



Research and  
Development Center

# 成功布局医药全产业链，静待营销发力

—— 延安必康（002411.SZ）深度报告

2019 年 6 月 18 日

吴临平 医药行业分析师  
周贤珮 医药行业分析师  
龚琴容 研究助理

## 成功布局医药全产业链，静待营销发力

2019年6月18日

### 本期内容提要：

- ◆ **公司成功布局医药全产业链。**2015年，大股东新沂必康及实控人李宗松携其医药资产入主公司，2018年公司注册地址变更为延安市。公司经过近5年内部整合和外延并购，逐渐形成以医药为主、新能源、新材料及化工为辅的企业集团。公司基本建立了医药全产业链经营模式，包括中药材种植、原料加工、制剂研发生产、商业销售等。
- ◆ **医药工业以中成药、OTC为主，受医保降价影响小。**1、公司产品种类众多，销售额过亿品种有10余个，包括小儿感冒颗粒、安胃胶囊、五酯软胶囊、八正片、补肾强身胶囊、风痛宁、五味子、小儿止咳糖浆等产品；以中成药为主、主要面向OTC端销售，受医保降价影响较小。2、山阳基地新建中药材提取产能投入使用，提取能力直接增加10倍，公司中成药产能瓶颈得到突破。3、公司在山阳建立了中药材种植和仓储基地，提高对上游原材料掌控力。
- ◆ **持续布局医药商业，静待营销发力。**公司通过持续并购区域性商业企业，不断布局医药商业板块，目前已经完成收购的有2家，公告未来还计划并购6家。公司成立了首个医药产业链纵向联盟“必康工商零联盟”，吸引更多的优质商业企业加入必康，计划在全国26个主要省市各控股一家大型商业平台，助力自身医药工业板块放量。
- ◆ **非医药板块景气度回升。**1、6F当前价格处于历史低位、接近成本线，新增大量产能概率较低，受下游新能源汽车需求提升影响，价格预计企稳回升。2、高强高模聚乙烯纤维是三大高科技纤维之一，用途十分广泛。公司目前可利用产能达8000吨，还有2000吨产能在建，全部投产后，公司是国内最大生产厂商。3、化工业务包括7-ADCA、三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛等产品，受环保影响，供给端产能未来可能收紧，产品价格有望回升，整个板块景气度回升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2019-2021年营业收入为97.67亿元、111.16亿元、126.19亿元；归母净利润分别7.08亿元、8.60亿元、10.11亿元；摊薄EPS分别为0.46、0.56、0.66元，首次覆盖给予公司“持有”评级。
- ◆ **风险因素：**1、固定资产投资规模较大，公司面临一定的财务压力；2、公司股东被动减持股份风险；3、公司债务风险；4、商誉减值风险；5、“工商零联盟”效果不达预期，医药板块增长不达预期风险；6、六氟磷酸锂、高强高模聚乙烯纤维、医药中间体和农药中间体等产品降价风险；7、因环保限产、停产风险。

## 证券研究报告

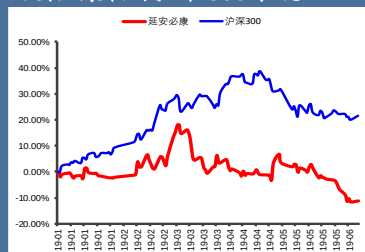
### 公司研究——首次覆盖

#### 延安必康（002411.SZ）



首次评级

#### 延安必康相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2019.6.17）

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元）        | 17.26       |
| 52周内股价波动区间（元） | 16.68-28.34 |
| 最近一月涨跌幅（%）    | -5.68       |
| 总股本（亿股）       | 15.32       |
| 流通A股比例（%）     | 97.46       |
| 总市值（亿元）       | 264.47      |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

吴临平 行业分析师  
执业编号：S1500514070004  
联系电话：+86 10 8332 6738  
邮箱：wulinping@cindasc.com

周贤珮 行业分析师  
执业编号：S1500518020001  
联系电话：+86 10 83326737  
邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

龚琴容 研究助理  
联系电话：+86 10 8332 6750  
邮箱：gongqinrong@cindasc.com

| 重要财务指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元)    | 5,368.01 | 8,446.81 | 9,766.46 | 11,115.66 | 12,619.28 |
| 增长率 YoY %     | 44.15%   | 57.35%   | 15.62%   | 13.81%    | 13.53%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 892.63   | 404.19   | 707.81   | 860.32    | 1,011.40  |
| 增长率 YoY%      | -6.40%   | -54.72%  | 75.12%   | 21.55%    | 17.56%    |
| 毛利率%          | 34.81%   | 25.39%   | 24.87%   | 25.28%    | 25.60%    |
| 净资产收益率 ROE%   | 10.27%   | 4.39%    | 7.31%    | 8.22%     | 8.87%     |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.58     | 0.26     | 0.46     | 0.56      | 0.66      |
| 市盈率 P/E(倍)    | 34       | 76       | 43       | 36        | 30        |
| 市净率 P/B(倍)    | 3.38     | 3.29     | 3.06     | 2.82      | 2.58      |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2019年06月17日收盘价

## 目 录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 公司概况                     | 4  |
| 公司股权结构                   | 4  |
| 公司主营业务                   | 4  |
| 公司业绩情况                   | 5  |
| 医药工业以 OTC 为主，受医保降价影响较小   | 7  |
| 医药工业板块稳中有升               | 7  |
| 产品以 OTC 为主，受医保降价影响较小     | 7  |
| 布局上游中药材，提高对原材料掌控力        | 8  |
| 中药材提取能力大幅度提升，产能瓶颈得到突破    | 8  |
| 中药材价格波动大，导致中药盈利能力不稳定     | 9  |
| 建立中药材种植仓储基地，提高对上游原材料的掌控力 | 10 |
| 持续布局医药商业板块，静待营销发力        | 11 |
| 持续并购区域性商业企业，布局医药商业板块     | 11 |
| 已收购的两家商业公司超额完成业绩对赌       | 12 |
| 打造“工商零联盟”，助力自身医药工业板块放量   | 13 |
| 一致性评价进展缓慢                | 14 |
| 非医药板块景气度逐渐回升             | 14 |
| 六氟磷酸锂价格企稳回升              | 14 |
| 九九久 6F 产能位居国内第四位         | 15 |
| 九九久是国内高强高模聚乙烯纤维最大生产厂商之一  | 16 |
| 化工业务整体较为稳定               | 17 |
| 固定资产投资规模较大，公司面临一定的财务压力   | 20 |
| 公司固定资产投资规模较大             | 20 |
| 公司面临一定的财务压力              | 22 |
| 盈利预测及投资评级                | 22 |
| 风险因素                     | 24 |

## 表 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 1：公司销售额过亿的品种            | 7  |
| 表 2：部分中药企业中中药材种植基地统计      | 10 |
| 表 3：公司已公告的医药商业领域并购计划      | 11 |
| 表 4：公司开展一致性评价产品           | 14 |
| 表 5：六氟磷酸锂主要产能             | 16 |
| 表 6：截至 2018 年末公司重大在建工程    | 21 |
| 表 7：分业务盈利预测表（单位：万元）       | 23 |
| 表 8：公司与 A 股辅料公司主要财务数据对比   | 24 |
| 表 9：公司股票被动减持情况统计          | 25 |
| 表 10：截至 2018 年末公司商誉（单位：元） | 25 |

## 图 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：延安必康股权结构                     | 4  |
| 图 2：2016 年以来公司营业收入（百万元）及增速（%）    | 5  |
| 图 3：2016 年以来公司净利润（百万元）及增速（%）     | 5  |
| 图 4：2016 年以来公司毛利率和净利率            | 6  |
| 图 5：2018 年公司收入结构                 | 6  |
| 图 6：2016 年以来公司各业务板块毛利率           | 6  |
| 图 7：2016 年以来公司期间费用率              | 6  |
| 图 8：公司医药工业板块历年收入（亿元）及增速          | 7  |
| 图 9：公司医药工业板块历年毛利率（%）             | 7  |
| 图 10：三七单价（元/kg）                  | 10 |
| 图 11：医药商业板块收入（亿元）及毛利率            | 12 |
| 图 12：公司销售人员占比不断下降                | 13 |
| 图 13：六氟磷酸锂价格（万元/吨）               | 15 |
| 图 14：6F 销售收入（亿元）及毛利率（%）          | 16 |
| 图 15：新能源汽车销量（台）及增速（%）            | 16 |
| 图 16：高强高模聚乙烯纤维销售收入（亿元）及毛利率（%）    | 17 |
| 图 17：高强高模聚乙烯纤维销量（吨）              | 17 |
| 图 18：公司化工业务销售收入（万元）和毛利率          | 17 |
| 图 19：7-ADCA 价格（元/kg）             | 18 |
| 图 20：7-ADCA 销售收入（亿元）及毛利率（%）      | 19 |
| 图 21：三氯吡啶醇钠销售收入（亿元）及毛利率（%）       | 19 |
| 图 22：5,5-二甲基海因销售收入（亿元）及毛利率（%）    | 19 |
| 图 23：苯甲醛销售收入（亿元）及毛利率（%）          | 19 |
| 图 24：公司 2014-2019 年固定资产投资（单位：亿元） | 20 |
| 图 25：公司流动比率                      | 22 |
| 图 26：公司速动比率                      | 22 |

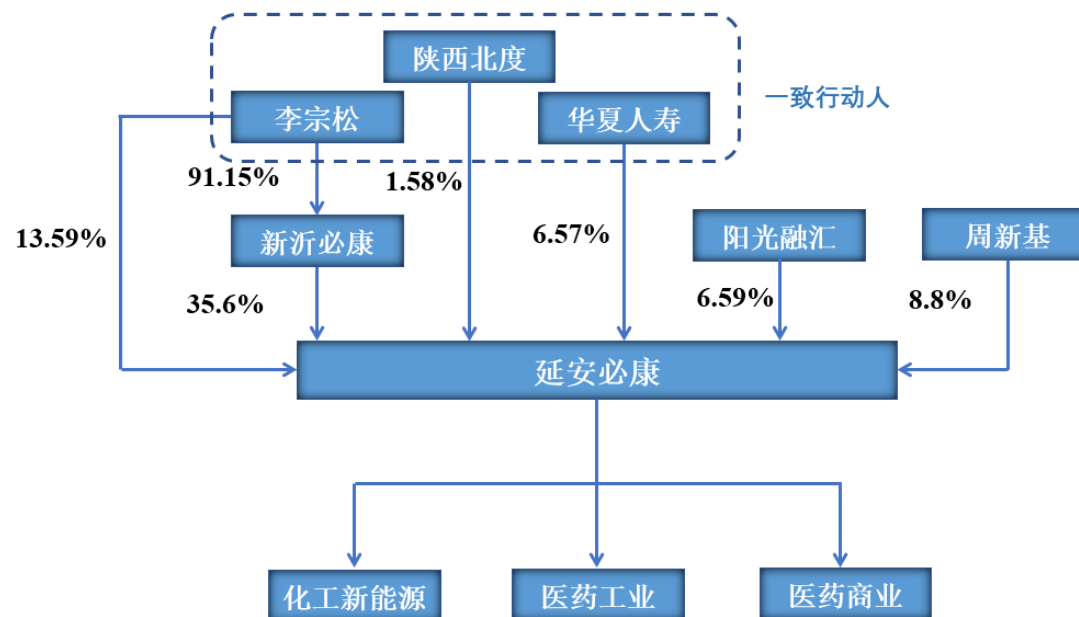
## 公司概况

### 公司股权结构

2015 年，大股东新沂必康及实控人李宗松先生携其医药资产入主公司，2018 年公司注册地址变更为延安市。公司经过近 5 年内部整合和外延并购，逐渐形成以医药为主、新能源、新材料及化工为辅的企业集团。

李宗松先生，直接持有公司 13.59% 股权；通过新沂必康间接持有公司 35.60% 股权；通过一致行动人陕西北度和华夏人寿分别控制公司 1.58% 和 6.57% 股权，合计控制公司 57.34% 股权，为公司实际控制人；公司控股股东为新沂必康。

图 1：延安必康股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心，截止 2019 年 6 月 11 日

### 公司主营业务

公司主营业务包括医药工业、医药商业和化工新能源新材料三大类，其中医药是公司本身的主营业务；化工新能源新材料是被借壳公司原有的资产。

医药工业以全资子公司陕西必康为主要经营平台，先后收购了武汉五景药业、江苏康宝制药、陕西金维沙药业、宝鸡鑫中天

制药、西安灵丹药业、西安交大药业集团、西安交大瑞鑫药业等国内知名药企，产品种类包括中成药、化学，涵盖儿科、眼科、消化系统、呼吸系统、抗过敏、抗感染等十多个常见的医药临床用药类别，拥有 400 多个品规，是国内剂型较全、品种较多的医药企业之一。公司拥有多个生产基地，包括武汉五景药业生产基地、陕西商洛的山阳生产基地、必康制药新沂生产基地、宝鸡必康嘉隆生产基地、西安必康嘉隆制药生产基地、西安必康制药集团生产基地、西安必康心荣药业等先进符合新版 GMP 认证的生产基地。

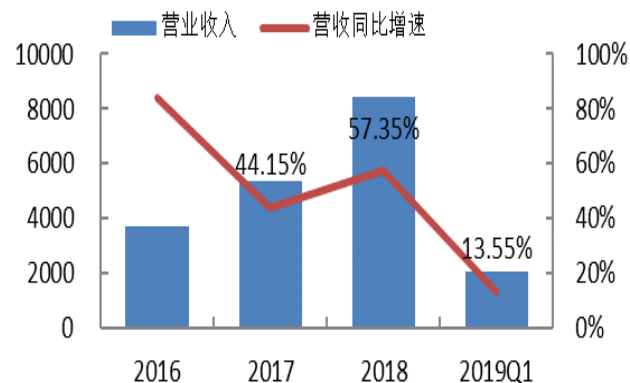
公司积极抓住“两票制”契机，外延收购医药流通企业扩充医药商业板块。公司于 2017 年收购百川医药 70%股权和润祥医药 70%股权，成功布局医药商业板块。此外，公司公告还将进一步收购湖南鑫和 70%股权、江西康力 70%股权、青海新绿洲 70%股权、昆明东方 51%股权，计划持续增大医药流通板块布局。

九九久主营业务为新能源新材料、药物中间体的研发、生产和销售，其中新能源主要产品为六氟磷酸锂，年产能为 5000 吨，位居行业前列；新材料主要产品为高强高模聚乙烯纤维，目前产能为 8000 吨/年，有 2000 吨产能正在扩建中；药物中间体包括 7-ADCA、三氯吡啶醇钠等，其中 7-ADCA 年产能为 2000 吨。

### 公司业绩情况

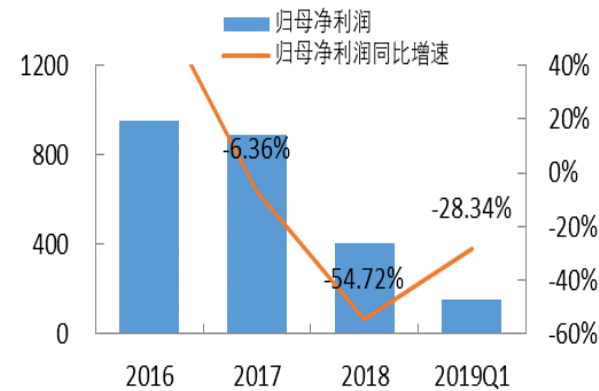
2018 年，公司实现营业收入 84.47 亿元，同比增长 57.35%，主要是医药商业收入同比增长 146.07%；实现归母净利润 4.04 亿元，同比下滑 54.72%，主要是因为计提了 3.2 亿商誉减值损失；毛利率为 25.39%，净利率为 5.04%，较 2017 年同比有所下滑，主要是商业收入占比提高导致。

图 2：2016 年以来公司营业收入（百万元）及增速（%）

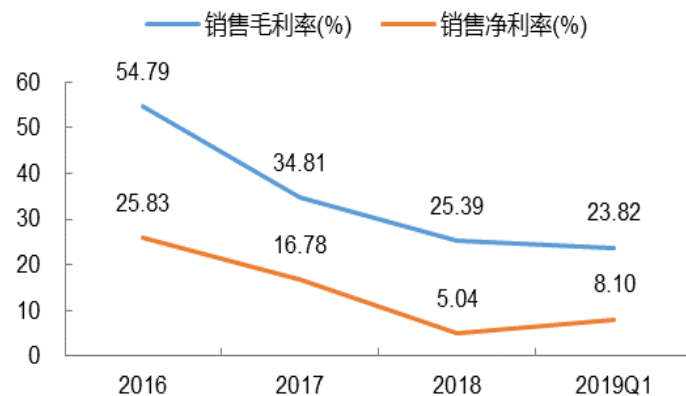


资料来源：Wind，信达证券研发中心

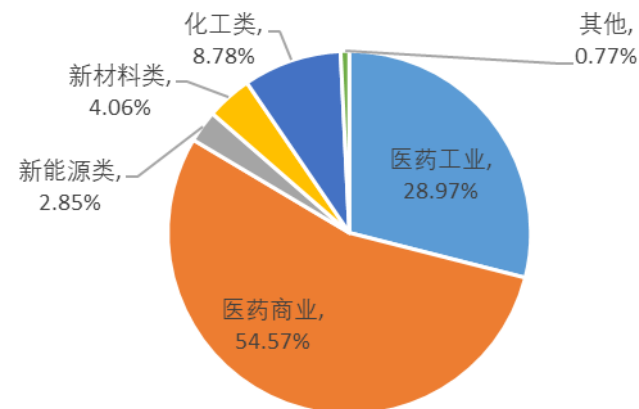
图 3：2016 年以来公司净利润（百万元）及增速（%）



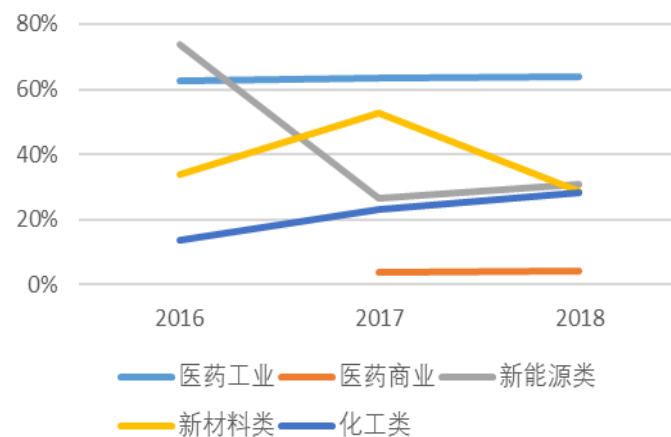
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 4：2016 年以来公司销售毛利率和净销售利率**


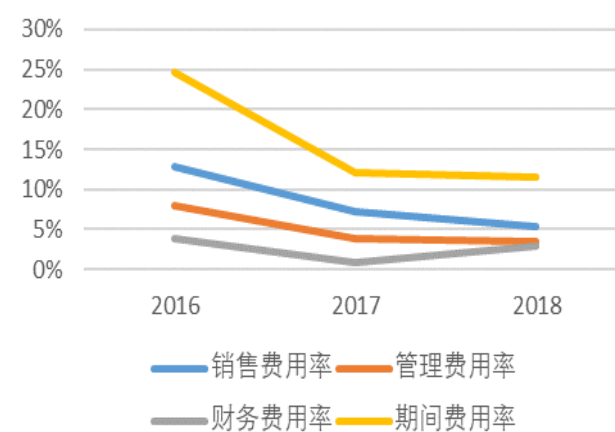
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：2018 年公司收入结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 6：2016 年以来公司各业务板块毛利率**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 7：2016 年以来公司期间费用率**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

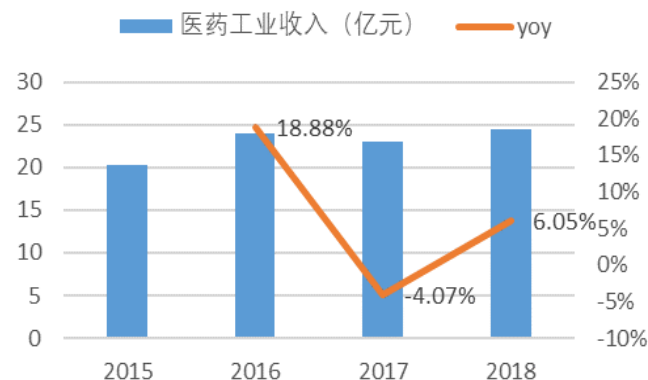


## 医药工业以 OTC 为主，受医保降价影响较小

### 医药工业板块稳中有升

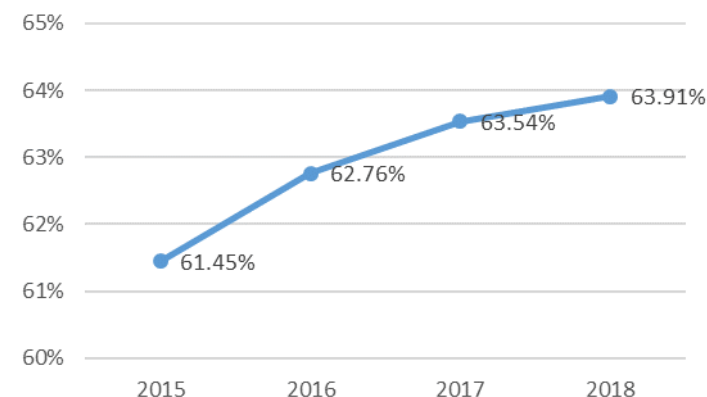
2018 年，公司医药工业板块收入为 24.47 亿元，同比增长 6.05%，实现小幅度增长；医药工业板块毛利率为 63.91%，较 2017 年略有提高。工业板块收入增长缓慢，主要是受中药提取能力限制；随着公司新的中药提取车间投产，公司产销有望得到大幅度改善。

图 8：公司医药工业板块历年收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司医药工业板块历年毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 产品以 OTC 为主，受医保降价影响较小

公司药品品种丰富，共拥有 258 个品种、400 多个规格，涵盖片剂、丸剂、散剂、颗粒剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、软膏剂等 19 个剂型，包含循环系统、消化系统、呼吸系统、神经系统、眼科、儿科、骨科、维生素、抗生素、抗过敏、抗感染、抗风湿等十多个常见适应症；其中化学制剂有 178 个、中药有 80 个；处方药有 176 个、OTC 药品有 82 个。公司共有 140 个产品入选国家基本药物目录和医保目录，其中化学制剂 104 个、中药 36 个。

从收入占比看，公司以中成药为主、化药为辅，以 OTC 为主、处方药为辅，产品主要面向 OTC 端，受医保降价影响较小。目前，公司销售额过亿品种有十余个，包括小儿感冒颗粒、安胃胶囊、五酯软胶囊、八正片、补肾强身胶囊、风痛宁、五味子、骨刺片、小儿止咳糖浆、枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II 等（这部分产品销售额占医药工业收入 80% 以上），大部分属于中成药、OTC 产品。

表 1：公司销售额过亿的品种



| 品种名称     | 类别     | 适应症    | 生产企业数量 | 适应症                        |
|----------|--------|--------|--------|----------------------------|
| 安胃胶囊     | 中药/OTC | 消化系统用药 | 18     | 胃及十二指肠溃疡，慢性胃炎              |
| 五味子颗粒    | 中药/OTC | 补血补益用药 | 73     | 头晕，失眠，自汗盗汗，气短口干及神经衰弱       |
| 补肾强身胶囊   | 中药/OTC |        | 49     | 腰酸足软，头晕耳鸣，眼花心悸             |
| 三黄片      | 中药/OTC | 感冒清热用药 | 202    | 三焦热盛，目赤肿痛，口鼻生疮，咽喉肿痛，牙龈出血   |
| 银翘解毒颗粒   | 中药/OTC |        | 8      | 风热感冒引起的发热头痛，咳嗽口干，咽喉疼痛      |
| 感冒清热颗粒   | 中药/OTC |        | 130    | 风寒感冒引起的头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干 |
| 八正片      | 中药/处方药 | 泌尿系统用药 | 3      | 湿热下注，小便短赤，淋沥涩痛，口燥咽干        |
| 风痛宁片     | 中药/处方药 | 风湿骨科用药 | 16     | 风湿性关节炎和类风湿性关节炎             |
| 骨刺片      | 中药/处方药 |        | 43     | 骨关节增生                      |
| 五酯软胶囊    | 中药/处方药 | 保肝药    | 3      | 慢性肝炎谷丙转氨酶升高                |
| 小儿化痰止咳颗粒 | 中药/OTC | 儿童呼吸系统 | 61     | 小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰             |
| 小儿感冒颗粒   | 中药/OTC |        | 89     | 小儿风热感冒                     |
| 小儿止咳糖浆   | 中药/OTC |        | 183    | 小儿感冒、支气管炎、咽喉炎              |

资料来源：公司官网，Insight，信达证券研发中心整理

- “博士宝宝”儿科品牌：公司倾力打造的“博士宝宝”儿科系列产品具有较高的市场知名度，是陕西省著名商标。“博士宝宝”系列产品主要包括小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆、小儿化痰止咳颗粒，在 OTC 端儿科用药中具有良好的口碑。该系列产品年销售额超过 5 亿，其中小儿感冒颗粒是儿科中成药市场销售额最高的品种，我国共有 89 家企业拥有小儿感冒颗粒生产批文，竞争非常激烈，公司小儿感冒颗粒年销售额超过 3.1 亿，是销售额最大的品种；小儿化痰止咳颗粒、小儿止咳糖浆均属于儿科止咳祛痰用药，目前我国分别有 61 家、183 企业拥有生产批文，竞争也较为激烈。
- “唯正”牌强身补益产品：针对强身补益类产品，公司推出“唯正”品牌，包括安胃胶囊、补肾强身胶囊、五酯软胶囊、五味子颗粒、八正片等，单品种销售额均过亿，“唯正”系列产品 2018 年销售额达 10 亿，是公司最大的医药工业收入来源。此外，五酯软胶囊属于降酶退黄类肝病用药，在调节免疫功能、降低转氨酶升高方面有一定优势，具有降酶、护肝作用；我国目前只有三家企业可以生产五酯软胶囊，分别是四川光大制药、广州粤华药业、陕西必康。

## 布局上游中药材，提高对原材料掌控力

中药材提取能力大幅度提升，产能瓶颈得到突破

山阳生产基地位于陕西省商洛市山阳县，地处秦岭南麓，中药材资源十分丰富。山阳基地共分三期建设，所有生产线均采用国内外最先进的自动化生产设备和生产工艺。

- 一期项目：占地 102 亩，已建成片剂、胶囊剂、颗粒剂、软膏剂、口服液、糖浆剂、注射剂等 15 条生产线、并通过 GMP 认证、中药前处理及提取生产线一条。
- 二期项目：占地 120 亩，主要建设大颗粒车间、口服液体车间、智能物流仓储、中药饮片加工车间。目前已全部建成并于 2019 年 2 月通过 GMP 认证。
- 三期项目：三期项目为山阳·必康国家中药材战略储备库暨大数据交易平台项目，总投资 50 亿元，占地面积 860 亩；主要建设中成药数字工厂、植物提取中心、大数据中心、中药材战略储备库、中医药研发中心、智能物流中心、中医智慧体验中心及其他相关配套设施。公司通过中药材精深加工、战略储备和大数据交易，可有效带动陕南中药产业快速发展，为全面促进农民增收和财政增长，具有十分重要的战略意义。目前项目 C 区已完成所有建筑物建设，正在进行设备进场就位，A 区和 B 区正在进行施工招标。

中药材提取是中成药生产的关键环节，其提取能力直接决定中药产能。公司现有中药材提取能力为 5000 吨，目前已处于满负荷状态；山阳·必康扩建中药材提取产能投入使用后，公司中药提取能力可提高到 50000 吨，直接增加 10 倍；公司产能瓶颈得到突破，中药产销情况有望进一步改善。此外，公司医药产业园二期扩建项目从 2014 年就开始建设，于 2019 年 2 月通过 GMP 认证，公司扩建产能随时可以投入使用。

## 中药材价格波动大，导致中药盈利能力不稳定

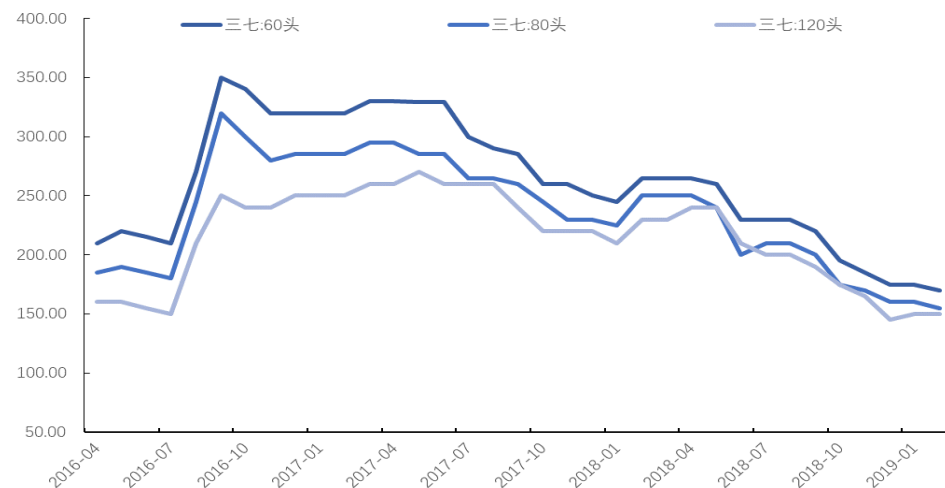
因中药材采取种植形式，与农产品具有一定类似属性，又由于市场容量相对较小，价格波动较大。影响中药材价格波动的因素很多，既包括种植产量与生长周期、野生资源数量、自然灾害以及人为炒作等供给方面因素，也包括制药企业等生产需求、消费者直接需求、疫情爆发等需求方面因素，供需之间不平衡的矛盾导致价格波动加大。

- 供给端：（1）中药材种植由于市场分散，规模化程度低，大多数种植户都是根据当期价格决定下一期种植规模，导致了产量的大幅变化，形成了价格上的“追涨杀跌”；（2）相比于种植中药材，野生中药材因资源有限，基本不会出现产量过剩的情况，价格长期保持稳定增长的趋势；（3）单个中药材品种的市场容量一般不大，如果有资金进入市场大量收购，有可能导致市场上存货量急剧减少，从而导致价格上涨明显，尤其对于市场需求较为刚性的品种。
- 需求端：（1）随着中成药行业以及中药大健康产业的不断发展，对上游药材的需求持稳定增长趋势。未来中药大健康产品潜力巨大，不少品种随着药食两用品种终端产品的开发，市场需求持续增长；（2）某些中药材及其制剂的治疗作用主

要是治疗传染病等疾病，一旦出现疫情，其需求量就会大涨。

为了规避中药材价格波动带来的风险，部分中药生产企业布局上游中药材种植领域，实现部分原材料的自给自足，保持相对稳定的盈利水平，比如康美药业、芍花堂、广印堂等企业都拥有自建的中药材种植基地。中药材种植方面，企业也越来越重视在道地产区的适种土地资源上种植。

图 10：三七单价（元/kg）



资料来源：中药材天地网，Wind

### 建立中药材种植仓储基地，提高对上游原材料的掌控力

公司积极响应国家支持中医药产业发展战略，依托大秦岭丰富的中药材资源，在陕西商洛市山阳县建立了国家中药材储备库暨大数据交易平台，将医药工业产业链延伸到上游中药材种植、储备，提高了公司对中药材的掌控能力。山阳县生物资源丰富，境内有 1000 多种野生中药材，其中名贵中药材有 16 种，大宗道地中药材有 32 种；中药材种植基地有 35 万亩。

国家中药材储备库暨大数据交易平台项目于 2016 年开始筹备，建设期为 3 年，预计在今年年底或明年年初完成；项目建成之后，中药材年储藏量高达 60 万吨，中药材种植基地建设 40 万亩。中药企业在中药材道地产区进行中药材种植和在中药材主要种植基地建立仓储基地，是行业主要发展趋势。

表 2：部分中药企业中药材种植基地统计

| 公司名称 | 中药材 GAP 种植基地 |
|------|--------------|
|------|--------------|

|       |                               |
|-------|-------------------------------|
| 康美药业  | 32 个品种（人参、红参、菊花、金银花、淮山药、三七等）  |
| 天江药业  | 8 个品种（川芎、金银花、丹皮、黄连、麦冬、三七、前胡等） |
| 广印堂   | 46 个品种，35 个基地（白芍、桔梗、白术、丹参等）   |
| 源和药业  | 1 个基地                         |
| 芍花堂   | 6 个品种，1 个基地（白芍、菊花、知母、花粉、白芷）   |
| 四川新绿色 | 1 个品种（川穹）                     |
| 新荷花   | 5 个品种（川贝母、大黄、麦冬、附子、半夏）        |

资料来源：各公司公告，各公司官网，信达证券研发中心整理

## 持续布局医药商业板块，静待营销发力

### 持续并购区域性商业企业，布局医药商业板块

公司从 2017 年开始布局医药商业板块，主要通过外延并购区域性商业龙头企业构建公司的医药商业体系。目前，已经收购完成的有润祥医药和百川医药两家医药商业公司，实现对河北及河南终端覆盖；还处于收购进行中的标的有湖南鑫和、江西康力、青海新绿洲、昆明东方、北京四季汇通、广西医药，收购完成后，可覆盖湖南、江西、青海、云南、北京和广西六个省份渠道。公司计划未来持续并购区域性商业企业，增大医药商业板块的布局，提高对渠道的掌控力，增强公司产品营销能力。

表 3：公司已公告的医药商业领域并购计划

| 时间         | 标的           | 作价          | 备注                |
|------------|--------------|-------------|-------------------|
| 2017 年 1 月 | 润祥医药 70%股权   | 1.8 亿元      | 河北省区域商业龙头         |
| 2017 年 6 月 | 百川医药 70%股权   | 6035 万元     | 河南省区域性商业龙头        |
| 2018 年 2 月 | 湖南鑫和 70%股权   | 不超过 1.1 亿元  | 湖南省区域商业企业         |
| 2018 年 2 月 | 江西康力 70%股权   | 不超过 6000 万元 | 江西省区域商业企业         |
| 2018 年 2 月 | 青海新绿洲 70%股权  | 不超过 1.8 亿元  | 青海省区域商业企业，有自营连锁药店 |
| 2018 年 5 月 | 昆明东方 51%股权   | 不超过 7500 万元 | 云南省区域商业企业，有自营连锁药店 |
| 2018 年 5 月 | 北京四季汇通 70%股权 | 不超过 2590 万元 | 北京区域性商业企业         |
| 2018 年 5 月 | 广西医药 70%股权   | 不超过 1 亿     | 广西知名商业企业          |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

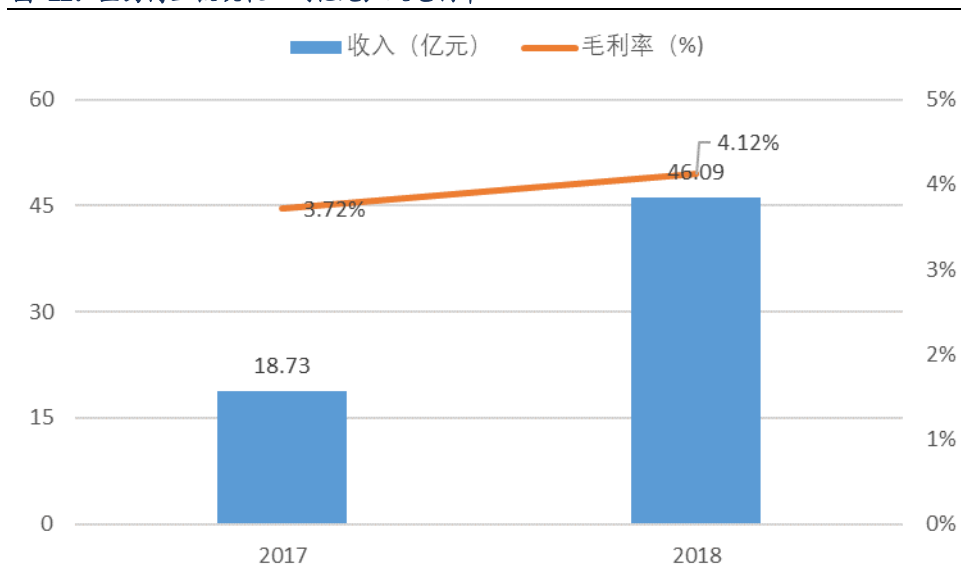
- 润祥医药：是河北省区域医药商业公司，经营范围广，品种结构全，是一家具有现代化的医药物流配送系统和信息化管理模式的河北省医药物流配送商业公司；位列河北省内医药物流前 3 位，业务延伸至山东、山西、内蒙、北京、天津等地。

- 百川医药：是河南区域知名医药商业公司，经营范围包括中成药、中药材、化学药制剂、抗生素、医疗器械以及医药零售连锁。百川医药终端渗透力强、覆盖面广、配送能力强，经营范围广，品种结构全；是区域唯一一家具有毒麻药品经营资质的商业公司。

### 已收购的两家商业公司超额完成业绩对赌

公司医药商业板块 2018 年实现营业收入 46.09 亿元，同比增长 146.07%；毛利率为 4.12%，比 2017 年提高了 0.4 个百分点。一方面，公司收购润祥医药和百川医药完成后，在资金方面给予大力帮助，解决了两家公司资金匮乏问题；另一方面，两家商业公司也逐步往零售端转型，使其盈利能力有所提升，随着后续零售端收入占比提升，公司医药商业板块盈利能力有望进一步改善。

图 11：医药商业板块收入（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司收购润祥医药时原股东承诺 2017-2019 年内实现的净利润为 667.00 万元、2,666.50 万元、4,166.50 万元；销售额（含税）为 13.32 亿元、33.34 亿元、43.34 亿元。2018 年，润祥医药实现 34.32 亿销售收入，净利润 2895.32 万元，超额完成对赌业绩。

公司收购百川医药时原股东承诺 2017-2019 年实现的净利润为 1,310 万元、1,550 万元、1,720 万元；销售额（含税）不低于

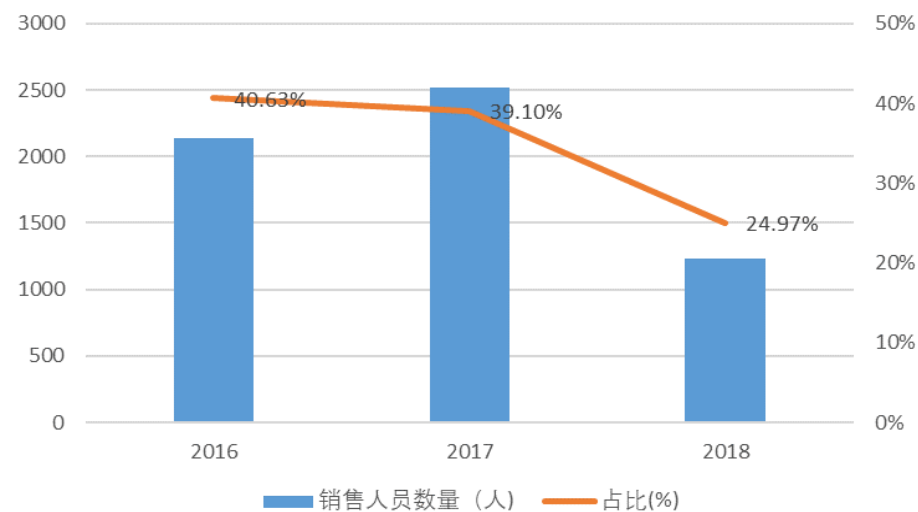
为 20 亿元、20 亿元、20 亿元。2018 年，百川医药实现 20.37 亿元销售收入，净利润 1661 万元，超额完成对赌业绩。

### 打造“工商零联盟”，助力自身医药工业板块放量

2018 年，公司成立了首个医药产业链纵向联盟“必康工商零联盟”，吸收并购更多的优质商业企业加入必康，不断扩充公司商业版图。从 2018 年 9 月份，成立“必康工商零联盟”以来，全国新加入联盟的合作商业有 130 多家，有 8 家分别来自黑龙江、甘肃、山东、安徽等省份的商业企业成为公司的战略合作伙伴。通过加大对医药商业的布局，提高公司对渠道的掌控力，助力自身公司医药工业板块放量。

公司营销网络健全，在全国范围 30 个省设立了办事处，已在第三终端渠道建立起较强的竞争优势。2019 年公司重点践行“工商零联盟”营销策略，计划在全国 26 个主要省市各布局一家控股的大型商业平台（其渠道资源偏零售药市场），加上目前在全国范围内吸纳加盟或战略合作的医药商业公司，战略联盟商业企业共计 400 家，每个商业平台计划覆盖当地 2500 个销售终端，最终实现全国 10 万销售终端覆盖。

图 12：公司销售人员数量（人）及占比（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



## 一致性评价进展缓慢

目前，公司研发中心开展的药品质量和疗效一致性评价的品种有盐酸环丙沙星片、对乙酰氨基酚片、甲硝唑片、盐酸雷尼替丁胶囊等 4 个品种，其中，对乙酰氨基酚片、盐酸环丙沙星片、甲硝唑片已完成处方工艺实验室研究，正在进行中试放大前准备工作，并准备启动 BE 实验；西安康拜尔制药委托第三方开展了阿莫西林胶囊、头孢拉定胶囊、头孢氨苄胶囊 3 个产品的一致性评价工作，均已完成了处方工艺等实验室研究，正在进行中试放大生产，并准备启动 BE 试验；武汉五景药业委托第三方开展了氧氟沙星滴眼液、色甘酸钠滴眼液、马来酸噻吗洛尔滴眼液 3 个产品的一致性评价工作，正在进行处方工艺的实验室研究。整体来看，公司一致性评价进展缓慢，已开展一致性评价产品竞争非常激烈，需要评价企业数量都是上百家；横向看，公司进展落后于部分竞争者。

表 4：公司开展一致性评价产品

| 药品名称     | 需评价企业数 | 提交 BE 试验企业数 | 提交补充申请企业数 | 通过企业数 | 备案参比制剂企业数 | 申报参比制剂企业数 | 最高进度    |
|----------|--------|-------------|-----------|-------|-----------|-----------|---------|
| 对乙酰氨基酚片  | 547    | 1           | 16        | 2     | 35        | 1         | 已通过     |
| 盐酸环丙沙星片  | 101    | 4           | 3         |       | 22        |           | 已提交补充申请 |
| 甲硝唑片     | 602    | 6           | 10        | 1     | 56        |           | 已通过     |
| 盐酸雷尼替丁胶囊 | 419    | 8           | 20        | 1     | 53        |           | 已通过     |
| 阿莫西林胶囊   | 146    | 41          | 26        | 4     | 65        |           | 已通过     |
| 头孢拉定胶囊   | 191    | 13          | 7         |       | 42        |           | 已提交补充申请 |
| 头孢氨苄胶囊   | 236    | 18          | 13        | 1     | 43        |           | 已通过     |

资料来源：Insight，信达证券研发中心整理

## 非医药板块景气度逐渐回升

公司非医药板块经营主体有江苏九九久和江苏北度新能源，主营业务包括新能源产品六氟磷酸锂（简称 6F）、新材料产品高强高模聚乙烯纤维、医药中间体和农药中间体四大类。2018 年底，东方日升以 3.5 亿元收购了九九久 12.76% 股权，公司目前还持有 87.24% 股权。

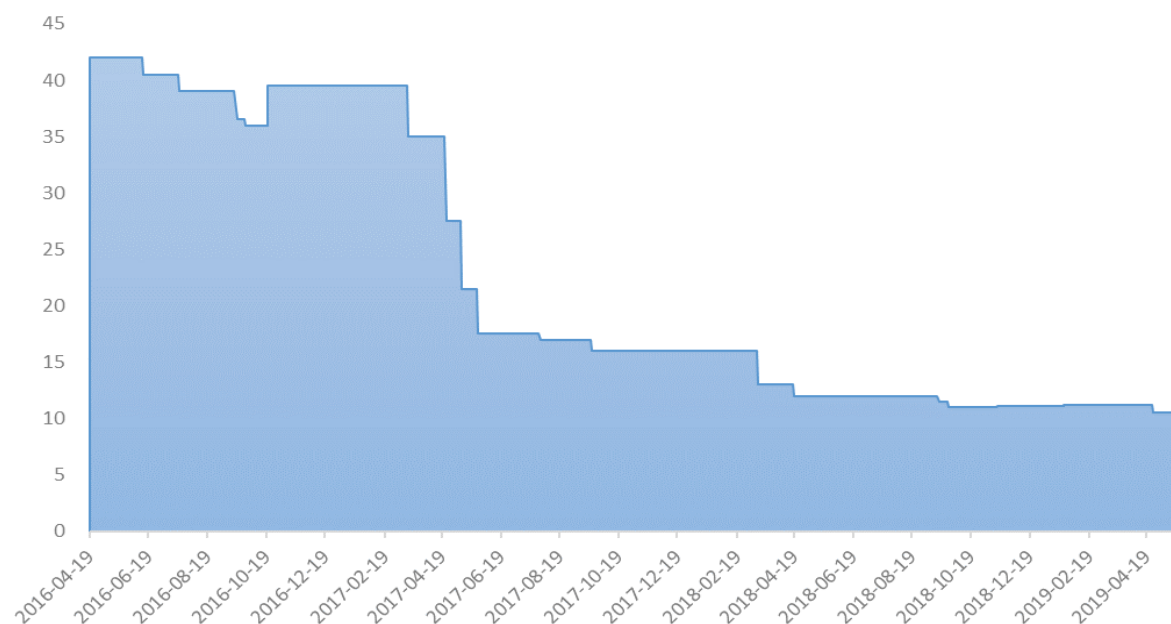
### 六氟磷酸锂价格企稳回升

六氟磷酸锂（6F）是锂电池电解液核心原材料之一，一般情况下，六氟磷酸锂和溶剂用量配比按照 1:7 来生产电解液，六氟磷酸锂占电解液成本约 40%-70%。氟化锂和氢氟酸是六氟磷酸锂的主要生产原材料，约占其成本 65%。2011 年以前，国内



电解液生产厂家所用 6F 基本被国外企业垄断；2011 年，多氟多率先完成年产 200 吨六氟磷酸锂项目建设，打破了国外企业对 6F 市场的垄断，6F 价格开始下滑。2015 年、2016 年受新能源汽车销量大增影响，六氟磷酸锂需求爆发，当时 6F 技术壁垒较高、产能增长缓慢，供不应求导致 6F 价格大幅度上涨。17 年开始，新增 6F 产能陆续投产，导致 6F 价格急速下滑。当前价格为 10.5 万元/吨，已经接近生产成本线，价格已经触底；供给端新增大量产能概率较小，考虑到下游新能源汽车销量有一定增长，我们预计 6F 价格后续企稳回升。

图 13: 六氟磷酸锂价格 (万元/吨)

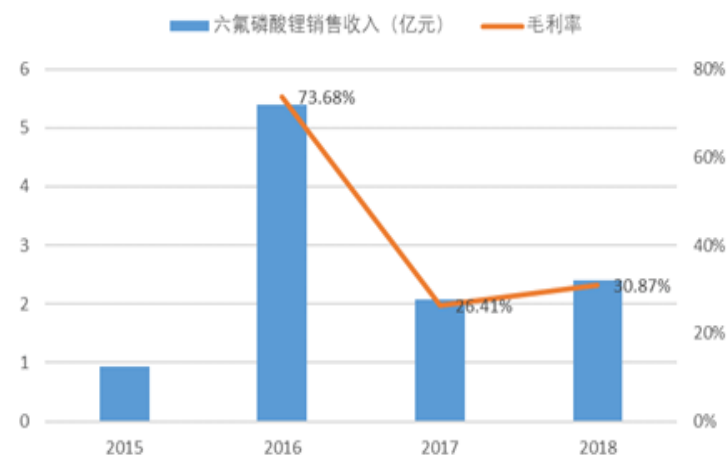


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 九九久 6F 产能位居国内第四位

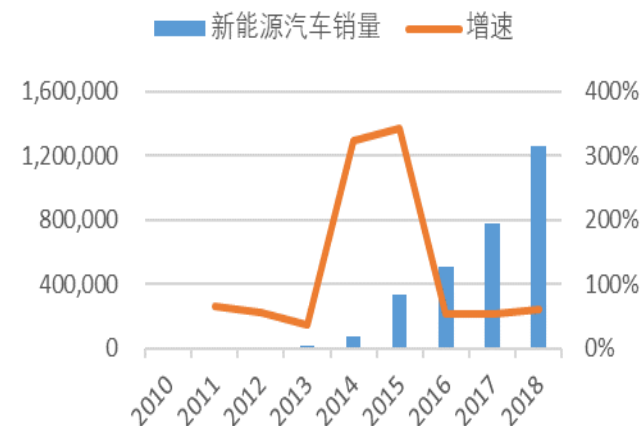
九九久是国内最早生产六氟磷酸锂的厂商之一，已有近 10 年生产经验。当前产能为 5000 吨，在国内厂商中产能位列第四。2018 年，六氟磷酸锂销售收入为 2.41 亿元，同比增长 16.43%；毛利率为 30.87%，较 2017 年同比上升 4.46 个百分点。

图 14: 6F 销售收入 (亿元) 及毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 新能源汽车销量 (台) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 5: 六氟磷酸锂主要产能

| 企业名称 | 产能 (吨/年) | 扩建计划 (吨/年) |
|------|----------|------------|
| 多氟多  | 6000     | 3000       |
| 九九久  | 5000     |            |
| 天津金牛 | 1000     | 1000       |
| 天赐材料 | 6000     |            |
| 新泰新材 | 7080     |            |
| 森田化工 | 5000     | 1600       |
| 石大胜华 | 2000     |            |
| 永太科技 | 3000     |            |

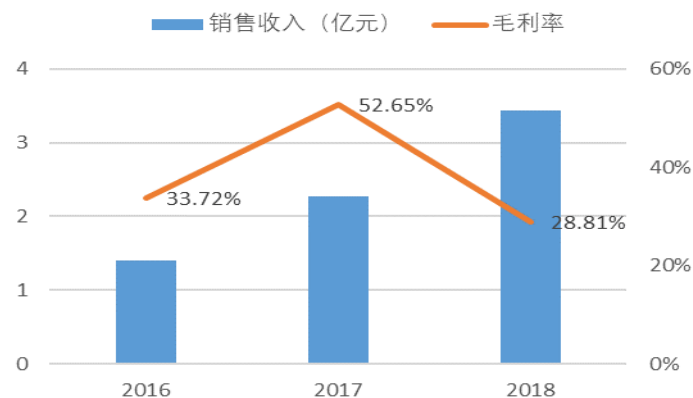
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

九九久是国内高强高模聚乙烯纤维最大生产厂商之一

高强高模聚乙烯纤维是三大高科技纤维之一, 具有高强度、高模量、耐用性强、适用性广、密度低等优点, 用途十分广泛,

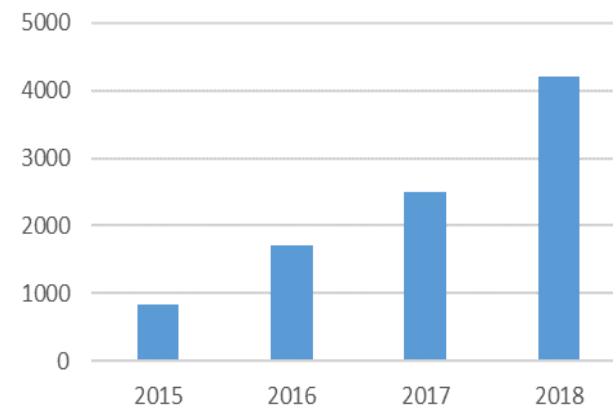
可以用于防切割手套、国防军需设备、航空航天复合材料、远洋航拍、海军舰艇等各领域。九九久于 2012 年就开始建设首批高强高模聚乙烯纤维生产线，产能为 3200 吨；后来，又新建 6800 吨产能，其中 4800 吨产能设备安装和调试已经结束、可以投入生产，目前可利用产能达 8000 吨；剩余 2000 吨产能投产后，总产能高达 10000 吨，是国内产能最大的高强高模聚乙烯纤维生产厂商。2018 年高强高模聚乙烯纤维销售收入为 3.43 亿元，同比增长 51.1%；受上游原材料价格上涨，2018 年毛利率下滑至 28.81%。

图 16：高强高模聚乙烯纤维销售收入（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：高强高模聚乙烯纤维销量（吨）

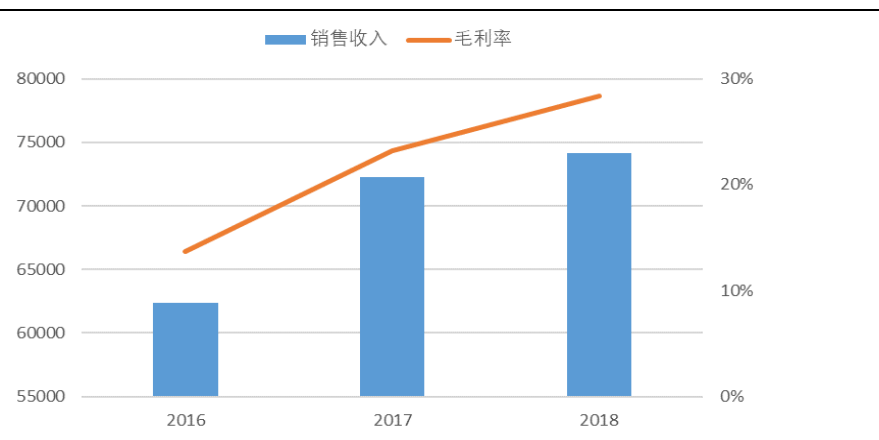


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 化工业务整体较为稳定

公司化工业务包括医药中间体和农药中间体两部分，产品包括 7-ADCA、三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛等。2018 年，化工业务销售收入为 7.41 亿元，占营业总收入 8.78%，比重较小；化工板块，收入占比较大的是 7-ADCA 和三氯吡啶醇钠两种产品。

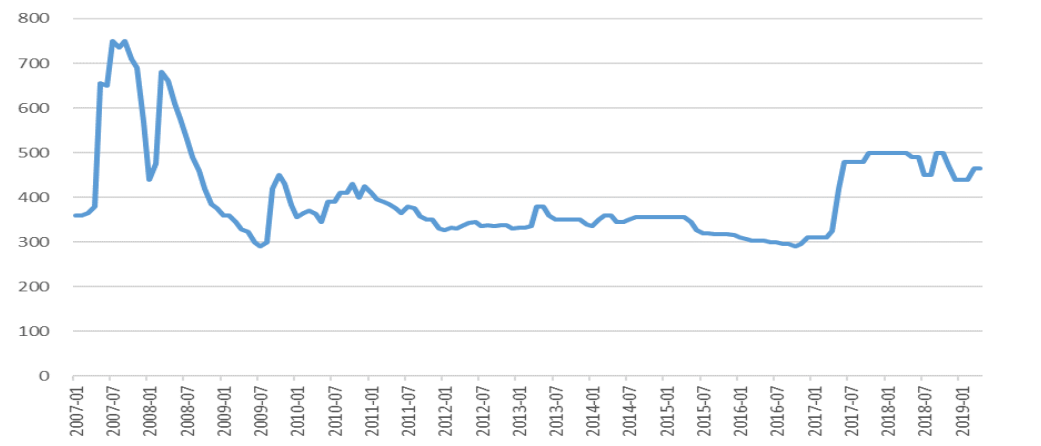
图 18：公司化工业务销售收入（万元）和毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

7-ADCA 是传统抗生素的三大母核之一，其前体是青霉素工业盐；是生产重要头孢菌类抗生素的核心中间体，可用于合成头孢氨苄、头孢拉定、头孢羟氨苄等市场用量较大的抗生素。全球需求量约 1 万吨，行业整体供大于求；国内产能约占全球一半，主要生产厂家有鲁南制药（新时代）、延安必康（九九久）、华北制药、科伦药业等，其中公司产能为 2000 吨。2018 年，7-ADCA 销售收入为 1.93 亿元，与 2017 年持平；毛利率为 69.36%，较 2017 年同比大幅度提升，主要是因为 2018 年 7-ADCA 价格大幅度上涨。7-ADCA 价格在低位运行多年，受环保影响，2017 年下半年开始价格有所回升，至今价格较为稳定，维持在 400-500 元/kg。

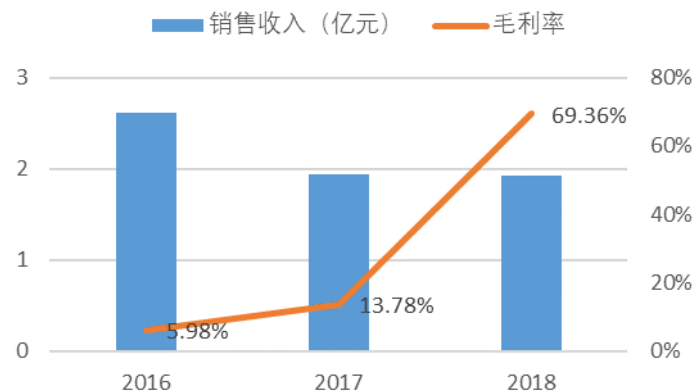
图 19: 7-ADCA 价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

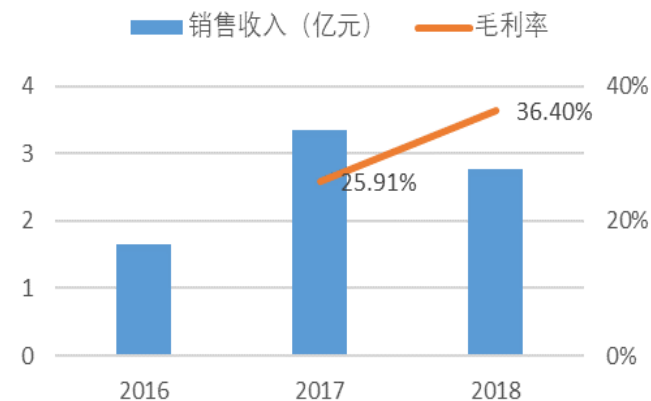
农药中间体三氯吡啶醇钠主要用于生产高效低残留杀虫杀螨剂毒死蝉、甲基毒死蝉，公司现有产能为 12500 吨；5,5-二甲基海因用作氨基酸、特种环氧树脂、水溶性树脂、杀菌剂和防腐剂的合成原料，用途较为广泛，公司现有产能为 8000 吨；苯甲醛不仅可以作为医药中间体、农药中间体；还可用作染料、香料等产品的中间体，用途十分广泛，公司现有产能为 15000 吨。

图 20：7-ADCA 销售收入（亿元）及毛利率（%）



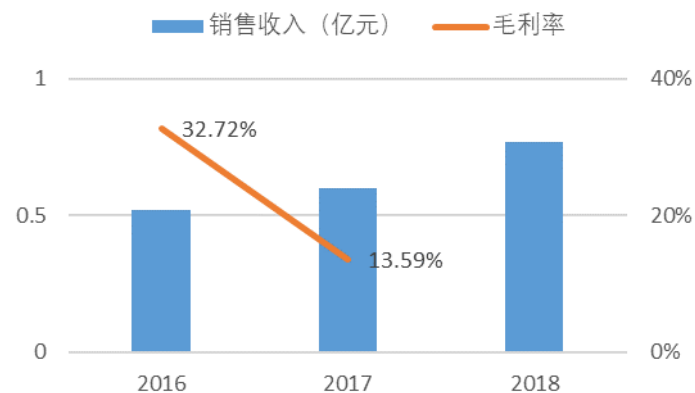
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：三氯吡啶醇钠销售收入（亿元）及毛利率（%）



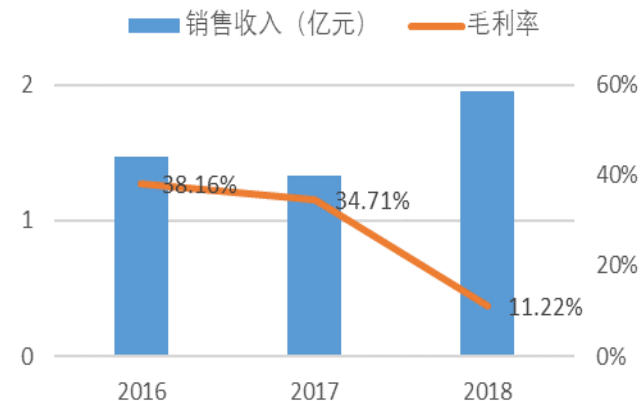
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：5,5-二甲基海因销售收入（亿元）及毛利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：苯甲醛销售收入（亿元）及毛利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

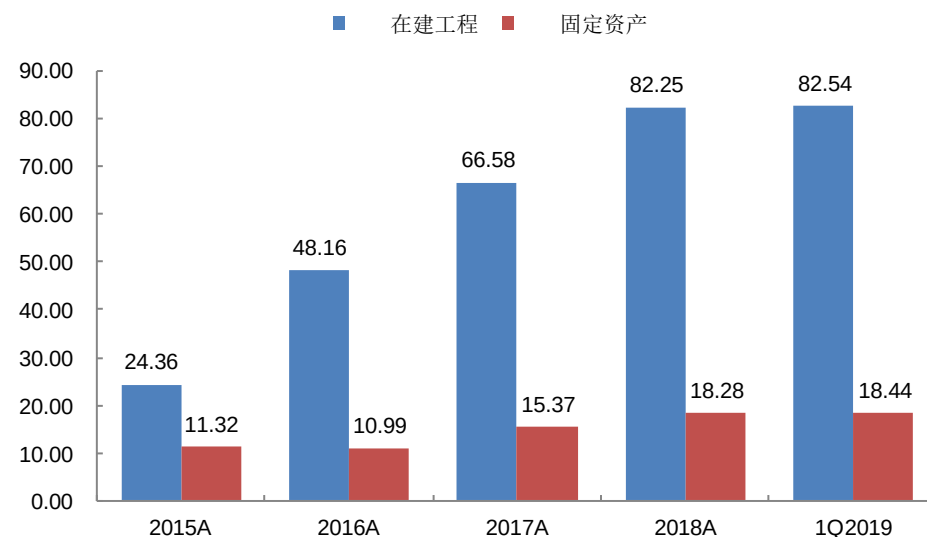
2019年3月，江苏盐城响水县陈家港镇江苏嘉宜化工有限公司发生爆炸，造成人员死亡；4月1日，江苏省委办公厅下发《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，拟大幅缩减沿长江干支流两侧1公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园外等化工生产企业，环保不达标企业未来会面临停产、限期整改、关闭等风险。在环保整改高强度环境下，中间体产品供给端预计不会有大量产能投放，产品价格下滑风险较小。

## 固定资产投资规模较大，公司面临一定的财务压力

### 公司固定资产投资规模较大

公司自2015年反向收购以来，固定资产投资规模保持较快增长，在建工程由2014年末24.36亿增加到2018年末的82.25亿，截至2019年一季度，达到82.54亿，创历史新高；固定资产规模2019年一季度达到18.44亿。

图 24：公司 2014-2019 年固定资产投资（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018年，公司在建工程增加投入超过15亿，其中预算超过10亿在建工程三个，山阳三期工程（50亿）、必康新沂开发区综合体工业厂房（46.52亿），医药园项目（17.21亿）。目前，公司仅必康新沂开发区综合体工业厂房项目接近投资完成（工程进度96.5%，投入金额占预算比例96.5%），山阳三期工程（工程进度10%）、医药园项目（工程进度0.06%），因此我们

预计未来几年公司固定资产投资规模依然较大。

**表 6：截至 2018 年末公司重大在建工程**

| 项目名称                | 预算数（元）            | 18 年增加金额（元）      | 18 年期末余额（元）      | 工程进度% |
|---------------------|-------------------|------------------|------------------|-------|
| 合计                  | 17,996,044,350.40 | 1,781,658,109.21 | 8,073,643,633.29 | --    |
| 山阳三期工程              | 5,000,000,000.00  | 124,374,145.05   | 510,674,864.65   | 10.21 |
| 必康新沂开发区综合体工业厂房      | 4,652,000,000.00  | 1,258,126,602.84 | 4,490,109,181.44 | 96.52 |
| 医药园项目               | 1,721,291,200.00  | 934,087.03       | 951,815.33       | 0.06  |
| 嘉安双子座工程             | 899,570,000.00    | 6,588,253.06     | 254,407,559.44   | 28    |
| 嘉安信息中心工程            | 590,000,000.00    | 24,577,454.63    | 255,585,457.32   | 43    |
| 高浓度冻胶纺 UHMWPE 纤维    | 567,000,000.00    | 8,008,293.99     | 6,713,356.44     | 54.87 |
| 嘉安智慧养老中心 G1-G11 工程  | 512,610,000.00    | 43,570,691.93    | 255,922,368.16   | 50    |
| 嘉安酒店工程              | 496,320,000.00    | 22,222,873.96    | 281,924,581.78   | 57    |
| 嘉安校区工程              | 495,420,000.00    | 25,461,414.71    | 321,789,068.76   | 65    |
| 山阳二期扩建              | 479,864,700.00    | 3,095,117.08     | 159,909,738.64   | 100   |
| 嘉安办公楼 A、B 段工程       | 413,020,000.00    | 23,398,108.26    | 400,684,221.46   | 97    |
| 嘉安商业区               | 387,410,000.00    | 15,019,957.31    | 195,816,797.01   | 51    |
| 山阳新建提取车间            | 366,374,361.89    | 12,343,306.68    | 312,965,835.35   | 88.6  |
| 嘉安公共区域工程            | 239,610,000.00    | 6,297,467.17     | 71,763,227.82    | 30    |
| 山阳一期改建              | 229,669,787.74    | 3,409,965.96     |                  | 100   |
| 彩印包装车间工程            | 207,000,000.00    | 121,847,647.26   | 187,219,919.12   | 90    |
| 嘉安专家公寓 1-5#工程       | 199,320,000.00    | 9,831,171.13     | 137,533,649.05   | 69    |
| 嘉安体育中心工程            | 167,290,000.00    | 13,978,534.04    | 122,696,069.84   | 73    |
| 必康新沂新厂址             | 160,000,000.00    |                  |                  |       |
| 嘉安供热中心工程            | 76,040,000.00     | 558,078.80       | 38,766,838.94    | 51    |
| 新增六氟磷酸锂 1000 吨设备安装  | 49,843,333.33     | 29,708,512.10    | 40,542,234.58    | 81.34 |
| 新阳医药配送中心设施设备标准化建设项目 | 34,104,018.44     | 27,524,505.68    |                  | 100   |
| 嘉安会所洋房工程            | 30,590,000.00     | 428,637.38       | 20,494,431.20    | 67    |
| 天时化工北区              | 21,696,949.00     | 353,283.16       | 7,172,416.96     | 64.24 |

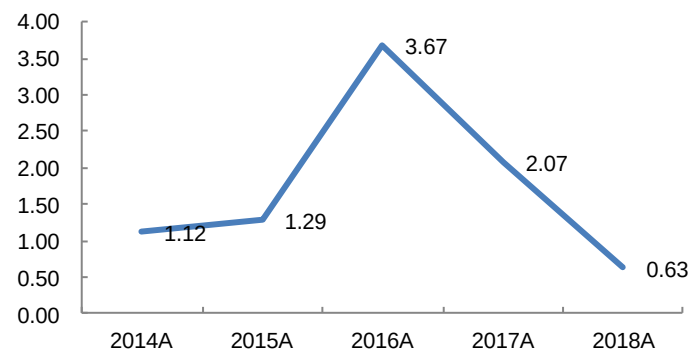
资料来源：2018 年公司年报，信达证券研发中心



## 公司面临一定的财务压力

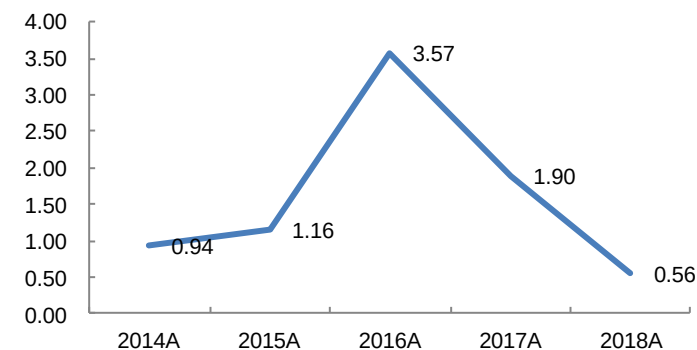
截至到 2018 年末，公司短期借款 32.82 亿，长期借款 4.26 亿，应付债券 6.98 亿，一年内到期的非流动负债 16.63 亿，公司偿债能力大幅下降。

图 25：公司流动比率



资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

图 26：公司速动比率



资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

## 盈利预测及投资评级

公司主营业务分为医药工业、医药商业、新能源、新材料、化工五大板块，其中医药板块收入占比超过 80%。

- 医药板块：公司已打通上游中药材种植和仓储、下游医药商业，成功布局医药全产业链；增加对上游原材料、下游渠道的掌控力，通过工业、商业板块内部协同，助力医药板块增长。
- 六氟磷酸锂板块：当前 6F 价格处于历史低位，已接近成本线，供给端新增产能概率较低，6F 价格预计企稳回升。
- 高强高模聚乙烯纤维板块：随着新产能投放，高强高模聚乙烯纤维业务有望大幅度增长。
- 化工板块：受环保影响，我们预计市场价格会比较稳定，随着新产能投放
- 期间费用率：销售费用率、管理费用率保持稳定；由于公司负债较多，财务费用率有所提高。

### 盈利预测

由于公司新项目投产时间具有较大不确定性、商誉减值损失无法预测，我们不考虑公司新项目投产贡献以及商誉减值损失，

预测公司 2019-2021 年营业收入为 97.66 亿元、111.16 亿元、126.19 亿元，分别同比增长 15.62%、13.81%、13.53%；不考虑商誉减值损失，归母净利润分别为 7.08 亿元、8.60 亿元、10.11 亿元；分别同比增长 75.12%、21.55%、17.56%；摊薄 EPS 分别为 0.46、0.56、0.66 元。

表 7：分业务盈利预测表（单位：万元）

| 单位：万元            | 2017       | 2018       | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>医药工业</b>      |            |            |            |            |            |
| 收入               | 230,758.88 | 244,719.84 | 268,905.83 | 308,941.42 | 354,952.31 |
| yoy              | -3.62%     | 6.05%      | 9.88%      | 14.89%     | 14.89%     |
| 毛利率              | 63.54%     | 63.91%     | 64.91%     | 65.40%     | 65.90%     |
| <b>医药商业</b>      |            |            |            |            |            |
| 收入               | 187,321.08 | 460,934.36 | 544,593.95 | 616,476.66 | 698,161.14 |
| yoy              |            | 146.07%    | 18.15%     | 13.20%     | 13.25%     |
| 毛利率              | 3.72%      | 4.12%      | 4.21%      | 4.30%      | 4.37%      |
| <b>医药中间体</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入               | 38,746.52  | 46,504.76  | 53,480.47  | 58,828.52  | 64,711.37  |
| yoy              | -15.62%    | 20.02%     | 15.00%     | 10.00%     | 10.00%     |
| 毛利率              | 20.96%     | 23.55%     | 23.55%     | 23.55%     | 23.55%     |
| <b>农药中间体</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入               | 33,483.50  | 27,616.53  | 28,997.36  | 30,447.22  | 31,969.59  |
| yoy              | 103.39%    | -17.52%    | 5.00%      | 5.00%      | 5.00%      |
| 毛利率              | 25.91%     | 36.40%     | 36.40%     | 36.40%     | 36.40%     |
| <b>六氟磷酸锂</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入               | 20,694.17  | 24,115.60  | 28,938.72  | 33,279.53  | 36,607.48  |
| yoy              | -61.61%    | 16.53%     | 20.00%     | 15.00%     | 10.00%     |
| 毛利率              | 26.41%     | 30.87%     | 31.00%     | 33.00%     | 33.00%     |
| <b>高强高模聚乙烯纤维</b> |            |            |            |            |            |
| 收入               | 22,656.21  | 34,306.04  | 44,597.85  | 55,747.32  | 66,896.78  |
| yoy              | 61.46%     | 51.42%     | 30.00%     | 25.00%     | 20.00%     |
| 毛利率              | 52.65%     | 28.81%     | 28.00%     | 28.00%     | 28.00%     |
| <b>其他产品及业务</b>   |            |            |            |            |            |
| 收入               | 3,140.22   | 6,483.60   | 7,131.96   | 7,845.16   | 8,629.67   |

|        |            |            |            |              |              |
|--------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| yoy    | 18.58%     | 106.47%    | 10.00%     | 10.00%       | 10.00%       |
| 毛利率    | 11.65%     | 11.65%     | 11.65%     | 11.65%       | 11.65%       |
| 营业总收入  | 536,800.58 | 844,680.73 | 976,646.14 | 1,111,565.82 | 1,261,928.34 |
| 增速     | 44.15%     | 57.35%     | 15.62%     | 13.81%       | 13.53%       |
| 毛利率(%) | 34.81%     | 25.39%     | 24.87%     | 25.28%       | 25.60%       |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 投资评级

延安必康主营业务包括医药（医药制造和医药商业）、新能源新材料化工，A股主营业务与之最相似的上市公司是圣济堂；虽然公司当前估值高于可比公司平均估值，但是考虑到公司成功布局医药全产业链、后续“工商零联盟”营销发力、新能源新材料及化工板块回暖，首次覆盖给予公司“持有”评级。

表 8：公司与 A 股辅料公司主要财务数据对比

| 股票代码   | 股票名称 | 股价（2019-6-17） | PE(TTM) | 2019PE |
|--------|------|---------------|---------|--------|
| 600227 | 圣济堂  | 3.08          | 42.45   |        |
| 000999 | 华润三九 | 26.57         | 11.95   | 11.96  |
| 600566 | 济川药业 | 29.10         | 13.70   | 11.53  |
| 002737 | 葵花药业 | 15.09         | 15.20   | 12.70  |
| 000538 | 云南白药 | 77.16         | 24.01   | 21.35  |
| 600332 | 白云山  | 38.41         | 15.84   | 19.73  |
| 600781 | 辅仁药业 | 10.93         | 7.45    |        |
|        | 平均值  |               | 18.66   | 15.45  |
| 002411 | 延安必康 | 17.26         | 77.10   | 43     |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价取自 2019 年 6 月 17 日收盘价, 除延安必康 2019PE 为信达预测外, 其余为 Wind 一致预期

## 风险因素

- 1、**公司股东被动减持股份风险。**根据公司公告，新沂必康、上海翠竹、陕西北度、周新基、李宗松等股东所持股份存在被动减持，截止 2019 年 6 月 10 日，合计拟减持股份数量占总股本 19.2651%；目前已减持股份数量为 28796274，占总股本 1.88%。

**表 9：公司股票被动减持情况统计**

| 股东名称      | 质押权人 | 拟减持股份数量    | 占总股本比例   | 公告日期      | 已减持股份      |
|-----------|------|------------|----------|-----------|------------|
| 新沂必康      | 兴业证券 | 45,968,517 | 3%       | 2019.2.19 | 1,744,737  |
| 周新基       | 国泰君安 | 31,547,180 | 2.0588%  | 2019.3.20 | 710,070    |
| 上海萃竹      | 国泰君安 | 45,968,517 | 3%       | 2019.3.21 | 768,500    |
| 新沂必康, 李宗松 | 兴业证券 | 45,968,517 | 3%       | 2019.4.18 | 23,871,058 |
| 周新基       | 国泰君安 | 30,644,110 | 1.9999%  | 2019.5.22 | 903,070    |
| 上海萃竹      | 国泰君安 | 45,968,517 | 3%       | 2019.5.22 | 768,500    |
| 陕西北度      | 国泰君安 | 24,000,000 | 1.5663%  | 2019.5.22 |            |
| 陈耀民       | 银河证券 | 25,149,517 | 1.64%    | 2019.6.10 | 30339      |
| 合计        |      |            | 19.2651% |           | 28,796,274 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，截止 2019 年 6 月 10 日

**2、商誉减值风险。**2018 年期末，公司商誉金额高达 16.94 亿元，主要是反向并购九九久形成的商誉，金额为 15.24 亿元。

九九久主营新能源、新材料、医药和农药中间体等业务，产品价格受供需关系影响不稳定，存在商誉减值风险。

**表 10：截至 2018 年末公司商誉（单位：元）**

| 被投资单位名称或形成商誉的事项     | 期初余额             | 2018 年计提       | 期末余额             |
|---------------------|------------------|----------------|------------------|
| 陕西必康制药集团控股有限公司麟游分公司 | 2,914,364.79     |                | 2,914,364.79     |
| 武汉五景药业有限公司          | 90,759,224.68    |                | 90,759,224.68    |
| 必康润祥医药河北有限公司        | 76,814,586.97    |                | 76,814,586.97    |
| 徐州市今日彩色印刷有限公司       | 2,577,135.90     | 2,577,135.90   | 0.00             |
| 反向购买形成的商誉           | 1,843,699,595.17 | 319,738,146.66 | 1,523,961,448.51 |
| 合计                  | 2,016,764,907.51 | 322,315,282.56 | 1,694,449,624.95 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**3、公司债务风险。**截至到 2018 年末，公司短期借款 32.82 亿，长期借款 4.26 亿，应付债券 6.98 亿，一年内到期的非流动负债 16.63 亿，高于账面货币资金余额，公司偿债能力具有较大风险。

**4、“工商零联盟”效果不达预期，医药板块增长不及预期风险。**

**5、六氟磷酸锂、高强高模聚乙烯纤维、医药中间体和农药中间体等产品降价风险。**

**6、因环保限产、停产等风险。**

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 6,951.17  | 6,020.00  | 6,993.26  | 8,107.84  | 9,430.22  |
| 货币资金           | 2,058.58  | 1,354.62  | 1,664.66  | 2,113.66  | 2,693.66  |
| 应收票据           | 251.03    | 441.50    | 510.47    | 580.99    | 659.59    |
| 应收账款           | 2,118.07  | 2,893.26  | 3,345.28  | 3,807.42  | 4,322.45  |
| 预付账款           | 146.78    | 181.22    | 211.00    | 238.83    | 269.98    |
| 存货             | 569.28    | 684.29    | 796.74    | 901.83    | 1,019.44  |
| 其他             | 1,807.43  | 465.11    | 465.11    | 465.11    | 465.11    |
| <b>非流动资产</b>   | 12,957.89 | 14,591.21 | 14,775.91 | 14,958.20 | 15,138.11 |
| 长期股权投资         | 42.37     | 41.77     | 41.77     | 41.77     | 41.77     |
| 固定资产(合计)       | 1,537.12  | 1,827.70  | 1,807.19  | 6,837.52  | 6,894.84  |
| 无形资产           | 784.49    | 874.93    | 971.80    | 1,091.57  | 1,106.89  |
| 其他             | 10,593.90 | 11,846.81 | 11,955.15 | 6,987.34  | 7,094.61  |
| <b>资产总计</b>    | 19,909.05 | 20,611.21 | 21,769.17 | 23,066.04 | 24,568.33 |
| <b>流动负债</b>    | 3,365.99  | 9,600.05  | 10,012.13 | 10,402.40 | 10,838.88 |
| 短期借款           | 271.50    | 3,282.48  | 3,282.48  | 3,282.48  | 3,282.48  |
| 应付票据           | 352.91    | 894.32    | 1,041.28  | 1,178.63  | 1,332.33  |
| 应付账款           | 975.00    | 1,255.92  | 1,462.30  | 1,655.18  | 1,871.04  |
| 其他             | 1,766.58  | 4,167.34  | 4,226.07  | 4,286.11  | 4,353.03  |
| <b>非流动负债</b>   | 7,232.70  | 1,427.20  | 1,427.20  | 1,427.20  | 1,427.20  |
| 长期借款           | 271.60    | 426.00    | 426.00    | 426.00    | 426.00    |
| 其他             | 6,961.10  | 1,001.20  | 1,001.20  | 1,001.20  | 1,001.20  |
| <b>负债合计</b>    | 10,598.69 | 11,027.25 | 11,439.33 | 11,829.60 | 12,266.08 |
| 少数股东权益         | 229.62    | 252.26    | 290.34    | 336.62    | 391.02    |
| 归属母公司股东权益      | 9,080.74  | 9,331.70  | 10,039.50 | 10,899.82 | 11,911.23 |
| <b>负债和股东权益</b> | 19,909.05 | 20,611.21 | 21,769.17 | 23,066.04 | 24,568.33 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 会计年度       | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业总收入      | 5,368.01 | 8,446.81 | 9,766.46 | 11,115.66 | 12,619.28 |
| 同比(%)      | 44.15%   | 57.35%   | 15.62%   | 13.81%    | 13.53%    |
| 归属母公司净利润   | 892.63   | 404.19   | 707.81   | 860.32    | 1,011.40  |
| 同比(%)      | -6.40%   | -54.72%  | 75.12%   | 21.55%    | 17.56%    |
| 毛利率(%)     | 34.81%   | 25.39%   | 24.87%   | 25.28%    | 25.60%    |
| ROE%       | 10.27%   | 4.39%    | 7.31%    | 8.22%     | 8.87%     |
| EPS(摊薄)(元) | 0.58     | 0.26     | 0.46     | 0.56      | 0.66      |
| P/E        | 34       | 76       | 43       | 36        | 30        |
| P/B        | 3.38     | 3.29     | 3.06     | 2.82      | 2.58      |
| EV/EBITDA  | 28.25    | 31.80    | 26.87    | 20.70     | 16.68     |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| <b>营业总收入</b>    | 5,368.01 | 8,446.81 | 9,766.46 | 11,115.66 | 12,619.28 |
| 营业成本            | 3,499.53 | 6,301.84 | 7,337.42 | 8,305.25  | 9,388.34  |
| 营业税金及附加         | 55.98    | 56.79    | 65.66    | 74.73     | 84.84     |
| 销售费用            | 393.05   | 449.82   | 683.65   | 778.10    | 883.35    |
| 管理费用            | 351.03   | 288.19   | 488.32   | 555.78    | 630.96    |
| 研发费用            | 0.00     | 114.80   | 132.74   | 151.07    | 171.51    |
| 财务费用            | 46.01    | 242.47   | 137.26   | 135.38    | 132.02    |
| 减值损失合计          | 47.55    | 420.79   | 95.98    | 108.77    | 123.85    |
| 投资净收益           | 94.36    | 24.38    | 55.07    | 57.94     | 45.80     |
| 其他              | 14.66    | 13.46    | 10.89    | 12.33     | 11.61     |
| <b>营业利润</b>     | 1,083.87 | 609.94   | 891.39   | 1,076.84  | 1,261.81  |
| 营业外收支           | -12.27   | -0.40    | -13.88   | -10.25    | -7.91     |
| <b>利润总额</b>     | 1,071.60 | 609.54   | 877.51   | 1,066.59  | 1,253.90  |
| 所得税             | 170.72   | 183.61   | 131.63   | 159.99    | 188.08    |
| <b>净利润</b>      | 900.88   | 425.94   | 745.88   | 906.60    | 1,065.81  |
| 少数股东损益          | 8.26     | 21.74    | 38.08    | 46.28     | 54.41     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 892.63   | 404.19   | 707.81   | 860.32    | 1,011.40  |
| EBITDA          | 1,350.03 | 1,155.93 | 1,368.28 | 1,775.74  | 2,203.53  |
| EPS(当年)(元)      | 0.58     | 0.26     | 0.46     | 0.56      | 0.66      |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|----------------|-----------|-----------|---------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 35.62     | 403.22    | 933.37  | 1,280.13 | 1,657.11 |
| 净利润            | 900.88    | 425.94    | 745.88  | 906.60   | 1,065.81 |
| 折旧摊销           | 181.59    | 204.59    | 350.85  | 569.23   | 809.70   |
| 财务费用           | 96.84     | 341.80    | 139.92  | 139.92   | 139.92   |
| 投资损失           | -94.36    | -24.39    | -55.07  | -57.94   | -45.80   |
| 营运资金变动         | -980.00   | -973.61   | -347.13 | -384.08  | -429.75  |
| 其它             | -69.33    | 428.89    | 98.91   | 106.39   | 117.21   |
| <b>投资活动现金流</b> | -3,262.73 | -508.78   | -483.41 | -691.21  | -937.18  |
| 资本支出           | -3,394.34 | -1,695.59 | -538.48 | -749.14  | -982.98  |
| 长期投资           | 72.88     | 35.05     | 55.07   | 57.94    | 45.80    |
| 其他             | 58.72     | 1,151.75  | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -69.86    | -646.38   | -139.92 | -139.92  | -139.92  |
| 吸收投资           | 0.00      | 0.00      | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 借款             | 299.11    | -2,667.17 | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 支付利息或股息        | 511.90    | 707.56    | 139.92  | 139.92   | 139.92   |
| <b>现金流净增加额</b> | -3,297.15 | -751.43   | 310.04  | 449.00   | 580.00   |

## 医药生物研究小组简介

**吴临平**，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究开发中心。

**周贤珮**，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015 年加入信达证券研究开发中心，曾从事农林牧渔、轻工制造行业研究。

**龚琴容**，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017 年加入信达证券研究开发中心。

## 医药生物行业重点覆盖公司

| 公司简称 | 股票代码   | 公司简称 | 股票代码   | 公司简称 | 股票代码   | 公司简称 | 股票代码   |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 誉衡药业 | 002437 | 康恩贝  | 600572 | 天坛生物 | 600161 | 利德曼  | 300289 |
| 华润双鹤 | 600062 | 嘉事堂  | 002462 | 博晖创新 | 300318 | 乐普医疗 | 300003 |
| 同仁堂  | 600085 | 昆明制药 | 600422 | 天士力  | 600535 | 羚锐制药 | 600285 |

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。