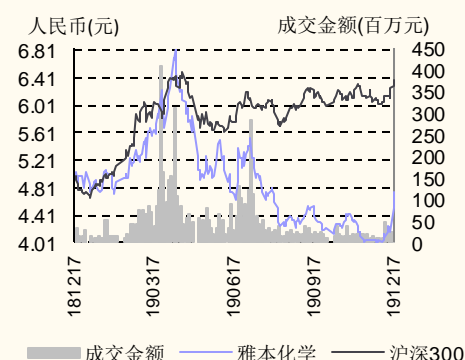


市场价格 (人民币): 4.74 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.63
已上市流通 A 股(亿股)	9.28
总市值(亿元)	45.66
年内股价最高最低(元)	4.74/4.01
沪深 300 指数	4042
创业板指	1802



相关报告

- 1.《经营发展快速回归正轨, 新项目建设有望持续推动企业发展-【国金...】》, 2019.10.25
- 2.《新项目布局强化医药业务, 合理把控复产节奏, 带动业绩逐步回升-...》, 2019.10.11
- 3.《下半年调整节奏挽损失, 长期发展潜力充足-【国金基化】雅本化学...》, 2019.8.21
- 4.《事故停产影响二季度生产, 后期调整生产节奏最大限度追赶业绩-【...】》, 2019.7.12
- 5.《如东基地恢复生产, 积极调整生产节奏减弱停产影响-【国金化工】...》, 2019.6.28

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

海外布局生产 CBD 业务, 拓宽公司未来的发展空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.114	0.167	0.097	0.219	0.242
每股净资产(元)	2.98	2.06	2.11	2.27	2.45
每股经营性现金流(元)	0.44	0.32	0.49	0.23	0.42
市盈率(倍)	77.15	30.83	48.87	21.65	19.58
净利润增长率(%)	351.52%	119.52%	-41.84%	125.79%	10.53%
净资产收益率(%)	3.83%	8.09%	4.60%	9.65%	9.88%
总股本(百万股)	642.21	963.31	963.31	963.31	963.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2019年12月17日, 公司发布公告全资子公司 ACL, 拟使用自有资金 300 万欧元与 Wundr 在马耳他合资设立公司, 从事大麻二酚 (CBD) 等管制药物的研发、生产和销售, 合资公司将在马耳他设立新的大麻提取、加工工厂用于生产医药级的高质量 CBD 产品。

分析

- **依托技术和资质认证基础, 推进医用大麻业务发展。**公司 2017 年以 2445.8 万欧元收购 ACL 公司布局海外原料药及化学品定制生产业务, 通过借助海外产品认证周期短的优势推进公司医药中间体业务发展。此次公司将借助 ACL 子公司良好的技术及药品认证基础与 Wundr 的医用大麻种植、加工技术相整合, 借助 Wundr 的渠道优势, 共同推进医用大麻的业务发展。根据合资协议, Wundr 将确保原料持续供销, Wundr 全资子公司 IUVO 从事将医用大麻的登记进口和分销至全德国的药房, ACL 将确保在项目的各个方面合规, 通过合作, 双方将互补布局医用原料供应-产品加工-产品销售的产业链条, 加速布局欧洲乃至全球市场。合资工厂建设期约为 10-12 个月, 有望在 2021 年为公司贡献业绩, 医用大麻业务产品盈利水平高, 通过新业务布局, 有望增厚公司业绩。
- **本土中间体业务稳步生产, 新建项目持续推进。**公司自如东基地复产以来, 公司稳步推进定制中间体产品生产, 经过 3 季度的开工快速修复, 公司 4 季度开工效率有望实现进一步的提升, 带动公司业绩的进一步修复; 同时公司募投项目以及上虞医药基地项目持续推进, 扩充公司的发展空间, 有望从农药、医药双领域推动公司业绩持续增长。

投资建议

- 上半年两基地意外停产影响公司正常生产, 但如东基地复产节奏良好, 原募投项目和上虞基地两大医药项目将为公司提供持续动能, 暂未考虑海外 CBD 业务带来的业绩增量, 保守预测 2019~2021 年公司 EPS 分别为 0.10/0.22/0.24 元, 目前股价对应 PE 分别为 49/22/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 海外政策变动风险; 合作进程不达预期风险; 产品终端销售风险; 原材供应波动风险; 盐城厂区复产不达预期风险; 环保治理影响公司项目建设风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	662	1,208	1,806	1,539	2,456	3,028	货币资金	102	928	595	532	869	1,086
增长率		82.6%	49.5%	-14.8%	59.6%	23.3%	应收款项	323	433	544	424	743	916
主营业务成本	-474	-890	-1,291	-1,114	-1,743	-2,175	存货	282	294	304	244	382	477
%销售收入	71.7%	73.7%	71.5%	72.4%	71.0%	71.8%	其他流动资产	67	49	186	173	202	225
毛利	187	318	515	425	713	853	流动资产	774	1,703	1,629	1,373	2,197	2,704
%销售收入	28.3%	26.3%	28.5%	27.6%	29.0%	28.2%	%总资产	40.8%	53.5%	44.8%	37.6%	47.1%	51.2%
营业税金及附加	-6	-10	-10	-6	-9	-11	长期投资	0	0	210	210	210	210
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	885	1,018	1,148	1,263	1,438	1,514
营业费用	-12	-20	-37	-25	-42	-51	%总资产	46.7%	32.0%	31.6%	34.6%	30.8%	28.7%
%销售收入	1.8%	1.6%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	195	278	571	678	697	725
管理费用	-139	-171	-247	-200	-344	-424	非流动资产	1,122	1,481	2,005	2,276	2,471	2,574
%销售收入	21.0%	14.2%	13.7%	13.0%	14.0%	14.0%	%总资产	59.2%	46.5%	55.2%	62.4%	52.9%	48.8%
息税前利润 (EBIT)	31	118	221	193	319	367	资产总计	1,895	3,184	3,634	3,650	4,667	5,278
%销售收入	4.7%	9.7%	12.2%	12.6%	13.0%	12.1%	短期借款	432	587	823	854	1,440	1,682
财务费用	-2	-34	-11	-51	-68	-90	应付款项	363	482	481	435	681	850
%销售收入	0.3%	2.8%	0.6%	3.3%	2.8%	3.0%	其他流动负债	11	15	32	36	47	51
资产减值损失	-13	-8	-13	0	0	0	流动负债	806	1,084	1,337	1,324	2,168	2,582
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0	长期贷款	30	109	140	140	140	140
投资收益	-1	0	6	0	0	0	其他长期负债	8	38	79	44	44	44
%税前利润	n.a	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	844	1,232	1,556	1,508	2,353	2,766
营业利润	16	78	223	142	251	277	普通股股东权益	1,011	1,911	1,987	2,032	2,185	2,360
%销售利润率	2.4%	6.4%	12.3%	9.3%	10.2%	9.2%	少数股东权益	41	42	92	110	130	152
营业外收支	3	0	-17	-20	3	3	负债股东权益合计	1,895	3,184	3,634	3,650	4,667	5,278
税前利润	18	78	206	122	254	280	比率分析						
利润率	2.8%	6.4%	11.4%	8.0%	10.3%	9.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	2	-3	-21	-11	-23	-25	每股指标						
所得税率	-8.9%	4.2%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.030	0.114	0.167	0.097	0.219	0.242
净利润	20	74	184	111	231	255	每股净资产	1.883	2.975	2.062	2.109	2.268	2.450
少数股东损益	4	1	24	18	20	22	每股经营现金净流	0.039	0.444	0.320	0.493	0.229	0.419
归属于母公司的净利润	16	73	161	93	211	233	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.060	0.060
净利率	2.4%	6.1%	8.9%	6.1%	8.6%	7.7%	回报率						
							净资产收益率	1.60%	3.83%	8.09%	4.60%	9.65%	9.88%
							总资产收益率	0.85%	2.30%	4.42%	2.56%	4.52%	4.42%
							投入资本收益率	2.21%	4.20%	6.43%	5.54%	7.37%	7.63%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.49%	82.57%	49.50%	-14.78%	59.61%	23.28%
							EBIT增长率	-65.17%	280.68%	87.93%	-12.46%	64.94%	15.06%
							净利润增长率	-73.53%	351.52%	119.52%	-41.84%	125.79%	10.53%
							总资产增长率	20.06%	68.00%	14.14%	0.42%	27.88%	13.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	145.3	103.2	90.4	90.0	100.0	100.0
							存货周转天数	184.7	118.1	84.6	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	159.3	96.6	61.0	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	447.8	277.7	206.9	241.0	169.6	138.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	34.22%	-11.87%	17.71%	21.56%	30.74%	29.28%
							EBIT利息保障倍数	14.1	3.5	19.2	3.8	4.7	4.1
							资产负债率	44.51%	38.68%	42.82%	41.32%	50.41%	52.41%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	20	74	184	111	231	255
少数股东损益	4	1	24	18	20	22
非现金支出	96	101	129	118	139	160
非经营收益	12	17	17	93	80	107
营运资金变动	-106	93	-22	151	-229	-118
经营活动现金净流	21	285	308	475	221	404
资本开支	-103	-165	-311	-418	-330	-260
投资	-33	-327	-436	0	0	0
其他	8	0	6	0	0	0
投资活动现金净流	-127	-492	-741	-418	-330	-260
股权募资	204	850	0	0	0	0
债权募资	-51	234	207	-7	587	241
其他	-24	-79	-274	-113	-141	-168
筹资活动现金净流	129	1,005	-66	-120	446	73
现金净流量	23	798	-499	-63	337	217

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	8
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.33	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-10	买入	6.81	N/A
2	2019-04-22	买入	6.24	N/A
3	2019-04-28	买入	5.94	N/A
4	2019-06-28	买入	5.38	N/A
5	2019-07-12	买入	5.02	N/A
6	2019-08-21	买入	4.46	N/A
7	2019-10-11	买入	4.19	N/A
8	2019-10-25	买入	4.41	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH