

轻工制造

工业大麻龙头强强联合，产业链拓展再落地

东风股份发布公告，公司的参股公司绿馨电子于 2019 年 2 月 19 日与云南汉素和汉麻集团签署《合作协议》，绿馨电子与云南汉素拟共同投资设立合资公司云南汉馨电子生物科技有限公司，探索经营工业大麻花叶萃后基础材料应用的相关业务。绿馨电子本次拟向合资公司出资人民币 2000 万元，持有合资公司 65% 的股权，云南汉素持有 35% 股份。

此次合作有利于发挥双方资源优势，优化公司新型烟草布局，领先布局工业大麻健康产品市场。双方此次合作期望实现新型烟草产品和工业大麻产业的结合，绿馨电子拥有新型烟草加热不燃烧产品研发和制造技术，云南汉素具备工业大麻加工许可证，具备工业大麻萃取技术，其萃取物 CBD 具备一定药用价值。双方合资成立公司发挥各自技术优势，将以加工、销售电子生物健康产品（包括工业大麻花叶基料衍生的固体、液体电子雾化产品、口含片等）以及工业大麻花叶基料衍生的固体及液体香料产品的研发销售为主，有望领先布局工业大麻花叶基料在电子生物健康产品的市场。

工业大麻是指四氢大麻酚含量低于 0.3%（干物质重量百分比）的大麻属原植物及其提取产品，其在生物制药、生活用品、纺织纤维、复合材料、生物质能等多个领域均有广泛的应用。

全球工业大麻的合法化国家达 30 余个，我国黑龙江与云南省工业大麻实现合法化。2010 年 1 月 1 日，我国云南省出台了《云南省工业大麻种植加工许可规定》，成为我国唯一以法规形式允许并监管工业大麻种植加工的省份；2017 年 5 月 1 日，《黑龙江省禁毒条例》中单章列出“工业用大麻管理”，明确将工业用大麻和毒品大麻区分开，允许工业用大麻的种植、销售和加工。国内工业大麻的种植和加工业务需要获得当地公安局审批，获得种植和加工许可证后才能进行相关业务。

工业大麻加工以萃取工业大麻中的 CBD 元素为主。CBD 是医疗用大麻百多只有有效成分中最具医疗价值的一种，应用场景丰富。人民网报道从工业大麻中萃取分离出的大麻二酚，可供药物研发和生产用，拿来治疗癫痫等疾病。非精神活性成分大麻二酚（CBD），为目前多种难治性疾病如癫痫、抑郁症、帕金森氏病等治疗的研究探索提供了可能，并将为未来制药提供高标准可靠的原料保障，造福病患。

我国参与到工业大麻产业链的主要企业包括汉麻集团、紫鑫药业、顺灏股份和东风股份等。

汉麻集团是目前中国境内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团，拥有工业大麻种植+加工全牌照，萃取技术全球领先。

紫鑫药业以加工销售药品为主营业务，其荷兰子公司 Fytagoras B.V. 拥有工业大麻乙醇提取的相关设备及经验，可在荷兰开展工业大麻加工业务。

顺灏股份已获批工业大麻种植许可证，加工许可证仍在审批中，若获批，未来将更深度地参与到工业大麻产业链中。

东风股份与顺灏股份合资公司绿馨电子与云南汉素成立合资公司，共同探索经营工业大麻花叶萃后基础材料应用的相关业务。若东风股份与云南汉素合资公司获得工业大麻加工许可证，东风股份将成为国内切入工业大麻产业链又一标的。

风险提示：许可证获批不及预期，政策变更风险，坚决反对娱乐大麻合法化，工业大麻不同于毒品大麻，毒品大麻、中间型大麻具有滥用和药用倾向危害性大，政策风险、经营风险、管理风险、自然风险

证券研究报告

2019 年 02 月 20 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

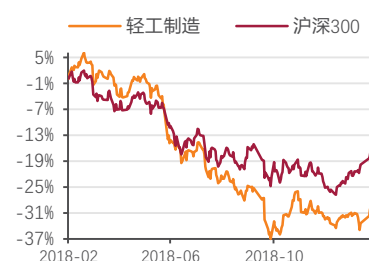
作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李杨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110004
liyong@tfzq.com

武楠 联系人
wnan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:推荐 2019 年策略报告和 2100 份春节调研问卷深度》 2019-02-18
- 2 《轻工制造-行业专题研究:回乡问候消费,家居装修观趋势——基于 2110 份新春问卷》 2019-02-15
- 3 《轻工制造-行业研究周报:开工大吉!推荐 19 年投资逻辑和 18 年业绩预告梳理》 2019-02-11



1. 工业大麻产业链又一标的落地

东风股份发布公告，公司的参股公司绿馨电子于 2019 年 2 月 19 日与云南汉素和汉麻集团，签署《合作协议》，绿馨电子与云南汉素拟共同投资设立合资公司云南汉馨电子生物科技有限公司，探索经营工业大麻花叶萃后基础材料应用的相关业务。绿馨电子本次拟向合资公司出资人民币 2000 万元，持有合资公司 65% 的股权，云南汉素持有 35% 股份。

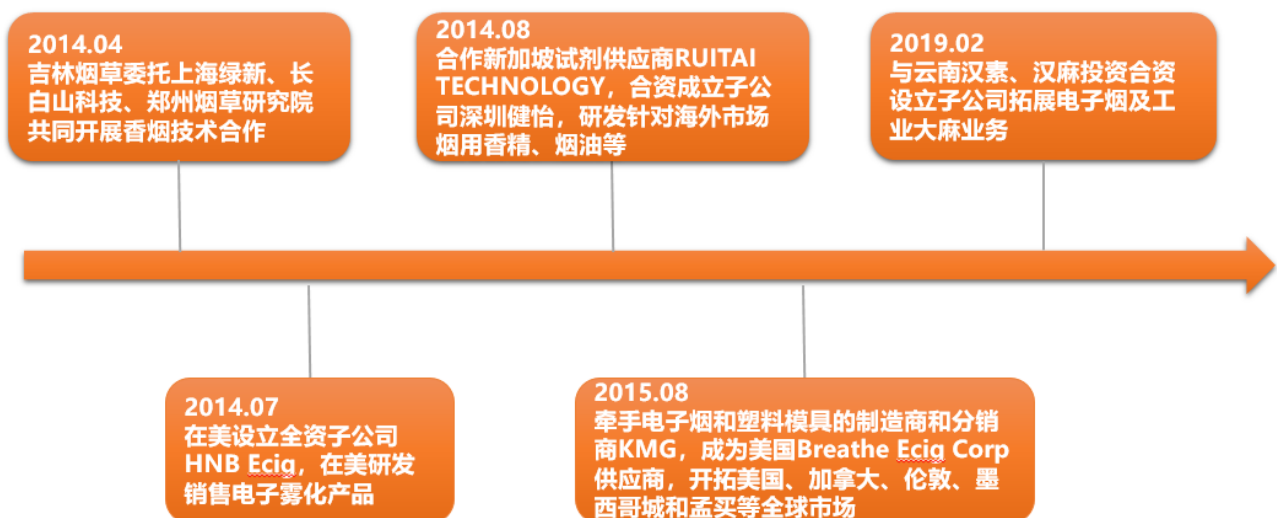
合作前提：合资公司需取得工业大麻加工许可证。在依法取得公安部门批准采购加工工业大麻花叶基料的核准文件前不开展经营，根据合作协议云南汉素将负责申请并确保合资公司依法取得设立、合法经营所需的证照。

合作内容：共同探索包括工业大麻花叶基料应用于加热不燃烧固体电子烟类产品在内的相关领域。合资公司未来以研发工业大麻花叶基料在电子生物健康产品为主，包括工业大麻花叶基料衍生的发热不燃烧固体、液体电子雾化器具及口含片等。

此次合作有利于发挥双方资源优势，优化公司新型烟草布局，领先布局工业大麻健康产品市场。双方此次合作将实现新型烟草产品和工业大麻产业的结合，绿馨电子拥有新型烟草加热不燃烧产品研发和制造技术，云南汉素具备工业大麻加工许可证，具备工业大麻萃取技术，其萃取物 CBD 具备一定药用价值。双方合资成立公司发挥各自技术优势，将以加工、销售电子生物健康产品（包括工业大麻花叶基料衍生的固体、液体电子雾化产品、口含片等）以及工业大麻花叶基料衍生的固体及液体香料产品的研发销售为主，有望领先布局工业大麻花叶基料在电子生物健康产品的市场。

合资公司绿馨电子为新型烟草开发平台。合资公司绿馨电子由东风股份和顺灏股份共同出资设立，分别持股 40%/60%，为公司投资新型烟草制品等相关业务的实施主体及平台，新型烟草研发历史久，技术和制造领先。1) 绿馨电子自 2013 年成立。2) 2014 年全产业链布局电子烟，累积制造经验：与吉林烟草、郑州烟草研究院等中烟系公司合作研发雾化产品；并在美国设立子公司 HNB Ecig 销售雾化电子烟；合作新加坡试剂企业 RUITAI TECHNOLOGY PTE.LTD.，双方成立合资公司健怡，研究制造非中国烟草市场的香精香料和烟油，拓展海外市场。3) 2015 年牵手 KMG，电子烟销售进一步深入海外市场：KMG 为电子烟和塑料模具的制造商和分销商，绿馨电子通过与 KMG 合作成为美国知名电子烟 Breathe 的合格供应商，并实现公司电子烟在全球范围的销售。

图 1：绿馨电子新型烟草研发制造经验丰富



资料来源：公司公告，天风证券研究所

汉麻集团和云南汉素为国内工业大麻产业链领先企业。汉麻集团是目前中国境内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团，拥有《工业大麻种植许可证》和《工业大麻花叶加工许可证》。汉麻集团旗下云南汉素在昆明投资建成了全球首个符合 GMP 标准的大型工业大麻生物萃取分离基地，是世界上最大的单体大麻二酚及其他大麻素提取工厂，可以萃取分离多种不含精神活性的有效成分，为探索研究攻克癌症、帕金森、老年痴呆、抑郁症、癫痫等难治性疾病提供了可靠的原料及工艺保证，为未来的生物制药奠定了基础。

2. 工业大麻以及工业大麻加工技术

工业大麻是指四氢大麻酚含量低于 0.3%（干物质重量百分比）的大麻属原植物及其提取产品，其在生物制药、生活用品、纺织纤维、复合材料、生物质能等多个领域均有广泛的应用。

工业大麻和毒品大麻的区别在于精神活性成分 THC 的含量。THC 具有一定的精神活性，被联合国公约列为“麻醉品”或“毒品”，对其采取限制、管制、监察和检察的措施。出于安全性考虑，近年来各国普遍采用欧盟(农业)委员会制定的统一标准，按 THC 含量，大麻可划分为三类：THC<0.3%，不显示精神活性，为工业大麻；THC>0.5%，具有明显的精神活性和滥用倾向，即毒品大麻；THC=0.3%~0.5%，精神活性较低，有药用倾向，介于工业和毒品大麻之间。

图 2：大麻矮胖类似灌木丛，工业大麻细高，最高能长到 6 米



资料来源：汉麻集团公司官网，天风证券研究所

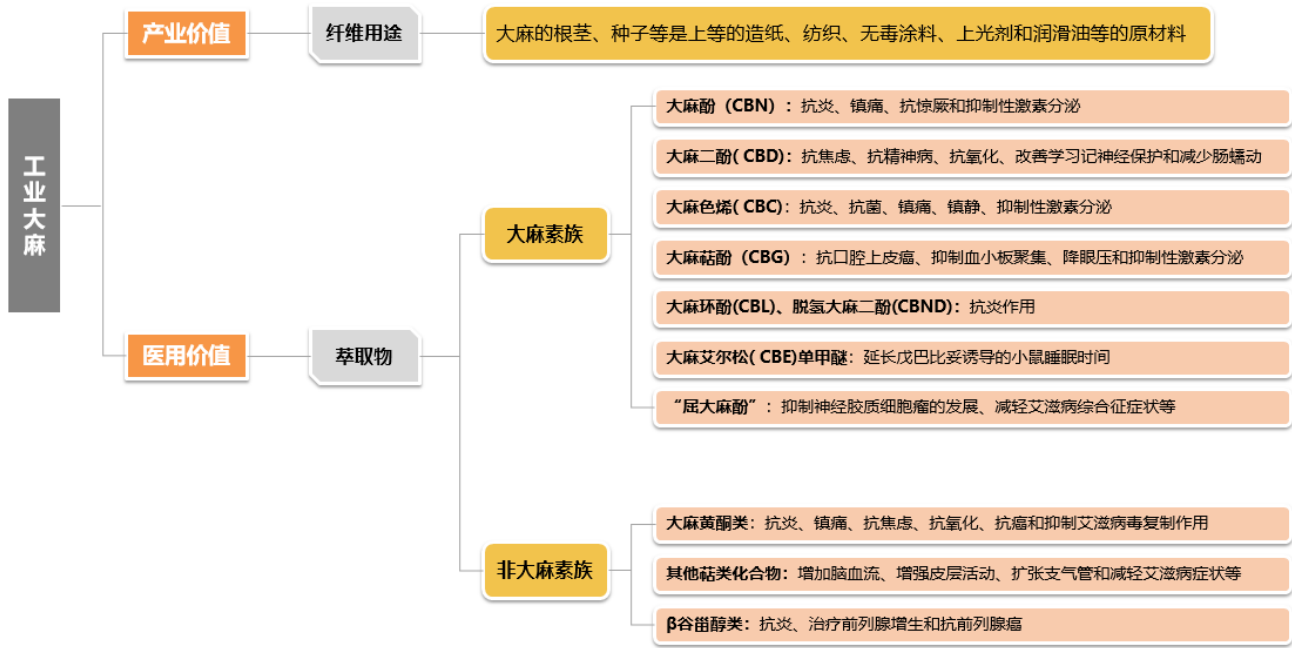
图 3：大麻种植条件苛刻，工业大麻种植环境要求低



资料来源：汉麻集团公司官网，天风证券研究所

工业大麻主要有两种用途：纤维农产品和医用。1) 纤维用途：大麻的根茎、种子等是上等的造纸、纺织、无毒涂料、上光剂和润滑油等的原材料。2) 医疗用途：大麻植物含有 400 余种化学成分，可区分为大麻素族和非大麻素族化合物。其中大麻素族中最重要提取物之一为大麻二酚（CBD）。非精神活性成分大麻二酚（CBD），为目前多种难治性疾病如癫痫、抑郁症、帕金森氏病等治疗的研究探索提供了可能，并将为未来制药提供高标准可靠的原料保障，造福病患。

图 4：工业大麻纤维+医疗两大用途



资料来源：汉麻集团公司官网，天风证券研究所

图 5：工业大麻全身是“宝”，可开发业务多样

种植 (植株)	提取 (原材料)	研发 (消费品)
籽	大麻籽粕	营养添加剂、蛋白粉、牲畜食物
	大麻籽油	化妆品、保健品
花叶	大麻酚类化合物	营养添加剂、蛋白粉、牲畜食物
	非大麻酚类化合物	
皮	大麻纤维 (长麻、短麻、麻网)	纺织品、建筑材料、隔热/绝缘材料、汽车/航天材料、医疗器械、护理用品
杆	杆芯	建筑材料、超细粉体、木质陶瓷、活性炭、粘胶纤维、纤维增强复合材料
根	其他成分	燃料、电池正负材料

资料来源：汉麻集团公司官网，天风证券研究所

3. 国内将新添一工业大麻种植地——吉林

全球工业大麻的合法化国家达 30 余个，我国黑龙江与云南省工业大麻实现合法化。2010 年 1 月 1 日，我国云南省出台了《云南省工业大麻种植加工许可规定》，成为我国唯一以法规形式允许并监管工业大麻种植加工的省份；2017 年 5 月 1 日，《黑龙江省禁毒条例》中单章列出“工业用大麻管理”，明确将工业用大麻和毒品大麻区分开，允许工业用

大麻的种植、销售和加工。

目前我国工业大麻仅能在云南和黑龙江两省种植，其种植和加工业务需要获得当地公安局审批，**获得种植和加工许可证后才能进行相关业务**。工业大麻加工业务主要是对大麻中的不同成分进行分离和萃取，目前主要萃取的是对医疗大健康行业意义重大的非精神活性成分大麻二酚（CBD）。

吉林省积极推动工业大麻合法化种植。根据吉林省公安厅网站信息，2018年3月，《吉林省禁毒条例》已被列入地方性法规立法，并将完善其中关于工业大麻的界定和监管。吉林省政协联名提案建议吉林省汉麻（工业大麻）合法化种植，由于吉林省相关立法尚未有所突破，限制了工业大麻的科研、育种、产业化种植和工业产品加工等健康发展，因此省公安厅批准该提案，后续将积极推动立法进程，厘清毒品大麻和工业大麻的管理界限，为工业大麻产业发展提供科学合理的法律依据，参照云南省做法，以政府令形式出台我省工业大麻具体管理规定。

图 6：吉林省公安厅将在深入研究落实委员提案的基础上，积极推动我省禁毒立法工作进程



资料来源：吉林省公安厅，天风证券研究所

4. 我国工业大麻产业链企业

我国参与到工业大麻产业链的主要企业包括汉麻集团、紫鑫药业和顺灏股份等。

4.1. 汉麻集团：专注于工业大麻全产业链投资，拥有工业大麻全牌照

汉麻集团是目前中国境内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团，为实现大麻植物的综合利用打造了一条互相依存、互惠互利的上下游产业价值链。

生物制药奠定了基础。目前，A 股上市公司银河生物、港股上市公司美瑞健康已分别入股汉素生物 5.55%和 20%的股份。

在药品研发和销售方面，拥有工业大麻全牌照且拥有核心品种资源的汉麻集团为服务国家大健康战略积极在生物医药行业布局，设立了汉义生物科技(北京)有限公司（汉义生物），主要从事基于大麻素的药物研究、药品开发和商业化运作。汉义生物投资建设了生命科学研究院，与哈尔滨医科大学原校长杨宝峰院士合作成立了院士工作站，同时聘请了多位国内、国际知名教授专家进站合作，并组建了药学研究平台、药理研究平台、制剂开发平台、植化分离技术研究平台等多个专业开发平台。

图 8：汉麻集团股权结构图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1. 紫鑫药业：海外开展工业大麻研发工作

19 年 1 月紫鑫药业的荷兰全资子公司 Fytagoras B.V.与吉林省农业科学院共同签订了《工业大麻合作研究协议》，双方将建立合作研发关系，开展工业大麻的研发工作，并计划以完成大麻品种的 CBD 含量达 10%以上为工作目标。

紫鑫药业以加工销售药品为主营业务，其荷兰子公司 Fytagoras B.V.拥有工业大麻乙醇提取的相关设备及经验，可以用于大规模提取及高端应用的加压溶剂萃取，被荷兰福利和卫生部正式指派为药用大麻的质量控制、生物活动和药物活动等研发活动的合作伙伴。

荷兰子公司与吉林省农业科学院的合作以工业大麻研发工作为主，双方将就工业大麻品种选育、组织培养与种子技术、生产技术、工业大麻活性成分分离纯化制备技术及产品开发进行合作研究。双方正式合作后将开展大麻种质资源的引进与交流，包括工业大麻等不同品种的种质资源，用于制药等产业，应用前景广泛，同时将公司海外科研力量转化为公司国内新的业绩增长点。

4.2. 顺灏股份：获批工业大麻种植许可证，加工许可证待批复

19 年 1 月 17 日顺灏股份公告其全资子公司云南绿新收到《云南省工业大麻种植许可证》，将具有工业大麻云麻 7 号的种植资质，未来公司将开展工业大麻相关领域的业务。并公告其工业大麻加工许可证申请情况，目前仅能试制生产并未取得加工许可证，后续还需进行小试、中试，全部合格后可取得《云南省工业大麻加工许可证》，才能正式开展工业大麻加工业务。

4.3. 东风股份：通过合资公司绿馨科技切入工业大麻产业链

东风股份发布公告，公司的参股公司绿馨电子于 2019 年 2 月 19 日与云南汉素和汉麻集团，签署《合作协议》，绿馨电子与云南汉素拟共同投资设立合资公司云南汉馨电子生物科技有限公司，探索经营工业大麻花叶萃后基础材料应用的相关业务。但其业务的开展以合资公司取得工业大麻加工许可证为基础，未来合资公司将发挥新型烟草研发优势，与工业大麻产业链领先企业云南汉素合作，有望领先布局工业大麻健康产品市场，

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com