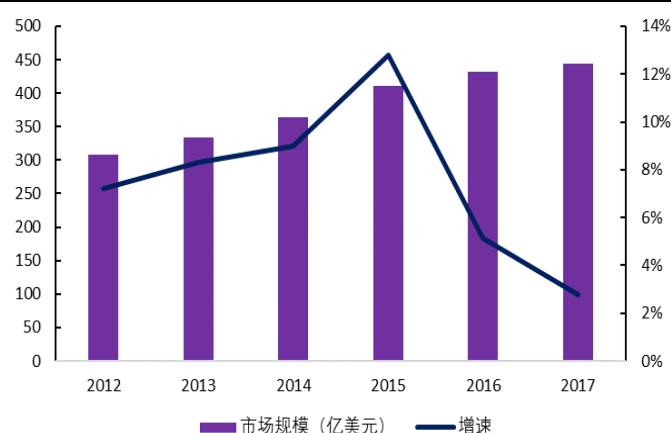
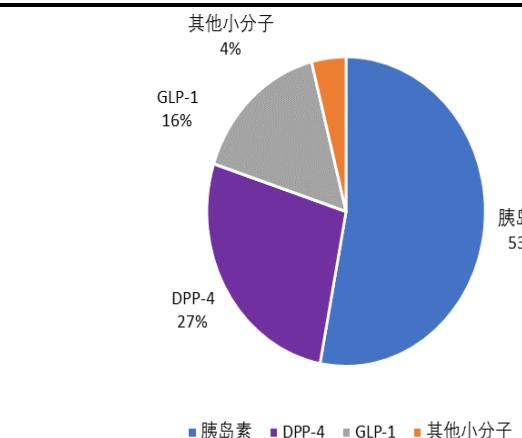


图20. 2017年全球糖尿病市场竞争格局



数据来源：IMS, 万联证券研究所

数据来源：IMS, 万联证券研究所

目前糖尿病用药市场参与者中，海外医药巨头赛诺菲、默沙东、礼来、诺和诺德等占据了绝大部分市场份额，呈现出一定程度寡头垄断格局。与此同时，各大巨头仍不断加大对新型糖尿病药物的研发投入，近几年随着GLP-1类、SGLT-2类等产品的不断面世，推动全球糖尿病治疗水平的不断提升。

表3. 2017年全球糖尿病药物销售额（亿美元）排名

序号	公司	商品名	通用名	销售额
1	赛诺菲	Lantus	甘精胰岛素	52.54
2	诺和诺德	Victoza	利拉鲁肽	38.35
3	默沙东	Januvia	西格列汀	37.37
4	诺和诺德	NovoRapid	门冬胰岛素	33.14
5	礼来	Humalog	赖脯胰岛素	28.65
6	诺和诺德	Levemir	特地胰岛素	23.37
7	默沙东	Janumet	西格列汀二甲双胍	21.58
8	勃林格殷格翰	Trajenta	利格列汀	20.78
9	礼来	Trulicity	度拉鲁肽	20.30
10	诺和诺德	NovoMix	预混胰岛素	16.98
11	诺和诺德	Novolin	人胰岛素	16.67
12	礼来	Humilin	人胰岛素	13.35
13	诺华	Galvus	维格列汀	12.33
14	诺和诺德	Tresiba	德谷胰岛素	12.13
15	阿斯利康	Forxiga	达格列净	11.73

数据来源：公司财报、药事纵横、万联证券研究所

3.1.2 国内糖尿病市场持续快速增长，外资品牌占据主导

我国作为全球糖尿病患者人数最多的国家，随着医疗水平的不断进步，国内糖尿病诊断率和治疗率的持续提升推动者国内糖尿病市场不断扩容。我国糖尿病公立医疗机构市场销售规模由2013年的278亿扩容到2016年的410亿，复合增速达13.8%，叠加零售药店终端销售，估计2016年国内糖尿病整体市场规模近500亿元。由于治疗水平差异及市场准入等诸多原因，国内糖尿病用药市场格局与全球市场格局略有不同：公立医疗机构终端中胰岛素及类似物、口服降糖药总体平分秋色，零售端口服降糖药占据主要市场份额。

图21. 国内公立医疗机构糖尿病药物销售额

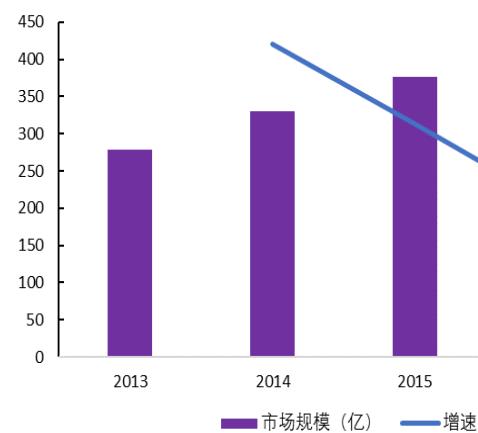
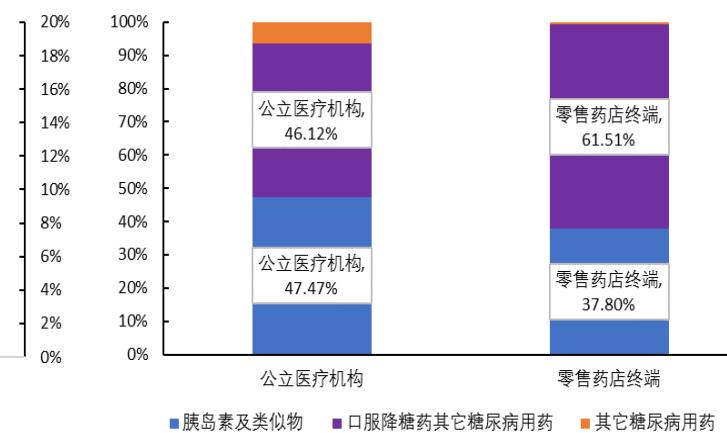


图22. 2016年国内不同销售终端产品格局



数据来源：米内网，万联证券研究所

数据来源：米内网，万联证券研究所

2016年国内公立医疗机构终端糖尿病化药市场为400多亿元，其中top10品牌占据50%以上市场份额，拜耳、诺和诺德、赛诺菲等国外企业占据主导地位，部分国内糖尿病龙头企业如华东医药、甘李药业、通化东宝等也凭借核心品种占据了一席之地。总体来看，国内糖尿病治疗市场由于整体诊断率和治疗率较全球平均水平仍有较长差距，市场潜力空间巨大。同时国内糖尿病市场产品中口服及注射用降糖药格局与海外市场差距较大，未来存在较大的进口替代和产品消费升级空间。

表4. 2016年中国公立医疗机构终端糖尿病化药品牌TOP10

产品名称	企业	销售额（亿）	增长率	市场份额
阿卡波糖片	拜耳	38.90	-1.02%	9.49%
门冬胰岛素30注射液	诺和诺德	38.10	7.35%	9.29%
精蛋白生物合成人胰岛素	诺和诺德	35.95	-6.03%	8.77%
甘精胰岛素	赛诺菲	26.41	16.40%	6.44%
阿卡波糖片	华东医药	17.84	25.89%	4.35%
盐酸二甲双胍	施贵宝	15.49	9.67%	3.78%
重组甘精胰岛素	甘李药业	13.73	22.72%	3.35%
30/70混合重组人胰岛素	通化东宝	13.28	15.14%	3.24%
瑞格列奈片	诺和诺德	13.06	1.72%	3.19%
格列美脲片	赛诺菲	10.54	6.72%	2.57%

数据来源：米内网，万联证券研究所

3.2 转型医药产业，深耕糖尿病用药市场

3.2.1 圣济堂，深耕糖尿病治疗用药领域

2016年，赤天化与实际控制人丁洪林控制的渔阳公司签署协议，公司以非公开发行股票方式购买渔阳公司持有的圣济堂100%股权。圣济堂创建于1996年，主要从事糖尿病药物的研发和生产，经过多年发展，除了在糖尿病药物细分市场领域形成了较强的市场优势之外，其他主要产品还包括独家苗药、保健品、医疗器械等系列产品。作为一家专业从事糖尿病药物研发生产企业，圣济堂糖尿病产品线涵盖了大部分降糖药口服制剂品种，在糖尿病药物细分市场领域有较强的市场竞争优势，主要产品有盐酸二甲双胍片、盐酸二甲双胍肠溶片（0.25g、0.5g）两个品规、格列美脲片、盐酸罗格列酮片、格列齐特片、格列吡嗪片等，并且均属于国家2017年版医保目录品种。同时，公司还在进行圣济堂糖尿病医院项目建设，实现药物生产和诊断治疗领域全覆盖，打造糖尿病健康管理平台。

图23. 2014-2017圣济堂经营业绩（亿）

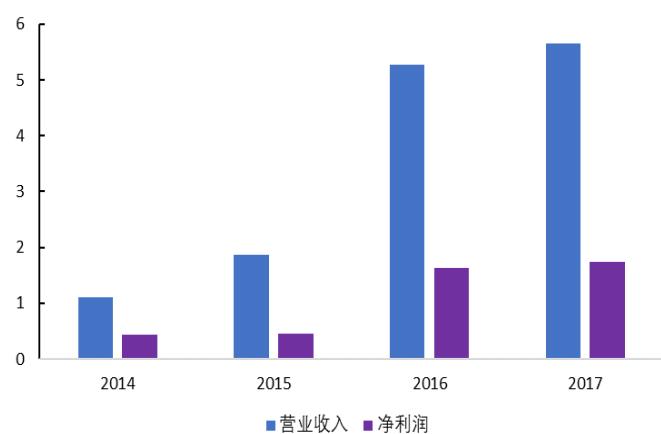
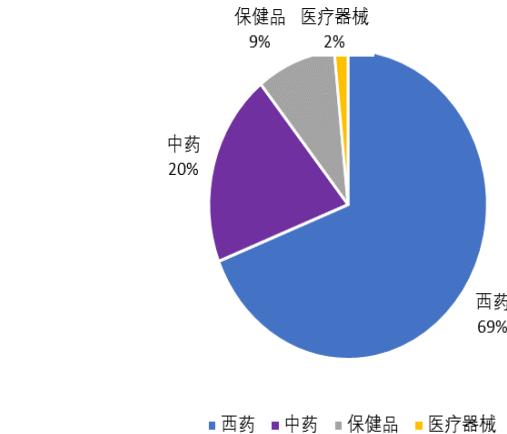


图24. 2017年圣济堂营收结构

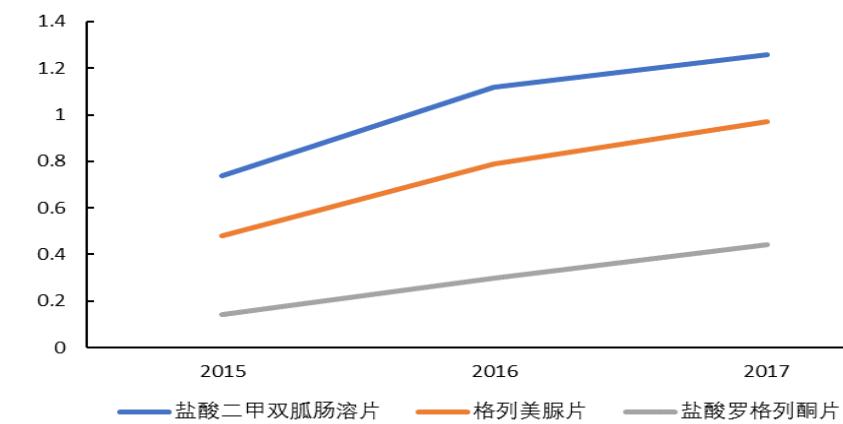


数据来源：公司公告，万联证券研究所

数据来源：公司公告，万联证券研究所

目前，圣济堂主要糖尿病药品为二甲双胍、格列美脲等口服降糖药，其中盐酸二甲双胍肠溶片为最主要产品。二甲双胍作为经典的口服降糖药，是2型糖尿病治疗的一线首选用药，即可单独给药，也可与其他药物联合治疗。二甲双胍肠溶片产品主要在小肠部位崩解吸收，不伤胃。格列美脲作为第三代口服磺酰脲类用药，能通过与胰岛素无关的途径增加心脏葡萄糖的摄取，比其他口服降糖药更少影响心血管系统，适用于非胰岛素依赖型II型糖尿病。

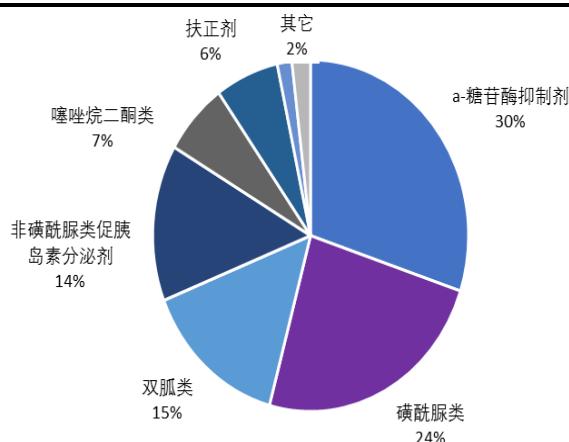
图25. 近几年公司主要糖尿病产品市场表现（亿）



数据来源：公司公告，万联证券研究所

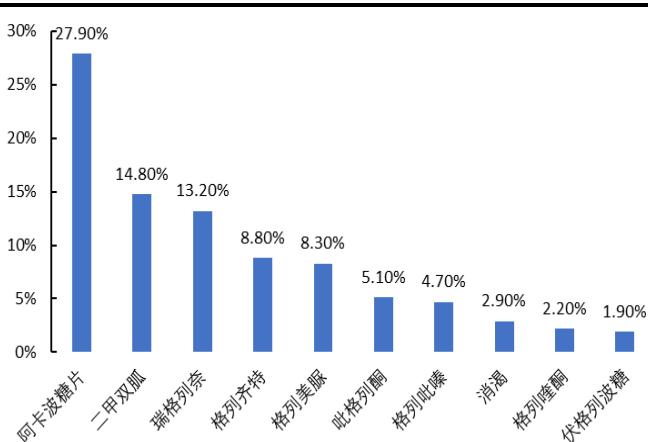
口服降糖药一直是糖尿病治疗产品线的重要领域，按照作用效果不同主要分为促胰岛素分泌剂、非促胰岛素分泌剂两大类。其中促胰岛素分泌剂按种类不同可划分为磺脲类、格列奈类以及DPP-4抑制剂，代表品种分别包括格列美脲、瑞格列奈、西格列汀；非促胰岛素分泌剂主要包括经典的双胍类、 α -糖苷酶抑制剂、噻唑烷二酮类以及SGLT-2抑制剂类产品，代表品种分别包括二甲双胍、阿卡波糖、罗格列酮、卡格列净等。近年来，国内口服血糖调节药市场稳步增长，2016年国内整体口服降糖药市场规模近240亿元，目前国内临床口服降糖药主要以双胍类、 α -糖苷酶抑制剂及磺脲类为主。

图26. 2015年口服降糖药各亚类市场份额



数据来源：米内网、万联证券研究所

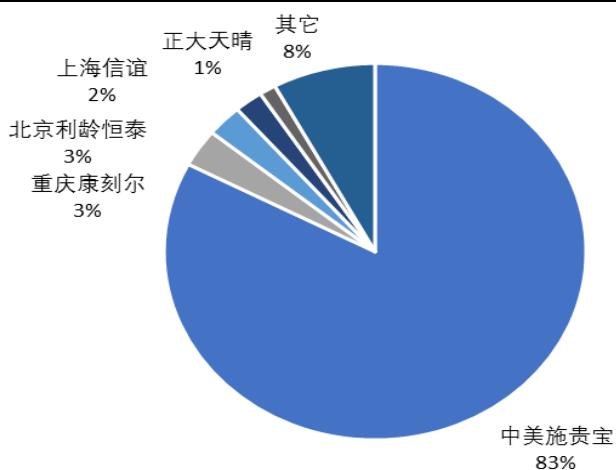
图27. 2015年口服降糖药畅销产品TOP10市场份额



数据来源：米内网、万联证券研究所

二甲双胍是治疗2型糖尿病最广泛使用的一线药物，比其它降糖药更具临床优势，较少诱导低血糖症或体重增加的发生，同时具有逆转脂肪肝、改善胰岛素敏感性以及相关心血管疾病的作用，主要用于空腹及餐后高血糖患者。由施贵宝公司研发，1999年开始进入中国市场，2015年国内二甲双胍的市场规模达到34.7亿元，占我国口服降糖药市场的14.8%份额。2016年国内重点城市公立医院二甲双胍前五位份额由原研药和仿制药共同分享，目前国内相关仿制药批文众多，部分国产品种有望通过一致性评价实现部分进口替代，提升市场份额。圣济堂主打品种——二甲双胍肠溶片与普通盐酸二甲双胍片相比，肠溶片在小肠崩解，避免了对胃部刺激，并且其总不良反应发生率较低，优势明显，有望逐步替代普通二甲双胍片。

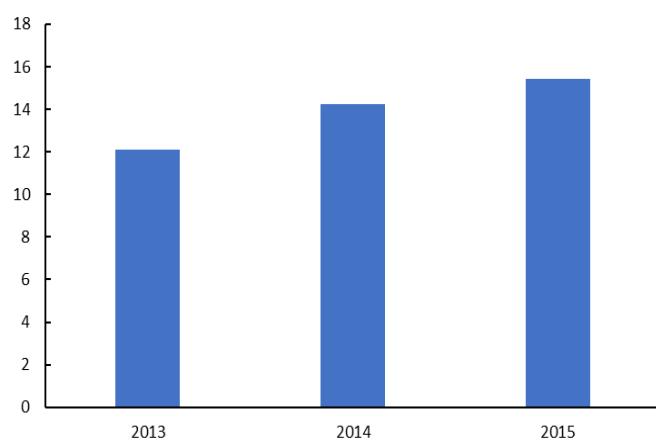
图28. 2016年国内重点城市公立医院二甲双胍竞争格局



数据来源：米内网，万联证券研究所

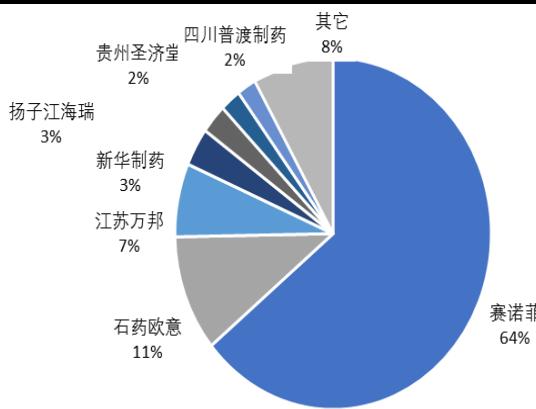
磺酰脲类药物作为胰岛素分泌促进剂，其机理是直接作用于胰岛 β 细胞膜上的磺酰脲类受体，促进胰岛素分泌，加强进餐后高血糖对胰岛素释放的兴奋作用。格列美脲为第三代磺酰脲类抗糖尿病药，每日只需服用1次，使用较为方便，同时还具有改善胰岛素敏感性的作用。主要适用于主要用于通过控制饮食、运动锻炼及减轻体重不能有效控制高血糖的轻、中度2型糖尿病患者，是目前国内磺酰脲类产品中市场份额最高的产品。2015年在国内公立医疗机构销售额达15.4亿，目前其主要市场份额仍为原研赛诺菲所拥有，石药欧意、江苏万邦、新华制药、扬子江海瑞药业、圣济堂等国内企业也占据一定市场份额。

图29. 2013-2015公立医疗机构格列美脲销售额（亿）



数据来源：米内网，万联证券研究所

图30. 2015年格列美脲国内市场竞争格局



数据来源：米内网，万联证券研究所

3.2.2 一致性评价工作稳步推进，逐步拓展丰富产品线

目前，圣济堂的研发工作主要以在产品种的质量与疗效一致性评价为主，其中核心品种格列美脲片已进入生物等效性(BE)试验阶段，盐酸二甲双胍肠溶片进入临床实验阶段，硝苯地平片已完成体外一致性评价，即将开展生物等效性(BE)试验，其余项目也在有序进入体外评价药学研究收尾阶段，即将进入临床试验阶段。值得注意的是，重磅在研品种阿卡波糖片的研发也即将进入生物等效性(BE)试验阶段。未来随着公司相关品种陆续通过一致性评价，有望在各地招标、医保支付等环节享受政策支持，提高产品市场份额，不断增强公司在糖尿病治疗领域的整体竞争能力。

表5. 公司主要研发情况及进展

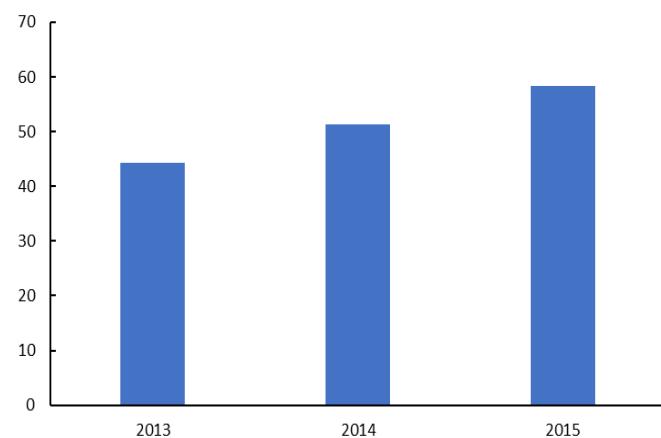
序号	研发项目	规格	适应症	基本信息	研发所处阶段	进展情况
1	格列美脲片	2mg	II型糖尿病	一致性评价	体外评价阶段	BE阶段
2	盐酸二甲双胍肠溶片	0.25g	II型糖尿病	一致性评价	体外评价阶段	临床阶段
3	同上	0.5g	II型糖尿病	一致性评价	体外评价阶段	临床阶段
4	盐酸罗格列酮片	4mg	II型糖尿病	一致性评价	体外评价阶段	药学研究
5	甲巯咪唑肠溶片	10mg	甲状腺	一致性评价	体外评价阶段	药学研究
6	盐酸多奈哌齐	5mg	阿尔茨	一致性	体外评	药学研

	齐片		海默病症	评价	价阶段	究
7	盐酸文拉法辛片	50mg	抗抑郁	一致性评价	体外评价阶段	药学研究
8	硝苯地平缓释片	10mg	高血压	一致性评价	体外评价阶段	即将开展BE
9	阿卡波糖片	50mg	II型糖尿病	仿制药4类注册申报	药学研究	体外评价药学研究

数据来源：公司年报，万联证券研究所

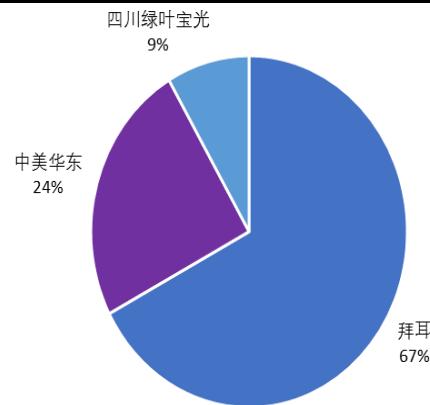
阿卡波糖是一种 α -糖苷酶抑制剂。由德国拜耳制药开发，1994年获美国FDA批准上市，是FDA批准的首个 α -糖苷酶抑制剂，商品名拜糖平，用于治疗胰岛素依赖型或非依赖糖尿病。作为糖尿病口服药物的领导品种，阿卡波糖主要降低餐后高血糖，在以碳水化合物为主食的患者群中效果尤为明显。目前国内总共上市三种剂型：阿卡波糖片、阿卡波糖咀嚼片、阿卡波糖胶囊，主要市场份额为拜耳、中美华东、四川绿叶宝光等少数几家企业拥有，产品竞争格局相对良好。2015年公立医疗机构销售额达58.4亿，国内整体市场规模达70亿以上。

图31. 2013-2015公立医疗机构阿卡波糖销售额（亿）



数据来源：米内网，万联证券研究所

图32. 2015年阿卡波糖国内市场竞争格局



数据来源：米内网，万联证券研究所

关键假设及盈利预测

1. 2018年尿素、甲醇市场行情景气度回升，2018年尿素、甲醇销售额分别为8.18亿、5亿，毛利率为5%；2019年尿素、甲醇营收分别增长10%、15%，维持5%毛利率。
2. 医药业务18年继续稳健增长，2018年医药板块业务整体营收增长20%，达6.78亿，其中西药板块营收增长30%，毛利率90%，其他业务营收1.71亿，毛利率41.17%；2019年西药板块营收增长28%，毛利率维持90%，其他业务营收增长10%，毛利率43%。

公司各业务盈利预测

尿素	2017	2018E	2019E
营业收入 (亿)	6.54	8.18	9
增速	-20%	20%	10%
毛利率	-0.15%	5%	5%
甲醇	2017	2018E	2019E
营业收入 (亿)	4.12	5	5.75
增速	32.14%	21.40%	15%
毛利率	2.36%	5%	5%
医药业务	2017	2018E	2019E
营业收入	5.65	6.78	8.37
增速		20%	23.45%
毛利率	83%	83%	79.40%
其中：西药	2017	2018E	2019E
营业收入	3.9	5.07	6.49
增速	34.11%	30%	28%
毛利率	90.44%	90%	90%
其他	2017	2018E	2019E
营收	1.75	1.71	1.88
增速		-2%	10%
毛利率		41.17%	43%

预计2018年、2019年公司分别实现归母净利1.21亿、1.66亿，对应EPS 分别为0.07元、0.096元；对当前股价PE分别为81倍、59倍；谨慎看好，继续推荐，维持“增持”评级。

利润表(百万)
2015A 2016A 2017A 2018E 2019E

营业收入	2761.48	2856.92	1696.87	1996.00	2312.00
减: 营业成本	2487.93	2321.97	1215.13	1367.26	1573.78
营业税金及附加	7.73	25.07	25.41	29.89	34.62
营业费用	77.92	227.66	196.63	219.56	254.32
管理费用	215.66	271.54	194.32	216.57	258.94
财务费用	149.19	138.70	47.08	10.18	-13.15
资产减值损失	31.83	183.74	24.35	10.00	8.00
加: 投资收益	239.82	2.41	52.38	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.04	-309.35	46.33	142.54	195.49
加: 其他非经营损益	22.39	-7.33	22.90	0.00	0.00
利润总额	53.43	-316.69	69.23	142.54	195.49
减: 所得税	17.07	20.78	31.07	21.38	29.32
净利润	36.37	-337.47	38.16	121.16	166.16
减: 少数股东损益	21.36	12.06	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	15.01	-349.53	38.26	121.16	166.16

资产负债表
2015A 2016A 2017A 2018E 2019E

货币资金	27.17	552.77	311.23	1759.20	1606.27
应收和预付款项	705.99	771.82	881.55	475.06	1094.45
存货	626.36	252.32	289.98	296.21	378.52
其他流动资产	273.45	220.94	334.39	334.39	334.39
长期股权投资	20.65	20.65	20.65	20.65	20.65
投资性房地产	330.25	212.08	201.78	177.97	154.16
固定资产和在建工程	4853.27	4566.75	4332.78	3661.76	2992.73
无形资产和开发支出	142.38	151.41	166.53	147.19	127.86
其他非流动资产	117.44	188.67	245.94	245.94	245.94
资产总计	7096.97	6937.44	6784.83	7118.39	6954.97
短期借款	79.60	308.85	330.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1790.38	954.60	1081.21	1623.60	1294.03
长期借款	591.64	334.00	429.00	429.00	429.00
其他负债	1587.00	748.44	276.95	276.95	276.95
负债合计	4048.62	2345.89	2117.16	2329.55	1999.98
股本	950.39	1736.32	1736.32	1736.32	1736.32
资本公积	1347.06	2520.53	2515.83	2515.83	2515.83
留存收益	571.00	417.75	415.52	536.69	702.85
归属母公司股东权益	2868.45	4674.60	4667.67	4788.83	4955.00
少数股东权益	179.89	-1.43	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3048.35	4673.17	4667.67	4788.83	4955.00
负债和股东权益合计	7096.97	7019.06	6784.83	7118.39	6954.97

现金流量表
2015A 2016A 2017A 2018E 2019E

经营性现金净流量	39.39	121.37	-43.27	1788.15	-166.09
投资性现金净流量	126.82	-307.21	-164.94	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-195.79	573.33	-127.72	-340.18	13.15
现金流净额	-29.58	387.49	-335.93	1447.97	-152.94

业绩和估值指标
2015A 2016A 2017A 2018E 2019E

EBIT	201.50	-170.18	127.04	152.72	182.33
EBITDA	519.37	143.59	411.59	856.89	886.50
NOPLAT	143.19	-206.70	67.83	129.81	154.98
净利润	15.01	-349.53	38.26	121.16	166.16
EPS	0.009	-0.201	0.022	0.070	0.096
BPS	1.652	2.892	2.688	2.758	2.854
PE	651.46	-27.97	255.51	80.68	58.83
PEG	6.47	0.16 N/A	N/A	N/A	
PB	3.41	2.09	2.09	2.04	1.97
PS	3.54	3.42	5.76	4.90	4.23
PCF	248.16	80.54	-225.94	5.47	-58.86
EV/EBIT	30.73	-58.10	80.56	55.38	47.25
EV/EBITDA	11.92	68.86	24.86	9.87	9.72
EV/NOPLAT	43.24	-47.84	150.87	65.16	55.58
EV/IC	1.87	2.07	2.00	2.44	2.27
ROIC-WACC	3.38%	-5.57%	1.42%	1.79%	3.64%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：沈赟

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883482 传真：021-60883484