

投资评级：买入(首次)

联化科技(002250)

三十余载雄厚积淀，CMO龙头再起航

市场数据 2019-11-26

收盘价(元)	13.80
一年内最低/最高(元)	8.55/14.66
市盈率	45.4
市净率	2.08

基础数据

净资产收益率(%)	0.66
资产负债率(%)	33.6
总股本(亿股)	9.24

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
张兴宇	分析师
SAC证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	
赵新裕	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

相关报告

国内领先的精细化学品定制生产商，掌握先进技术和核心客户资源。公司专注精细化工行业30余年，是国内为数不多的农药、医药CMO企业，具有较为明显的先发优势和市场竞争能力。一方面，公司研发实力雄厚，具备多层次的研发平台，拥有完整的反应单元，核心技术为企业产品提供质量保证与转换弹性。另一方面，公司秉持“大客户战略”，客户群基本覆盖农化、医药的国际巨头。在行业景气回升的背景下，技术创新叠加大客户战略有望为联化带来持续回报。

农药板块：响水工厂有望复产，看好盐城联化未来潜力。根据苏化治《关于规范停产整改化工企业复产工作的意见》中提到的坚持“一企一策”和杜绝“一刀切”政策，我们预计即便响水园区取消化工园区定位，像联化这样的优质企业在满足政府高标准的复产要求后也有望予以保留。此前，盐城联化共申报六期项目，涵盖农药产品和功能化学品，总投资额超11亿，后期随产能持续释放，发展潜力充足。根据环评和可行性报告测算，盐城基地前五期项目(含已建项目，不含联苯菊酯项目)完全达产后有望给公司带来3.9亿净利润。

医药板块：项目和土地储备充足，开启业务发展新篇章。台州联化共报备六期项目，而盈利主要来自首期项目的三个产品以及二、三期的部分产品。当前台州联化实际已建工程仅占总用地面积的50%，储备空间充分，未来待项目产能逐渐释放，业绩增厚可期。此外，子公司临海联化开启临海产业园项目，目前，总投资9.8亿的一期9个中间体产品项目环评已公示，临海产业园项目的建设有望开启公司发展新篇章。

预计公司2019/20/21年归母净利润分别为3.9/6.0/7.1亿，EPS为0.42/0.65/0.77元，对应PE分别为33/21/18倍。公司是国内CMO龙头企业，研发实力强劲，客户皆为全球行业巨头，且后续具备充足发展空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：全球农化市场景气不及预期，新项目推进不及预期，环保及安全生产风险，响水基地复产不及预期。

表1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,107	4,114	4,712	5,629	6,662
增长率	32.5%	0.2%	14.5%	19.5%	18.3%
归属母公司股东净利润(百万)	201	38	392	599	714
增长率	-23.7%	-81.4%	945.2%	52.7%	19.2%
每股收益(元)	0.22	0.04	0.42	0.65	0.77
市盈率(倍)	63.3	339.7	32.5	21.3	17.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

内容目录

1、在锤炼中成长起来的国内精细化工 CMO 龙头	4
2、技术创新叠加大客户战略驱动公司未来持续发展	6
2.1 研发实力雄厚，核心技术领先	6
2.2 秉持“大客户战略”，为公司增长带来持续动力	7
3、农药业务：响水两大工厂有望复产，看好盐城联化未来潜力	8
3.1 全球植保市场规模有望保持稳步增长	8
3.2 云开见天：“一企一策、杜绝一刀切”政策下，响水两工厂复产有望	9
3.3 若实现复产，盐城基地将开启农药、功能化学品业务新篇章	10
3.4 氮氧化技术：打通关键中间体产能瓶颈，持续开拓下游应用领域	13
4、医药业务：项目及土地储备充足，开启业务发展新篇章	15
4.1 台州联化产能持续释放，临海联化打开未来发展空间	15
4.2 江口厂区定位技术孵化基地	16
4.3 台州联化产能持续扩张，是未来业绩增长新动力	17
4.4 临海联化：临海产业园项目奠定公司未来长期发展空间	20
4.5 凭借原料、人工及技术优势，中国医药 CMO 正处快速发展期	20
4.6 与全球医药巨头建立长期稳定的合作关系	21
5、德州联化开启项目扩张计划	22
6、盈利预测及投资建议	23
6.1 关键假设	23
6.2 可比公司估值及投资建议	24
7、风险提示	25

图表目录

图 1：公司营业收入变化（单位：百万）	4
图 2：公司归母净利润变化（单位：百万）	4
图 3：2019H1 公司各业务毛利分布：农药板块利润占比近 70%	5
图 4：公司拥有完备的反应单元	7
图 5：江苏联化收入变化（单位：百万）	11
图 6：江苏联化净利润变化（单位：百万）	11
图 7：盐城联化营收变化（单位：百万）	11
图 8：盐城联化净利润变化（单位：百万）	11
图 9：氮氧化技术是生产关键中间体的重要技术	13
图 10：邻氯苯腈是生产另外两种卤代芳腈产品的关键中间体	15
图 11：台州联化营业收入变化（单位：百万）	16
图 12：台州联化净利润变化（单位：百万）	16
图 13：17 年中国医药 CMO 企业市场份额占比较小	21
图 14：中国医药 CMO 市场规模（单位：亿）	21
图 15：德州联化营业收入（单位：百万）	22
图 16：德州联化净利润（单位：百万）	22
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：联化科技化工生产基地一览	5
表 3：截至 2019 年 6 月末公司的发明专利情况	6
表 4：截至 2017 年底公司与核心客户签署合作协议情况	8

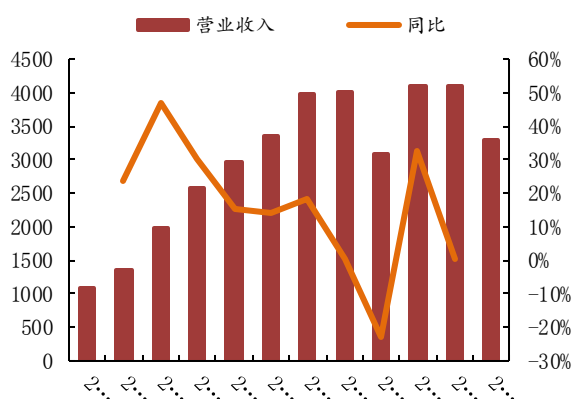
表 5: 全球植保/非植保市场农药销售规模 (单位: 百万美元)	9
表 6: 江苏联化产品方案一览	10
表 7: 盐城基地产品方案一览	12
表 8: 盐城联化前五期项目的投资额及环评经济效益测算	12
表 9: 江口工厂目前产品及规模	17
表 10: 台州联化六期项目产品概览	18
表 11: 临海联化第一批项目环评产品	20
表 12: 截至 2017 年底公司与医药业务核心客户签署合作协议情况	22
表 13: 关键假设 (单位: 百万)	23
表 14: 可比公司估值	24

1、在锤炼中成长起来的国内精细化工 CMO 龙头

公司已专注精细化工30余年。联化科技创立于1985年，总部位于浙江台州，成立30余年来，从最初的香精、香料中间体及染料中间体业务开始，依靠持续的产能投放、研发投入和技术工艺的迭代升级，逐渐发展成长为国内精细化工CMO龙头企业。公司于2008年6月19日在深交所上市，是一家领先的化学和技术解决方案提供商，致力于服务全球农药、医药、功能化学品以及设备与工程技术等领域。

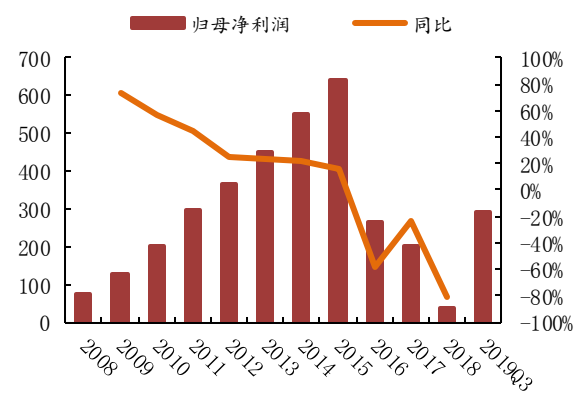
公司历史经营稳健，近年来业绩波动主要受突发事件牵连。公司上市以来业绩保持较快增长，2008-2017年收入和归母净利润年均复合增速分别为15.9%和11.6%。其中，2012年开始收入增速放缓，2016年由于全球农化巨头去库存和德州工厂装置事故影响，收入和利润均出现较为明显的下滑。2017年，市场复苏下农化巨头补库存带来的采购量逐步回升，公司业绩触底反弹。2018年，受环保影响，子公司江苏联化和盐城联化在二、第三季度的临时停产导致2018年前三季度业绩处于亏损状态，但停产子公司8月中旬复产后扭转了前期颓势，全年实现归母净利润3753万元，2019Q1更是恢复到单季度归母净利润1.52亿的公司历史较高水平。但后续由于受到“响水事件”牵连，江苏联化和盐城联化装置受损后，两厂区维修并停产至今。依靠前期库存和其他基地储备产能，公司2019前三季度仍实现归母净利润2.93亿，同比增速1734.6%。

图1：公司营业收入变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

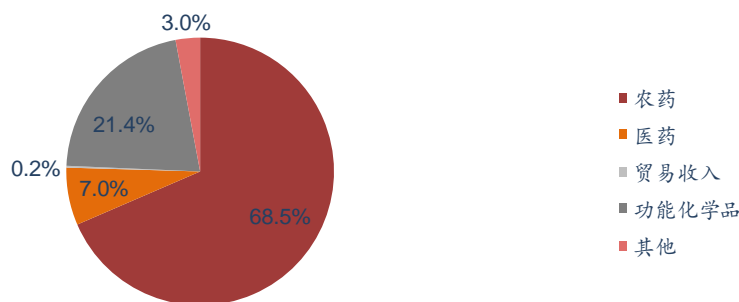
图2：公司归母净利润变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

从利润结构看，2019H1公司利润的绝大部分来自农药（68.5%）、医药（7.0%）和功能化学品（21.4%）三大业务。公司主营业务分为农药、医药和功能化学品三大板块。农药板块主要从事农药原料药及中间体的生产、销售以及为国际农药企业提供定制生产、研发及技术服务；医药板块主要从事原料药、中间体的生产、

销售以及为国际制药企业提供定制生产、研发及技术服务；功能化学品板块主要从事精细化学品、功能化学品的生产、销售以及定制生产、研发及技术服务。

图3：2019H1公司各业务毛利分布：农药板块利润占比近70%


数据来源：Wind，财通证券研究所

基地分布：目前公司旗下主要基地分别位于浙江台州（本部江口工厂、台州联化川南工厂）、江苏盐城（江苏联化、盐城联化）、辽宁阜新（天子化工）、湖北荆州（郡泰医药）、山东德州（德州联化）、英国（Lianhetech Hodco）；此外，公司新成立子公司临海联化，19年7月子公司临海联化竞拍取得位于浙江头门港经济开发区的土地700余亩，未来计划打造成联化科技产业园。

表2：联化科技化工生产基地一览

序号	生产基地名称	主要生产
1	辽宁天子	氟化系列产品
2	德州联化	光气系列产品
3	湖北郡泰	氮氧化系列产品（卤代芳烃类等，含F腈）
4	江苏联化	农药及中间体
5	盐城联化	农药及中间体
6	联化科技本部（江口工厂）	最初为医药中间体生产基地，后定位技术孵化基地
7	台州联化川南厂区（临海医药园）	医药中间体生产基地
8	英国子公司（Lianhetech Hodco）	农药、医药和功能化学品中间体
9	临海联化（浙江头门港经济开发区）	高端医药化工及先进新材料工艺研发、工程设计、商业化生产一体化产业基地

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2、技术创新叠加大客户战略驱动公司未来持续发展

2.1 研发实力雄厚，核心技术领先

公司具备多层次的研发平台。公司坚持技术先导的发展方向，继续强化公司“一个平台、三个业务”的技术平台建设，将建立多层次的研发平台，包括上海技术中心、台州研发中心及各下属子公司技术部三个层级。**上海技术中心**：负责跟客户的研发合作、早期的产品工艺设计和全新路线开发，促进工艺技术和工程技术的快速融合，并寻求不同技术领域间的协同。**台州研发中心**：负责产品工艺路线和客户项目的迅速落地和有效转化。**下属子公司技术部**：负责日常生产的技术支持和原有产品生产工艺的持续改进工作。

核心技术为企业产品提供质量保证与转换弹性。精细化工行业的重要特点是品种多、更新快，因而对研究开发能力，特别是研发速度和配套工艺开发能力的要求很高，这也导致CMO行业技术垄断性强、销售利润率高。部分精细化工产品生产要求高转化率、高选择性、反应条件温和、操作安全、分离严格，这对合成技术的要求很高；此外，精细化工产品多以间歇方式小批量生产，生产流程较长，规模小，单元设备投资费用低，但需要精密的工程技术；产品的商品性强，竞争激烈，研究和生产单位要具有全面的应用技术。

联化科技研发实力雄厚，已形成六大核心技术。经过数十余年的技术沉淀，联化科技培养了一批具备较强研发实力的科研人员和具备丰富操作经验的技术人员，并自主研发了**氮氧化、氟化、加氢还原、苯骈噻唑类产品的环化合成、核苷类系列产品合成**等六大核心技术，经专家验证已达国际先进水平或国内领先水平。此外，公司特别重视新产品的研发与专利技术的保护，2018年公司研发费用达1.8亿，占销售收入的4.3%。截至2019年6月末，公司拥有国内发明专利52项、实用新型专利29项、欧洲发明专利3项、美国发明专利3项；另有33项发明专利正在申请中。

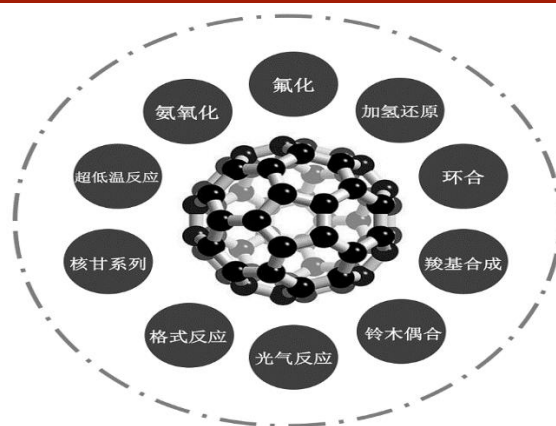
表 3：截至 2019 年 6 月末公司的发明专利情况

项目	个数
国内发明专利	52
国内实用新型专利	29
欧洲发明专利	3
美国发明专利	3
合计	87
申请中的专利	33

数据来源：公司公告，财通证券研究所

拥有完备的反应单元决定了公司快速的反应能力。精细化工的工艺流程主要由多个单元反应组成，企业能否适应客户的需求做出快速反应和调整，很大程度上取决于精细化工企业掌握的单元反应数量和工艺流程合成能力。联化科技通过多年的积累，自主开发了包括氨氧化技术、氟化技术、环化合成技术等在内的工艺和制造技术。此外，公司在颇具挑战性的小分子手性催化、酶手性催化、不对称合成、微通道反应等领域同样形成了自己的核心竞争力。完备的反应单元储备为联化科技提供了高效的合成能力和快速的反应能力，有助于满足下游客户不同的需求，并能保证公司针对市场变化做出及时调整，这也能部分说明为什么公司在行业不景气时依然能保持平稳增长。

图4：公司拥有完备的反应单元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 秉持“大客户战略”，为公司增长带来持续动力

全球来看，农化和医药都属于集中度非常高的行业。根据公司 2019 半年报，农药前 5 大公司占据行业约 70% 的份额，医药前 20 大公司占据行业约 80% 的份额。

核心客户群资源优势以及良好的市场品牌形象，是公司的核心竞争优势。公司是世界农药前5大公司全球重要的战略供应商；公司与多家医药前20大公司建立了广泛长期的合作关系，使得公司拥有更为广阔的市场机会。公司坚持走“大客户”战略，通过与国际知名医药和农药大客户的合作中学习这些知名企业先进的生产管理经验，了解医药和农药市场的最新发展趋势，为更好的拓展国际知名客户积累了丰富的经验。公司现有核心客户包括先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏杜邦、FMC 等一线农化企业以及诺华这样的国际知名医药企业。此外，公司通过与核心大客户建立战略合作关系，可充分反映公司的产品品质、创新能力、供应能力等综合实力，有助于其抢占核心客户全球供应体系中的重要地位，为未来双方更深层次

的合作提供支撑。

表 4：截至 2017 年底公司与核心客户签署合作协议情况

序号	客户名称	项目名称	到期时间	序号	客户名称	项目名称	到期时间
1	APIC	医药中间体	2021.08.10	17	Novartis	医药原药	2019.01.25
2	BASF	农药原药	2018.12.30	18	蝶理	农药中间体	2018.08.07
3	BASF	农药原药	2020.12.31	19	杜邦	农药中间体	2018.05.31
4	Bayer	农药中间体	2022.01.15	20	杜邦	农药中间体	2018.12.31
5	Dow Agro	农药中间体	2020.12.31	21	杜邦	农药中间体	2019.02.28
6	FMC	农药中间体	2019.12.31	22	杜邦	农药中间体	2019.12.31
7	FMC	农药中间体	2023.12.31	23	杜邦	农药中间体	2020.05.29
8	FMC	农药原药	2019.12.31	24	杜邦	农药中间体	2020.07.01
9	FMC	农药中间体	2023.12.31	25	杜邦	农药中间体	2021.07.31
10	FMC	农药中间体	2023.12.31	26	杜邦	农药中间体	2031.05.20
11	FMC	农药原药	2026.07.27	27	杜邦	农药中间体	2035.10.18
12	Midas	医药原药	2027.03.01	28	日产化学	农药中间体	2027.08.31
13	Novartis	医药原药	2018.06.08	29	先正达	农药中间体	2018.12.31
14	Novartis	医药原药	2018.11.16	30	先正达	农药中间体	2019.12.31
15	Novartis	医药原药	2018.12.31	31	先正达	农药中间体	2021.06.01
16	Novartis	医药原药	2019.01.25	32	先正达	农药中间体	长期

数据来源：债券评级报告，财通证券研究所

3、农药业务：响水两大工厂有望复产，看好盐城联化未来潜力

3.1 全球植保市场规模有望保持稳步增长

全球农药市场景气度稳步回升。根据全球著名农化咨询机构 Kleffmann 统计，由于更高的产品价格和需求回暖因素，2018 年全球植保市场农药销售规模达 552.5 亿美元，同比增长 2.0%。此外，受益于亚洲和南美市场的强劲需求，预计 2018-2022 年全球植保市场规模有望实现稳步增长，年均复合增速为 2.57%。

表 5：全球植保/非植保市场农药销售规模（单位：百万美元）

年份	作物保护市场	同比	非作物保护市场	同比	合计	同比
2008	44,135		5,076		49,211	
2009	41,480	-6.0%	4,812	-5.2%	46,292	-5.9%
2010	43,520	4.9%	5,135	6.7%	48,655	5.1%
2011	49,355	13.4%	5,676	10.5%	55,031	13.1%
2012	52,220	5.8%	5,953	4.9%	58,173	5.7%
2013	57,250	9.6%	6,197	4.1%	63,447	9.1%
2014	60,616	5.9%	6,441	3.9%	67,057	5.7%
2015	54,576	-10.0%	6,050	-6.1%	60,626	-9.6%
2016	53,125	-2.7%	6,200	2.5%	59,325	-2.1%
2017	54,150	1.9%	6,400	3.2%	60,550	2.1%
2018	55,250	2.0%	6,590	3.0%	61,840	2.1%

数据来源：2019CAC 农化展会议，Kleffmann Group，财通证券研究所

3.2 云开见天：“一企一策、杜绝一刀切”政策下，响水两工厂复产有望

江苏联化和盐城联化两家子公司后续有望复产，最坏的时刻即将过去。响水事件发生后，公司受到波及，位于江苏盐城响水化工园区的江苏联化和盐城联化基地停产至今。今年9月，江苏省化工产业安全环保整治提升领导小组正式出台苏化治(2019)4号文件《关于规范停产整改化工企业复产工作的意见》并提到：对经过整改符合安全标准要求的企业，要及时同意企业复产；对经过整改符合环保要求的企业，停产整治决定自排污者报生态环境主管部门备案之日起解除；对高端优质的化工项目要依法依规给予支持。

响水事故调查报告近期已尘埃落定，后续政府在推进符合要求企业的复产进度方面有望加速。同时，结合上述文件中提到的坚持“一企一策”，因情施策，坚决杜绝整治提升工作中的“一刀切”，我们判断在关闭响水园区及园区内企业的问题上大概率不会一刀切，即便取消其化工园区定位后，园区内原有的部分优质企业例如联化仍有望以化工集中区或重点监控点的形式存在。

一直以来，响水园区环保和安监不达标企业的不确定性始终是埋藏在公司身边的一颗雷，这次事件短期使公司受到牵连和冲击，但长期看公司的核心竞争力没有变。其实园区的关闭（不达标企业的清除）一定程度上也排除了潜藏在公司身边的这颗雷，若江苏联化和盐城联化最后作为优质企业能够保留下来并且实现正常生产，未来发展前景将更加广阔。

3.3 若实现复产，盐城基地将开启农药、功能化学品业务新篇章

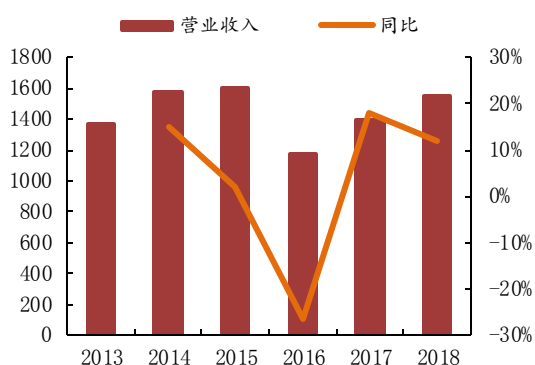
江苏联化发展达到成熟阶段。此前联化科技农药业务主要集中在江苏联化，江苏联化始建于2003年10月，分为南北两厂区，据我们统计，此前实际生产23种产品，合计产能（含在建/拟建）超3.1万吨，业务较成熟，产线相对饱和。业绩方面，江苏联化营收变化较平稳，归母净利润受近两年园区环保影响出现下滑。

表 6：江苏联化产品方案一览

序列	产品	产能（吨）		
		已建	在建/拟建	汇总
1	联苯菊酯原药	1500		1500
2	广灭灵	1500		1500
3	氟磺胺草醚农药原药	200		200
4	2-氟基-4-硝基苯胺	1500		1500
5	2-氨基-5-硝基苯酚	600		600
6	索酚磺酰胺	2500	2000	4500
7	CMOH	3100	1700	4800
8	XDE	600		600
9	TACSIFUN	200		200
10	唑草酮（CAF）	300		300
11	邻氯苯甲腈	10000		10000
12	嗪草酸甲酯（FM）	50		50
13	MAT28	300		300
14	MTF	200		200
15	FL222	500		500
16	联苯菌胺（FL923）	500		500
17	甲虫胺（LT226）	300		300
18	ATA	200		200
19	SF105	150		150
20	LT350	1300		1300
21	MAT26	250		250
22	DBEDA	150		150
23	CLDMBA	650		650
24	啶氧菌酯		1000	1000
合计		26550	4700	31250

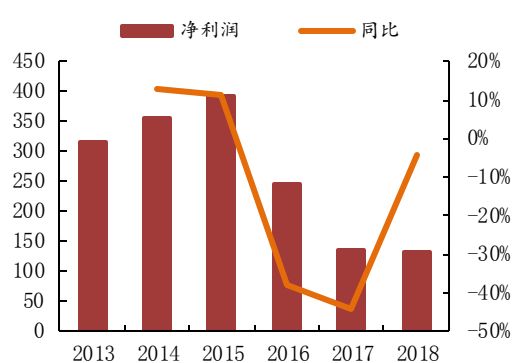
数据来源：项目环评，江苏联化复产评估报告，财通证券研究所

图5：江苏联化收入变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

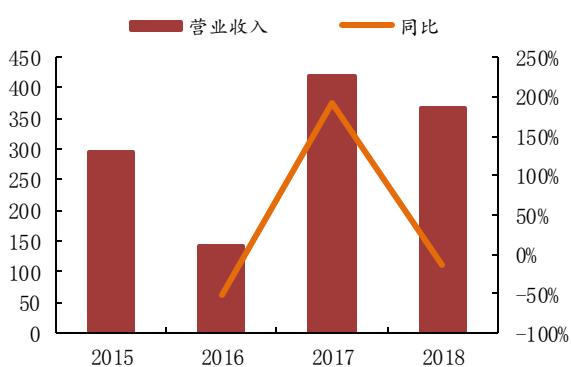
图6：江苏联化净利润变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

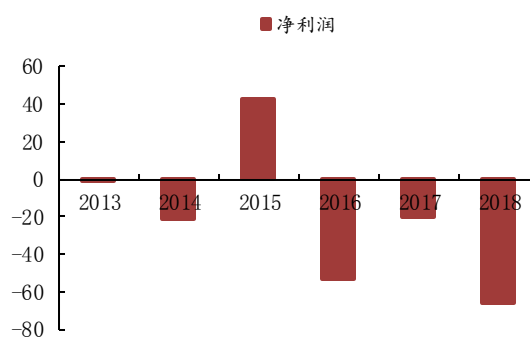
盐城联化具备充足发展潜力。联化科技（盐城）有限公司，即盐城联化，始建于2011年6月，成立之初便定位为联化科技完善产业发展布局、扩展定制生产业务链上的重要一环。响水事故发生前，盐城联化共申报了六期项目，涵盖农药产品和功能化学品，总投资额超过11亿，此前多个产品已投产，若复产后随产能持续释放，未来发展潜力充足。盐城联化2018年收入3.7亿，净利润为-0.7亿，体量和规模相比江苏联化仍较小。根据环评和可行性报告测算，前五期项目（不含联苯菊酯项目）完全建成达产后有望给公司带来3.9亿的净利润。

图7：盐城联化营收变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图8：盐城联化净利润变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

表 7：盐城基地产品方案一览

产品	产能（吨）			用途	备注
	已建	在/拟建	汇总		
PBA	150		150	用于合成含氟类有机化合物及制造液晶等工业化学品	一期
A-NBE	300		300	感光材料成色剂	一期
索酚胺	2500		2500	索酚磺酰胺农药专用中间体，自用	一期
E9260	300		300	感光材料分散剂	二期
J290		350	350	感光材料分散剂	二期
DFEE	700			用于含氟液晶单体的合成	二期
联苯醇		1000	1000	用于生产农药联苯菊酯	二期
JG303	500		500	用于合成耐高温高分子材料 BAPP 型聚酰亚胺	三期
LH-1		1000	1000	农药关键中间体，用于合成 SDHI 类杀菌剂和氟喹唑，还可用于生产新型液晶材料	四期
邻氯苯腈	5000		5000	关键中间体，在颜料、医药、农药和液晶材料等领域有着广泛的应用	五期
对氯苯腈	1500		1500	关键中间体，在颜料、医药、农药和液晶材料等领域有着广泛的应用	五期
2,6-二氯苯腈	1000		1000	关键中间体，产氟铃脲、氟幼脲等苯甲酰脲类杀虫杀螨剂，也是制备特种工程塑料聚芳醚腈的关键原料	五期
2-氟基-4-硝基苯胺		1000	1000	重要的精细化学品中间体，其主要用途在染料、农药中间体领域	五期
2-氟基-4-硝基-6-溴苯胺		500	500	重要的精细化学品中间体，主要用途在染料领域，可以合成光折变聚合物材料	五期
联苯菊酯		500	500	杀虫剂	六期
合计	11950	4350	15600		

数据来源：项目环评，项目可行性报告，盐城联化复产评估报告，财通证券研究所

表 8：盐城联化前五期项目的投资额及环评经济效益测算

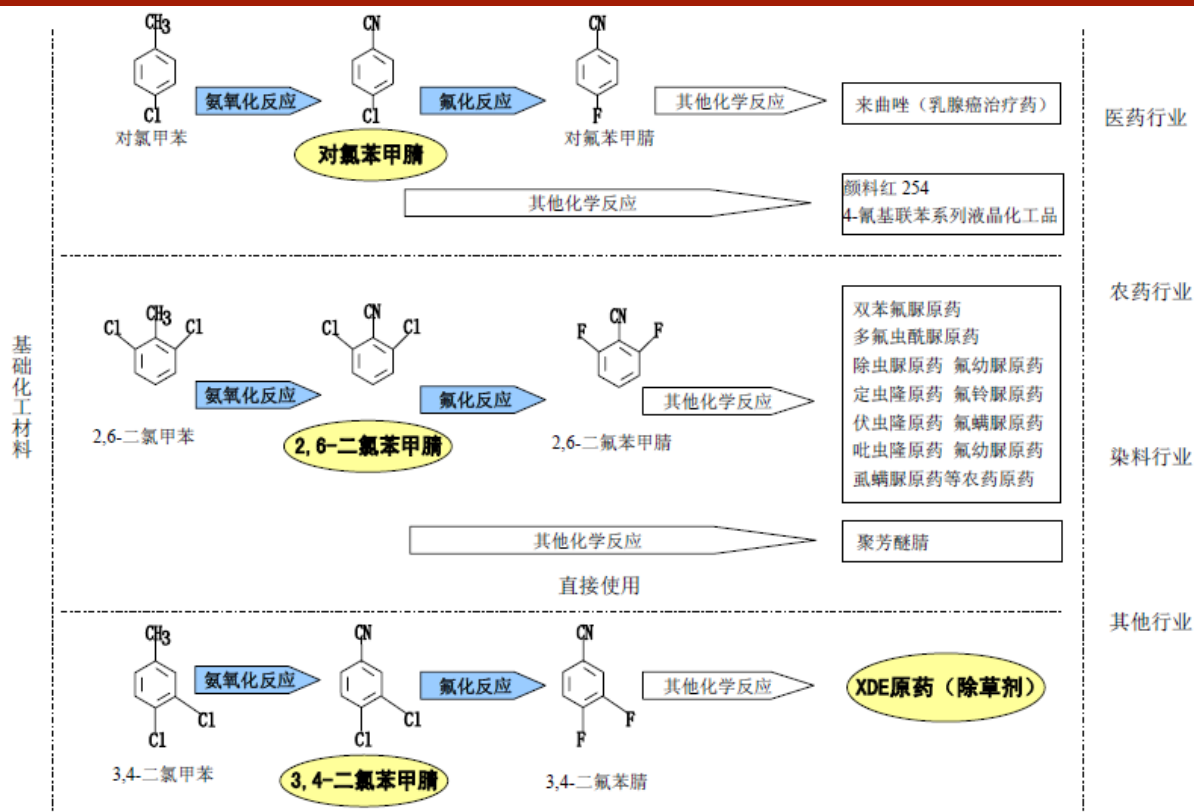
序列	总投资（亿）	预计销售收入（亿）	预计净利润（亿）
一期	2.33	19.09	1.42
二期	4.12	8.42	1.30
三期	0.36	1.87	0.19
四期	3.01	5.98	0.61
五期	1.80	3.40	0.41
合计	11.62	38.75	3.93

数据来源：项目环评，项目可行性报告，财通证券研究所

3.4 氟氧化技术：打通关键中间体产能瓶颈，持续开拓下游应用领域

卤代芳腈是用途十分广泛的关键中间体，可用于生产染料、农药、医药、聚酯、建材、绝缘材料、纺织助剂、油品及燃料添加剂等化工产品。卤代芳腈产品及其下游产品作为医药、农药、工程塑料中间体，已成为国内外研究与开发的热点，此外，从未来趋势来看，含氟农药的活性、安全性更好，符合环保要求，其市场需求每年保持快速增长，而卤代芳腈作为氟代芳腈的原料，也有望在含氟化的大趋势下迎来快速增长。根据这种市场需求趋势，联化科技经过多年的研发攻关，已成功开发出生产卤代芳腈产品独特的先进工艺技术，在国内外处于领先地位。此前公司增发项目之一的年产9000吨氟氧化系列产品技改项目，就旨在采用先进的氟氧化技术进行系列卤代芳腈产品的生产，主要包括对氯苯腈，邻氯苯腈，2,6-二氯苯腈，2-氟基-4-硝基苯胺，2-氟基-4-硝基-6-溴苯胺等。

图9：氟氧化技术是生产关键中间体的重要技术



数据来源：公司环评，财通证券研究所

对氯苯腈：一种重要的精细化工中间体，在颜料、医药、农药和液晶材料等领域有着广泛的应用。在颜料领域，对氯苯甲腈是合成“颜料红254”的关键中间体。在医药领域，对氯苯腈经氟化反应制得对氟苯甲腈，而对氟苯甲腈是制备治疗乳

腺癌类药物来曲唑的关键中间体。在农药领域，对氯苯甲腈可用来合成农药，如辛酰溴苯腈。此外，对氯苯甲腈在液晶材料领域可用来合成用于制造向列相液晶显示器的4-氟基联苯系列产品。

邻氯苯腈：一种重要的精细化工中间体，在医药、农药、材料等领域有着广泛的应用。在医药领域，邻氯苯腈是制备多种重要医药中间体的起始原料，如制备抗疟药硝喹及多种消炎杀菌药物，制备非肽类抗高血压药沙坦联苯等。在农药领域，邻氯苯腈可用于合成农药，如噻菌酯。同时，邻氯苯腈还是生产2-氟基-4-硝基苯胺的重要原料。

2,6-二氯苯甲腈：主要用途是生产中间体2,6-二氯苯腈，而2,6-二氯苯腈是生产氟铃脲、氟幼脲等苯甲酰脲类杀虫杀螨剂的重要中间体。苯甲酰脲类杀虫剂具有广谱、低毒、用量少、无污染的特点，不仅对人、畜无害，还能被微生物所分解，是符合全球环保潮流的杀虫剂新品种，因此被称为“21世纪的农药”。同时，2,6-二氯苯甲腈也是制备特种工程塑料聚芳醚腈的关键原料，在工程塑料、电子材料等方面也有所应用。

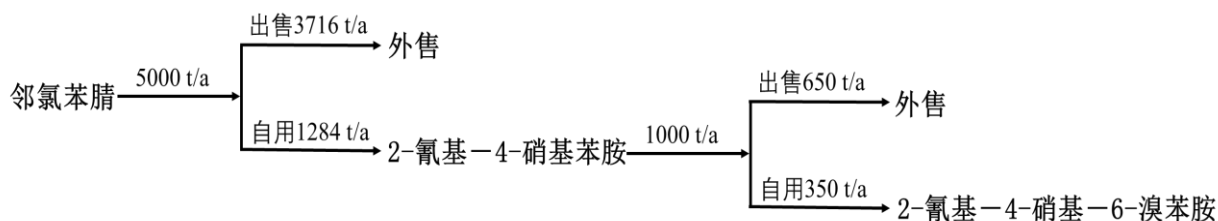
2-氟基-4-硝基苯胺：一种重要的精细化学品中间体，其主要用途在染料、农药中间体领域。在染料领域，作为染料中间体，2-氟基-4-硝基苯胺用于生产分散染料如分散大红S-FL、分散大红SE-GFL、分散红SE-BBL、分散蓝SE-2R、分散艳紫S-R等多种高温或中温分散染料。在农药领域，2-氟基-4-硝基苯胺也是杀菌剂氟啶唑、新型杀虫剂Pyrifluquinazon的重要中间体。同时，2-氟基-4-硝基苯胺也是生产下游产品2-氟基-4-硝基苯胺的原料。

2-氟基-4-硝基-6-溴苯胺：一种重要的精细化学品中间体，主要用途在染料领域，可以作为合成分散染料蓝183:1、分散蓝SE-2R的中间体。而上述两种分散蓝可以与多种芳胺及衍生物、酚及衍生物欧联反应而得到强度高、牢度好、颜色、色光各异的分散染料。

氟氧化技术是打破卤代芳腈产能瓶颈的关键技术。目前，邻、对氯苯腈、2,6-二氯苯腈传统的合成方法有：①光卤代法，反应步骤长、副反应多；②羧酸与尿素反应，反应物升华严重，管道容易堵塞；③胺的催化氧化法，后续处理复杂，三废问题严重；④氟氧化法，对催化剂和设备要求高，产品收率高，三废产生少。2-氟基-4-硝基苯胺的合成路线有：①以邻氯苯腈为原料，再经过硝化和氟化得到产品，该路线收率较高，得到的产品经过水洗后纯度较高；②以邻氯对硝基苯胺为原料，在溶剂中用氟化亚铜取代氟基而得到产品，在该路线中氟化物在180-240℃条件下才可被氟基取代，这就需要高沸点溶剂，此外未反应的氟化物存在环保问题，目前该路线在工业上投产仍有较大困难。联化科技采用路线一进行生产，收率高，得到的产品纯度高，且三废排放量少。2-氟基-4-硝基-6-溴苯胺项目合成工艺较为简单：将2-氟基-4-硝基苯胺与溴素在溶剂甲醇中进行溴化反应后得到粗品，后续再进行物理提纯后得到最终产品，该工艺收率较高，产生

三度量较少。

图10：邻氯苯腈是生产另外两种卤代芳腈产品的关键中间体



数据来源：项目环评，财通证券研究所

可以看出，氨氧化技术是生产邻氯苯腈的关键，而邻氯苯腈同时又是生产2-氰基-4-硝基苯胺和2-氰基-4-硝基-6-溴苯胺的关键原料，因此整个氨氧化技术成为未来公司产能扩张的关键所在。联化科技针对氨氧化项目最核心的催化剂技术、反应器设计进行改进，选用的工艺技术方案来源于联化科技企业研究院（属于省级研究院），通过自主研发开发出领先国内外的氨氧化生产技术，改进后的氨氧化项目具有自主集成创新成果和绿色关键共性技术，兼具原料低廉、流程短、收率高、易于工业化等优点。我们认为随着公司9000吨氨氧化系列产品项目的推进，公司关键中间体的产能将得到大幅提高，包括农药、医药、染料、新材料在内的下游应用领域将得到不断开拓。

4、医药业务：项目及土地储备充足，开启业务发展新篇章

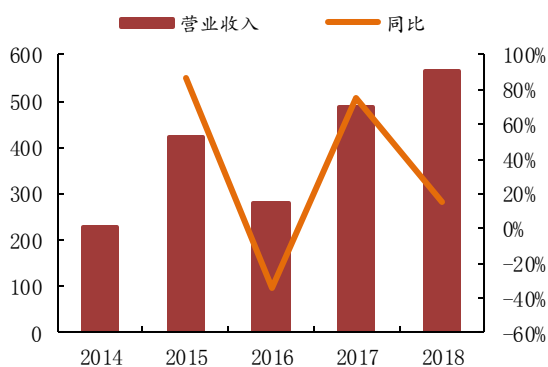
4.1 台州联化产能持续释放，临海联化打开未来发展空间

原先联化科技医药业务主要集中于台州市黄岩江口工厂（联化科技总部）和湖北郡泰工厂，其中郡泰主要从事氨氧化系列产品生产，涵盖医药、农药、颜料中间体，业务较杂；江口工厂（公司总部）则定位医药中间体生产基地，主要从事定制化生产。而根据台州城市规划和台州市黄岩分区规划，江口轻化投资区为过渡性工业用地，逐步搬迁有污染企业。为配合城市发展规划和企业可持续发展战略，公司于2010年在浙江省化学原料药基地临海园区征地505亩，成立联化科技（台州）有限公司，作为今后企业主要的医药中间体生产基地，并调整自身的产品结构，逐步转向以高附加值和低污染原料药和中间体为主体的生产，同时江口厂区产品合成工序将逐步退出。

台州联化先后在川南厂区审批了六期项目,产品包括LT228、LT968、LT559、LT822、TMEDA、MACC、AMTB、LT390、LT506、LT226、LT155、LT253、LT132、LT173、LT254、LT332、LT256等20余个医药中间体及阿拉泊韦、奥司他韦、缬沙坦、LNZL(利奈唑胺)、PRXT(帕罗西汀)、RVXB(利伐沙班)等6个医药原料药项目。

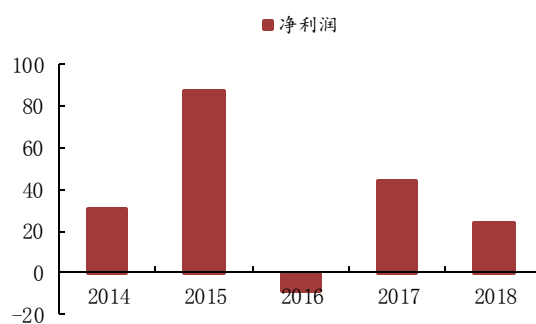
为拓宽公司未来发展空间,2019上半年成立全资子公司联化科技(临海)有限公司,并取得浙江头门港经济开发区700余亩土地,建设联化科技临海产业园。产业园将依托头门港开发区这个国家级医药中间体和原料药生产园区,立足国际高端医药市场,布局高端医药化工及先进新材料工艺研发、工程设计、商业化生产一体化产业基地。

图 11: 台州联化营业收入变化(单位: 百万)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 12: 台州联化净利润变化(单位: 百万)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

4.2 江口厂区定位技术孵化基地

根据投资者关系记录报告,公司对江口工厂的定位是技术孵化基地,大部分项目的研发小试、中试都会在江口工厂进行。联化科技江口厂区位于台州黄岩经济开发区江口化工园区,占地面积7.1万平方米(即106.5亩),是联化科技的总部所在地。江口工厂总共审批过6次项目,并已通过了FDA审计和EMA审计。根据台州联化项目环评报告,江口厂区目前已无发展空间,后续江口厂区的产品合成工序预计将逐步退出,在未来几年将台州联化打造成原料药和医药中间体生产基地。

表 9：江口工厂目前产品及规模

序号	产品	产能 (吨)	备注
1	齐多夫定	30	
2	6-BIMS	80	
3	SMPZ	150	
4	G2S78	80	
5	KV545	120	
6	TPE	30	
7	LN01	300 (600)	300 为折纯量，实际为 50%LN01 二甲苯溶液
8	LT222	400	
9	JE127	10	
10	MSER	15	
11	TMPCM	25	
12	LT025	150	
13	DFPA	100	
14	2, 6-DFBA	80	
15	LT026	300	
16	丁二酰亚胺	75	LN01 副产品

数据来源：项目环评，财通证券研究所

4.3 台州联化产能持续扩张，是未来业绩增长新动力

截至目前，台州联化共报备了六期项目：其中，台州联化首期年产300吨LT228、300吨LT968、150吨LT559等三个项目（2015年2月竣工验收）以及二期AMTB、TMEDA、MACC（2017年6月竣工验收）、LT822（2018年7月建成）产品目前都已正常生产。三期LT390等11个高级中间体项目于2016年9月底审批，目前（截至2019年10月），6个产品处于车间建设阶段，LT226、LT155、LT253、LT132、LT173等5个产品线已于2017年6月通过竣工验收，根据项目环评，全部产品完工后预计可实现销售收入13.51亿，利税总额3.43亿。四期阿拉泊韦、奥司他韦、缬沙坦、LNZL（利奈唑胺）、PRXT（帕罗西汀）、RVXB（利伐沙班）项目于2018年6月通过浙江省环保厅批复，根据项目环评，建成后预计实现收入7.56亿，利税总额9958万。五期台州联化年产300吨LT305等14个中间体技改项目于2018年12月通过台州市环保局批复，其中LT305、LT218、LT285、LT219、LT223、LT441、LT197等7个产品即将建设完成，根据项目环评，预计该项目全部建成后可实现收入11.79亿，利税总额2.7亿。此外，台州联化拟投资5亿实施六期项目，在川南厂区建设年产20吨维贝格龙中间体、300吨联苯胺四氮唑、50吨四氮十二烷、100吨氯亚三甲基氯

化铵、500吨甲氧苯硼酸、300吨丙氨苯降冰片烯、250吨氯酰胺苯甲醚、600吨二氯环醚、600吨LT822、1000吨LT228项目（同时淘汰现有500吨LT228和400吨LT822产品，腾出总量用于本次项目建设），本项目全部建成后预计实现年销售收入10亿，利税2.5亿。

截至2019年10月，台州联化实际已建工程占总用地面积的50%，未来仍具有充足的新项目建设空间。

表 10：台州联化六期项目产品概览

序号	生产车间	产品名称	批复产量 (吨)	18年产量 (吨)	备注一	备注二	备注三
1	多功能车间 1 (A1)	TMEDA	10	10.04	单独设备	已建	二期
2	多功能车间 2 (A2)	阿拉泊韦	10		共用设备	在建	四期
		奥司他韦	30			在建	四期
		LNZL	20			在建	四期
		PRXT	50			在建	四期
		RVXB	20			在建	四期
		MACC	20	20		已建	二期
		LT173	20	20.2	单独设备	已建	三期
		LT224	200		单独设备	在建	五期
		LT219	15		单独设备	在建	五期
		LT285	300		单独设备	在建	五期
		维贝格龙中间体 (格氏、还原、偶联、脱保护)	20		单独设备	拟建	六期
3	多功能车间 3 (A3)	LT254	10		单独设备	在建	三期
		LT390	20		单独设备	在建	三期
		LT506	20		单独设备	在建	三期
		LT412	30		共用设备	在建	五期
		LT307	150			在建	五期
		联苯胺四氮唑	300		单独设备	拟建	六期
		四氮十二烷	50		单独设备	拟建	六期
4	多功能车间 4 (A4)	LT332	30		单独设备	在建	三期
		LT256	50		单独设备	在建	三期
		LT218	30		单独设备	在建	五期
		LT305	300		单独设备	在建	五期

		LT306	20		共用设备	在建	五期
		LT268	170			在建	五期
		氯亚三甲基氯化铵	100		单独设备	拟建	六期
		甲氧苯硼酸	500		单独设备	拟建	六期
5	GMP 车间 1	缬沙坦	200		单独设备	在建	四期
		LT551	150		单独设备	在建	五期
		丙氨苯降冰片烯	300		单独设备	拟建	六期
6	A9	LT822 (氰化)	400	220.9	单独设备	已建	二期
7	A10	LT822(氢化、溴化)			单独设备	已建	二期
		LT559	150	150.1	单独设备	已建	一期
8	A11	LT968	300	300	单独设备	已建	一期
		氯酰胺苯甲醚	250		单独设备	拟建	六期
9	A13	AMTB	15	16.4	共用设备	已建	二期
		LT226	20			已建	三期
		LT155	10	10.2		已建	三期
		LT253	50	50.2		已建	三期
		LT241	15		共用设备	在建	五期
		LT197	100			单独设备	拟建
		维贝格龙中间体 (氧化、醛化、氨 化、保护基)	/		单独设备	拟建	六期
10	A14	LT132	150	150.3	单独设备	已建	三期
11	A15	LT228	500		单独设备	在建	三期
		LT228	300	300.1	单独设备	已建	一期
12	A25	二氯环醚	600		单独设备	拟建	六期
13	A26	LT228	1000		单独设备	拟建	六期
14	A27	LT441	250		单独设备	在建	五期
15	A28、A29	LT223	1000		单独设备	在建	五期
合计			8255	1248.44			

数据来源：各项目环评，财通证券研究所

注：六期项目完成后，现有LT822 替换成 600 吨，LT228 替换成 1000 吨

从生产车间来看，台州联化目前建有4个多功能车间、12个生产车间（含A12溶剂车间）、1个GMP车间（A21），另规划有A5-A8共4个生产车间。其中多功能车间采取模块化生产理念，按照不同的生产条件可以设置不同的独立的功能模块，能满足医药中间体小批量、多品种的生产要求；同时通过不同模块之间的灵活组合、搭配，可以满足不同的品种同时生产，有助于产能的充分释放。

台州联化是公司未来业绩增长的新动力。联化科技台州联化2018年实现营收5.6

亿,净利润2381万,盈利主要来自首期项目的三个产品以及二、三期的部分产品,未来待项目产能逐渐释放,公司业绩增长可期。

4.4 临海联化：临海产业园项目奠定公司未来长期发展空间

公司为充分发挥自身的资源优势,促进医药新技术产业化,成立子公司临海联化并在浙江省化学原料药基地临海园区新增土地700余亩(浙江头门港经济开发区),打造联化科技临海产业园项目。根据政府官网,该项目用地总面积705.48亩,投资总额约52亿元,建设周期约6年,建成达产后预计可实现年产值85亿元,年上缴税收6亿元。

目前,临海联化公示环评的第一批项目包括二酰胺酯(LT222)等在内的9个中间体产品,根据项目环评,项目总投资9.8亿,使用土地96.36亩,完成后预计可实现年销售收入20亿,利税6亿元。

表 11：临海联化第一批项目环评产品

序号	产品	产能(吨)	备注
1	LT222	800	二酰胺酯
2	LT204	500	甲氧苯硼酸
3	LT228	1000	
4	LT183	300	氨基噻吩酯
5	LT137	10000	邻氯苯腈
6	LT215	300	嘧啶醇酸
7	LT148	80	环丙甲基苯酚
8	LT276	100	环丙吡嗪醇
9	LT289	150	吡唑丙烯硫酯
合计		13230	

数据来源：项目环评，财通证券研究所

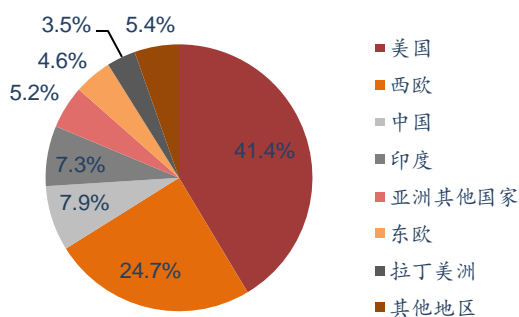
4.5 凭借原料、人工及技术优势，中国医药 CMO 正处快速发展期

医药CMO率先在海外兴起,中国企业起步较晚,因此在全球市场份额中占比较小。海外药企在激烈的市场竞争中为了降低成本,分散研发风险,产生了药品工艺开发和生产外包的需求,因此CMO行业率先在海外兴起。而中国CMO行业起步较晚,最初以接受国际订单为主,目前业务主要集中在化学医药中间体和原料药生产,根据Frost & Sullivan数据,2017年中国地区医药CMO企业市场份额占全球比重仅7.9%,其中66.1%的市场份额为美国(41.4%)和西欧(24.7%)的企业所占据。

医药CMO市场有望向中国转移,带动地区市场份额的快速增长。随着全球大量新

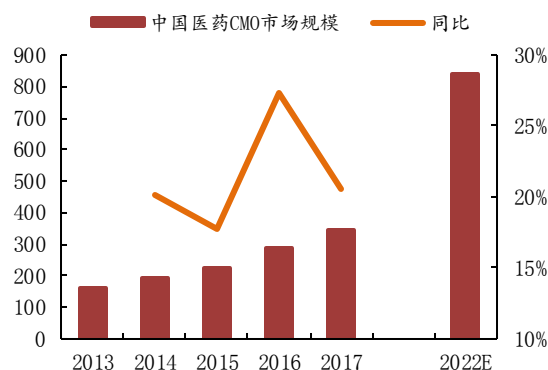
药专利期满，仿制药的上市、以及新药研发数量和医药研发支出呈不断上升的态势，为中国医药CMO市场带来广阔的增长空间。国内本土CMO企业凭借原料和低成本、工艺技术灵活等优势，导致国际CMO产业向中国逐渐转移，同时本土新药研发企业的兴起也有望扩大中国CMO市场份额。根据Frost & Sullivan数据，2018-2022年，中国CMO市场年复合增长率可达19.5%，预计行业规模在2022年将达到839.8亿。

图13：17年中国医药CMO企业市场份额占比较小



数据来源：财通证券研究所

图14：中国医药CMO市场规模（单位：亿）



数据来源：财通证券研究所

4.6 与全球医药巨头建立长期稳定的合作关系

定制生产服务(CMO)最主要的特点即是双方关系比较稳定，客户转移成本很大。近几年来公司医药业务毛利率稳定在30-40%之间，单个定制产品毛利率波动较小，其整体波动也主要来自于定制产品结构的调整。我们认为这主要得益于：1) 公司强劲的技术实力和高端客户开拓能力，2) 技术核心为公司产品带来了质量与成本的保障，3) 而高端客户的不断开拓则带来了高毛利产品结构的调整。公司经过多年努力，已经与国际上的几大医药巨头建立了战略合作关系。质量体系生产能力也获得了客户的认可，公司江口工厂与英国工厂均已通过FDA审计。公司目前销售的产品，已经覆盖到了对原研药物中有GMP要求的高级中间体。从国内看，只有少数几家顶级医药CDMO能够提供类似服务。公司已经成为诺华Novartis等数家国际医药大公司的战略供应商，与欧美同类公司进行同台竞争。我们认为随着台州联化高质量的GMP车间在未来投入运行，强大的硬件设施有望为公司争取更多优质医药项目，而公司也有望在全球医药CMO产能转移中成长为中国Lonza。

表 12：截至 2017 年底公司与医药业务核心客户签署合作协议情况

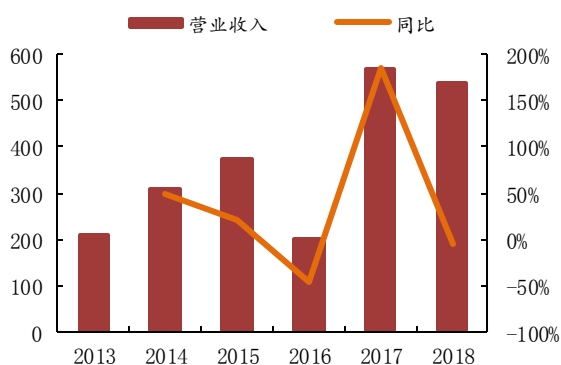
序号	客户名称	项目名称	到期时间
1	APIC	医药中间体	2021.08.10
2	Midas	医药原药	2027.03.01
3	Novartis	医药原药	2018.06.08
4	Novartis	医药原药	2018.11.16
5	Novartis	医药原药	2018.12.31
6	Novartis	医药原药	2019.01.25
7	Novartis	医药原药	2019.01.25

数据来源：债券评级报告，财通证券研究所

5、德州联化开启项目扩张计划

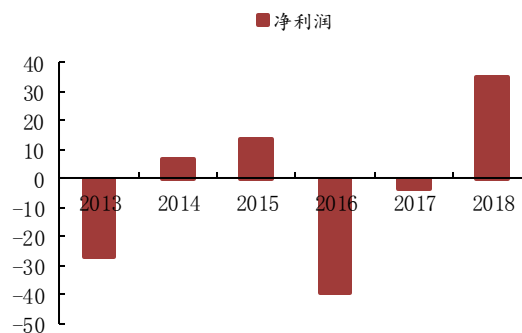
联化科技(德州)有限公司占地600余亩,专注于光气化下游产品的开发及生产,涉及医药中间体、农药中间体、农药原料药和其他精细化学品等多个领域,业务遍及国内及全球多个国家和地区,致力于为客户提供贯穿其产品整个生命周期的创新型一体化服务及技术解决方案。此外,德州联化于2019年7月入选山东省首批化工重点监控点名单。

图 15：德州联化营业收入（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 16：德州联化净利润（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

德州联化一期项目于2011年投产,该项目占地260亩,现有光气合成、对甲苯磺酰异氰酸酯、氯甲酸乙酯、硬脂酰氯、AKD粉、邻羟基苯腈(OHBN)、3,5-二氯苯基异氰酸酯、特戊酰氯(PC)、氯代特戊酰氯(CPC)及2-乙氧羰基氨基-3-甲基苯甲酸(LT3-1401)10套生产装置。

近期，德州基地正计划推进新一轮规模扩张，公示了三个项目的环境影响评价：

1) 联化科技(德州)有限公司二期精细化工生产项目，项目总投资15.1亿，占地360亩，项目拟建设18条生产线，生产MFBA、CPH、DF161、G2S78、SFT原药、GLZ原药、BFR、CFNBTC、MAT26、JG303、氨氧化系列产品联产6%氨水或氯化氨（氨氧化系列产品包括：2,6-DCBN、3,4-DCBN、OCBN、PCBN）、2,6-DFBN、2,6-DFBA、BIT、芳烃催化剂等。

2) 联化科技(德州)150吨TVNT及年产300吨PCA项目，占地1.6亩。

3) 联化科技(德州)有限公司4万吨/年光气及下游产品技改项目，技改项目依托现有光气车间、PTSI车间、ECF/硬脂酰氯车间、脂肪族酰氯车间、DCPI车间进行扩能或改造，将光气产能由2万吨扩能至4万吨，同时以扩能后的光气为原料生产下游光气化产品7.71万吨。

6、盈利预测及投资建议

6.1 关键假设

1) 农药业务：全球植保市场景气回升，预计2019-2021年公司农药业务收入增速分别为8.0%，20.0%和20.0%，毛利率分别为39.0%，38.5%和38.0%。

2) 医药业务：随订单逐步释放，预计2019-2021年公司医药业务收入增速分别为40.0%，35.0%和25.0%，毛利率分别为36.5%，37.0%和37.5%。

3) 功能化学品业务：德州联化等其他基地业务稳步增长，预计2019-2021年公司功能化学品业务收入增速分别为30.0%，10.0%和10.0%，毛利率分别为40.0%，40.5%和41.0%。

表 13：关键假设（单位：百万）

		2018	2019E	2020E	2021E
合计	总收入	4114	4712	5629	6662
	总成本	2977	2962	3539	4191
	毛利	1137	1750	2090	2470
	毛利率	28%	37%	37%	37%
农药	收入	2701	2917	3500	4200
	成本	1985	1779	2153	2604
	毛利	716	1138	1348	1596
	毛利率	27%	39%	39%	38%
医药	收入	494	692	934	1168
	成本	337	439	589	730
	毛利	158	253	346	438

	毛利率	32%	37%	37%	38%
功能化学品	收入	553	719	791	870
	成本	359	432	471	514
	毛利	195	288	320	357
	毛利率	35%	40%	41%	41%
贸易	收入	166	174	183	192
	成本	162	170	178	187
	毛利	4	4	5	5
	毛利率	2%	2%	2%	2%
其他	收入	200	210	220	231
	成本	135	142	149	157
	毛利	65	68	71	75
	毛利率	32%	32%	32%	32%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

6.2 可比公司估值及投资建议

选取农药领域具有代表性的扬农化工（菊酯和麦草畏）、长青股份（农药业务）、雅本化学（农药CMO）和医药领域具有代表性的博腾股份（医药CMO）、九州药业（医药CMO）、凯莱英（医药CMO）作为可比公司。

预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.9/6.0/7.1亿,对应PE分别为33/21/18倍,我们认为公司作为国内CMO龙头企业,研发实力强劲,客户皆为全球行业巨头,且后续具备充足发展空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率(PE)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
扬农化工	600486.SH	56.84	2.89	3.70	4.17	4.93	19.7	15.4	13.6	11.5
长青股份	002391.SZ	7.84	0.89	0.73	0.86	1.00	8.8	10.8	9.1	7.9
雅本化学	300261.SZ	4.04	0.17	0.17	0.29	0.38	24.2	24.1	14.1	10.7
博腾股份	300363.SZ	12.55	0.26	0.32	0.43	0.58	48.3	38.7	29.0	21.5
凯莱英	002821.SZ	127.00	1.88	2.46	3.24	4.23	67.6	51.7	39.2	30.0
九州药业	603456.SH	12.99	0.20	0.34	0.45	0.61	65.0	38.5	28.8	21.2
	最大值						67.6	51.7	39.2	30.0
	最小值						8.8	10.8	9.1	7.9
	平均数						38.9	29.9	22.3	17.1
	调整后平均						39.3	29.2	21.4	16.2

数据来源: Wind, 财通证券研究所

7、风险提示

- 1) **全球农化市场景气不及预期。**若全球农化行业回暖不及预期，农药乃至中间体的需求会受到影响，进而影响联化科技的订单数量和业绩。
- 2) **新项目推进不及预期。**公司未来新项目由于政府审批因素、环保因素、产能释放因素或重新规划等因素导致无法落地，公司产品订单释放将受到影响，进而影响公司盈利水平。
- 3) **环保及安全生产风险。**因环保及安全检查或事故影响公司连续生产的风险。
- 4) **响水基地复产不及预期。**江苏省对化工园区企业复产政策执行的不确定性。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,107	4,114	4,712	5,629	6,662	成长性					
减:营业成本	2,822	2,977	2,962	3,539	4,191	营业收入增长率	32.5%	0.2%	14.5%	19.5%	18.3%
营业税费	41	37	47	56	67	营业利润增长率	7.8%	-51.0%	335.3%	27.0%	18.9%
销售费用	45	55	75	73	87	净利润增长率	-23.7%	-81.4%	945.2%	52.7%	19.2%
管理费用	902	602	966	1,154	1,366	EBITDA 增长率	7.9%	4.5%	60.9%	18.6%	14.6%
财务费用	3	-23	63	71	78	EBIT 增长率	-3.5%	-3.5%	149.2%	25.6%	18.0%
资产减值损失	16	116	-	-	-	NOPLAT 增长率	-6.9%	-74.8%	789.3%	36.9%	18.0%
加:公允价值变动收益	-1	5	-	-	-	投资资本增长率	18.8%	10.8%	-4.0%	15.6%	-2.1%
投资和汇兑收益	-13	-75	-20	-	-	净资产增长率	28.3%	1.6%	7.2%	5.6%	6.3%
营业利润	272	133	579	735	874	利润率					
加:营业外净收支	-16	-41	-20	-10	-10	毛利率	31.3%	27.6%	37.1%	37.1%	37.1%
利润总额	256	92	559	725	864	营业利润率	6.6%	3.2%	12.3%	13.1%	13.1%
减:所得税	48	45	123	109	130	净利润率	4.9%	0.9%	8.3%	10.6%	10.7%
净利润	201	38	392	599	714	EBITDA/营业收入	15.6%	16.3%	22.8%	22.7%	21.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	6.5%	6.3%	13.6%	14.3%	14.3%
货币资金	1,147	1,114	1,644	848	1,297	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	268	289	261	229	205
应收账款	898	1,032	958	1,185	1,295	流动营业资本周转天数	74	94	88	88	85
应收票据	70	43	75	61	98	流动资产周转天数	237	303	296	249	221
预付账款	68	76	58	102	87	应收账款周转天数	68	84	76	69	67
存货	1,005	1,195	1,274	1,381	1,646	存货周转天数	81	96	94	85	82
其他流动资产	114	163	110	95	95	总资产周转天数	642	756	680	582	518
可供出售金融资产	1	1	-	-	-	投资资本周转天数	446	509	458	405	363
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	50	51	51	51	51	ROE	3.6%	0.7%	6.5%	9.4%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.4%	0.5%	4.7%	6.8%	7.2%
固定资产	3,250	3,357	3,479	3,673	3,930	ROIC	4.8%	1.0%	8.2%	11.7%	11.9%
在建工程	553	624	659	688	710	费用率					
无形资产	312	279	317	353	386	销售费用率	1.1%	1.3%	1.6%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	1,186	689	564	567	569	管理费用率	22.0%	14.6%	20.5%	20.5%	20.5%
资产总额	8,653	8,624	9,189	9,001	10,164	财务费用率	0.1%	-0.6%	1.3%	1.3%	1.2%
短期债务	19	1,040	800	700	600	三费/营业收入	23.1%	15.4%	23.4%	23.1%	23.0%
应付账款	793	571	918	537	1,189	偿债能力					
应付票据	235	137	235	199	308	资产负债率	34.8%	33.6%	33.2%	28.0%	32.2%
其他流动负债	332	1,077	377	284	378	负债权益比	53.5%	50.6%	49.7%	38.9%	47.5%
长期借款	932	-	200	500	500	流动比率	2.39	1.28	1.77	2.13	1.83
其他非流动负债	703	74	518	300	300	速动比率	1.67	0.86	1.22	1.33	1.16
负债总额	3,015	2,899	3,049	2,520	3,275	利息保障倍数	76.41	-11.19	10.23	11.33	12.25
少数股东权益	28	34	78	95	115	分红指标					
股本	926	926	924	924	924	DPS(元)	0.10	0.02	0.18	0.30	0.35
留存收益	4,890	4,913	5,138	5,462	5,849	分红比率	46.0%	49.3%	42.3%	45.9%	45.8%
股东权益	5,638	5,726	6,140	6,481	6,888	股息收益率	0.7%	0.1%	1.3%	2.2%	2.6%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	208	47	392	599	714	EPS(元)	0.22	0.04	0.42	0.65	0.77
加:折旧和摊销	373	411	434	470	511	BVPS(元)	6.07	6.16	6.56	6.91	7.33
资产减值准备	16	116	21	22	26	PE(X)	63.3	339.7	32.5	21.3	17.9
公允价值变动损失	1	-5	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
财务费用	17	-7	63	71	78	P/FCF	79.0	-26.8	33.3	-23.8	16.8
投资收益	13	75	20	-	-	P/S	3.1	3.1	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	6	9	44	17	21	EV/EBITDA	19.8	19.7	11.7	10.3	8.6
营运资金的变动	-521	306	561	-662	456	CAGR(%)	43.7%	150.0%	17.4%	43.7%	150.0%
经营活动产生现金流量	589	537	1,535	518	1,804	PEG	1.4	2.3	1.9	0.5	0.1
投资活动产生现金流量	-1,886	-299	-670	-750	-850	ROIC/WACC	0.5	0.1	0.8	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	2,028	-419	-335	-564	-505	REP	4.8	21.4	2.6	1.7	1.6

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。