

医药业务加速，农化业务见底

增持（首次）

2019 年 10 月 07 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 肖雅博

执业证号：S0600519090001

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,114	4,287	5,398	6,494
同比（%）	0.2%	4.2%	25.9%	20.3%
归母净利润（百万元）	38	437	640	829
同比（%）	-81.4%	1063.3%	46.7%	29.5%
每股收益（元/股）	0.04	0.47	0.69	0.90
P/E（倍）	317.30	27.28	18.59	14.36

投资要点

■ **公司是一家专业从事定制加工的农药&医药中间体企业：**公司的业务包括农药、医药和功能化学品三大板块，认证周期长是农药、医药中间体定制加工的共同点。

■ **农药中间体业务基本见底：**公司涉足的农药品种主要是跨国公司非专利药或专利保护期即将过期的品种。FMC 是其最大的定制生产客户，杜邦、巴斯夫、先正达也是公司未来有望迎头赶上的重要定制客户。近年来，公司的农化业务受到苏北沿海化工园区综合整治的冲击。但值得注意的是，随着全国性的环保综合整治推进，公司的技术优势、环保优势正逐步转化为订单优势，公司在跨国公司采购体系中的影响力不降反升。同时，公司也在采取措施，如产能互为备份，以应对环保整治带来的综合影响。

■ **医药中间体业务加速发展：**公司的医药中间体产品涵盖抗真菌类药物、降血糖类药物、心血管类药物、抗肿瘤类药物、抗病毒类药物以及抗抑郁类药物中间体。经过数年的管线产品积累，公司已经有一系列产品处于商业化初期或即将放量的阶段。产品方面，公司也已经覆盖到对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体。收入方面，自 2016 年起，公司医药事业部已连续两年实现营业收入增长 50% 以上。

■ **公司的业务存在反转迹象。**国内的环保综合整治始于 2015 年底，从报表数据可见，公司在跨国公司农药中间体采购体系中的影响力不降反升，医药中间体业务收入端也实现了稳定快速的发展。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019~2021 年公司营业收入分别为 42.87 亿元、53.98 亿元、64.94 亿元，归母净利分别为 4.37 亿元、6.40 亿元、8.29 亿元，EPS 分别为 0.47 元、0.69 元、0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、19X、14X。考虑到目前公司农药业务处于底部，医药业务发展加速，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**响水基地关停的风险，农药需求低迷的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.89
一年最低/最高价	7.25/13.94
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	11557.82

基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	31.98
总股本(百万股)	923.88
流通 A 股(百万股)	896.65

相关研究

内容目录

1. 公司是农药&医药中间体定制企业.....	4
1.1. 股权结构简单	4
1.2. 医药业务加速，农药业务见底，经营拐点出现	5
2. 公司内部业务协同，外部环境优化	6
2.1. 医药中间体和农药中间体有共性也有差异性	6
2.2. 未来江苏联化将持续健康发展	7
2.2.1. 所在园区环保问题困扰江苏联化	7
2.2.2. 化工安全问题对江苏联化造成严重影响	8
2.2.3. 我们认为江苏联化未来将持续健康发展	8
3. 农药中间体业务基本见底	9
3.1. 跨国公司的整合带动农药原药供给集中度继续提升	10
3.2. 公司在跨国公司采购体系中的地位得到强化	10
3.3. 农药中间体业务的市场空间大	11
3.4. 临海基地奠定长期发展基础	12
4. 医药中间体业务加速发展	12
4.1. 中国迎来中国 CMO/CDMO 快速发展期	13
4.1.1. 医药外包主要包括合同研发（CRO）、定制生产（CMO）等	13
4.1.2. 中国的 CMO\CDMO 迎来发展契机	14
4.1.3. 公司医药业务集中在 CMO/CDMO 类业务	14
4.2. 公司已经进入有 GMP 要求的高级中间体	15
4.3. 公司切入的医药中间体品种有较好的成长性	16
4.3.1. 沙坦类中间体前景广阔	16
4.3.2. 其他的药物部署也可圈可点	17
4.4. 市场容量概算	18
5. 功能化学品发展平稳	19
6. 盈利预测与估值	19
7. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司的股权结构简单 (截至 2019 年 6 月 30 日)	4
图 2: 公司主营业务收入 (亿元)	5
图 3: 公司主要板块的毛利率 (%)	5
图 4: 公司研发投入占比 (%)	6
图 5: 公司医药中间体的收入年度增长率 (%)	6
图 6: 定制类中间体在农药收入中的占比 (%)	12
图 7: 联化科技的业务主要是 CMO\CDMO 类业务	15
图 8: 全球 CMO 的体量 (亿美元)	18
图 9: 国内 CMO 业务的体量 (亿元)	18
表 1: 定制生产的三个模式	7
表 2: 截至 2017 年底公司与核心客户签署合作协议情况	9
表 3: 联化主要基地概况	11
表 4: 截至 2017 年底公司与核心客户签署合作协议情况	13
表 5: CRO 和 CMO/CDMO 的特点	14
表 6: 不同阶段的产品数量汇总 (个)	15
表 7: 全球主要沙坦类药物原料药的需求 (单位: 亿美元)	16
表 8: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	20
表 9: 可比公司估值表 (参考 2019 年 9 月 30 日收盘价)	20

1. 公司是农药&医药中间体定制企业

联化科技（002250）总部位于浙江台州，是一家致力于从事医药和农药中间体等精细化学品的研究、开发和产业化生产的企业。

公司于2008年6月在深圳证券交易所上市，目前公司的业务范围主要集中在农药、医药和功能化学品三大板块，其中医药中间体以及农药中间体占主导位置。

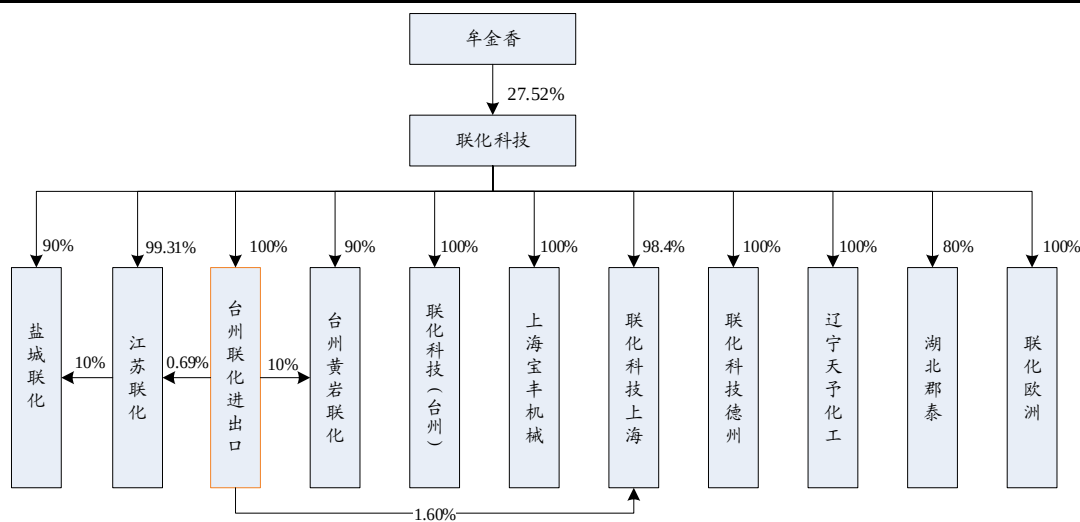
公司目前的主要经营模式为定制化加工。公司会与核心客户，主要为跨国公司，签订长期的框架合作协议，以进行特定产品的技术路线研发、产能建设，而投产后的产品全部销售给委托客户。一般而言，由于转换成本（产品质量、客户成本、技术外泄等）极高，这些跨国公司对定制生产商的选择十分慎重，而且定制客户双方会有较长的磨合期，农药中间体的定制从接洽到确立长期合作关系需要3~5年的时间，而医药中间体所需时间更长。

1.1. 股权结构简单

公司的实际控制人为牟金香女士，持股比例为27.52%。

牟金香女士自1998年公司改制设立浙江联化集团有限公司之后一直担任董事长一职。2016年8月，牟金香女士离任，其女王萍担任上市公司董事长。

图1：公司的股权结构简单（截至2019年6月30日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前有浙江台州、盐城响水、山东德州、湖北荆州、辽宁阜新、英国等五个生产基地，其中台州联化、江苏联化是公司的核心生产基地。台州基地侧重新产品的研发以及医药中间体生产和销售，江苏联化侧重农药中间体和染料中间体的生产和销售，德州基地、荆州基地、阜新基地主要为江苏基地和台州基地配套。此外，部分基地的产能

有一定程度的互为备份。

1.2. 医药业务加速，农药业务见底，经营拐点出现

从营收角度看，“十二五”期间是公司业务发展的黄金期。

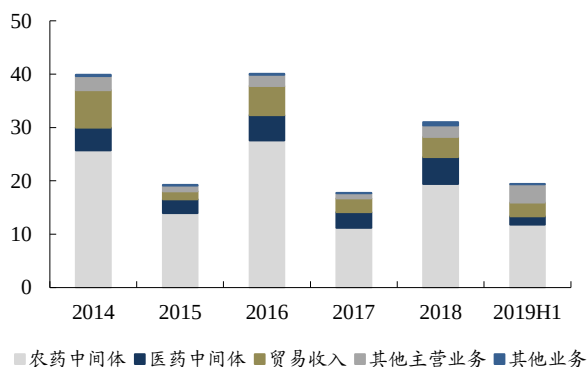
这段时间内，公司的农药中间体业务得到快速发展，年均增速高达 25.41%，但是在“十二五”末，国内相关产业无序发展势头严重，劣币驱逐良币效应导致公司的农药中间体业务的后劲稍显不足，增速趋缓。

进入“十三五”期间，中国政府开始推进供给侧改革和环保综合整治，公司自身顺利通过了严苛的政府主管部门的多轮核查，但是因为所在园区的企业水平良莠不齐，生产经营仍受到较大的冲击。

截止目前，江苏沿海化工园区的综合整治已经进入中后场，这场耗时逾四年的综合整治对于跨国公司、国内的政府主管部门以及相关企业都带来深远影响。我们认为目前农药中间体业务产能进行跨国转移并不现实，而跨国公司在国内开辟新的定制合作客户可能性不大，再加上合作双方对于供应的稳定性要求愈发严苛，因此公司在跨国公司的协作体系中的位置会进一步强化。

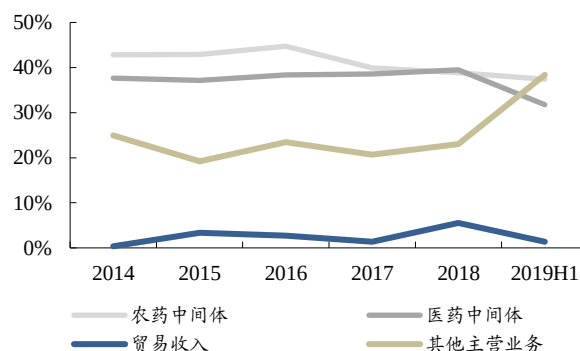
公司的医药中间体业务起步略晚于农药中间体业务，而且医药中间体业务的运营模式和农药中间体也差异较大，相关业务的推进一定程度上低于市场预期。不过，经过数年的管线产品积累，目前，公司的产品已经覆盖到对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体，收入也进入加速释放期。

图 2：公司主营业务收入（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 3：公司主要板块的毛利率（%）



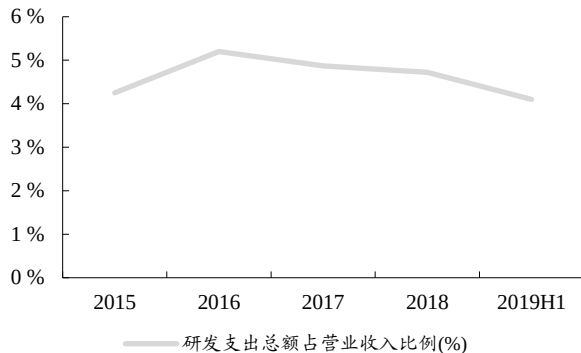
数据来源：wind、东吴证券研究所

产品毛利率方面，公司的农药中间体、医药中间体的毛利率一直稳定在 40% 左右。2015 年底，中国政府开始推进供给侧改革，导致行业格局发生变化，公司的生产经营因此受到一些挑战，但公司整体上依旧保持稳定运行且毛利率维持在较高的水平。

公司属于研发驱动型企业，公司的研发人员大约 580 人，占比约 10% 左右。研发费

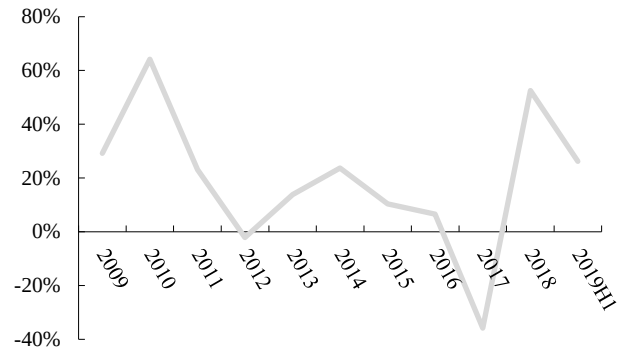
用投入一直保持在主营收入 4% 以上的水平，2015 年来研发费用率整体向上。

图 4：公司研发投入占比（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 5：公司医药中间体的收入年度增长率（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

2. 公司内部业务协同，外部环境优化

回顾联化科技上市后的发展，公司协同发展农药中间体和医药中间体，把握行业特点巩固头部客户，调整产品结构提高高附加值产品占比，合规生产经营，致力于成为全球领先的化学与技术解决方案提供商。

当前公司借鉴农药中间体发展经验和二者共性，加大医药业务投入，医药中间体业务发展加速；同时公司所在外部环境得以优化，子公司江苏联化有望持续健康发展。

2.1. 医药中间体和农药中间体有共性也有差异性

首先，农药和医药是集中度很高的行业，因此立足核心客户资源，以核心客户需求为导向是重要的致胜法宝。农药前六大公司占据行业约 70% 的市场份额，而医药前 20 大公司占据约 80% 的市场份额。目前，农药全球前五大公司均为公司的客户，并已成为其全球重要的战略供应商；公司也和多家医药前 20 大公司建立起广泛长期的合作关系。

其次，较强的客户快速响应能力是定制类业务的核心竞争力所在。无论是医药中间体，还是农药中间体，共同热点在于市场需求芜杂，产品迭代较快，工艺流程复杂，合成技术要求较高，产品多为小批量间歇方式生产。这就要求定制企业能够及时对产线进行技术改进、升级以迅速应对市场需求的变化，能够灵活调整产品结构以获得稳定的高额利润。不仅如此，不管是医药中间体，还是农药中间体，其产品又可以细分为新产品储备、新产品投放及重点产品生命周期延长。不同的产品侧重点略有差别，而这就需要企业对客户的产品进行分层管理。

再次，和客户共同研发、主动研发是强化定制类业务的黏性关键所在。早期的定制类产品主要是承接国际大型企业的外包业务，相关产品多为市场成熟产品以及专利即将过期产品。这种业务模式主要考核企业的产品品质、质量保证体系、工艺优化和技术创

新能力、对客户需求的快速响应能力以及对客户知识产权及技术秘密的保密意识等。简单来说，信任、合规、可靠和具有成本竞争优势是关键要素。目前，最新的发展趋势是和客户共同研发或者主动研发，而这种业务模式主要是针对市场导入期及即将上市的新产品。这也要求公司团队与客户团队在工艺研发、中试放大、生产设计方面紧密合作、共同创新，为客户提供最优化的解决方案。显然的，主动研发、共同研发会强化双方的相互支持和相互依赖，不断加强双方的合作关系。

表 1：定制生产的三个模式

比较内容	第一层次（小试阶段的定制生产）	第二层次（中试阶段的定制生产）	第三层次（大生产阶段的定制生产）
科研要求	强大的研发创新能力 持续工艺改进能力	较强的技术消化能力 较 强的技术改进能力	技术消化吸收能力
产品特点	新用途/新替代产品 客户开发/共同开发 专利申请起步阶段 市 场登记起步阶段	新用途/新替代产品 客 户已开发工艺路线 专利 已申请 市场登记进行阶 段	成熟产品 专利快过 期/已过期
市场优势	高附加值 产品生命周 期前期 共同分享高利 润回报	高附加值 产品生命周 期前期 共同分享高利润回 报	较强市场竞争优势 产品市场已形成

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

公司目前已经建立起多层次的研发平台。其中，上海技术中心和英国研发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；各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。

不过，值得注意的是，农药中间体和医药中间体业务也有一定的差异性。首先，农药的行业集中度比医药集中度高很多，对于农药而言，成本管控能力是最核心的竞争力；对于医药中间体而言，创新性更强，所以快速响应能力是其核心竞争力。其次，农药的定制验证周期相对较短，一般 3-5 年，而医药中间体的定制验证周期相对较长。最后，农药中间体不需要进行太复杂的资质认证，但是医药中间体业务必须先进行 GMP、FDA 认证等很多资质认证，属于典型的先投入、后产出的业务模式。这种业务模式反映到报表上，在发展初期的医药类资产 ROE 提升较慢。

2.2. 未来江苏联化将持续健康发展

2.2.1. 所在园区环保问题困扰江苏联化

由于特定的历史因素，中国的农药中间体产业无序发展严重，环境污染严重，而且相当一批农药原药合成企业不愿意在农药中间体领域进行研发投入，导致该产业是一个

典型的劣币驱逐良币的产业。

2015 年底，中国政府开始推进供给侧改革和环保综合整治，对环保不达标的化工企业进行停产整顿，公司自身经历了多轮环保督察，并且均顺利过关。但是，由于公司所在园区内的企业良莠不齐，公司的生产经营受到相关影响。

2018 年 4 月，央视《经济半小时》报道灌河口三个化工园区(燕尾港、堆沟港和陈家港)存在工业废水、化工废料非法偷排的环境污染问题。报道引发社会广泛关注，化工行业污染问题被推向风口浪尖。4 月 21 日，江苏省政府在连云港召开全省沿海化工园区专项整治工作会议，全面排查整治化工园区暗管偷排、倾倒危废等环境问题。

2018 年 5 月，根据盐城市政府相关部门对盐城市响水生态化工园区内所有化工企业全面停产排查整治环保问题的要求，公司子公司江苏联化和盐城联化临时停产。6 月底，公司向响水有关部门提交复产申请，并且顺利通过验收。

2.2.2. 化工安全问题对江苏联化造成严重影响

2019 年 3 月 21 日，响水县陈家港化工园区的天嘉宜工厂发生恶性爆炸事故，事故造成重大人员伤亡，园区内之江、华旭、台舍、联化、新安洲、力禾等多家企业受损严重，生产陷于瘫痪。

4 月 1 日，江苏省人民政府出台《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，提出比较激进的整治目标，或将彻底关闭响水化工园区。

4 月 8 日，江苏省委常委会召开会议，讨论《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》。会议认为，天嘉宜事件本质上是因为没有统筹兼顾好安全环保整治与产业转型的关系。会议强调，化工是重要基础性产业，也是江苏省的支柱产业。要历史全面辩证地看待化工产业，坚持实事求是、分类施策，系统推进江苏省化工产业整治提升工作。

按照江苏省《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》的安排，2019 年 9 月份进行验收总结，对达不到整治要求的化工园区要坚决落实退出机制，对达不到整治要求的化工企业坚决予以关停取缔。

同时，江苏省主管部门也明确要求，对经过整改符合安全环保标准要求的企业，要及时同意企业复产或者部分复产，并对高端优质的化工项目要依法依规给予支持。

2.2.3. 我们认为江苏联化未来将持续健康发展

江苏联化贡献了农化板块绝大部分收入和利润，公司虽然一直秉持合规运营，但过去几年来在环保督察过程中受所在园区企业良莠不齐的影响，生产经营受到一定影响。19 年 3 月更是受到天嘉宜事件影响，江苏联化一度关停。

但是，我们认为在经历天嘉宜事件之后，江苏省对苏北化工园区的环保安全督查力度更加强硬和理性。即对园区内不能通过检查的企业坚决关停整改，对陈家港可能取消

其化工园区的定位，对园区内个别优质企业以化工集中区的形式存在，从而客观上优化苏北化工园区的产业结构，公司的合规运营优势也将进一步得到彰显。

3. 农药中间体业务基本见底

公司的农药中间体产品主要有杀虫剂、除草剂和杀菌剂原料药及其中间体，涉足的品种主要是跨国公司专利保护期内、专利保护期即将过期的品种。

目前，公司和全球农药巨头，如巴斯夫、杜邦、先正达、拜耳、FMC、陶氏农化、等国际巨头都建立起了长期稳固的战略合作关系，其中 FMC 是公司最大的定制生产客户，江苏基地的广灭灵（异噁草松）、联苯菊酯、氟唑磺酰胺、唑草酮均为 FMC 的定制产品。根据公司与核心客户签署合作协议的情况，杜邦、巴斯夫、先正达等企业的合作也在快速发展，有望打开公司未来发展空间。

表 2：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
1	BASF	农药原药	2018.12.31
2	BASF	农药原药	2020.12.31
3	Bayer	农药中间体	2022.01.15
4	DOW Agro	农药中间体	2020.12.31
5	FMC	农药中间体	2019.12.31
6	FMC	农药中间体	2023.12.31
7	FMC	农药原药	2019.12.31
8	FMC	农药中间体	2023.12.31
9	FMC	农药中间体(共 8 个产品)	2023.12.31
10	FMC	农药原药	2026.07.27
11	蝶理	农药中间体	2018.08.07
12	杜邦	农药中间体	2018.05.31
13	杜邦	农药中间体	2018.12.31
14	杜邦	农药中间体	2019.02.28
15	杜邦	农药中间体	2019.12.31
16	杜邦	农药中间体	2020.05.29
17	杜邦	农药中间体	2020.07.01
18	杜邦	农药中间体	2021.07.31
19	杜邦	农药中间体	2031.05.20
20	杜邦	农药中间体	2035.10.18
21	日产化学	农药中间体	2027.08.31
22	先正达	农药中间体	2018.12.31
23	先正达	农药中间体	2019.12.31
24	先正达	农药中间体	2021.06.01
25	先正达	农药中间体	长期

数据来源：鹏元评级、东吴证券研究所

公司是国内最早涉足农药定制加工的企业，可谓是这个领域的先行者和领导者。从技术角度看，公司掌握连续氨氧化、光气化、卤化、氟化、加氢还原、环化合成、核苷类系列产品合成、格氏反应、铃木偶合、超低温反应、有机小分子催化、微通道反应技术、配体偶联催化剂应用技术、杂环合成极限条件反应、连续光气化反应技术和连续化管道反应器技术，而且这些技术均达到全球先进水平。

农药未来将逐步停止高毒、高残留的农药的生产和使用，转而大力发展低毒、高效、广谱、低残留的新型农药。这些农药多为含杂环农药中间体、含氟农药中间体和手性农药中间体，对于这一发展趋势，公司的拥有非常丰富的技术储备。

3.1. 跨国公司的整合带动农药原药供给集中度持续提升

农药是一个集中度很高的产业，经过几十年的激烈竞争和兼并重组，全球农药行业已经呈现典型的寡头竞争格局，以先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都和杜邦为代表的六大公司构成世界农药产业的第一集团。不过“十三五”期间新一轮的农药巨头的兼并整合又重新开始。

2017年6月，中国化工集团以430亿美元完成了对先正达的收购。

2017年8月，陶氏和杜邦农化业务合并，整合后的科迪华是全球最大的种子和农药公司，作为交易的一部分，FMC承接了杜邦剥离的一部分农化业务。

2018年6月，拜耳完成对孟山都的收购，收购以后拜耳继续作为存续公司名称，孟山的名称不再使用，但是孟山都的产品会保留其品牌名称，并成为拜耳产品组合的一部分。同时，作为交易的一部分，拜耳需要剥离部分种子和非选择性除草剂业务给巴斯夫。

2019年1月印度联磷完成对爱利思达的收购。

纽发姆、美国先锋以及颖泰生物(中国)等企业也都在这一轮农药整合中有所斩获。

全球六大农化巨头掌控行业格局的局面演化成新的四大农化巨头，新四大巨头主要由巴斯夫、陶氏杜邦、拜耳和先正达组成，占据行业约70%的份额。农化公司并购重组的直接带来了行业集中度进一步提升。公司一直奉行大客户战略，以客户需求为导向，目前已经在核心大客户的全球供应链体系中占据重要地位。

3.2. 公司在跨国公司采购体系中的地位得到强化

中国是全球最重要的农药集散地，提供了全球近6-7成的原药供给。基于历史因素，中国的农药原药产业集中度较低、产能过剩、环境污染严重。农药产业，尤其是农药中间体产业，存在劣币驱逐良币的现象。这给跨国公司制定合理的在华采购策略带来一些挑战。

2015年底，中国政府开始推进供给侧改革和环保综合整治。随着综合整治的深入，

国内一批不合规的农药中间体企业生产经营出现问题，其中有部分规模较大的农药原药企业出现恶性环保事件。

目前行业的症结在于中国的农药中间体产业集群优势明显，配套较为复杂，使得产业转移不可能一蹴而就。中国目前具有 600 多个原药品种的生产能力，常年生产 300 多个原药品种，涉及到的中间体大约有 800 多种。

同时，由于所在园区内的企业良莠不齐，公司的生产经营受到冲击。不过，这个正本清源的过程也使得公司过去的所得到跨国公司的认可，公司在跨国公司采购体系中的地位和重要性进一步强化。跨国公司制定在华农药采购策略时，原则上不会增加新的重点合作客户，而是针对已有的合作客户，对其环保治理水平以及所在园区的运营可靠性提出新的要求。

表 3：联化主要基地概况

相关企业	职能定位
江苏联化	农药中间体
盐城联化	农药中间体
台州联化	医药中间体及原料药
永恒化工	光气化产品
天予化工	氟化工
郡泰医药	氨氧化产品
上海	研发技术支持
黄岩总部	孵化基地，承担小试中试功能
江口工厂	医药中间体
英国工厂	医药、农药中间体

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

长期以来，联化科技一直在健康、环保和合规方面坚持规范运营。公司成立了专门的环保研究小组平台，在研发早期就对所有新项目与现有产品展开三废处理研究，确保所有新项目在建设前都有可靠的三废处理方案，并不断优化老产品三废处理方案。公司也一直在进行技术升级，公司的脂肪酰氯等光气化产品的技术路线三废排放明显低于行业平均水平。

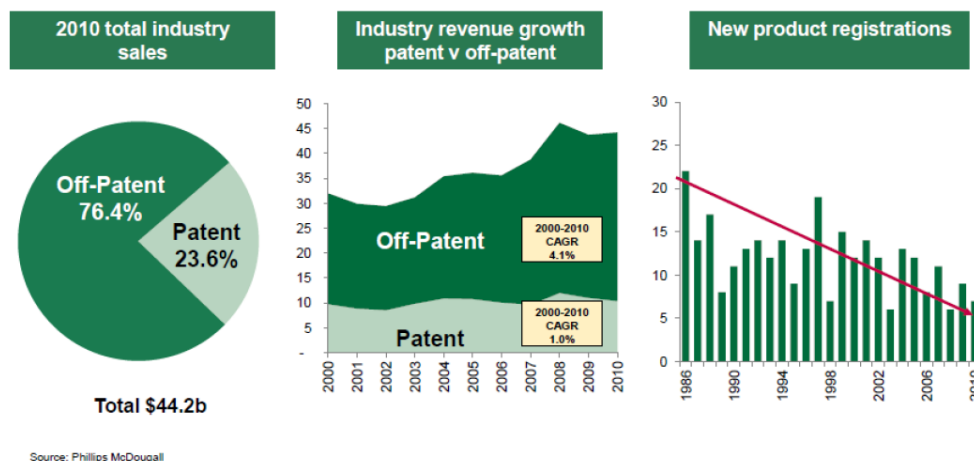
公司也注意到供给侧改革对公司的相关业务的利弊，并且采取切实措施对冲风险。公司的几个生产基地之间本来就有一定的上下游关系，因此公司也从供应链风险管理角度适度布局、未雨绸缪，较好缓解了江苏基地运转不畅带来的影响。

3.3. 农药中间体业务的市场空间大

根据 Phillips McDougall 的报告指出，2018 年全球作物保护销售（化学产品）预估为 565 亿美金，同比上升 4.2%；如果统计所有的农药市场（包括非作物保护市场），其销售额为 640.038 亿美金，同比上涨 4.1%。

专利保护期内的商品大约占 25%，以此推断，农药定制市场的总份额大约 140-160 亿美元。按照 5-10% 的市占率，公司的农药中间体业务的市场容量将有 50-100 亿元左右的空间。

图 6：定制类中间体在农药收入中的占比（%）



数据来源：Phillips McDougall，东吴证券研究所

3.4. 临海基地奠定长期发展基础

公司的医药中间体业务起步较早，但是前期发展较慢，主要还是源于医药中间体和农药中间体运营模式的差异。经过数年的管线产品积累，公司目前的产品已经覆盖到对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体，收入也进入加速释放期，2018 年度医药中间体板块的收入增速为 52.48%。

为应对江苏省沿海化工园区的综合整治，公司在临海生产基地建设产能进行一定程度的风险对冲。2019 年 7 月份，临海联化与临海市自然资源和规划局签约，竞拍得三类工业用地土地 700 余亩，用于公司未来的业务发展。按照浙江省科技厅网站的信息，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，临海基地的建设将为公司长期发展奠定基础。

4. 医药中间体业务加速发展

公司对医药中间体业务的定位是做客户可靠的、有成本竞争力的、提供 GMP 生产服务的合作对象。公司产品主要涵盖抗真菌类药物、降血糖类药物、心血管类药物、抗肿瘤类药物、抗病毒类药物以及抗抑郁类药物中间体。

与农药中间体业务不同，医药中间体业务以高投入强度为前提条件，并且合作客户的认证周期非常长。目前，公司已经有 4 个 GMP 车间完成验证并投入使用，一个 GMP

公斤级实验室已经完成建设并进行了高级中间体项目的验证生产。公司江口工厂和英国工厂均已通过 FDA 审计，产品方面，公司也已经覆盖到对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体。

公司已经和诺华建立了长期稳定的合作关系，同时公司也有产品已成功进入美国辉瑞、德国勃林格殷格翰制药等企业的供应体系，并且成为两家市场领先的医药客户的战略供应商。

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
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：鹏元评级、东吴证券研究所

4.1. 中国迎来中国 CMO/CDMO 快速发展期

4.1.1. 医药外包主要包括合同研发（CRO）、定制生产（CMO）等

药品合同生产组织（Contract Manufacture Organization, CMO），以合同外包的形式，基于工艺开发和优化，为客户提供药物化学、生产和质量控制的整套解决方案，主要侧重进行临床阶段和商业化阶段的工艺开发和生产，而其重点是要确保新药生产过程经济、稳定、质量可控。

传统的重资本型 CMO 企业仅为制药企业提供代工生产服务，随着制药企业对药品生产效率要求的不断提高，具有高技术服务输出能力的 CDMO 企业应运而生。CDMO 企业在为制药企业提供生产服务时可用自身技术对整个研发生产过程进行优化，不再单纯重复对方提供的生产工艺，以附加值较高的技术输出取代单一的产能输出。企业借助高技术附加值工艺优化能力与规模生产能力这两大优势，为制药企业提供高效率的定制生产服务。

CRO（合同研发外包）主要解决新药开发过程中的问题，主要侧重新化合物发现、临床前研究和临床研究服务等。

表 5: CRO 和 CMO/CDMO 的特点

	CRO	CMO/CDMO
服务内容	临床前药物研发和临床研究	药物生产工艺研发和批量化生产
产业链位置	研发为主，靠近上游	生产技术研发为主，靠近下游
准入条件	技术	技术、资本
未来趋势	行业内部整合，上下游睁着，互相渗透	

数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

CRO 与 CMO 企业在新药研发产业链上的分工不同：CRO 企业侧重于研发能力的发展，是技术密集型的医药外包企业。CMO/CDMO 企业则具有更高的准入门槛，高超的工艺技能与较大的资产规模皆是其占领行业市场的必备条件，是技术和资本密集型的医药外包企业。

4.1.2. 中国的 CMO\CDMO 迎来发展契机

在国内，随着国民生活水平的提高和对医疗保健需求的不断提升，我国已成为仅次于美国的全球第二大医药市场，是全球药品消费增速最快的地区之一。

目前全球 CMO/CDMO 市场仍主要集中在欧美等发达国家市场，但由于这些国家和地区的市场环保和安全生产方面要求严格，扩大产能面临严格、繁琐的行政审批，同时劳动力、环保成本高起，这已大大限制了欧美地区的产能扩张。

以中国为代表的亚太药品市场需求日益旺盛，在药品专利保护制度建设上逐步完善，在固有的成本效益优势的基础上，随着科研和制造实力的提升，全球 CMO/CDMO 市场从西方成熟市场向亚太新兴市场转移。

相比于其他大多数亚洲国家，中国在新技术开发、基础设施建设和供应链配套齐全、质量管理体系、知识产权保护等方面优势明显，因此预计未来在 CMO/CDMO 产业向亚太地区转移的浪潮中，中国企业将获得更多份额。

近年来，随着医药体制改革相关政策的逐步落地，国内的医药行业的生态体系也在发生深远变化。医保控费、一致性评价、两票制、4+7 药品带量采购等一系列医药政策的实施，都会直接利好公司这样的成本掌控力强、供货能力稳定的原料药及其中间体企业。

4.1.3. 公司医药业务集中在 CMO/CDMO 类业务

公司在 2016 年调整了医药中间体业务的统计口径，调整后的医药中间体的业务口径大致和其他公司的 CMO\CDMO 基本接近。

图 7：联化科技的业务主要是 CMO\CDMO 类业务



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

4.2. 公司已经进入有 GMP 要求的高级中间体

目前，医药行业的 CMO 主要分布于美国、欧洲、日本、中国和印度。基于对 GMP 体系（世卫组织指导食物、药品、医疗产品生产和质量管理的法规）完善程度的考量，原研药的 API 以及部分高级中间体的定制生产，仍主要集中于欧洲、美国和日本。

中国的 CMO 行业启动相对较晚，虽然在成本上有很大的优势，但是质量体系上，尤其是有 GMP 要求的原药以及高级中间体，还未能获得国际医药企业的认可。很长一段时间，国内的医药中间体定制服务只能集中在原料、中间体以及部分高级中间体的生产。

经过数年的管线产品积累，公司已经有一系列产品处于商业化初期或即将放量的阶段。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，而不是简单的中间体，而且公司已有数个医药中间体产品体量突破千万级别。

表 6：不同阶段的产品数量汇总（个）

		2016年	2017年	2018年
商业化阶段	商业化阶段	3	4	7
	临床三期	27	31	31
	其他临床阶段	38	41	45

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的 CMO 业务的统计口径在 2016 年进行过调整，从医药板块的收入增速看，自 2016 年起，公司医药事业部已连续两年实现营业收入增长 50% 以上。

目前，相关业务的毛利和凯莱英、药明康德等企业还有差距，但从业务方向看，公司是为数不多的已经覆盖到了对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体的企业；从收入体量看，公司已经成功进入了顶级医药 CMO “俱乐部”，成为数家国际医药大公司的战略供应商。

4.3. 公司切入的医药中间体品种有较好的成长性

公司目前的产品主要涵盖抗真菌类药物、降血糖类药物、心血管类药物、抗肿瘤类药物、抗病毒类药物以及抗抑郁类药物中间体。

4.3.1. 沙坦类中间体前景广阔

高血压是一种常见的心脑血管疾病，根据世界卫生组织发布的《2013 年高血压全球概要》显示，全球 25 岁以上的成年人中，有超过 1/3（即约 10 亿人）受到高血压的影响，同时高血压每年造成近 940 万人死于心血管疾病，另外还会加大肾衰竭和失明等疾病风险。

据内米网数据，2018 年我国成人高血压患病人数达 2.45 亿。高血压直接经济负担占我国卫生总费用的 6.6%。同时，高血压前期(139~120/89~80 毫米汞柱)患病率高达 4.35 亿人，相当于每 2 个成人中就有 1 人处于高血压前期。

沙坦类产品是一种新型的非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂，主要用于抗高血压药物治疗，作为目前抗高血压药物普利类（血管紧张素转化酶抑制剂）和地平类（钙拮抗剂）的替代品，市场需求快速增长。据数据统计，2015 年最大的沙坦类药物品种缬沙坦全年销售额达到 64.91 亿美元，其余主要沙坦年销售额也都在 10 亿美元以上。

表 7：全球主要沙坦类药物原料药的需求（单位：亿美元）

产品	2012	2013	2014	2015
缬沙坦	93.38	85.76	74.80	64.91
厄贝沙坦	29.23	24.54	18.4	17.06
氯沙坦钾	35.27	32.48	30.35	29.18
坎地沙坦酯	40.41	35.29	27.62	24.25
奥美沙坦酯	41.91	44.09	46.08	48.12
替米沙坦	31.68	31.52	30.48	27.11
合计	271.89	253.68	227.72	210.63

数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

公司邻氯苯甲腈为原料合成的 2-氟基-4-硝基联苯可以用于合成缬沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦、洛沙坦、氯沙坦、依普沙坦、替米沙坦等含有联苯结构的沙坦类药物，这些药物的销售额达 180 亿美元以上，占整个沙坦类药物的 70%以上。

缬沙坦是一种非肽类的血管紧张素 II 受体拮抗剂（ARB），由瑞士诺华公司原研，于 1996 年 12 月获得美国 FDA 批准，1997 年在美国上市。缬沙坦具有新一代血管紧张素 II AT1 受体拮抗剂的优点，与血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）药物相比，它竞争性地直接作用于 AT1 受体，使血管平滑肌松弛、血管扩张，改善心室及血管重塑；同时可提高肾血流灌注量，增加水、钠排泄，减少血容量，而使血压下降；降压作用可靠、安

全、副作用小；缬沙坦已获得美国 FDA 批准用于心衰的治疗，可显著降低房颤患者心力衰竭发生率和心脑血管事件等多种风险因素。

4.3.2. 其他的药物部署也可圈可点

除了缬沙坦外，公司还在开计划发展帕罗西汀、磷酸奥司他韦、利奈唑胺、利伐沙班等其他品类的医药原药。

帕罗西汀是一种选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂，通过抑制突触前膜对于 5-羟色胺的再摄取，增强了中枢神经系统中 5-羟色胺能的作用，从而发挥抗抑郁的效应。帕罗西汀 92 年上市，原研企业为葛兰素史克，主要用于治疗伴有焦虑症的抑郁症患者，也可用于原恐障碍、社交恐怖症以及强迫症的治疗。临床上常用的抗抑郁药分为三环类、SSRI 类、SNRI 类、NaSSA 类等。帕罗西汀属于 SSRI 类抗抑郁药。中国的抑郁症人群近亿，占总人口的 7.3%，然而就诊率少于 10%。预计到 2020 年，抑郁症将成为仅次于心血管病的第二大疾病；到 2030 年将上升为中国负担最大的疾病。根据米内网数据显示，2018 年在中国公立医疗机构终端盐酸帕罗西汀片销售额超过 10 亿元，同比增长 9.92%。随着抑郁症发病率的上升以及人们对于抑郁症认知的提高，抑郁药市场的预计将逐年增长。

阿拉泊韦(Debio-025 或 DEB025)是一种口服亲环素(cyclophilin)抑制剂，以宿主蛋白为靶点，具有强大的泛基因型抗丙型肝炎病毒(HCV)活性，可用于治疗丙型肝炎。诺华制药从 Debio 医药集团的一家瑞士独立生物医药公司拿到 DEB025 特许权。

磷酸奥司他韦的活性代谢产物是强效的选择性的流感病毒神经氨酸酶抑制剂，它能够通过人体代谢为神经氨酸酶抑制剂(NI)，从而抑制新的病毒颗粒形成，减少其在人体内的传播，缓解流感症状。磷酸奥司他韦是目前世界上唯一的口服神经氨酸酶抑制剂类药物，也是 WHO 唯一推荐用于治疗 H5N1 感染的药物。磷酸奥司他韦是 Gilead 开发的新药，后转给 Roche 联合开发，于 1996 年首次合成，并在 1998 年 2 月 26 日获得美国专利，次年 11 月首次在瑞典和美国上市。2016 年，奥司他韦样本医院销售额达到 2.205 亿元，已成为一线用药被推荐用于流感的预防与治疗。根据 PDB 样本医院数据，2018 年我国奥司他韦样本医院销售额达到 4.4 亿元，同比增长 47.4%，2013-2018 年复合增速高达 103.9%。逐步替代传统的金刚烷和金刚乙烷，具有良好的市场前景。

利奈唑胺是第一支应用于临床的人工合成的恶唑烷酮类抗生素，商品名为“斯沃”。利奈唑胺为细菌蛋白质合成抑制剂，作用于细菌核糖体 50S 亚基。与其它药物不同，利奈唑胺不影响肽基转移酶活性，只是作用于翻译系统的起始阶段，抑制 mRNA 与核糖体连接，阻止 70S 起始复合物的形成，从而抑制了细菌蛋白质的合成。该药物由辉瑞旗下的 Pharmacia 开发，2000 年 4 月获得美国 FDA 批准首次上市，用于治疗革兰阳性(G+)球菌引起的感染，包括由 MRSA 引起的疑似或确诊院内获得性肺炎(HAP)、社区获得性肺炎(CAP)、复杂性皮肤或皮肤软组织感染(SSTI)以及耐万古霉素肠球菌(VRE)感染。2001 年又在日本、法国、德国、意大利、西班牙和英国上市，于 2007 年在日本通过了用于治疗 MRSA 的申请。据重点城市公立医院数据，利奈唑胺 2018 年销售 6.42 亿元，

较上一年增长了 24.2%，2019 年第一季度 1.77 亿元。

利伐沙班是一种新型口服抗凝药，主要通过抑制凝血因子 Xa 的活性，进而减少凝血酶（凝血因子 IIa）生成发挥抗凝作用，不影响已生成的凝血酶活性。利伐沙班原研由拜耳/强生联合开发，强生负责美国市场，拜耳负责美国以外的全球其他市场，2011 年 7 月获得 FDA 批准。目前，利伐沙班已广泛用于静脉血栓栓塞性疾病的预防与治疗，以及非瓣膜性房颤的卒中预防。与同类药物华法林相比，利伐沙班具有起效迅速，疗效可预测，颅内出血发生率低，无需常规凝血监测和常规调整剂量等优势。从专利角度来说，利伐沙班原研化合物专利将于 2020 年到期。2018 年，利伐沙班全球销售额已超过 60 亿美元。

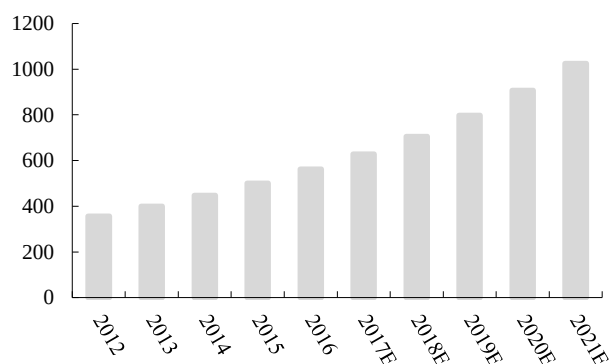
4.4. 市场容量概算

据内米网统计，全球医药市场规模大约 10000 亿美元，年均增速约 3~6%，如果按照中间体及原药产值占终端市场的 10~15% 计算，医药 CMO 全球潜在市场规模有 1000~1500 亿美元。

据 Business Insights 统计，2017 年，全球 CMO 市场规模为 628 亿美元，预计 2021 年达到 1025 亿美元的规模，大约占据制药企业年营业额的 11%。另外，过去传统的单一输出产能为主的 CMO 业务从正逐步向以附加值较高的技术输出为主的 CDMO 转型。

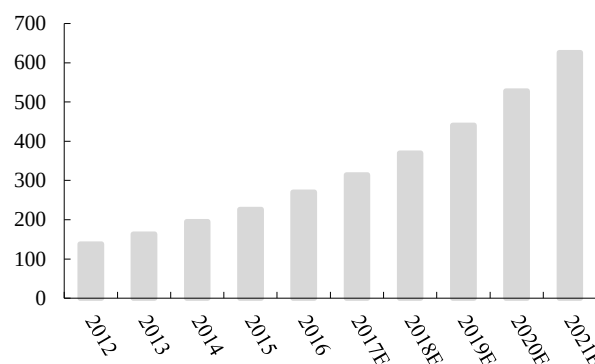
据南方所统计，2012 年至 2016 年期间，我国 CMO 行业规模由 138 亿元扩大至 270 亿元。预计未来五年，国内 CMO 行业仍将持续高速增长，预计 2021 年我国 CMO 的规模将上升至 626 亿元。

图 8：全球 CMO 的体量（亿美元）



数据来源：Business Insight、东吴证券研究所

图 9：国内 CMO 业务的体量（亿元）



数据来源：南方所、东吴证券研究所

若按照 5-10% 的市占率，我们认为联化科技未来的业务体量约在 30-60 亿元左右，具备一定的成长性。

5. 功能化学品发展平稳

公司目前涉足的功能化学品产品主要有工业杀菌剂、高性能颜料染料中间体、个人/家用护理品、新型显示材料中间体、电池化学品、造纸化学品。

公司的功能化学品主要依赖氨氧化、光气化和氟化技术。氨氧化技术衍生出来的重要的功能化学品主要有工业杀菌剂、高性能颜料染料中间体、聚氨酯用催化剂、聚合物引发剂、光引发剂材料、含酚聚合物材料、防腐涂料等。氟化技术衍生出来的重要的功能化学品主要有液晶显示材料、含氟光电材料等。光气化技术衍生出来的重要的功能化学品主要有防腐涂料、造纸化学品、新型日用化学品、个人/家用护理品和新材料。

进入材料只是第一步，最终公司还是希望在相关领域和国内外相关下游应用领域的领军企业建立战略合作关系，并结合自有的技术特长和生产资源，进一步开发和提供了多种具有竞争力提供关键原料和中间体，以求达到优势互补、共同成长的双赢局面。

从长期来看，公司希望通过整合自身发展和兼并等手段，进军产业链的中后端，实现从单纯的化学中间体制造商向配方活性物质供应商迈进，争取成为所选细分领域的解决方案提供商。

从收入方面，工业杀菌剂、个人、家用护理品以及工业用特种化学品是公司相关业务的主要收入来源。电池化学品、液晶和 OLED 显示材料是公司寄予厚望的潜在爆点领域。新型建材添加剂、防腐涂料、聚合物的添加剂和替代含酚聚合物材料单体是公司的重点布局方向。

6. 盈利预测与估值

核心假设：

医药业务板块：公司 2017 年通过 FDA 审计，商业化阶段产品 4 个；2018 年商业化阶段产品 7 个，临床 3 期阶段产品 31 个，其他临床阶段产品 45 个。考虑到公司医药产品储备丰富，预计未来三年每年商业化阶段产品增加 2~4 个。

盈利预测：我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 42.87 亿元、53.98 亿元、64.94 亿元，归母净利分别为 4.37 亿元、6.40 亿元、8.29 亿元，EPS 分别为 0.47 元、0.69 元、0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、19X、14X。考虑到目前公司农药业务处于底部，医药业务发展加速，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

		2018	2019E	2020E	2021E
医药	营业收入	494.27	691.97	899.56	1169.43
	毛利	157.55	242.19	314.85	409.30
农药	营业收入	2700.66	2565.62	3335.31	4002.37
	毛利	716.05	846.66	1167.36	1480.88
功能化学品	营业收入	553.28	663.94	796.72	956.07
	毛利	194.55	233.45	280.15	336.17
其他工业产品	营业收入	164.12	164.12	164.12	164.12
	毛利	194.55	233.45	280.15	336.17
贸易	营业收入	166.00	166.00	166.00	166.00
	毛利	4.15	4.15	4.15	4.15
其他业务	营业收入	35.80	35.80	35.80	35.80
	毛利	4.77	4.97	4.97	4.97

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

表 9: 可比公司估值表 (参考 2019 年 9 月 30 日收盘价)

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
联化科技	115.67	12.89	0.04	0.47	0.69	317.30	27.28	18.59	2.01
中旗股份	31.11	23.16	1.58	1.84	2.66	14.66	12.59	8.71	2.47
先达股份	29.37	26.03	2.24	2.75	3.76	11.62	9.47	6.92	1.96
海翔药业	110.88	6.88	0.37	0.63	0.95	18.59	10.92	7.24	2.04

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 风险提示

联化响水基地不能实现复产, 导致农化板块的收入低于预期。

农产品价格持续低迷, 带动农药需求低迷, 价格下行。

联化科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,623	3,961	5,766	5,899	营业收入	4,114	4,287	5,398	6,494
现金	1,114	1,726	2,172	2,614	减:营业成本	2,977	2,896	3,566	4,198
应收账款	1,032	947	1,544	1,453	营业税金及附加	37	40	50	60
存货	1,195	945	1,690	1,412	营业费用	55	52	69	81
其他流动资产	282	344	360	420	管理费用	602	514	648	779
非流动资产	5,001	4,802	5,419	5,932	财务费用	-23	50	10	12
长期股权投资	51	55	58	62	资产减值损失	116	121	153	184
固定资产	3,357	3,268	3,883	4,404	加:投资净收益	-75	-19	-26	-33
在建工程	624	519	547	568	其他收益	5	1	1	2
无形资产	279	270	242	209	营业利润	133	595	879	1,148
其他非流动资产	689	689	689	689	加:营业外净收支	-41	-26	-30	-32
资产总计	8,624	8,763	11,186	11,831	利润总额	92	570	848	1,116
流动负债	2,824	2,549	4,255	3,977	减:所得税费用	45	103	153	201
短期借款	1,040	1,097	2,656	2,090	少数股东损益	9	31	55	86
应付账款	571	488	816	719	归属母公司净利润	38	437	640	829
其他流动负债	1,214	964	783	1,168	EBIT	121	591	904	1,191
非流动负债	74	42	119	163	EBITDA	533	950	1,327	1,718
长期借款	0	-32	44	89					
其他非流动负债	74	74	74	74	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,899	2,591	4,374	4,140	每股收益(元)	0.04	0.47	0.69	0.90
少数股东权益	34	65	120	206	每股净资产(元)	6.16	6.61	7.24	8.10
					发行在外股份(百万股)	926	924	924	924
归属母公司股东权益	5,691	6,107	6,693	7,485	ROIC(%)	0.8%	6.7%	7.8%	10.0%
负债和股东权益	8,624	8,763	11,186	11,831	ROE(%)	0.8%	7.6%	10.2%	11.9%
					毛利率(%)	27.6%	32.5%	33.9%	35.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	0.9%	10.2%	11.9%	12.8%
经营活动现金流	537	1,464	-77	2,068	资产负债率(%)	33.6%	29.6%	39.1%	35.0%
投资活动现金流	-299	-178	-1,065	-1,072	收入增长率(%)	0.2%	4.2%	25.9%	20.3%
筹资活动现金流	-419	-675	1,589	-555	净利润增长率(%)	-81.4%	1063.3%	46.7%	29.5%
现金净增加额	-197	611	447	441	P/E	317.30	27.28	18.59	14.36
折旧和摊销	411	359	423	527	P/B	2.09	1.95	1.78	1.59
资本开支	684	-203	614	510	EV/EBITDA	23.59	11.98	9.53	6.86
营运资本变动	-192	570	-1,230	581					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>