



整合医药资源践行“工商零联盟”战略，静候营销发力

2019.05.20

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

● 公司持续整合医药产品资源，践行“工商零联盟”营销战略，静待营销发力带动医药板块加速增长

公司不断整合资源，通过持续并购和研发丰富公司产品，同时向下游医药商业和上游中药材延伸，逐步形成全产业链布局的医药集团。自2011年至2018年公司持续布局，累计并购子公司近20家，累计投资成本约10亿。

公司产品非常丰富，其中化学制剂104个，中成药36个400多个品规，140个产品进入国家基本药物目录和医保目录。2018年医药工业营收达24.47亿，毛利率维持63.9%，我们认为随着公司产能释放和营销发力，预计医药工业营收有望持续10%以上增长。

公司2017-2018年持续拓展医药商业业务，营收由2016年的零迅速增长至2018年的46.1亿，已推动润祥医药等各地域优质的商业企业的并购。

公司营销网络健全，拥有3000人的营销团队，在全国范围30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年起公司重点践行“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。结合终端零售药房药师/基层医生的持续培训教育，推动必康产品群放量增长。

● 新能源化工及化工中间体业务稳健，六氟磷酸锂价格有望逐步企稳，高强度聚乙烯纤维有望持续30%以上增长，药物中间体有望持续景气周期

1) 新能源业务主要产品六氟磷酸锂市场价格在2016年Q2达38万元/吨，吸引了众多资本进入，随着投资扩产产能释放，供需反转，市场价格一路跌至2018年底不足10万元/吨，目前回升至11万元/吨。我们认为目前六氟磷酸锂价格已经处于成本支撑价，很难再下降，未来受益于下游新能源汽车的需求提升，供需格局将有望好转，预计2020年有望企稳回升，逐渐走出低谷；公司六氟磷酸锂总产能5000吨，国内排第四，全球第五，成本低质量优秀，2020年随市场回暖有望逐步走出低谷。

2) 高强度聚乙烯纤维具备高强度、高模量、耐磨等等优越性能，用途广泛，全球产能约为4.3万吨/年，整体供不应求。公司超强度聚乙烯纤维营收过去3年持续28%以上高增长，目前有效产能8000吨，预计2019年能达10000吨，随着产能进一步释放，我们预计未来三年有望30%以上持续高增长。

3) 医药和农药中间体产品主要包括7-ADCA、三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛等。近两年化工行业受益于环保检查，供给侧改革，化工产品整体价格上涨，主要产品市场价格处于持续景气的周期，预计有望稳健增长。

● **盈利预测与估值：**根据公司现有业务情况，假设未来年商誉未有出现大幅减值，我们测算上市公司19-21年EPS分别对应为0.58/0.68/0.77元。其中公司医药板块19-20年利润贡献约8.5亿，10亿。对比同类型医药企业，2019年平均估值20倍，因此公司医药板块合理估值约180亿。其他业务根据2019年1月，延安必康将九九久12.76%的股权出售给东方日升，交易作价3.5亿元，对应剩余87.24%股权价值23.93亿元。因此我们合计测算公司2019年合理估值为203亿，首次覆盖，给予“中性”评级。

● **风险提示：**原料药提价不达预期；销售、研发进度不达预期；降价风险。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8446.81	10374.71	12548.84	14801.48
同比(%)	57.35%	22.82%	20.96%	17.95%
归属母公司净利润	404.19	886.80	1040.25	1183.05
同比(%)	-54.72%	119.40%	17.30%	13.73%
每股收益(元)	0.26	0.58	0.68	0.77
P/E	84.38	33.14	28.25	24.84
P/B	3.66	2.95	2.68	2.43
EV/EBITDA	10.78	19.46	16.03	13.92

中性 (首次覆盖)

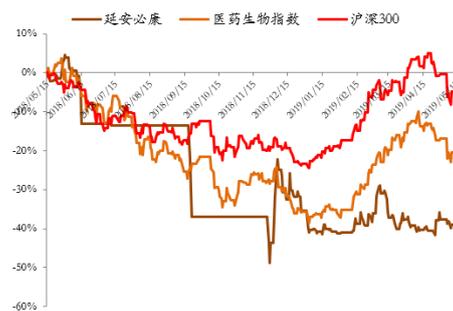
现价: 19.71

目标价: -

股价空间: -

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
延安必康	0.51	-3.83	-4.81
医药生物	-9.28	13.36	7.37
沪深300	-8.61	7.30	13.73

基本资料

总市值(亿元)	300.33
总股本(亿股)	15.32
流通股比例	97.5%
资产负债率	53.48%
大股东	新沂必康新医药产业综合体投资有限公司
大股东持股比例	36.84%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. 延安必康：医药为主，化工、新能源为辅	5
1.1 发展历程：整合资源，深耕制药二十年	5
1.2 股权比例集中，实际控制人持有公司 57.65%股份	5
1.3 受并购合并报表影响营收稳健增长，利润端因商誉计提略有下滑	6
1.4 业务结构：医药板块收入占比超八成，医药商业占比快速提升	6
2. 持续整合医药资源，践行“工商零联盟”营销策略	8
2.1 医药工业品种资源丰富，持续打造公司品牌影响力	9
2.2.1 品种资源非常丰富，覆盖消化、呼吸、眼科、儿科、补益类等多领域	9
2.2.2 持续打造知名品牌系列，“博士宝宝”、“唯正”、“心荣”等西安知名商标	10
2.2 持续并购扩张医药商业业务，构建“工商零联盟”营销体系	15
2.2.1 通过持续收购各地优质下游商业企业，做大做强医药商业板块	15
2.2.2 营销网络健全，“工商零联盟”营销策略助力公司品种放量	16
2.3 增强对上游原材料端的控制，建立中药材储备和交易平台	16
3. 能源化工业务稳健，逐步剥离九九久聚焦医药	17
3.1 六氟磷酸锂价格触底，新能源业务有望逐渐走出低谷	18
3.1.1 六氟磷酸锂市场价格已触底，2020 年有望企稳回升	18
3.1.2 公司六氟磷酸锂产能国内排第四，新能源业务有望逐渐走出低谷	19
3.2 高强 PE 纤维新材料将成为化工业务的新增长点	20
3.2.1 高强聚乙烯纤维材料性能优越，用途广泛，市场整体供不应求	20
3.2.2 公司超强聚乙烯纤维业务增长迅速，产能及技术领先	21
3.3 医药与农药中间体业务持续景气，有望保持稳健增长	22
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	25



图表目录

图表 1.	延安必康公司发展历程，持续整合资源，做强做大.....	5
图表 2.	延安必康股权比例集中，实际控股之人持股 57.6%.....	5
图表 3.	公司近五年营收增长快速.....	6
图表 4.	公司 18 年归母净利润下降.....	6
图表 5.	2016-18 年各业务收入情况（亿）.....	7
图表 6.	2016-18 年各业务占比情况.....	7
图表 7.	公司医药工业毛利率维持平稳，受医药商业营收比重提升，综合毛利率有所下降.....	7
图表 8.	延安必康期间费用率呈下降趋势.....	8
图表 9.	延安必康集团旗下医药工业、医药商业及研发相关子公司和控股比例.....	8
图表 10.	陕西必康累计并购整合近 20 家子公司，布局医药产业逐步完善.....	9
图表 11.	医药工业板块营收稳定增长.....	9
图表 12.	医药工业板块毛利率连年上升.....	9
图表 13.	公司产品资源非常丰富、表为各治疗领域的产品品种名称.....	9
图表 14.	公司知名品牌中药品种及适应症.....	11
图表 15.	公司“博士宝宝”系列儿童药产品.....	11
图表 16.	公司小儿感冒颗粒收入情况.....	11
图表 17.	公司小儿止咳糖浆收入情况.....	11
图表 18.	我国肠胃药市场规模稳健增长，7 年复合增速为 10.58%.....	12
图表 19.	公司安胃胶囊销售增长快速.....	13
图表 20.	我国补肾药市场规模稳定增长，6 年复合增速为 16.42%.....	13
图表 21.	公司补肾强身胶囊销售增长快速.....	13
图表 22.	公司五酯软胶囊占同类产品份额 40%.....	14
图表 23.	公司五酯软胶囊销售增长快速.....	14
图表 24.	公司三黄片销售增长快速.....	14
图表 25.	公司八正片销售增长快速.....	14
图表 26.	延安必康延伸布局医药商业领域的并购进展.....	15
图表 27.	公司医药商业营收增长迅猛.....	15
图表 28.	公司医药商业毛利水平有所提高.....	15
图表 29.	延安必康“工商零”营销策略.....	16
图表 30.	延安必康山阳基地三期鸟瞰图.....	17
图表 31.	九九久主要产品包括：六氟磷酸锂、高强度聚乙烯纤维、医药和农药中间体.....	17
图表 31.	全球锂离子电池产量（GWh）.....	18
图表 32.	电解液与六氟磷酸锂需求（万吨）.....	18
图表 33.	六氟磷酸锂价格已经止跌.....	18
图表 34.	九九久六氟磷酸锂发展历程.....	19
图表 35.	子公司九九久新能源业务：六氟磷酸锂收入与销量.....	19
图表 36.	高强 PE 纤维的优点与特性.....	20
图表 37.	高强 PE 纤维应用领域广泛.....	20
图表 38.	九九久高强 PE 纤维收入逐年增长.....	21
图表 39.	九九久高强 PE 纤维销量逐年增长.....	21
图表 40.	九九久高强 PE 纤维研究课题.....	21
图表 41.	九九久化工类产品收入保持稳健.....	22
图表 42.	分产品毛利率互有涨跌.....	22
图表 43.	7-ADCA 单价自 2017 年以来保持高位.....	23



图表 44. 延安必康营收端拆分及预测明细	24
图表 45. 国内同类医药制药企业估值对比（数据截止 2019/05/15）	24

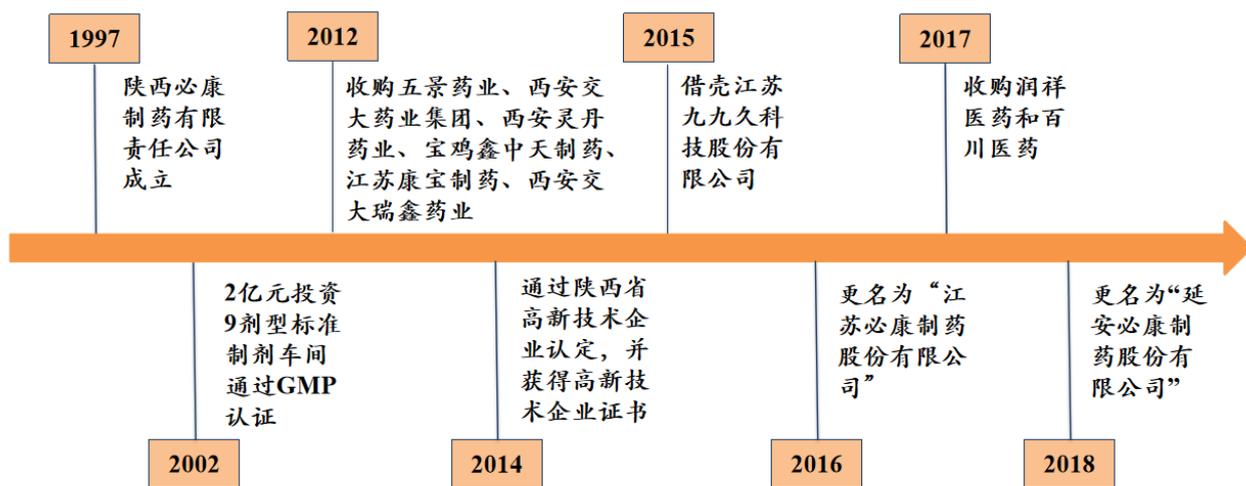
1. 延安必康：医药为主，化工、新能源为辅

1.1 发展历程：整合资源，深耕制药二十年

延安必康制药股份有限公司前身为陕西必康制药集团控股有限公司，由实际控制人李宗松于1997年设立，集团成立之初主要从事中西药的生产销售。2011-2012年，陕西必康制药集团先后完成了对武汉五景药业、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、西安交大药业集团和西安交大瑞鑫药业的并购。2015年12月集团主要制药板块陕西必康完成对江苏九九久科技股份有限公司的借壳上市，并于2018年更名为延安必康制药股份有限公司。

自2015年实施完成重大资产重组后，公司保持“医药+化工”双主业运行。公司医药业务向下游延伸，继续加强终端开拓，终端的覆盖稳步扩大，逐步构建医药全产业链业务体系。

图表1. 延安必康公司发展历程，持续整合资源，做强做大



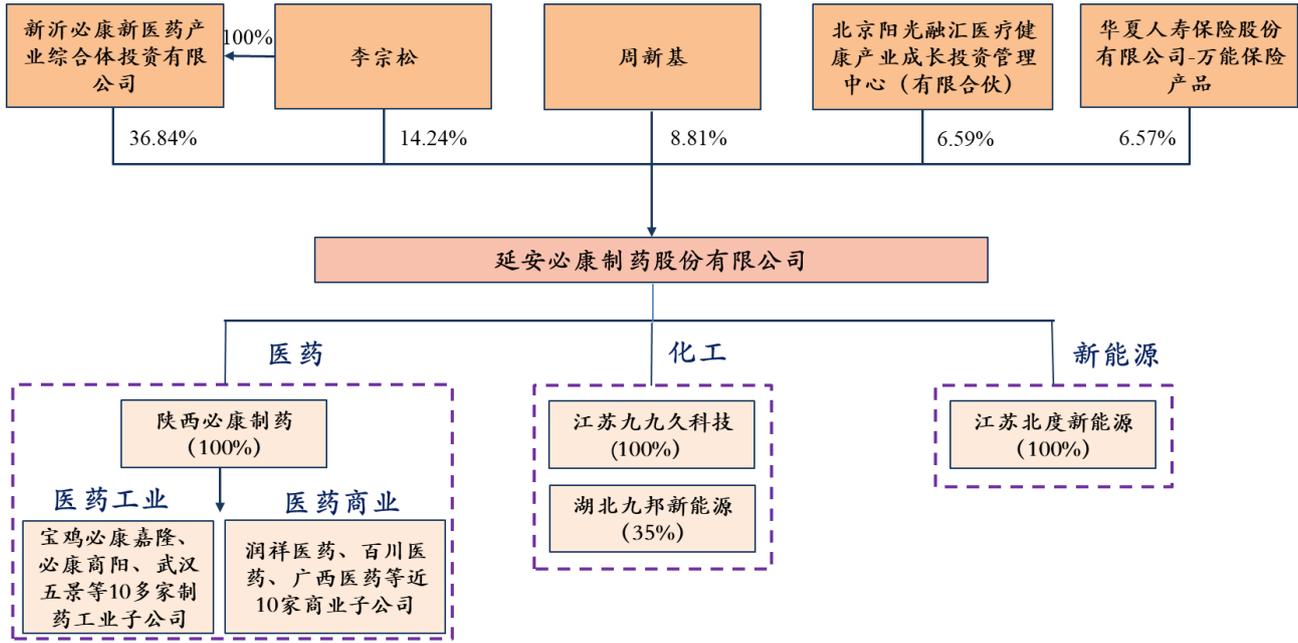
资料来源：公司公告、wind、广证恒生

1.2 股权比例集中，实际控制人持有公司 57.65% 股份

公司实际控制人为李宗松，直接持有上市公司 14.24% 股份，通过新沂必康间接持有 36.84% 的股权，通过一致行动人华夏人寿持有 6.57% 股份，合计持股 57.65%，股权比例集中。借壳上市以来，实际控制人李宗松先生看好公司长期发展，累计增持比例超过 3%，增持金额超过 10 亿元。

目前公司的主营业务包括医药工业板块、医药商业板块、新能源新材料板块以及药物中间体板块四大类。医药板块主要是必康制药；子公司江苏九九久科技主营新能源产品为六氟磷酸锂、新材料产品为高强高模聚乙烯纤维、药物中间体产品主要包括 7-ADCA、三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛等。

图表2. 延安必康股权比例集中，实际控股之人持股 57.6%



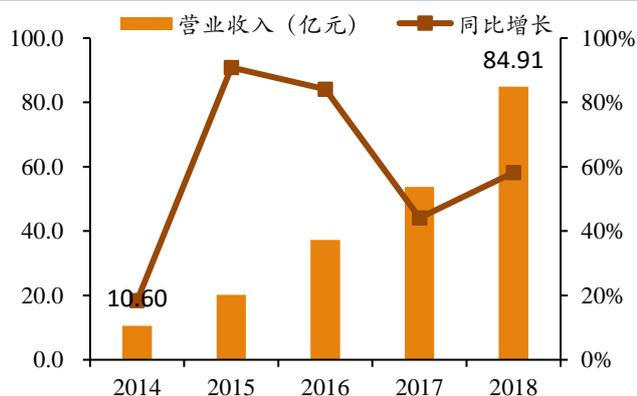
资料来源：公司公告、wind、广证恒生

1.3 受并购合并报表影响营收稳健增长，利润端因商誉计提略有下滑

公司营业收入从2014年的10.60亿元增长至2018年的84.91亿元，5年复合增长率为51.61%，2018年实现营收84.91亿元，同比增长58.18%；归母净利润从2014年的2840万元上升至2018年的4.30亿元，近4年复合增长率为97.96%，2018年实现归母净利润4.30亿元，同比下降51.85%。

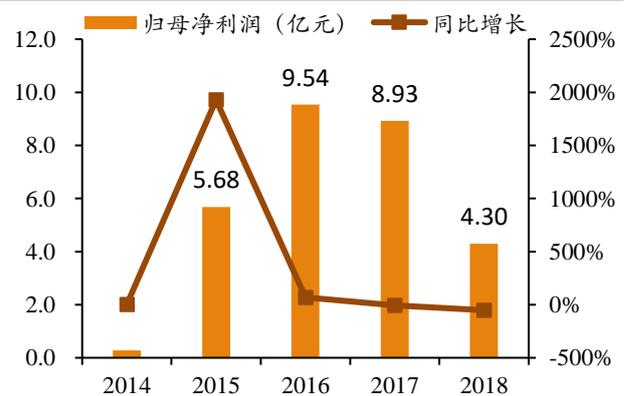
2018年营收增长速度迅猛，但净利润出现负增长，主要原因：1) 必康制药反向并购江苏九九久科技股份有限公司（原上市公司）和并购其他子公司形成的商誉计提3.2亿，2018年导致归母净利润有所下降；2) 融资成本增加，且收到政府贴息补助同比下降，导致财务费用上升（2018年财务费用达2.42亿，而2017年财务费用0.46亿）；

图表3. 公司近五年营收增长快速



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表4. 公司18年归母净利润下降



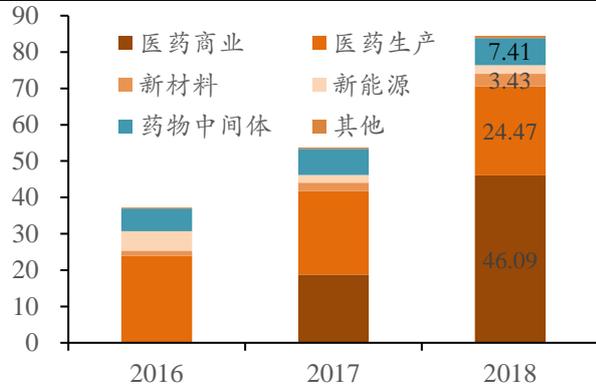
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.4 业务结构：医药板块收入占比超八成，医药商业占比快速提升

延安必康的主营业务包括医药商业、医药生产、新材料、新能源、药物中间体产品等：2018年，医药商业、医药生产、新材料、新能源、药物中间体和其他业务的收入分别为46.09亿、24.47亿、3.43亿、2.41亿、7.41亿、0.65亿元。

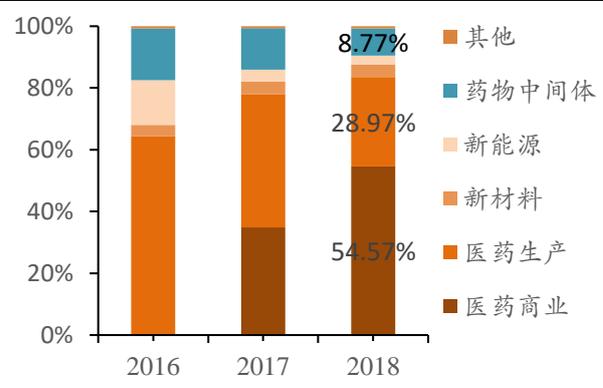
2018年医药板块收入占比达83.54%，其中医药工业占比28.97%，医药商业占比54.57%；药物中间体业务收入占8.77%，新能源和新材料各占2.85%和4.06%。医药板块主要从事医药商业和中成药（还包括少量化药）的生产和销售，新能源业务主要生产六氟磷酸锂，新材料业务主要生产高强高模聚乙烯纤维，生产的中间体主要包括7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因和三氯吡啶醇钠等。

图表5. 2016-18年各业务收入情况（亿）



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

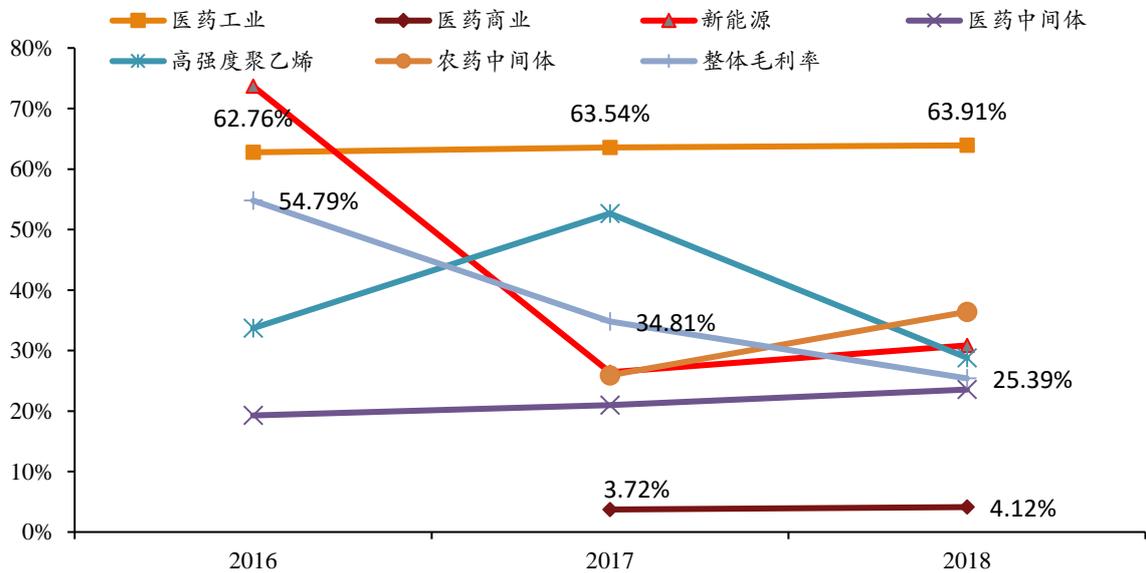
图表6. 2016-18年各业务占比情况



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

公司医药工业毛利率维持平稳，在62%-64%的范围，综合毛利率水平逐年下降，主要是因为：1) 2017-2018年持续收购医药商业公司，毛利率低的商业业务营收占比逐年提升；2) 六氟磷酸锂价格连续回调使得新能源业务毛利率下降，由2016年的73.68%降低至2018年的28.81%，预计六氟磷酸锂价格后续有望维持平稳。

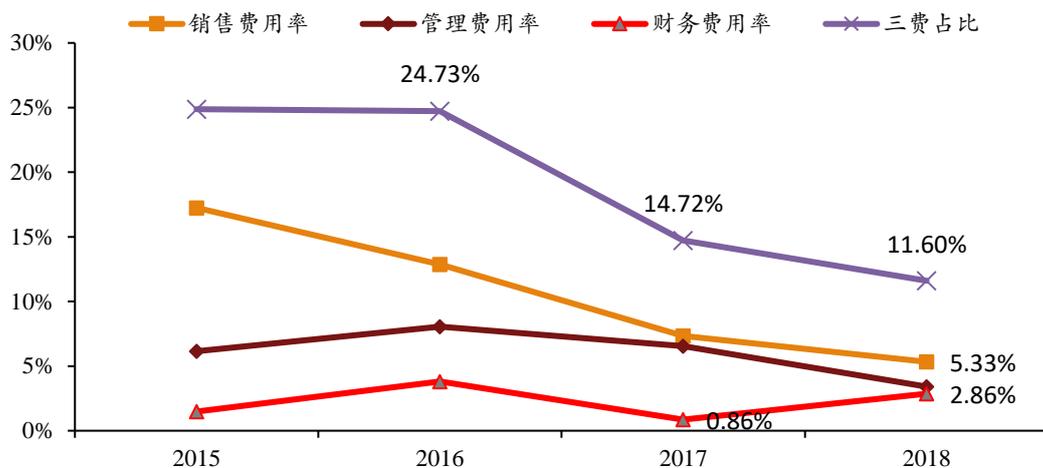
图表7. 公司医药工业毛利率维持平稳，受医药商业营收比重提升，综合毛利率有所下降



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

2017-2018年公司因医药商业业务并表，营收占比显著提升，公司期间费用率从2016年的24.73%下降至2018年的11.60%。其中，2018年的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.33%、3.41%和2.86%。2018年公司财务费用率有所提升，主要是因为公司商业业务并表营收规模大幅增大，项目投资与融资成本上升有关。

图表8. 延安必康期间费用率呈下降趋势

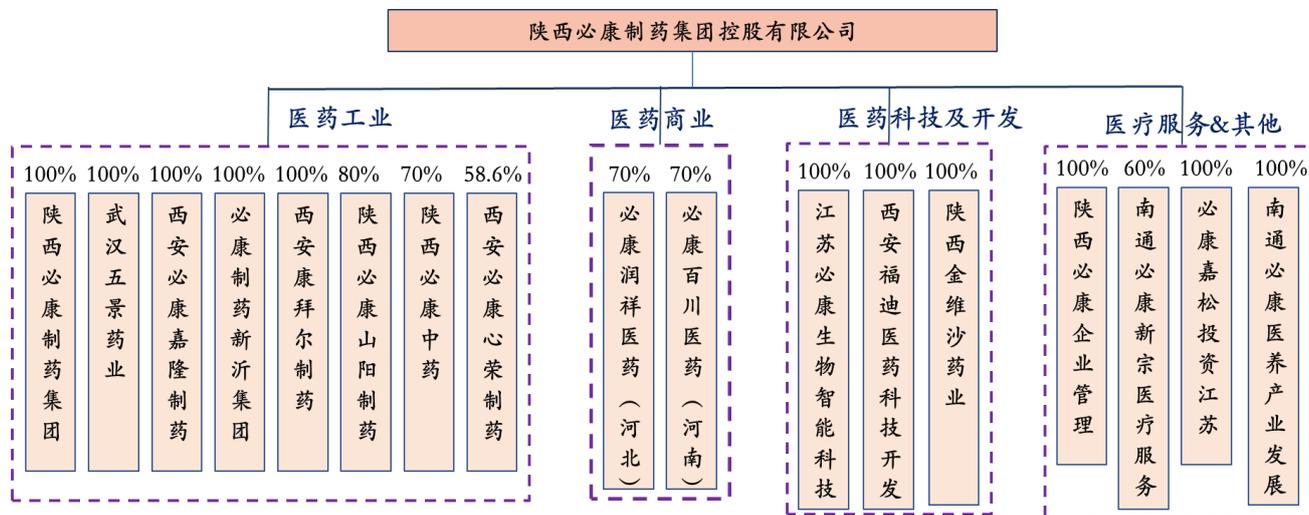


资料来源：公司公告、wind、广证恒生

2. 持续整合医药资源，践行“工商零联盟”营销策略

陕西必康是国内知名的中药企业，连续多年位列中国医药工业百强榜。公司不断整合资源，2012 至 2018 年通过持续并购和研发丰富公司产品的时候，向下游医药商业和上游中药材延伸，逐步形成全产业链布局的医药集团。

图表9. 延安必康集团旗下医药工业、医药商业及研发相关子公司和控股比例



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

公司自 2011 年至 2018 年持续整合医药资源，累计并购子公司近 20 家，累计投资成本约 10 亿，其中比较大的项目有 2012 年 2.6 亿并购武汉五景药业，主营眼科药物；2014 年 6 月 3.26 亿投资必康制药江苏有限公司，扩大产业规模。2017 年相继收购河北润祥医药和河南百川医药等医药商业公司，延伸公司医药板块产业链，后续公司有望持续加大并购整合力度，做大做强医药板块。

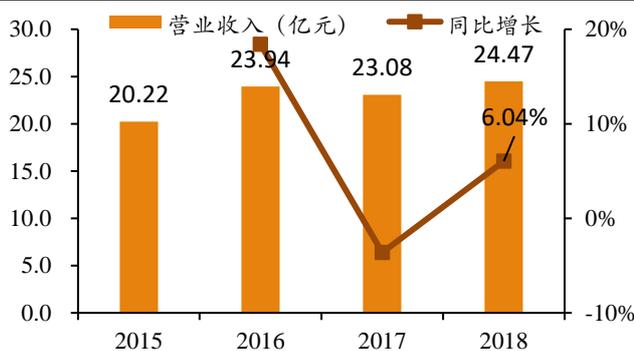
图表10. 陕西必康累计并购整合近 20 家子公司，布局医药产业逐步完善

序号	投资单位名称	投资日期	持股比例 (%)	投资成本 (万元)	主营业务
1	陕西金维沙药业有限公司	2011年7月	100	480	生物工程、生物制品的研发
2	西安福迪医药科技开发有限公司	2011年11月	100	100	药品研发、技术转让
3	武汉五景药业有限公司	2012年4月	100	26,165	主营眼科药物
4	必康嘉松投资江苏有限公司	2012年8月	100	1,000	对实业项目的投资
5	宝鸡必康嘉隆制药有限公司	2012年10月	100	2,778	药品的生产和销售
6	西安必康嘉隆制药有限公司	2012年10月	100	966	药品生产和销售
7	西安必康制药集团有限公司	2012年11月	100	0	药品生产和销售
8	西安必康心荣制药有限公司	2012年12月	58.6	595	药品生产和销售
9	陕西必康中药有限公司	2012年12月	70	350	中药材培育、加工
10	陕西必康商阳制药集团股份有限公司	2013年1月	80	2,400	中药材收购
11	陕西必康企业管理有限公司	2013年7月	100	10,000	管理必康投资企业
12	江苏必康新阳医药有限公司	2014年2月	30	1,500	医药技术研发及技术转让
13	必康制药江苏有限公司	2014年6月	100	32,605	药品生产和销售
14	江苏必康新阳医药有限公司	2016年6月	45	2,250	医药技术研发及技术转让
15	香港亚洲第一制药控股有限公司	2016年6月	100	0	投资
16	润祥医药有限公司	2017年1月	70	20,000	河北省区域医药商业公司
17	百川医药有限公司	2017年6月	70	6,000	河南省区域医药商业公司
18	河北康利源医药药材有限责任公司	2018年3月	51	510	中成药、化药生产与销售
19	西安康拜尔制药有限公司	2018年5月	100	1,800	药品生产和销售

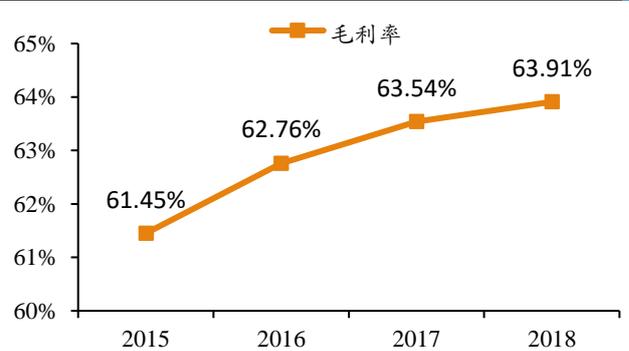
资料来源：公司公告、广证恒生

2.1 医药工业品种资源丰富，持续打造公司品牌影响力

医药工业板块收入保持稳定增长，2018 年收入超过 24 亿，同比增长 6.05%；毛利率 63.91%。近年来下游需求旺盛，公司的中药产品保持稳定增长，中药提取供应能力偏低已成为影响产能释放的主要瓶颈。公司目前在运行的中药提取能力为 5000 吨，新产能已完成建设，预计投产后满产产能将接近 50000 吨。随着新产能投放，中药产品销售增速有望进一步加快。

图表11. 医药工业板块营收稳定增长


资料来源：公司公告、wind、广证恒生

图表12. 医药工业板块毛利率连年上升


资料来源：公司公告、wind、广证恒生

2.2.1 品种资源非常丰富，覆盖消化、呼吸、眼科、儿科、补益类等多领域

陕西必康主营产品涵盖循环系统、消化系统、呼吸系统、神经系统、眼科、儿科、骨科、补益类、维生素类、抗生素类、抗过敏、抗感染、抗肿瘤、抗风湿、电解质等十多个常见医学临床用药类别，400 多个品规，设计 258 个品种。集团共计有 140 个产品进入国家基本药物目录和医保目录，其中化学制剂 104 个，中成药 36 个。

图表13. 公司产品资源非常丰富，下表为公司各治疗领域的产品品种名称



分类	数量	公司药品名称
【化】感觉系统药物 (眼科和耳科用药)	41	氧氟沙星滴眼液、利巴韦林滴眼液、阿昔洛韦滴眼液、妥布霉素滴眼液、还原型谷胱甘肽滴眼液、甲状腺素碘塞罗宁滴眼液、诺氟沙星滴眼液、色甘酸钠滴眼液、马来酸噻吗洛尔滴眼液、牛磺酸滴眼液、萘敏维滴眼液, 等品种……
【化】呼吸系统用药	13	1) 呼吸和咳嗽 : 氨咖黄敏胶囊、小儿氨酚黄那敏颗粒、氢溴酸右美沙芬滴鼻液、氨酚伪麻那敏片(II)/(III) 2) 鼻用制剂 : 盐酸萘甲唑啉滴鼻液、盐酸麻黄碱滴鼻液、呋麻滴鼻液; 3) 抗哮喘 : 氨茶碱片、二羟丙茶碱氯化钠注射液; 4) 全身用抗组胺药及其他呼吸制剂 : 马来酸氯苯那敏注射液、尼可刹米注射液、富马酸酮替芬滴鼻液
【化】肌肉-骨骼系统	3	吡哌美辛胶囊、氯唑沙宗片、吡哌美辛搽剂
【化】抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	1	甲硝唑片
【化】抗肿瘤和免疫调节剂	1	甘露聚糖肽口服溶液
【化】皮肤病用药	4	克霉唑溶液、哈西奈德溶液、双磺沙棘桉青软膏、氯霉素搽剂
【化】全身用激素类制剂(不含性激素)	2	地塞米松磷酸钠注射液、氢化可的松注射液
【化】全身用抗感染药物	37	1) 抗分枝杆菌药 : 利福平胶囊、盐酸乙胺丁醇胶囊 2) 全身用抗病毒药 : 利巴韦林注射液、利巴韦林片、利巴韦林含片、阿昔洛韦片、司他夫定胶囊 3) 全身用抗菌药 : 罗红霉素胶囊、吡哌酸胶囊、阿奇霉素胶囊、氟罗沙星葡萄糖注射液、诺氟沙星
【化】神经系统药物	16	1) 精神安定药 : 盐酸氯丙嗪片、盐酸硫必利片、氯普噻吨片、樟脑水合氯醛酊 2) 精神兴奋药 : 吡拉西坦片、吡拉西坦胶囊、乙酰谷酰胺注射液 3) 抗癫痫药 : 氨酪酸注射液 4) 止痛药 : 安乃近片、去痛片、阿司匹林肠溶片、复方氨基林巴比妥注射液、贝诺酯片
【化】消化系统及代谢药	26	1) 糖尿病用药 : 格列吡嗪胶囊 2) 胆、肝疾病治疗药 : 肌苷片、葡醛内酯片、肌苷注射液、甲硫氨酸维B1注射液 3) 维生素类 : 维生素C片、维生素B1片、维生素B6片、维生素C注射液、维胺颗粒 4) 消化药 : 干酵母片、食母生片
【化】心血管系统药物	15	1) 周围血管扩张药 : 盐酸酚苄明片、己酮可可碱氯化钠注射液、甲磺酸酚妥拉明注射液 2) 心脏病治疗用药 : 盐酸胺碘酮片、环磷腺苷氯化钠注射液 3) 降血脂药 : 藻酸双酯钠片、非诺贝特片、洛伐他汀胶囊、益多酯胶囊、维生素E烟酸酯软胶囊
【化】血液和造血系统药物	12	1) 抗贫血制剂 : 维生素B12注射液、枸橼酸铁铵维B1糖浆II 2) 抗血栓形成药 : 倍丙酯葡萄糖注射液 3) 血浆代用品和输注液 : 葡萄糖注射液、氯化钠注射液、甘露醇注射液、复方氨基酸注射液(18AA-V)
【化】原料药及非直接作用于人体药物	3	吡诺克辛钠、法可林、司他夫定
【化】杂类	1	灭菌注射用水
【中】补气补血类用药	4	生脉饮、生脉饮(党参方)、制首乌颗粒、芪血颗粒
【中】儿科用药	5	小儿止咳糖浆、小儿感冒颗粒、小儿化痰止咳颗粒、健儿消食口服液、莪术油葡萄糖注射液
【中】妇科用药	1	益香当红膏
【中】骨骼肌肉系统疾病用药	5	三七片、骨刺片、复方丁香罗勒油(红花油)、复方三七胶囊、风痛宁片
【中】呼吸系统疾病用药	24	1) 感冒用药 : 维C银翘片、银翘解毒片、感冒退热颗粒、感冒清热颗粒、感冒清胶囊、柴胡注射液、银翘解毒颗粒、小青龙合剂、银翘解毒合剂 2) 清热解毒用药 : 板蓝根颗粒、三黄片、复方板蓝根颗粒、清解片、黄连上清片、鱼腥草注射液、板蓝根注射液、复方大青叶合剂、复方大青叶注射液 3) 止咳祛痰平喘用药 : 川贝枇杷糖浆、咳特灵胶囊、强力枇杷露、复方川贝精片、麻杏止咳糖浆、止咳桃花散
【中】泌尿系统疾病用药	7	六味地黄胶囊、杞菊地黄口服液、益肾灵颗粒、华容口服液、补肾强身胶囊、金刚片
【中】皮肤科用药	1	百癣夏塔热片
【中】其它用药	1	风油精
【中】神经系统疾病用药	2	养血安神糖浆、五味子颗粒
【中】五官科用药	5	银黄颗粒、珍珠明目滴眼液、复方牙痛宁搽剂、拔云锭、冰硼含片
【中】消化系统疾病用药	16	1) 肠胃药 : 元胡止痛片、大山楂颗粒、安胃片、平溃散、安胃胶囊、胃痛安胶囊、沙棘籽油口服液 2) 肝胆药 : 利胆排石片、灭澳灵片、龙胆泻肝片、黄疸茵陈颗粒、五仁醇胶囊、五酯软胶囊
【中】心脑血管疾病用药	11	1) 心血管疾病用药 : 心荣颗粒、心荣口服液、心荣胶囊、复方丹参片、醋柳黄酮片、丹参注射液、 2) 脑血管疾病用药 : 消栓口服液、血塞通注射液、乐脉片
【中】肿瘤疾病用药	1	参苑益气补肾胶囊

资料来源: 南方医药经济研究所数据库、公司公告、广证恒生

2.2.2 持续打造知名品牌系列, “博士宝宝”、“唯正”、“心荣”等西安知名商标

陕西必康为知名的中药品牌, 拥有丰富的产品系列及品牌, 其中“唯正”和“博士宝宝”被认定为陕西省著名商标, 其中“博士宝宝”系列儿童品牌中药品种, 如小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆、小儿化痰

止咳颗粒为核心的儿科系列产品组合，在第三终端儿科用药中拥有良好的口碑。以“唯正”为品牌打造的多种药品组合具有广泛的市场知名度，“唯正牌感冒清热颗粒”、“唯正安胃胶囊”、“古到金牌补肾强身胶囊”被授予陕西省名牌产品称号，“唯正牌安胃胶囊”、“唯正牌八正片”在第二、三终端有很好的美誉度；“心荣”系列产品以其独特的修复心肌功能优势及确切的疗效在心脑血管领域取得了良好的口碑，被认定为西安市著名商标。

图表14. 公司知名品牌中药品种及适应症

分类	品牌名称	药品名称	适应症
儿科用药	博士宝宝	小儿化痰止咳颗粒	祛痰镇咳；用于小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰
		小儿感冒颗粒	主治小儿风热感冒，症见发热、头胀痛、咳嗽痰黏、咽喉肿痛
		小儿止咳糖浆	为祛痰剂，具有祛痰、镇咳之功效。主治小儿感冒引起的咳嗽
强身补益	唯正	五酯软胶囊	慢性、迁延性肝炎谷丙转氨酶升高者
		安胃胶囊	制酸，止痛；用于胃脘刺痛，吞酸暖气，脘闷不舒及慢性胃炎
		补肾强身胶囊	用于腰酸足软，头晕耳鸣，眼花心悸，补肾强身，阳痿早泄
		五味子颗粒	敛气生津，补益肺肾；用于头晕，失眠，自汗盗汗，气短口干及神经衰弱
清热解毒	唯正	三黄片	具有清热解毒，泻火通便功效
		八正片	清热，利尿，通淋；用于湿热下注、小便短赤、淋沥涩痛、口燥咽干
		银翘解毒颗粒	主治风热感冒，症见发热头痛，咳嗽口干，咽喉疼痛
		感冒清热颗粒	主治风寒感冒，症见头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干
心脑血管	心荣	心荣片	助阳、益气、养阴
		心荣胶囊	气阴两虚型冠心病、心绞痛、心肌炎、心肌病及心肌缺血、缺氧、心肌损伤引起的各种心脏病

资料来源：公司官网、公司公告、广证恒生

(1) “博士宝宝”系列儿科品牌品种，儿科品种年收入超过3亿

公司在儿童药领域具有深厚的积累，“博士宝宝”被认定为陕西省著名商标，以“博士宝宝”小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆、小儿化痰止咳颗粒为核心的儿科系列产品组合，在第三终端儿科用药中拥有良好的口碑。

图表15. 公司“博士宝宝”系列儿童药产品

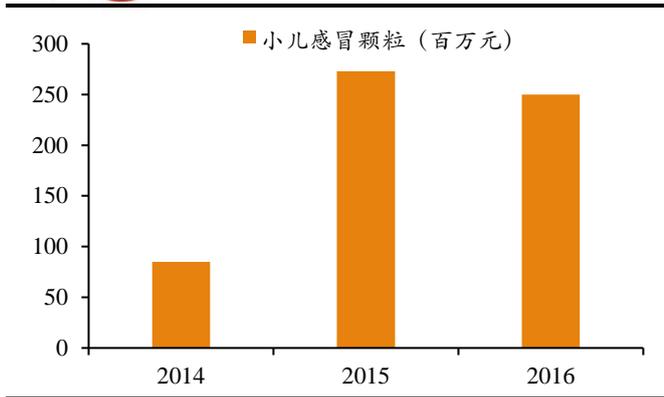


资料来源：公司官网、广证恒生

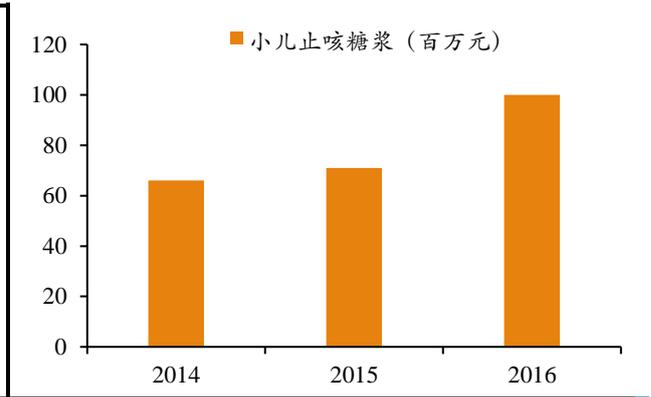
近年来公司儿科系列产品保持总体稳定增长的态势，年收入超过3亿，未来儿童药市场空间前景广阔，配合公司优秀的销售团队，有望进一步提高产品销量。

图表16. 公司小儿感冒颗粒收入情况

图表17. 公司小儿止咳糖浆收入情况



资料来源：公司公告、广证恒生



资料来源：公司公告、广证恒生

(2) 强身补益产品需求高增长，“唯正”系列核心产品有望持续增长

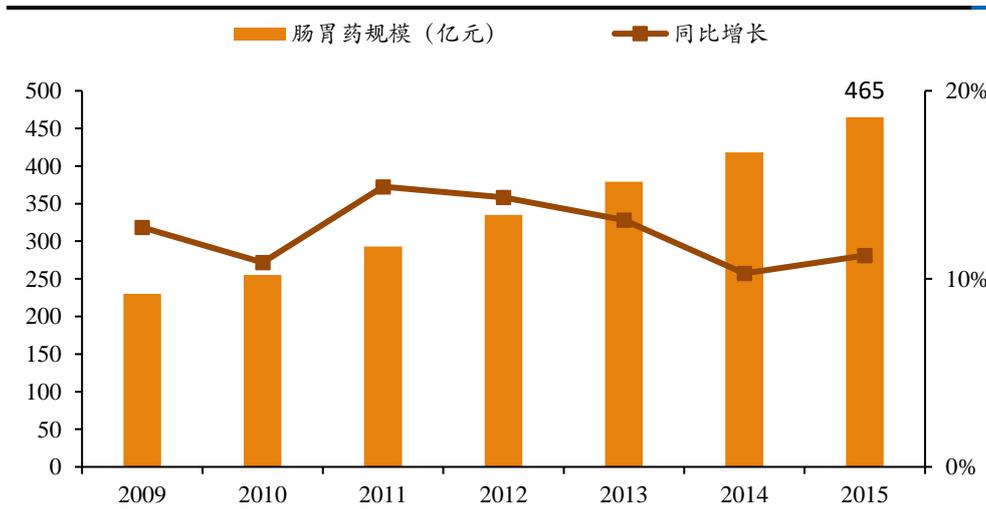
公司在强身补益类产品具有深厚的战略布局，推出“唯正”系列品牌产品，包括安胃胶囊、补肾强身胶囊、五酯软胶囊、五味子颗粒等，对胃、肾、肝、肺等重要器官具有针对性补益和疗养作用，在市场上收获了良好的口碑，未来有望继续放量，增厚公司业绩弹性。

公司“唯正”被认定为陕西省著名商标，主要产品以“唯正”为品牌打造的多种药品组合也具有广泛的市场知名度，核心产品“唯正安胃胶囊”、“古到金牌补肾强身胶囊”和“唯正牌五酯软胶囊”在第二、三终端有很好的美誉度。

■ 唯正安胃胶囊

胃肠道疾病见于各年龄段人群，尤其在中老年人身上更为常见，占比超 70%。随着人们生活节奏加快、饮食结构改变与人口老龄化的加剧，胃肠道疾病的发病率越来越高，慢性胃炎发病率接近 30%。据中国健康教育中心统计，我国 70% 的居民存在不同程度的胃肠不适；每年有超过 10 亿人次出现腹泻或便秘症状，庞大的患病基数为胃肠用药提供了巨大的市场空间。中国产业信息网数据显示，2015 年我国胃肠药市场规模为 465 亿元，近 7 年复合增长率为 10.58%，总体保持稳定增长。

图表18. 我国肠胃药市场规模稳健增长，7 年复合增速为 10.58%

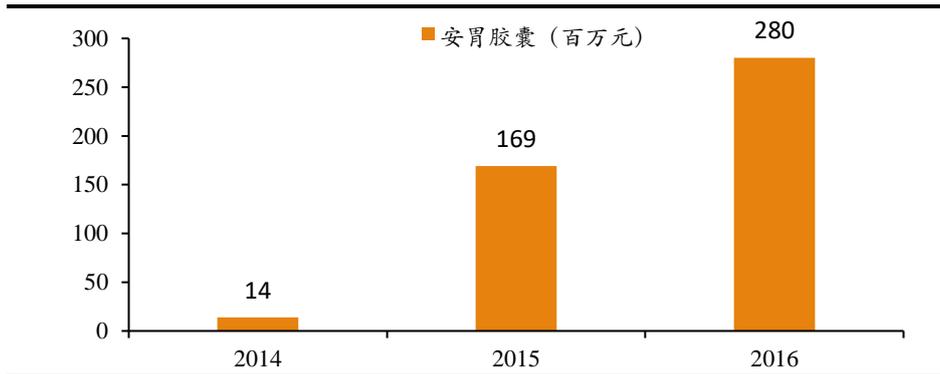


资料来源：中国产业信息网、广证恒生

胃肠疾病多为慢性病，需要听从医嘱并长期服药治疗。中成药以其价格低，长期服用无依赖性的特点深受患者欢迎。市面上所售中成药治疗胃病发挥疗效各有侧重，安胃胶囊在缓解胃痛、治疗慢性胃炎等胃部疾病时疗效明显，现有生产商不足 20 家，多为非上市公司。

公司于 2013 年开始量产安胃胶囊，2014 年-2016 年销售额增长迅速，收入从 2014 年的 0.1 亿元增长到 2016 年的 2.8 亿元，复合增速高达 347%。预计产能瓶颈问题解决后，安胃胶囊将持续放量增长。

图表19. 公司安胃胶囊销售增长快速

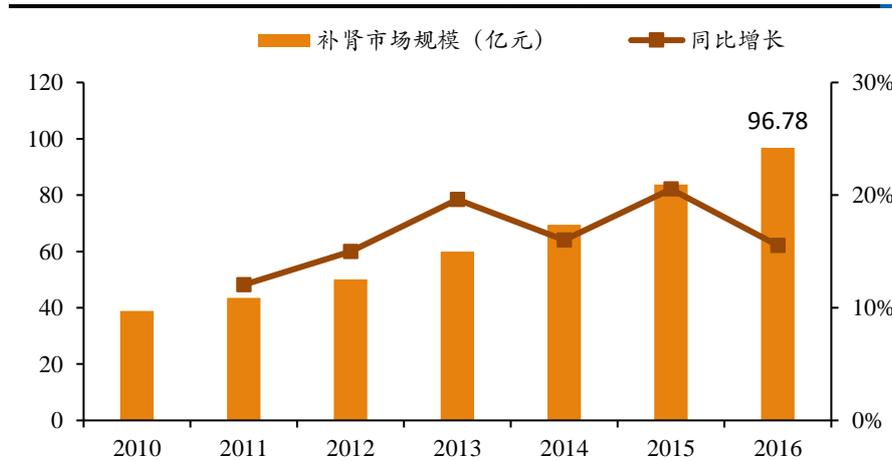


资料来源：公司公告、广证恒生

■ 唯正牌补肾强身胶囊

肾虚属于我国传统中医类概念术语，指肾脏精气不足，其主要症状为腰酸、燥热、盗汗、虚汗、头晕、耳鸣、四肢发冷、畏寒、性功能减退等，多见于老年人群体。我国的补肾历史由来已久，传统中医理论认为肾为“先天之本”、“生命之源”。我国补肾类药物市场规模由 2011 年的 38.88 亿元增长至 2016 年的 96.78 亿元，年均复合增长率为 16.42%。现代人的工作压力不断加大，肾虚患者日益增多，同时人们的健康意识也越来越强，补肾药物已经逐渐从老年人群体消费向中青年群体过渡，未来我国补肾药物的市场前景将更为广阔。

图表20. 我国补肾药市场规模稳定增长，6 年复合增速为 16.42%

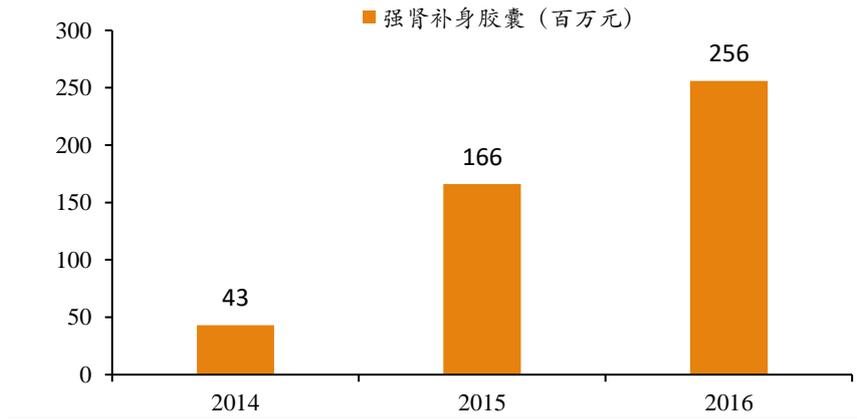


资料来源：中国产业信息网、广证恒生

补肾中成药因其便于服用、疗效良好、价格合理、副作用小等优点，其成为“肾虚”患者治病首选。我国补肾中成药代表产品主要包括肾宝片、六味地黄丸、知柏地黄丸、金匱肾气丸、金水宝胶囊等。

公司补肾强身胶囊主要用于补肾强身，腰酸足软，头晕耳鸣，眼花心悸。多年来公司深耕第三终端市场赢得了较高的市场占有率，赢得不错的口碑。近几年公司开始强力推广补肾强身胶囊，产品销售额增长迅速，2016 年销售额约为 2.5 亿元。随着新增提取产能的释放以及公司向县以上一、二终端的布局，补肾强身胶囊的增长可期。

图表21. 公司补肾强身胶囊销售增长快速



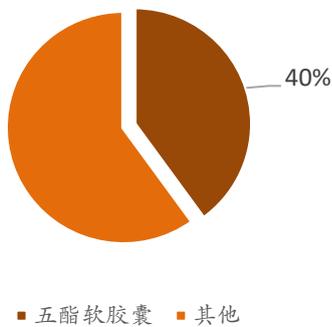
资料来源：公司公告、广证恒生

■ 五酯软胶囊

慢性肝炎是我国传染性疾病中的高发病，随着病程迁延会导致肝脏出现纤维化，继而引起肝硬化，甚至引起肝癌，严重危害患者的生命。降酶退黄类肝病中成药作为肝病治疗药物的主要类别之一，在调解免疫功能、降低转氨酶升高等方面具有显著优势。

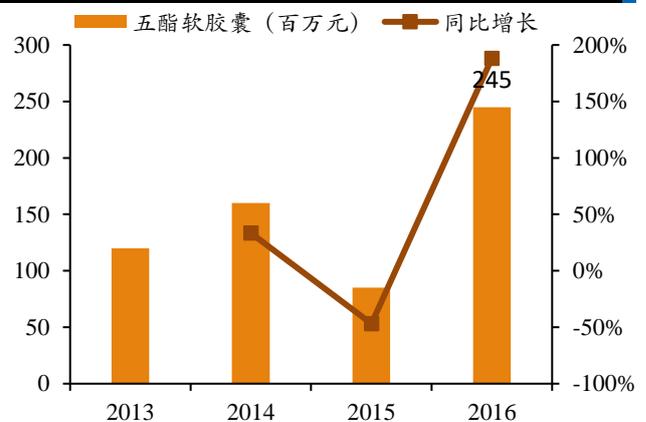
五酯系列药物作为降酶退黄类肝病药物的主要品种之一，具有显著的肝细胞损伤拮抗作用，能够增强肝细胞对毒物的抵御能力和损伤修复能力以及抗突变能力，可以促进肝细胞内蛋白质和糖原的生物合成，改善机体对糖的利用，提高机体能量供应，有利于肝细胞功能的恢复，具有降酶、护肝的作用。公司五酯软胶囊在同类产品中市场份额稳定在 40%左右，具有较强的竞争力，属于第一梯队产品；2016 年销售额达 2.45 亿元，有望持续为公司贡献业绩。

图表22. 公司五酯软胶囊占同类产品份额 40%



资料来源：公司公告、广证恒生

图表23. 公司五酯软胶囊销售增长快速



资料来源：公司公告、广证恒生

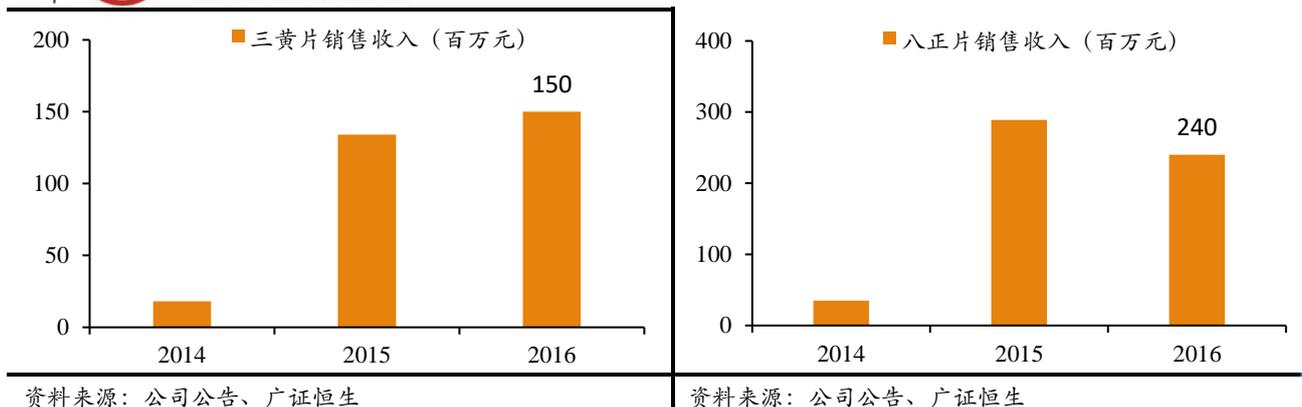
(3) 清热解毒类产品放量快速，进一步增厚公司业绩

延安必康拥有多种清热解毒类产品，且多数为中成药，包括银翘解毒颗粒、感冒清热颗粒、黄连上清片、三黄片、八正片等，重点布局在第三终端基层医疗机构，如诊所、药店。

近年来公司终端销售团队强力推广三黄片和正八片，凭借公司的品牌影响力和产品本身的高质量，销售额迅猛增长：三黄片的销售收入从2014年的0.2亿元增长到2016年的1.5亿元，年复合增速高达189%；八正片的销售收入从2014年的0.4亿元增长到2016年的2.4亿元，复合增速高达162%。

图表24. 公司三黄片销售增长快速

图表25. 公司八正片销售增长快速



2.2 持续并购扩张医药商业业务，构建“工商零联盟”营销体系

2.2.1 通过持续收购各地优质下游商业企业，做大做强医药商业板块

公司通过并购区域性的优质商业企业构建公司的医药商业体系。公司于2017年先后收购了润祥医药70%股权和百川医药70%股权，实现河南、河北两个省份医药商业业务覆盖。同时继续并购优质区域商业公司，截至2018年底，公司已与广西医药、湖南鑫和、江西康力、青海新绿洲、北京四季汇通、昆明东方等六家公司签署了收购协议。上述公司均已具备区域性商业龙头企业规模，收购医药商业公司一方面可以降低公司医药流通成本，增强市场开拓优势和产品销售能力；另一方面，自有商业平台的排他性有利于提升产品在终端的地位和竞争优势。

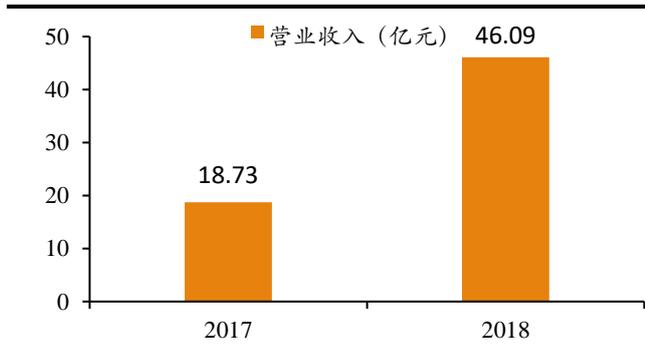
图表26. 延安必康延伸布局医药商业领域的并购进展

时间	标的	金额	状态	介绍
2017年1月	润祥医药70%股权	2亿元	已完成	河北省区域医药商业公司，具备现代化医药物流配送系统和信息化管理模式
2017年6月	百川医药70%股权	0.6亿元	已完成	河南省区域性医药商业公司，具有毒麻药品经营资质
2018年2月	湖南鑫和70%股权	1.1亿元	进行中	湖南省区域性医药商业公司
2018年2月	江西康力70%股权	0.6亿元	进行中	江西省区域性医药商业公司
2018年2月	青海新绿洲70%股权	1.8亿元	进行中	青海省区域性医药商业公司，拥有自营连锁药房
2018年2月	昆明东方51%股权	0.75亿元	进行中	云南省区域性医药商业公司，拥有自营连锁药房
2018年5月	北京四季汇通70%股权	0.259亿元	进行中	北京市区域性医药商业公司
2018年5月	广西医药70%股权	1亿	进行中	广西省区域性医药商业公司

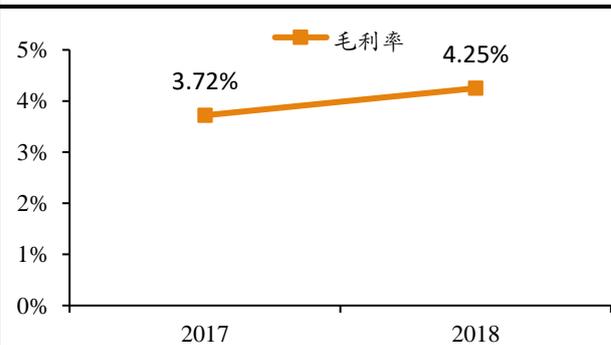
资料来源：公司公告、广证恒生

公司医药商业板块营业收入增长快速，从2017年的18.73亿元增长至2018年的46.09亿元，同比增长146.05%。公司2018年医药商业毛利率为4.25%，比去年同期增长0.53个百分点。

图表27. 公司医药商业营收增长迅猛



图表28. 公司医药商业毛利水平有所提高

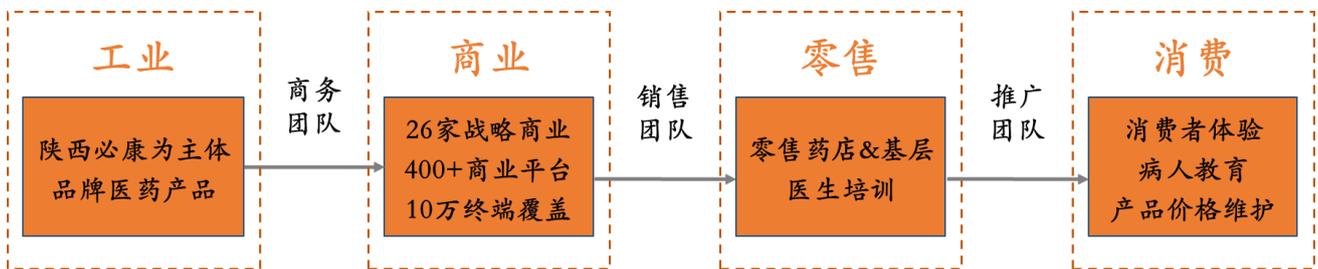


2.2.2 营销网络健全，“工商零联盟”营销策略助力公司品种放量

公司高度重视营销网络的建设，在全国范围 30 省设立了办事处，覆盖了全国大部分大、中城市，与医院、商业渠道、零售连锁建立了良好的合作关系。公司以基层医疗作为营销重点，打造超 3000 人的营销团队，强化基层多渠道、分规格开发布局，实现从医院、社区到乡村诊所，从中小连锁到单体药店的全面覆盖，使产品在第三终端渠道建立起较强的竞争优势，拥有较好的消费者认可度和忠诚度。长期深耕基层医疗市场使公司产品收入持续增长，从 2019 年起公司延伸销售网络，逐步渗透第二终端、第一终端，实现“农村包围城市”的战略布局。

在全国“两票制”、营改增等政策背景下，国内医药商业行业并购整合正提速。在新的竞争环境中，批零一体化企业有望率先受益，“工商联盟”有助于最大化利用商业企业自身渠道及终端，提升盈利水平。2018 年，公司组织成立了首个医药产业链纵向联盟“必康工商零联盟”，意在发挥联盟的赋能作用，促进业内的合作与交流。2018 年全国新加入联盟的医药商业公司超 130 家，另有 8 家主要省份的商业公司表示有战略合作意愿。公司以“工业+商业+零售”作为营销战略发展方向，使公司产品的销售渠道更加多元与畅通。

图表29. 延安必康“工商零”营销策略



资料来源：公司年报、公司调研、广证恒生

工业端，公司以集团医药工业为主体，研发及生产药品产品；**商业&渠道端**，公司计划在全国 26 个主要省市各布局一家控股的大型商业平台（渠道资源偏零售药店），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，公司在全国控股及合作的商业平台共计达 400 家，且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；**零售端**，公司自建医疗培训平台，计划每年邀请 10 万名零售药房药师/基层医生参与公司的培训，主要目的是在提高基础医生诊疗水平的同时，使公司产品得到医生的接受和认可，推动公司自有产品在终端的放量。

为配合“工商零”营销战略，公司营销团队的工作主要分成三条线：商务、销售和推广。**商务**人员负责医药工业产品到商业平台的对接；**销售**人员主要负责产品从商业平台到销售终端的销售；**推广**人员负责终端和消费者教育与维护。

三大营销主线共同发力，打通从工业产品到商业平台、再到零售终端的全医药产业链，形成“工商零”协同效应，帮助公司产品沿着渠道快速下沉至销售终端，配合公司长期扎根基层医疗机构建立的第三终端销售优势（必康 80% 产品均在药店及基层医疗机构销售），有助于推动公司医药产品的快速放量。

2.3 增强对上游原材料端的控制，建立中药材储备和交易平台

为了保证中药材质量、供应稳定性、提高抵抗价格波动的能力，公司启动了建立国家级中药材储备库的计划。2016 年 11 月，公司公告陕西必康拟使用自有资金 50 亿元在陕西省山阳县新建山阳必康国家中药材储备库暨大数据交易平台项目等配套项目，项目建设期 3 年。截至 2018 年底山阳基地建设进程为 34.69%。项目建成后，年可收储中药材 60 万吨，中药材种植基地建设 40 多万亩，此举可以依托商洛大秦岭地区独特的中药材优势，利用陕西省优质丰富的中药材资源，为后续的产品生产和销售从源头上提供强有力的保障，不仅完善生产到销售的结构优势，而且在中药材的种植、采购、加工、储备、调剂、调运、交易等方面积极布局规划，使公司在未来市场竞争中具备更强优势。

图表30. 延安必康山阳基地三期鸟瞰图



资料来源：公司官网、广证恒生

3.能源化工业务稳健，逐步剥离九九久聚焦医药

公司化工板块主要经营主体为江苏九九久科技有限公司，主营业务为新能源原料六氟磷酸锂，新材料高强高模聚乙烯纤维、医药中间体与农药中间体等化工产品三大类产品。

图表31. 九九久主要产品包括：六氟磷酸锂、高强度聚乙烯纤维、医药和农药中间体



六氟磷酸锂



高强 PE 纤维



医药、农药中间体



资料来源：九九久官网、广证恒生

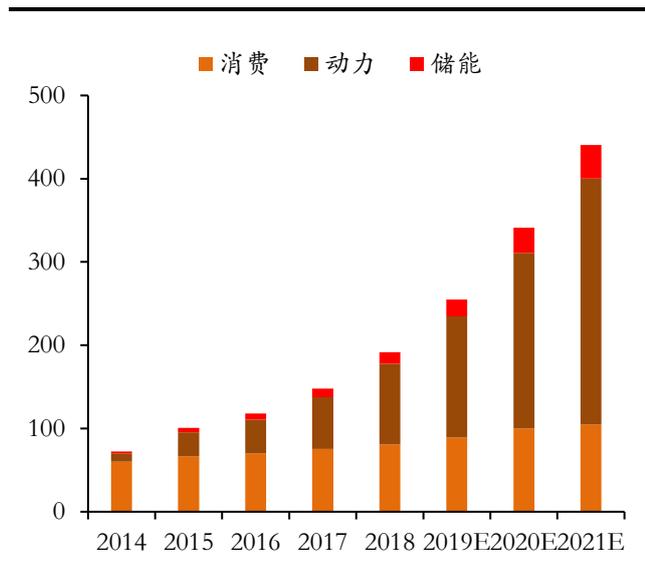
3.1 六氟磷酸锂价格触底，新能源业务有望逐渐走出低谷

3.1.1 六氟磷酸锂市场价格已触底，2020 年有望企稳回升

六氟磷酸锂是锂电池电解液的最重要原材料，是电池能量交换的主要介质，产品价值占电解液成本的 40% 左右，六氟磷酸锂的价格也因此对电解液成本有重要影响。

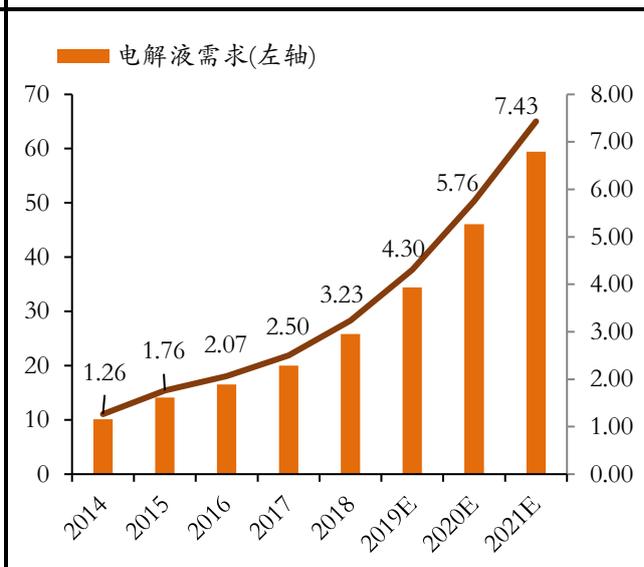
六氟磷酸锂下游主要为各类锂离子电池，受全球汽车电动化浪潮，全球锂离子动力电池产量由 2014 年 10.02GW，至 2018 年已达到 97.02GW，年均复合增长率 76.40%，首次带动 2018 年全球锂离子产量达到 190GW，对应电解液需求 25.86 万吨，六氟磷酸锂需求 3.23 万吨。我们预计至 2021 年全球锂离子电池产量有望达到 440GW，届时六氟磷酸锂需求约 7.43 万吨，复合增长率约为 32.01%。

图表31. 全球锂离子电池产量 (GWh)



资料来源: Global EV、广证恒生

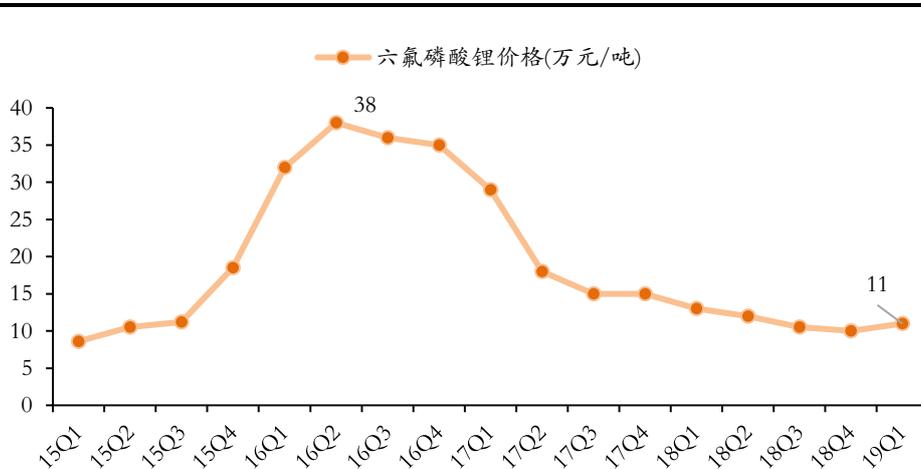
图表32. 电解液与六氟磷酸锂需求 (万吨)



资料来源: D1EV、广证恒生

2015-2016 年，受益于下游动力电池电解液需求爆发，六氟磷酸锂价格出现暴涨，一度超过 35 万元/吨，但也因此吸引力众多资本进入该领域，随着投资扩产，产能释放，供需反转，一路跌至 2018 年底不足 10 万元/吨，目前回升至 11 万元/吨。

图表33. 六氟磷酸锂价格已经止跌



资料来源: GGII、广证恒生

目前六氟磷酸锂价格已处于历史低位，六氟磷酸锂主要原材料为氟化锂和氢氟酸，其价格同样处于低

位，以 11 万元/吨测算，不含税价格仅为 9.73 万元/吨，该价格处于行业平均成本线以下，例如 2018 年宏源药业的六氟磷酸锂毛利率已为-7.32%，宏源药业与天际股份的六氟磷酸锂单吨成本分别为 10.41 和 9.27 万元/吨，成本支撑价格很难再有下降。

截止 2018 年全球六氟磷酸锂产能约 4 万吨，且产能几乎都集中于中日韩三国。由于六氟磷酸锂属于高危化学品，生产过程复杂且危险，易产生污染物，日韩两国生产商新建产能也都安排在中国大陆或与国内厂商合作，据我们统计 2019 年末全球名义产能可达到约 6 万吨，由于六氟磷酸锂生产的复杂性，产线调试时间长，实际产能释放约有半年至一年，并且经过这一轮价格快速下跌，各家厂商新建产能都更加谨慎。而 2020 年全球需求约为 5.76 万吨，届时供需格局将有望好转，六氟磷酸锂价格可能出现明显反弹。

3.1.2 公司六氟磷酸锂产能国内排第四，新能源业务有望逐渐走出低谷

公司是国内最早研制六氟磷酸锂的厂商之一，2010 年使用部分 IPO 超额募集资金投资建设年产 400 吨六氟磷酸锂项目，至今已有近 10 年，积累了丰富的无机氟化工生产管理经验。

图表34. 九九久六氟磷酸锂发展历程

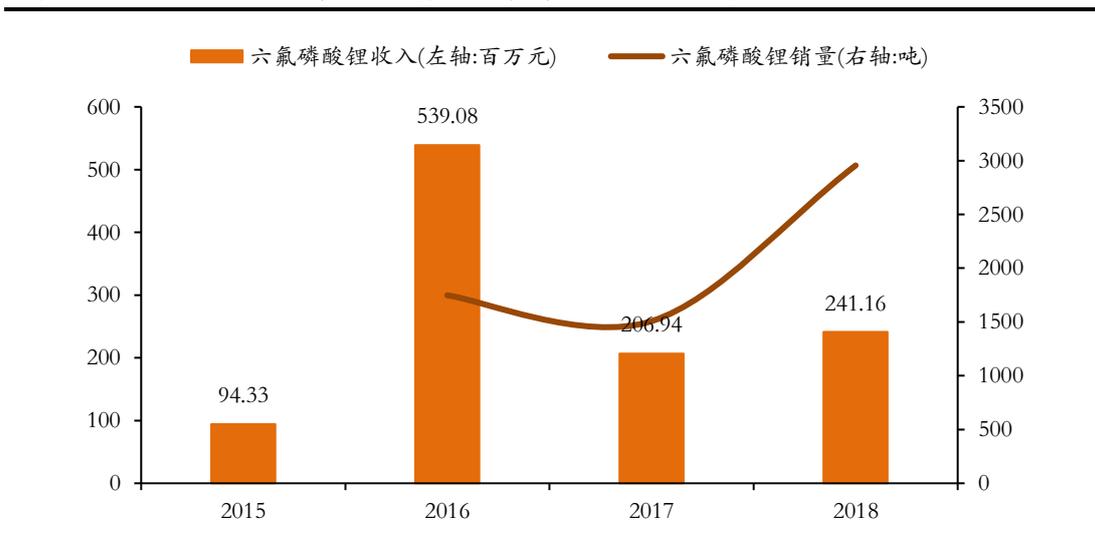


资料来源：公司公告、广证恒生

九九久目前总产能 5000 吨，其中实际可生产产能 3500 吨，已建成未释放产能 1500 吨，在国内厂商中产能排名第四，全球排名第五。

公司新能源业务收入因六氟磷酸锂市场价格变动波动较大，2016 年达 5.39 亿，2017-2018 年因价格下降，分别为 2.07 亿及 2.41 亿。

图表35. 子公司九九久新能源业务：六氟磷酸锂收入与销量



资料来源：公司公告、广证恒生

尽管受到 2017 年以来价格下跌的影响，六氟磷酸锂产品收入下降，但公司产品具有成本低，质量优的特点，产品质量与国际最大六氟磷酸锂产商日本森田基本一致，已取得下游客户广泛认可，随着六氟磷酸锂价格企稳回升，剩余 1500 吨产能逐渐释放，公司六氟磷酸锂业务有望逐渐走出低谷。

3.2 高强 PE 纤维新材料将成为化工业务的新增长点

3.2.1 高强聚乙烯纤维材料性能优越，用途广泛，市场整体供不应求

超高分子量聚乙烯纤维(简称 UHMWPE)，又叫高强 PE 纤维，是当今世界三大高科技纤维（碳纤维、芳纶和超高分子量聚乙烯纤维）之一，也是世界上最坚韧的纤维，其“轻薄如纸、坚硬如钢”，强度是钢铁的 15 倍。

图表36. 高强 PE 纤维的优点与特性

优点	特性
高强度	强力是同等模量钢丝的 15 倍，比芳纶高出 40%
高模量	延展率 3.5%，比模量仅次于特级碳纤维
耐用性	耐化学腐蚀、耐磨性、有较长的挠曲寿命，寿命是一般尼龙涤纶材质的 12 倍
适用性	可以在超低温-200 摄氏度温度下长期使用，也可以在酸碱性的海水中、热带雨林而不老化
密度低	密度是 0.97-0.98g/cm ³ ，可浮于水面。
抗电磁辐射	抗紫外线辐射，防中子和γ射线，比能量吸收高、介电常数低、电磁波透射率高。
抗冲击	断裂伸长低、断裂功大，具有很强的吸收能量的能力，因而具有突出的抗冲击性和抗切割性。
导热性	导热率达到 20w/mk

资料来源：九九久官网、广证恒生

正是因为具有高强度、高模量、耐用性、适用性广、密度低、抗电磁辐射、抗冲击等优良特性，高强 PE 纤维已应用于防切割手套、国防军需装备（轻质高性能防弹板材、防弹头盔、软质防弹衣、防刺衣），还可以应用于航空航天复合材料、远洋船舶、海军舰艇绳缆、远洋捕鱼拖网、深海抗风浪网箱和体育用品器材、建筑工程加固等高性能复合材料。

图表37. 高强 PE 纤维应用领域广泛



防弹衣、头盔、防割手套等防护产品



海洋船舶、深海养殖捕捞线缆



航空航天特种线缆

资料来源：公司公告、广证恒生

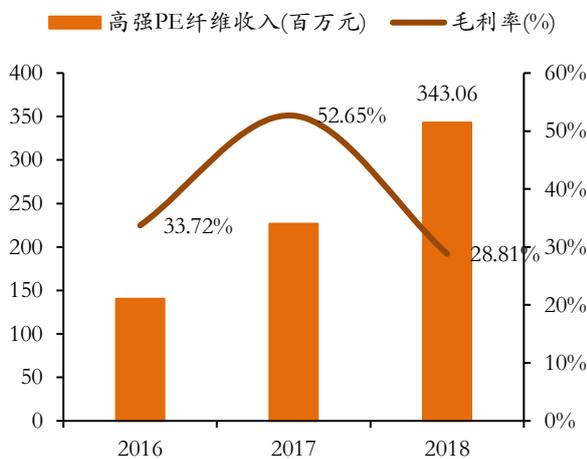
目前全球超高分子量聚乙烯纤维产能约为 4.3 万吨/年，其中中国产能为 2.25 万吨，而 2017 年全球超高分子量聚乙烯纤维需求量约为 5 万吨，处于供不应求状态，预计未来 5-10 年全球超高分子量聚乙烯纤维需求量将为 6-10 万吨/年。

2010 年前后，全球高强 PE 纤维市场空间仅为 1 万多吨，主要被海外荷兰 DSM、美国 Honeywell、日本东洋纺织和日本的三井公司把控，且价格超过 20 万元/吨。自 2010 年起，国内厂商逐渐将高强 PE 纤维国产，价格逐渐降至 10 万元/吨左右，已将国内市场完全占领，并已大规模批量出口海外，国内市场其他高强 PE 纤维厂商包括杭州翔盛、北京同益中、山东爱地、江苏中益、浙江千禧龙等。

3.2.2 公司超强聚乙烯纤维业务增长迅速，产能及技术领先

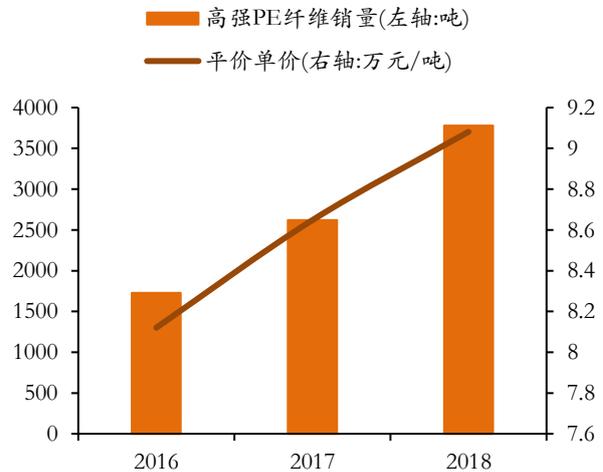
九九久地处苏南地区，依托当地丰富的化工与纺织纤维产业基础，联合东华大学与江苏省纺织工业设计研究院等高校与科研院所研制开发，于 2012 年 3 月开始计划投资建设首批 3200 吨产线，2019 年起扩建 6800 吨项目逐渐投产，目前已经形成有效产能 8000 吨，另有 2000 吨产能预计将于下半年投产，至 2019 年底年产能预计达到 10000 吨。

图表38. 九九久高强 PE 纤维收入逐年增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表39. 九九久高强 PE 纤维销量逐年增长



资料来源：公司公告、广证恒生

公司自 2014 年开始试产并销售高强 PE 纤维，随着产能逐渐释放，产销量逐渐提高，2018 年产能 3200 吨，实际产量 3585 吨，销量更是达到 3778 吨，在防护和航空线缆等市场销售情况良好，产能充分释放，供不应求。由于下游需求良好，产品价格稳步回升，2018 年不含税价格 9.08 万元/吨，尽管上游原材料价格有所波动，毛利率仍保持 30% 左右。随着 2019 年年底产能达到 10000 万吨，公司将成为国内产能最大的高强 PE 纤维厂商。

图表40.九九久高强 PE 纤维研究课题

研究课题	研究路径	应用范围



提高抗蠕变性	长期用出现打滑，公司通过辐射交联，提高抗蠕变性能。	进一步拓展在海缆、深海养殖与捕捞渔网的市场空间
提高染色性能	纤维分子结构紧密，传统染色工艺无法应用，公司通过开发特殊染料前置染色来改善。	开发耐磨箱包、服装、包装材料、户外用品等市场
提高耐高温性能	纤维超过 150 度，性能下降，公司研究和石墨烯纤维混合纺丝编制使用	开发军用、航空、航天特种材料市场
提高链接性能	和传统交联剂黏合度不够，公司开发采用低温处理粘合工艺	复合其他材料，拓展防护产品应用范围

资料来源：九九久官网、广证恒生

依托公司多年化工行业生产经验与技术积累，在借鉴东华大学经验的同时，进一步改进工艺流程，已开发出独特的萃取剂与抗氧化剂配方，增加溶剂与萃取剂回收环节，降低废物处理量和原材料成本；其生产设备是与上游设备厂商共同研制开发，具有自主知识产权。

为了进一步拓展高强 PE 纤维的应用领域，公司还有针对性的进行产品升级开发。公司对连续萃取、高速高倍连续拉伸、碳纳米管增强聚乙烯纤维、刚性链大分子增强、环氧交联 PE 等技术领域实现了新突破，各项技术性能指标均达到了国际同类产品技术水平，在技术与应用方面也已成为行业的领导者。

3.3 医药与农药中间体业务持续景气，有望保持稳健增长

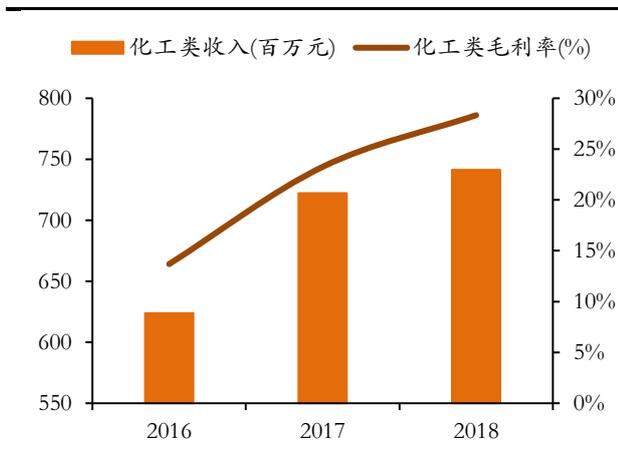
公司医药与农药中间体产品主要包括 7-ADCA、三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛等。7-ADCA 产品现有产能为 2,000 吨/年，主要用于重要的头孢类抗菌素半合成的中间体，在医药工业上用于合成头孢氨苄、头孢拉定和头孢羟氨苄等市场用量较大的药物；

农药中间体，三氯吡啶醇钠产品的现有产能为 12,500 吨/年左右，产品主要用于生产高效低残留杀虫杀螨剂毒死蜱、甲基毒死蜱；5,5-二甲基海因现有产能为 8,000 吨/年，本品用作氨基酸、特种环氧树脂、水溶性树脂、杀菌剂、防腐剂的合成原料，其衍生物的用途也很广。

苯甲醛为控股子公司天时化工主要产品，该产品目前产能为 15,000 吨/年，不仅可以作为医药中间体、农药中间体，还可以作为染料、香料等产品的中间体，用途十分广泛。

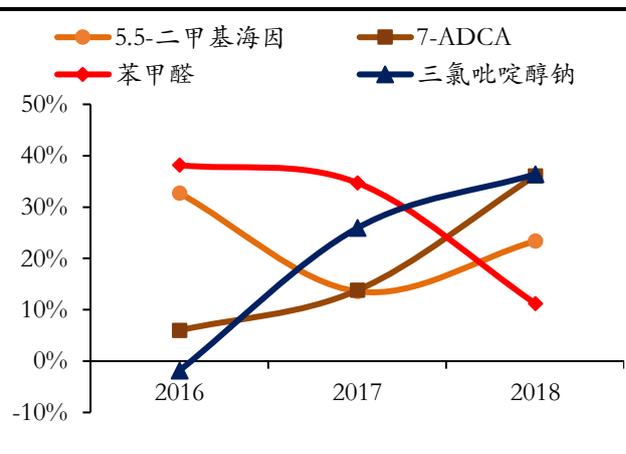
由于公司化工类业务有四种医药与农药中间体产品，单一产品价格波动可通过其他产品平滑，整体化工类业务保持稳健，且由于近两年化工行业供给侧改革，化工产品整体价格上涨，公司化工产品收入和毛利率也随之有所上涨。

图表41. 九九久化工类产品收入保持稳健



资料来源：公司公告、广证恒生

图表42. 分产品毛利率互有涨跌

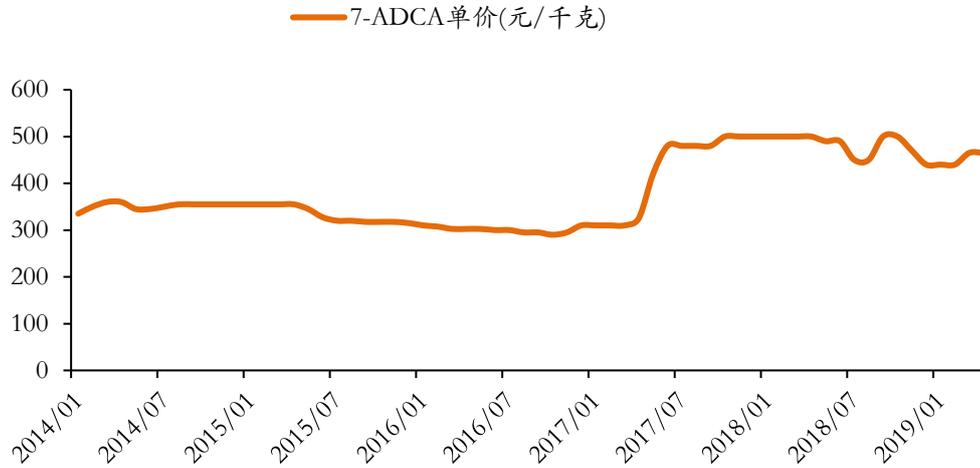


资料来源：公司公告、广证恒生

2019 年 3 月 21 日，江苏省盐城市响水县陈家港镇江苏天嘉宜化工有限公司发生爆炸事故，事故造成人员伤亡和财产损失情况严重。4 月 1 日，江苏省委办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，方案拟大幅压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、化工园区

外、规模以下等化工生产企业；所有安全、环保不达标的化工企业立即停产、限期整改、关闭，关闭退出D类企业；严格化工行业准入，新建项目投资额不低于10亿元，禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目。

图43. 7-ADCA 单价自 2017 年以来保持高位



资料来源：WIND、广证恒生

九九久生产厂区位于东海海岸，不属于长江流域或环境敏感区，且多年来，公司制定了严格的生产规范制度，并严格遵守，安全和环保管理规范，此次化工整治未对公司生产经营产生影响。而且随着其他小厂关闭，行业产能下降，而下游需求较为稳定，医药与农药中间体价格有望维持较高位置，公司化工类业务有望维持稳健。

4. 盈利预测与投资建议

根据公司现有业务，我们假设九九久 2019-2021 年尚未剥离，预测公司营收及成本：

- 1) **医药商业**：公司持续并购，2019-2021 年分别增长 30%，25%，20%，商业业务毛利率保持 2018 年 4.12% 不变；
- 2) **医药工业**：受益于公司营销发力，2019-2021 年分别增长 10%，10%，10%；毛利率保持 63.9%；
- 3) **医药中间体**：预计市场价格保持稳定，公司产能增长，假设 2019-2021 年营收分别增长 10%，15%，15%；毛利率维持 23.5% 不变；
- 4) **农药中间体**：预计市场价格保持稳定，公司产能增长，假设 2019-2021 年营收分别增长 10%，10%，10%；毛利率维持 36.4% 不变；
- 5) **高强度聚乙烯纤维**：预计随着公司产能释放，业务持续高增长，假设 2019-2021 年营收分别增长 50%，40%，30%；毛利率维持 28.8% 不变；
- 6) **新能源-六氟磷酸锂业务**：因 2020-2021 年受益下游需求回暖，价格企稳，假设 2019-2020 年营收分别增长 20%，30%，30%；毛利率分别为 30.8%，40%，40%。

图表 44. 延安必康营收端拆分及预测明细

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	3723.9	5368.01	8446.81	10374.71	12548.84	14801.48
增速	84.04%	44.15%	57.35%	22.82%	20.96%	17.95%
成本合计	1683.52	3499.53	6301.84	7930.48	9720.44	11580.85
毛利率 (%)	54.79%	34.81%	25.39%	23.56%	22.54%	21.76%
具体营收拆分与预测：						
1.医药商业		1873.21	4609.34	5992.142	7490.18	8988.21
同比增长			146.07%	30.00%	25.00%	20.00%
营业成本		1803.58	4419.23	5745.26575	7181.58	8617.90
毛利率		3.72%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%
2.医药工业	2405.38	2307.59	2447.2	2691.92	2961.11	3257.22
同比增长	18.88%	-4.07%	6.05%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	883.21	841.36	883.21	971.51	1068.67	1175.53
毛利率	63.28%	63.54%	63.91%	63.91%	63.91%	63.91%
3.医药中间体	459.21	387.47	465.05	511.56	588.29	676.53
同比增长		-15.62%	20.02%	10.00%	15.00%	15.00%
营业成本	370.73	306.26	355.53	391.08	449.75	517.21
毛利率	19.27%	20.96%	23.55%	23.55%	23.55%	23.55%
4.农药中间体	164.63	334.84	276.17	303.79	334.17	367.58
同比增长		103.39%	-17.52%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	167.69	248.08	175.65	193.21	212.53	233.78
毛利率	-1.86%	25.91%	36.40%	36.40%	36.40%	36.40%
5.高强高模聚乙烯纤维	140.32	226.56	343.06	514.59	720.43	936.55
同比增长		61.46%	51.42%	50.00%	40.00%	30.00%
营业成本	93.01	107.28	244.24	366.34	512.87	666.73
毛利率	33.72%	52.65%	28.81%	28.81%	28.81%	28.81%
6.新能源	539.08	206.94	241.16	289.39	376.21	489.07
同比增长		-61.61%	16.54%	20.00%	30.00%	30.00%
营业成本	141.89	152.29	166.71	200.06	225.73	293.44
毛利率	73.68%	26.41%	30.87%	30.87%	40.00%	40.00%
7.其他	26.48	31.4	64.84	71.32	78.46	86.30
同比增长	-	18.58%	106.50%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	24.25	40.68	57.28	63.01	69.32	76.25
毛利率	8.45%	-29.55%	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

根据公司现有业务情况，我们测算公司医药板块 19-21 年营收分别达 86.8 亿、104.5 亿、122.4 亿，医药板块 19-20 年利润贡献约 8.5 亿，10 亿。延安必康的医药板块建议与葵花药业、仁和药业、济川药业、华东医药、信立泰等同类可比公司，取类似公司 2019 年平均估值 20 倍，参照同类企业目前估值水平，我们测算公司 2019 年估值目标约 180 亿。

其他新能源、药物中间体、化工业务。2019 年 1 月，延安必康将九九久 12.76% 的股权出售给东方日升，交易作价 3.5 亿元，对应剩余 87.24% 股权价值 23.93 亿元。由于该交易时间较近，可视为市场价值，以此对子公司九九久部分估值 23.93 亿元。因此我们合计测算公司 2019 年合理估值为 203 亿，给予“中性”评级。

图表 45. 国内同类医药制药企业估值对比（数据截止 2019/05/15）



公司	股票代码	市值 (亿元)	收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		市盈率	
			18A	19E	18A	19E	18A	19E
延安必康	002411	300.0	84.5	101.4	8.3	9.9	36.4	30.3
葵花药业	002737	92.7	44.7	51.9	5.6	6.9	15.3	13.4
仁和药业	000650	113.4	44.0	55.0	5.1	6.7	13.4	16.8
济川药业	600566	275.4	72.1	85.7	16.9	20.6	16.2	13.4
华东医药	000963	513.3	306.6	349.6	22.7	27.8	17.0	18.5
信立泰	002294	243.7	46.5	51.5	14.6	15.1	15.0	15.9
平均			99.7	115.8	12.2	14.5	18.9	18.0

资料来源：Wind、广证恒生，注：其中延安必康 18 年归母净利润剔除商誉减值 4.21 亿的影响，且假设 2019 年公司不计提高誉损益

5. 风险提示

- 1) 营销情况不达预期；
- 2) 公司进一步商誉计提风险；
- 3) 六氟磷酸锂、医药和农药中间体等化工品降价风险；
- 4) 研发进度不达预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6020.00	6342.92	7081.97	8442.85	营业收入	8446.81	10374.71	12548.84	14801.48
现金	1354.62	0.23	0.21	0.22	营业成本	6301.84	7930.48	9720.44	11580.85
应收账款	2893.26	3733.61	4443.46	5269.63	营业税金及附加	56.79	82.57	94.70	113.73
其它应收款	71.99	79.76	99.97	116.54	营业费用	449.82	497.99	564.70	621.66
预付账款	181.22	169.74	173.57	172.29	管理费用	288.19	300.87	338.82	384.84
存货	684.29	981.48	1022.90	1379.75	财务费用	242.47	347.44	370.02	459.29
其他	834.62	1378.10	1341.87	1504.42	资产减值损失	420.79	47.00	47.00	47.00
非流动资产	14591.21	17111.84	19387.05	21618.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	41.77	41.97	41.90	41.92	投资净收益	24.38	47.71	39.93	42.52
固定资产	1827.70	7146.74	10766.43	13505.05	营业利润	609.94	1216.08	1453.09	1636.63
无形资产	874.93	1052.46	1188.28	1338.01	营业外收入	9.24	11.16	10.52	10.73
其他	11846.81	8870.67	7390.44	6733.90	营业外支出	9.63	15.51	13.55	14.21
资产总计	20611.21	23454.75	26469.01	30061.74	利润总额	609.54	1211.73	1450.05	1633.15
流动负债	9600.05	9673.60	12185.68	14227.14	所得税	183.61	307.68	391.06	431.85
短期借款	3282.48	5101.85	7259.61	9043.61	净利润	425.94	904.05	1059.00	1201.30
应付账款	0.00	325.00	216.67	252.78	少数股东损益	21.74	17.25	18.75	18.25
其他	6317.57	4246.75	4709.41	4930.76	归属母公司净利润	404.19	886.80	1040.25	1183.05
非流动负债	1427.20	3539.16	3033.42	3417.44	EBITDA	1011.64	1877.38	2435.11	2941.07
长期借款	426.00	577.80	730.47	882.84	EPS（摊薄）	0.26	0.58	0.68	0.77
其他	1001.20	2961.36	2302.95	2534.60					
负债合计	11027.25	13212.77	15219.10	17644.58	主要财务比率				
少数股东权益	252.26	269.51	288.25	306.50	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1778.30	1532.28	1532.28	1532.28	成长能力				
资本公积	4895.95	4895.95	4895.95	4895.95	营业收入增长率	57.35%	22.82%	20.96%	17.95%
留存收益	2657.45	3544.25	4533.42	5682.43	营业利润增长率	-43.73%	99.38%	19.49%	12.63%
归属母公司股东权益	9331.70	9972.48	10961.66	12110.66	归属于母公司净利润增长率	-54.72%	119.40%	17.30%	13.73%
负债和股东权益	20611.21	23454.75	26469.01	30061.74	获利能力				
					毛利率	25.39%	23.56%	22.54%	21.76%
					净利率	5.04%	8.71%	8.44%	8.12%
					ROE	4.28%	8.95%	9.68%	10.00%
					ROIC	3.82%	6.91%	6.54%	6.59%
					偿债能力				
					资产负债率	53.50%	56.33%	57.50%	58.69%
					净负债比率	48.71%	51.70%	61.18%	63.43%
					流动比率	62.71%	65.57%	58.12%	59.34%
					速动比率	55.58%	55.42%	49.72%	49.65%
					营运能力				
					总资产周转率	41.69%	47.09%	50.27%	52.37%
					应收账款周转率	337.11%	313.11%	306.93%	304.77%
					应付账款周转率	1292.68%	4880.28%	3589.07%	4933.84%
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.58	0.68	0.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	-0.97	0.96	0.93
					每股净资产(最新摊薄)	5.25	6.51	7.15	7.90
					估值比率				
					P/E	84.38	33.14	28.25	24.84
					P/B	3.66	2.95	2.68	2.43
					EV/EBITDA	10.78	19.46	16.03	13.92

数据来源：同花顺，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。