

定制化生产龙头企业，有望扬帆起航

投资要点

- **公司是 CMO 行业龙头，研发实力雄厚，客户基础好。**公司是国内提供农药中间体和医药中间体的定制化生产企业，也生产部分农药、医药原料药和功能化学品。公司研发实力雄厚，截至 2018 年末，公司获得国内发明专利 52 项、实用新型专利 29 项，拥有欧洲发明专利 3 项、美国发明专利 3 项；另有 33 项发明专利正在申请中。农药和医药是集中度很高的行业，其中农药前 6 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。农药全球前 5 大公司均为公司的客户，联化科技已成为其全球重要的战略供应商。另外，联化科技与多家医药前 20 大公司建立了广泛长期的合作关系。
- **全球农药原药端进入新一轮整合，专利药仿制需求带来机会。**全球农药企业自 2017 年开始，进入了新一轮兼并整合浪潮：2017 年 8 月，陶氏和杜邦农化业务合并；2018 年 6 月，拜耳完成对孟山都的收购；2019 年 1 月，UPL 完成对爱丽思达的收购；2020 年 1 月，中国化工和中化集团筹划战略性重组。对于国内中间体企业来说，大多数国内企业规模较小，承接更高订单的生产能力不足，企业跟随客户的技术配套研发能力较弱，未来，客户的并购整合将会对中间体企业的配套能力提出更高要求，对联化科技这样的龙头企业有利。另外，多款农药原药专利到期，市场需求大幅提升，对公司也带来机会。
- **CMO/CDMO 行业仍在高速增长，公司医药中间体业务未来见好。**据 Business Insights 统计，2017 年，全球 CMO/CDMO 市场规模为 628 亿美元，预计将以 13% 的增速发展，2021 年达到 1025 亿美元规模公司医药事业部产品储备丰富，产品收入逐年递增，目前商业化阶段产品数量从 2016 年 3 个增加到 2018 年 7 个，而台州联化、临海联化两个基地未来产能逐步建成投产，公司有望受益于产能提升。
- **盈利预测与评级。**我们选取和公司一样进行 CMO/CDMO 业务的凯莱因、博腾股份为医药中间体业务可比公司，雅本化学为农药中间体业务可比公司。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.15 元、0.43 元、0.52 元，三年归母净利润复合增速 135%，根据可比公司估值水平，给予公司 2020 年 44 倍估值，对应目标价 18.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**安全环保风险，管理风险，贸易政策风险，下游需求疲软风险，汇率波动风险，商誉减值风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4114.13	4291.75	5172.59	5918.68
增长率	0.16%	4.32%	20.52%	14.42%
归属母公司净利润(百万元)	37.53	136.76	396.11	484.32
增长率	-81.36%	264.38%	189.64%	22.27%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.15	0.43	0.52
净资产收益率 ROE	0.82%	2.61%	7.13%	8.11%
PE	384	105	36	30
PB	2.53	2.47	2.32	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

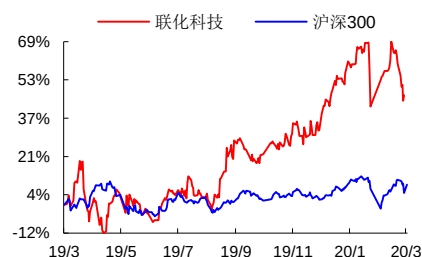
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.24
流通 A 股(亿股)	8.97
52 周内股价区间(元)	9.38-18.02
总市值(亿元)	144.03
总资产(亿元)	94.47
每股净资产(元)	6.48

相关研究

目 录

1 公司是精细化工品定制化生产企业.....	1
2 农药中间体业务分析：海外龙头整合，公司占据优势	4
2.1 农药原药端集中度提升，对中间体龙头企业有利	4
2.2 农药专利药到期，仿制企业需求增加	5
2.3 公司在农药中间体项目上持续投入	10
3 医药中间体业务分析：公司在医药及中间体上持续发力	13
3.1 CMO/CDMO 市场仍在高增长	13
3.2 公司医药事业部产品储备丰富，产品收入逐年递增	15
3.3 台州联化、临海联化未来将成为公司医药业务增长重点	17
3.4 收购英国子公司，促进业务发展	21
4 功能化学品业务 2019 年受益于产品价格上涨	21
5 盈利预测与估值	22
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年)	2
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年)	2
图 4: 公司营业收入变动	2
图 5: 公司归母净利润变动	2
图 6: 公司农药中间体收入及毛利率	3
图 7: 公司医药中间体收入及毛利率	3
图 8: 固定资产周转率对比 (单位: 次)	3
图 9: 公司研发费用及其占比	4
图 10: 研发投入占比对比 (单位: %)	4
图 11: 全球农化市场第一梯队三巨头 (2018 年业绩)	5
图 12: 江苏联化部分现场照片	11
图 13: 江苏联化历史业绩	11
图 14: 盐城联化部分现场照片	12
图 15: 江苏联化历史业绩	12
图 16: 德州联化历史业绩	13
图 17: 新药研发/生产外包服务产业链	14
图 18: 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性	15
图 19: 凯莱英商业化阶段业务收入	15
图 20: 台州联化历史业绩	20
图 21: 功能化学品板块历史业绩	21

表 目 录

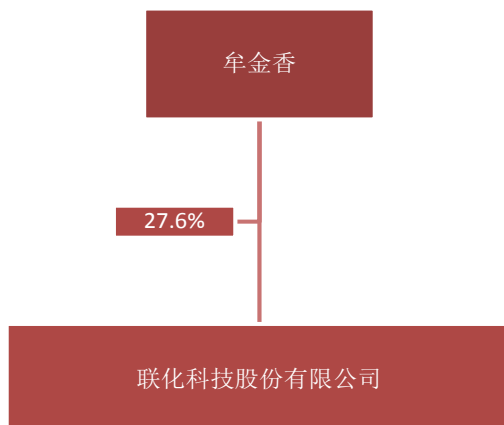
表 1: 公司主要控股参股公司	1
表 2: 2015-2020 年 28 个专利到期农药的专利概况	5
表 3: 19 个获得 SPC 保护的品种及 SPC 保护截止时间	8
表 4: 截止 2017 年底联化科技农药业务主要客户及签署合作协议情况	9
表 5: 江苏联化产能	10
表 6: 盐城联化产能	11
表 7: 联化科技不同阶段产品数量情况表 (单位: 个)	16
表 8: 联化科技不同阶段产品收入情况表 (单位: 万元)	16
表 9: 联化科技江口厂区产能	17
表 10: 台州联化技改后各车间产品情况	18
表 11: 联化科技临海厂区一期产能	20
表 12: 分业务收入及毛利率	22
表 13: 可比公司估值表	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司是精细化工品定制化生产企业

公司成立于 1985 年，2008 年 6 月在深交所上市，目前主营业务是精细化工品的定制化生产。

公司的控股股东和实际控制人为牟金香，其持有公司股份为 27.6%。

图 1：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

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。公司医药板块业务主要由台州联化承担，农药板块主要由盐城联化和江苏联化负责，精细与功能化学品主要是德州联化、辽宁天予化工有限公司与湖北郡泰医药化工有限公司贡献。农药板块与医药板块的经营模式主要为定制模式，即是为下游农化客户提供定制加工生产，客户主要为海外大型企业，外销比率较高；精细与功能化学品业务则为自制模式，产品主要依赖自身拓展销售。

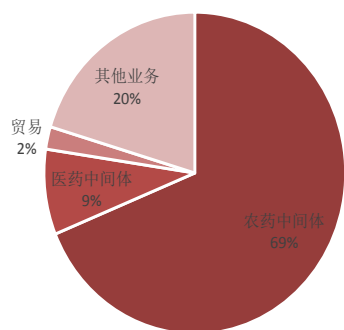
表 1：公司主要控股参股公司

公司	主要业务	19 年上半年营业收入（亿元）	19 年上半年净利润（万元）
江苏联化科技有限公司	农药、医药中间体	8.2	8602.5（受“321”事故影响）
联化科技（盐城）有限公司	农药、医药中间体	2.3	-1517.2（受“321”事故影响）
联化科技（台州）有限公司	精细化工中间体	3.4	5127.6
联化科技（德州）有限公司	光气系列产品	2.7	1446.5
湖北郡泰医药化工有限公司	氮氧化系列产品	2.6	10514.1
辽宁天予化工有限公司	氟化系列产品	0.8	-570.9
Lianhetechnology Holdco	农药、医药、功能化学品中间体	2017 年收购，形成商誉 6.3 亿	
联化科技（临海）有限公司		新设立，2.2 亿新拍土地 700 亩	

数据来源：公司公告，西南证券整理

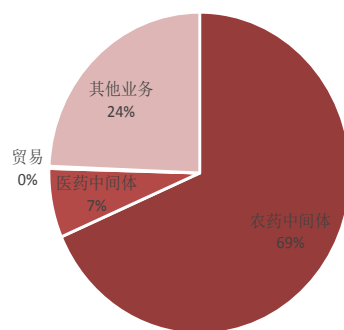
公司主营业务结构：从收入端来看，公司目前仍然主要以农药中间体定制化生产为主，2019 年上半年，农药中间体业务的收入和利润贡献占比均为 69%。

图 2：公司营业收入结构（2019 年上半年）



数据来源：wind，西南证券整理

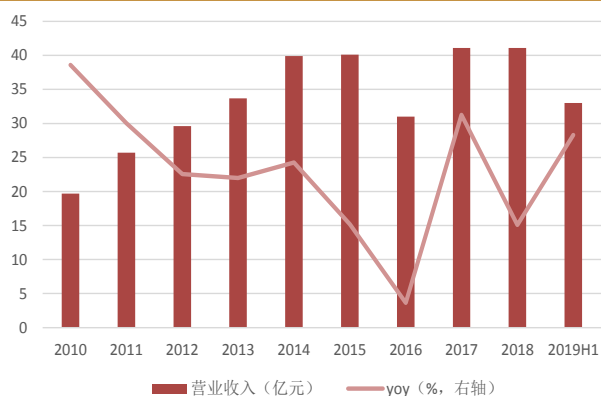
图 3：公司毛利结构（2019 年上半年）



数据来源：wind，西南证券整理

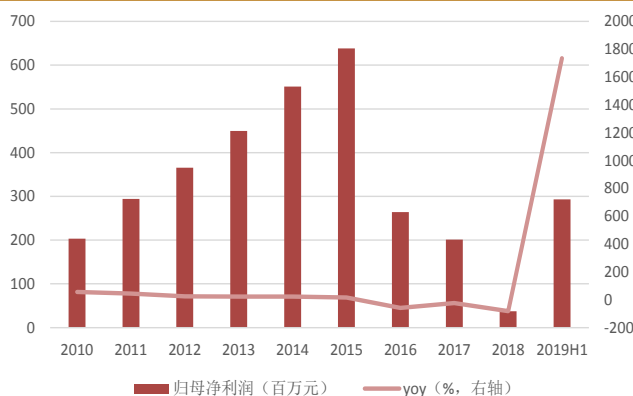
公司业绩情况：公司上市以后，从 2008 年到 2015 年，全球农药市场稳步发展，公司业绩也延续着高增长。2015 年开始，公司新上市了一些非定制化产品。2016 年 4 月 3 日，联化科技（德州）有限公司发生爆炸事故，继而停产整顿，造成精细与功能化学品业务板块收入下滑，全年亏损 3984 万元，公司计提德州联化 2398 万元商誉减值，同时，2016 年全球农药市场需求相对疲软，海外农化企业相继实施去库存战略，公司当年的营收和利润出现拐点，下滑明显。2017 年，公司推出大额股权激励计划，产生约 1.5 亿元管理费用，引入多位外籍高管管理费用端员工薪酬增长约 0.5 亿元，公司净利率下滑，利润下降。2018 年，由于公司两个子公司江苏联化和盐城联化所在的响水生态化工园区环保核查停产三个多月，以及计提商誉减值准备 9713.8 万元，公司当年业绩大幅下滑。2019 年，虽然出现黑天鹅事件，受到“321”爆炸事故的影响，两个子公司江苏联化和盐城联化停产，但是公司农化业务触底回升，医药业务继续增长。

图 4：公司营业收入变动



数据来源：wind，西南证券整理

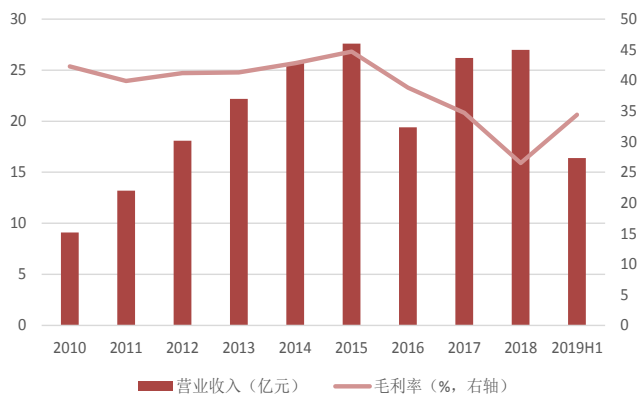
图 5：公司归母净利润变动



数据来源：wind，西南证券整理

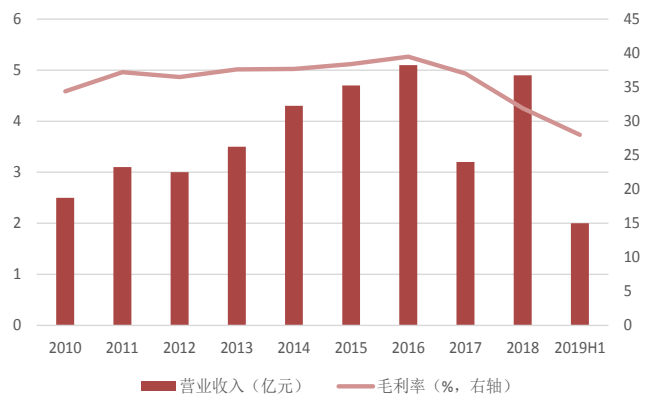
分业务来看，近 4 年多以来，公司的农药中间体业务收入增长速度受到国内安全、环保等因素以及海外下游景气周期的影响，收入端和毛利率端均有所波动。对于公司业绩产生了一定的波动影响。

图 6：公司农药中间体收入及毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

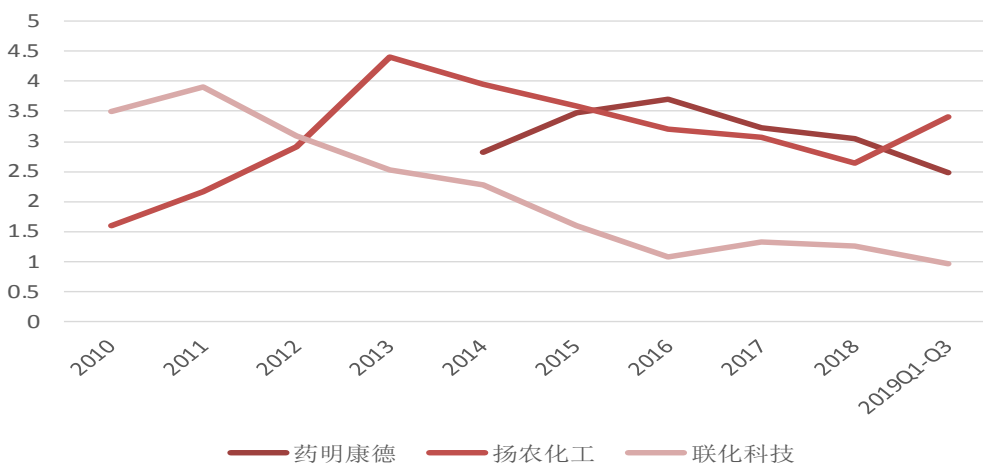
图 7：公司医药中间体收入及毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

周转率情况：公司业务的扩张依赖于固定资产的投资，我们对公司固定资产周转率进行考察。从同行的对比和公司历史周转率情况对比来看，公司目前固定资产资产周转率仍然较低，安全环保事故的影响相对较大。而公司未来仍然将会处于持续固定资产投资的阶段，我们认为公司固定资产周转率可能仍然将会低于 2。

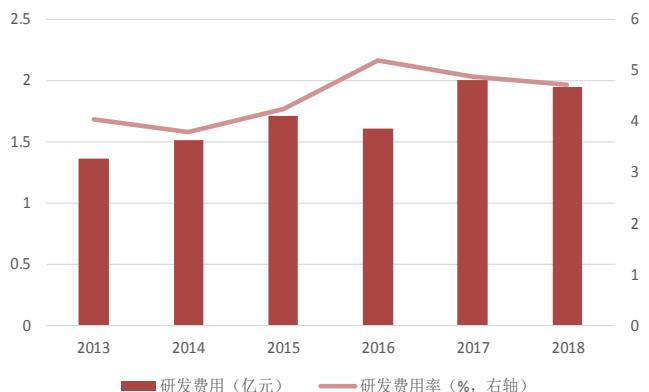
图 8：固定资产周转率对比（单位：次）



数据来源：wind，西南证券整理

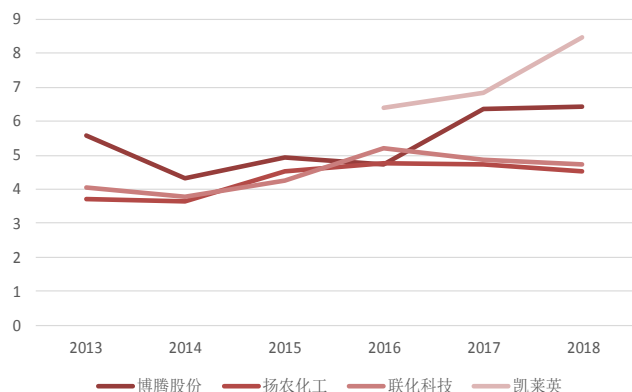
研发投入情况：公司目前一年研发投入大约为 2 亿元左右，占收入比例达 4% 以上，和农药行业平均水平相当，逊色于医药行业投入水平。公司在卤代芳烃催化氮氧化技术、有机小分子催化技术、微通道反应技术、配体偶联催化剂应用技术、连续光气化反应技术领域获得突破性进展。截至 2018 年 12 月末，公司获得国内发明专利 52 项、实用新型专利 29 项，拥有欧洲发明专利 3 项、美国发明专利 3 项；另有 33 项发明专利正在申请中。

图 9：公司研发费用及其占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：研发投入占比对比（单位：%）



数据来源：wind，西南证券整理

2 农药中间体业务分析：海外龙头整合，公司占据优势

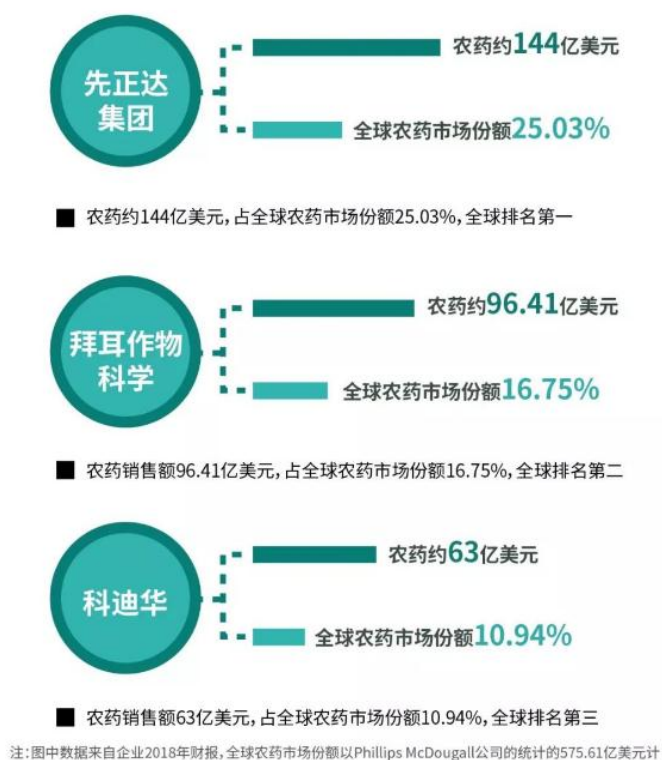
2.1 农药原药端集中度提升，对中间体龙头企业有利

全球农药企业自 2017 年开始，进入了新一轮兼并整合浪潮：2017 年 6 月，中国化工集团以 430 亿美元完成对先正达的收购；2017 年 8 月，陶氏和杜邦农化业务合并，整合后形成科迪华公司，FMC 承接杜邦剥离的部分农化业务；2018 年 6 月，拜耳完成对孟山都的收购，剥离部分种子和非选择性除草剂业务给巴斯夫；2019 年 1 月，UPL 完成对爱丽思达的收购，跻身世界第五；2020 年 1 月，中国化工和中化集团筹划战略性重组，涉及标的为安道麦、扬农化工、先正达等。目前，这一轮的兼并整合浪潮还未结束。

原药端的整合，主要的原因还是整个行业受到挑战的必然结果。近年来，全球范围内极端天气频繁，农产品价格和农资投入难成正比，企业出于生存压力和做大做强自身的发展需要，通过兼并整合保证自身竞争力。

对于国内中间体企业来说，大多数国内企业相对规模较小，承接更高订单的生产能力不足，同时研发投入不足，企业跟随客户的技术配套研发能力较弱，未来，客户的并购整合将会对中间体企业的配套能力提出更高要求，整体来看，对联化科技这样的龙头企业有利，有助于其市场份额的不断巩固提升。

图 11：全球农化市场第一梯队三巨头（2018 年业绩）



数据来源：中国农药网，西南证券整理

2.2 农药专利药到期，仿制企业需求增加

根据 Phillips McDougall 公司的研究，新农药的研发成本进一步增至 2.86 亿美元，成功上市 1 个新产品，平均要筛选 16 万个化合物。从全球范围而言，专利农药的市场份额在下降，这已经成为不争的事实。据 Kleffmann 公司的最新统计数据，2014 年，专利农药在全球市场所占份额为 22%。在 2020 年之前，全球非专利农药每年将增长 1%~2%。显然，全球专利农药的疆域在收缩，这主要由于农药创制的难度不断加大所致。在这样的市场背景下，专利过期农药就愈加受到关注。

在 2015—2020 年间，共有 28 个农药的化合物专利到期。其中包括 12 个杀菌剂、5 个杀虫剂、10 个除草剂和 1 个安全剂。在这些农药中，已有多个产品需求较大，如氟苯虫酰胺、氟啉菌酯、恶唑酰草胺、五氟磺草胺、螺虫乙酯和唑啉草酯等。

表 2：2015-2020 年 28 个专利到期农药的专利概况

通用名	上市时间	产品类型	专利权所属公司	专利	到期日
amisulbrom	2008	杀菌剂	日产化学工业株式会社	WO9921851	2018-10-23
				EP1031571	
				US6350748	2018-10-23
				CN1158278C	2018-10-22
benthiavalicarb	2004	杀菌剂	组合化学工业株式会社	EP0775696	2015-5-22

通用名	上市时间	产品类型	专利权所属公司	专利	到期日
				WO9604252	
				US5789428	2015-8-4
				CN1067060C	2015-5-22
cyflufenamid	2003	杀菌剂	日本曹达株式会社	EP0805148	2015-12-17
				WO9619442	
				US5847005	2015-12-18
				CN1070845C	2015-12-17
cyprosulfamide	2008	安全剂	拜耳作物科学公司	EP1019368	2018-9-23
				US6251827	2018-9-25
				CN100413848C	2018-9-25
fentrazamide	2000	除草剂	拜耳作物科学公司	EP0612735	2014-2-13
				US5362704	2014-2-24
				US6521568	2014-2-24
fenpyrazamine	2012	杀菌剂	住友化学工业株式会社	WO0128330	2020-10-12
				EP1222856	
				US6521568	2020-10-13
flubendiamide	2007	杀虫剂	日本农药株式会社	EP1006107	2019-11-23
				US6603044	2019-11-24
				CN1328246C	2019-11-24
flucetosulfuron	2004	除草剂	LG 生命科学公司	WO0230921	2020-10-11
				EP1334099	
				US6806229	2020-10-12
				CN1172931C	2020-10-11
fluopocplide	2006	杀菌剂	拜耳作物科学公司	WO9942447	2019-2-15
				EP1056723	
				US6503933	2019-2-16
				CN1132816C	2019-2-15
fluoxastrobin	2004	杀菌剂	拜耳作物科学公司	EP0882043	2017-1-14
				WO9727189	
				US6407233	2017-1-15
				CN1072223C	2017-1-14
foramsulfuron	2001	除草剂	拜耳作物科学公司	EP0757679	2015-4-11
				WO9529899	
				US5922646	2015-4-27
				CN1066140C	2015-4-11
				CN1205192C	
metalaxyl-M	1996	杀菌剂	先正达公司	WO9601559	2015-6-29
				EP0769900	
				US6228884	2018-5-8

通用名	上市时间	产品类型	专利权所属公司	专利	到期日
				CN1098032C	2015-6-29
metamifop	2008	除草剂	韩国东部韩农林式会社	WO0005956 EP1100332	2019-7-23
				US6486098	2019-7-24
				CN1141876C	2019-7-23
metofluthrin	2004	杀虫剂	住友化学工业株式会社	EP0939073	2019-2-23
				US6225495	2019-2-24
				CN1151116C	2019-2-23
metrafenone	2004	杀菌剂	巴斯夫公司	EP0897904	2018-8-17
				US5945567	2017-8-20
				CN1147456C	2018-8-19
orthosulfamuron	2007	除草剂	意大利意赛格公司	WO9840361 EP0971902	2018-3-8
				US6329323	2018-3-8
				CN1203064C CN1129585C	2018-3-8
penoxsulam	2004	除草剂	陶氏益农公司	WO9813367 EP0877745	2017-9-22
				US5858924	2017-9-23
				CN1092195C CN1159297C	2017-9-22
penthiopyrad	2009	杀菌剂	三井化学株式会社	EP0737682	2016-4-2
				US5747518	2016-4-3
				CN1061657C	2016-4-10
pinoxaden	2006	除草剂	先正达公司	WO9947525 EP1062217	2019-3-10
				US6410480	2019-3-11
				CN1185234C	2019-3-10
prothioconazole	2004	杀菌剂	拜耳作物科学公司	WO9616048 EP093657	2015-11-7
				US5789430	2015-11-8
				CN1058712C CN1060473C	2015-11-7
pyridalyl	2004	杀虫剂	住友化学工业株式会社	EP0785923 WO9611909	2015-10-11
				US6376428	2015-10-12
				CN1088061C CN1217933C	2015-10-11
pyrifluquinazon	2010	杀虫剂	日本农药株式会社	EP1097932	2020-11-1

通用名	上市时间	产品类型	专利权所属公司	专利	到期日
				US6455535	2020-11-1
				CN103288754B	2020-11-1
				CN1666983B CN1302801B	
spirotetramat	2008	杀虫剂	拜耳作物科学公司	WO9805638 EP0915846	2017-7-22
				US6255342	2017-7-23
				CN1240679C CN100339352C	2017-7-22
tembotrione	2007	除草剂	拜耳作物科学公司	WO0021924 EP1117639	2019-9-8
				US6376429	2019-10-7
				CN1269800C	2019-9-8
thiencarbazone	2009	除草剂	拜耳作物科学公司	WO0105788 EP1200426	2020-7-3
				US6964939	2020-7-4
				CN1158280C	2020-7-3
topramezone	2006	除草剂	巴斯夫公司	WO9831681 EP0958291	2018-1-7
				US7608564	2018-1-8
				CN1117750C	2018-1-7
valifenalate	2008	杀菌剂	意大利意赛格公司	EP1028125	2019-11-23
				US6448228	2019-11-29

数据来源：中国农药网，西南证券整理

这些产品的化合物专利都将于 2020 年前期满。但其中有 19 个农药的欧洲专利因获得了 SPCs(补充保护证书)，所以保护期获得了延长。

表 3：19 个获得 SPC 保护的品种及 SPC 保护截止时间

有效成分（中文通用名）	英文名	开发公司	欧洲专利到期时间	SPC 最长保护截止时间
吡唑磺菌胺	amisulbrom	日产化学工业株式会社	2018-10-22	2022-9-28
环氟菌胺	cyflufenamid	日本曹达株式会社	2015-12-17	2020-4-26
	cyprosulfamide	拜耳作物科学公司	2018-9-23	2023-9-23
	fenpyrazamine	住友化学工业株式会社	2020-10-12	2024-4-22
氟苯虫酰胺	flubendiamide	日本农药株式会社	2019-11-23	尚未批准
氟吡菌胺	fluopicolide	拜耳作物科学公司	2019-2-15	2020-11-22
氟啉菌酯	fluoxastrobin	拜耳作物科学公司	2017-1-14	2019-8-16
甲酰氨基磺隆	foramsulfuron	拜耳作物科学公司	2015-4-11	2018-6-24
噻苯胺磺隆	orthosulfamuron	意大利意赛格公司	2018-3-8	2023-2-19
五氟磺草胺	penoxsulam	陶氏益农公司	2017-9-22	2022-9-24

有效成分 (中文通用名)	英文名	开发公司	欧洲专利到期时间	SPC 最长保护截止时间
吡噻菌胺	penthiopyrad	三井化学株式会社	2016-4-2	2021-4-3
唑啉草酯	pinoxaden	先正达公司	2019-3-10	2020-9-20
丙硫菌唑	prothioconazole	拜耳作物科学公司	2015-11-7	2019-4-7
吡唑醚菌酯	pyraclostrobin	巴斯夫公司	2015-6-20	2016-10-22
三氟甲吡醚	pyridalyl	住友化学工业株式会社	2015-10-11	2020-10-11
螺虫乙酯	spirotetramat	拜耳作物科学公司	2017-7-22	2022-7-22
	tembotrione	拜耳作物科学公司	2019-9-8	2024-1-27
噻酮磺隆	thiencarbazone	拜耳作物科学公司	2020-7-3	2023-6-26
苯唑草酮	topramezone	巴斯夫公司	2018-1-7	2020-11-16

数据来源：公司公告，西南证券整理

专利药的专利到期后，原研企业仍然通过下游渠道布局，把握主要的销售市场，而新进入者企业将出现，产品价格下降，产品销量大幅增加，相对应的代加工环节的需求将会提升。对于联化科技这样的定制化生产的农药中间体龙头企业而言，具备明显的研发、生产优势，将会受益。

表 4：截止 2017 年底联化科技农药业务主要客户及签署合作协议情况

序号	客户	项目名称	协议到期日期
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	2022-1-15
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 9 个产品)	2023-12-31
10	FMC	农药原药体	2026-7-27
11	蝶理	农药中间体	2019-8-7
12	杜邦	农药中间体	2018-5-31
13	杜邦	农药中间体	2018-12-31
14	杜邦	农药中间体	2019-2-28
15	杜邦	农药中间体	2018-12-31
16	杜邦	农药中间体	2020-5-29
17	杜邦	农药中间体	2020-7-1
18	杜邦	农药中间体	2021-7-31
19	杜邦	农药中间体	2031-5-20
20	杜邦	农药中间体	2035-10-18
21	日产化学	农药中间体	2018-12-31
22	先正达	农药中间体	2018-12-31

序号	客户	项目名称	协议到期日期
23	先正达	农药中间体	2019-12-31
24	先正达	农药中间体	2021-6-1
25	先正达	农药中间体	长期

数据来源：公司债券年度评级报告，西南证券整理

2.3 公司在农药中间体项目上持续投入

公司的农药中间体产能主要集中在江苏联化和盐城联化，未来，公司在德州联化将会扩增产能。

江苏联化建于 2003 年，位于响水生态化工园区，占地 360 亩，生产 24 个品种的产品。截至 2019 年上半年，江苏联化总资产 21.0 亿，净资产 15.4 亿，在建工程 2.4 亿元。

表 5：江苏联化产能

序号	产品	产能 (吨/年)
1	联苯菊酯	1500
2	广灭灵	1500
3	氟磺胺草醚	200
4	2-氟基-4-硝基苯胺	1500
5	2-氨基-5-硝基苯酚	600
6	索酚磺酰胺	2500
7	CDMOH	3100
8	XDE	600
9	TACSIFUN	200
10	CAF	300
11	邻氯苯甲腈	10000
12	FM	50
13	MAT28	300
14	MTF	200
15	FL222	500
16	FL923	500
17	LT226	300
18	ATA	200
19	SF105	150
20	LT350	1300
21	MAT26	250
22	DBEDA	150
23	CLDMBA	650
24	邻氯苯甲腈	5000

数据来源：江苏联化科技有限公司复产整治及评估报告，西南证券整理

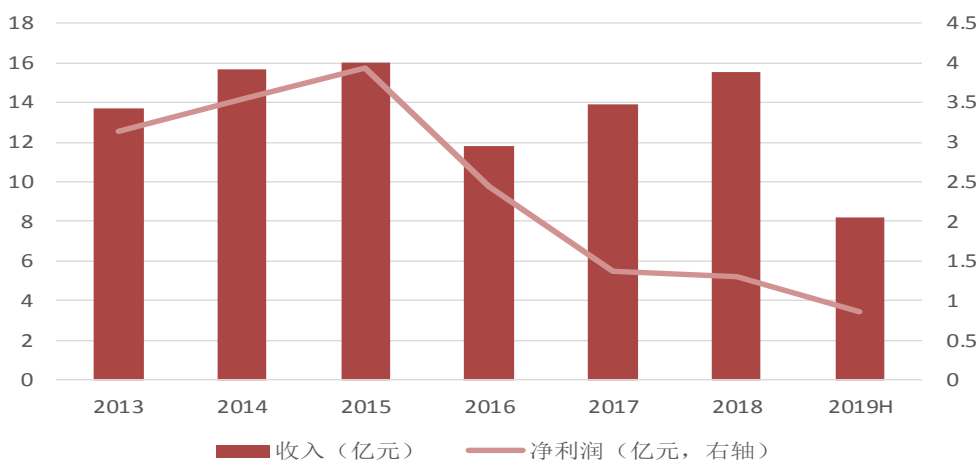
图 12: 江苏联化部分现场照片



数据来源: 江苏联化科技有限公司复产整治及评估报告, 西南证券整理

从业绩来看, 江苏联化一直是联化科技收入和利润的主要来源之一, 历史业绩表现良好, 历史业绩中枢在 2 亿元以上。

图 13: 江苏联化历史业绩



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盐城联化建于 2011 年, 与江苏联化相距 5 公里, 占地 500 亩, 截至 2019 年上半年, 盐城联化总资产 11.7 亿, 净资产 6218 万元, 在建工程 1.4 亿元。

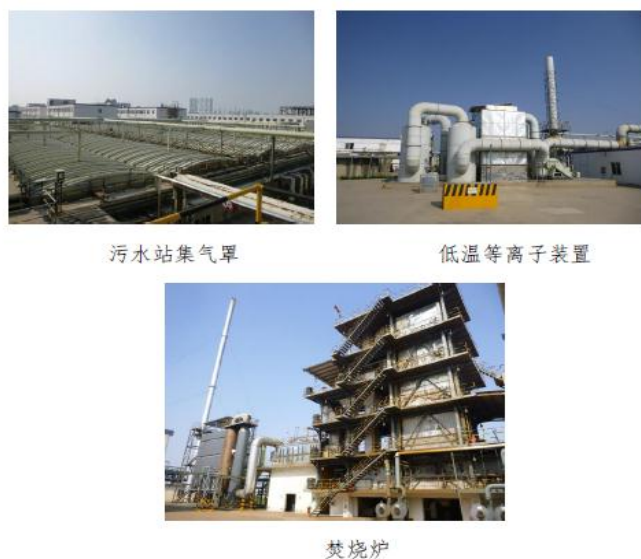
表 6: 盐城联化产能

序号	产品	产能 (吨/年)
1	A-NBE	300
2	PBA	150
3	E9260	300
4	JG303	500

序号	产品	产能 (吨/年)
5	OCBA	5000
6	PCBN	1500
7	DCBN	1000

数据来源：联化科技（盐城）有限公司复产整治及评估报告，西南证券整理

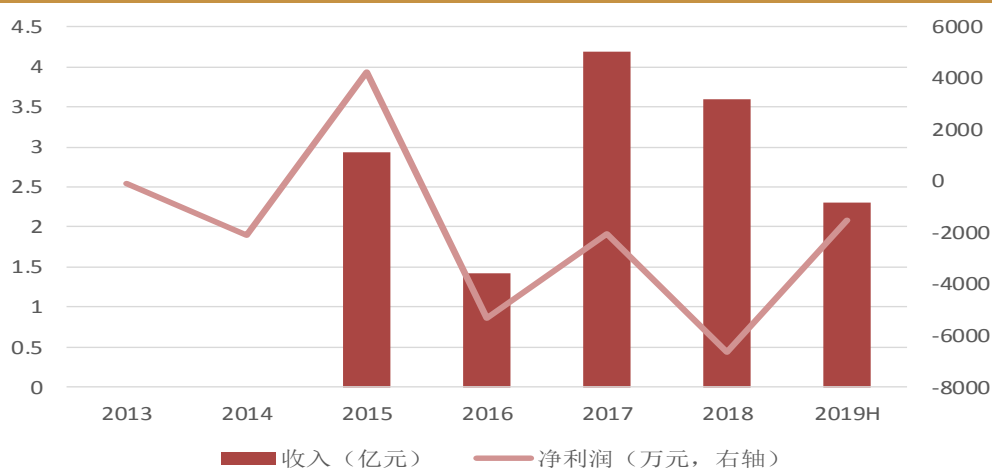
图 14：盐城联化部分现场照片



数据来源：联化科技（盐城）有限公司复产整治及评估报告，西南证券整理

从业绩来看，由于盐城联化前期投入较大，产能尚未完全释放，因此业绩相对仍然低于预期，未来尚需等待产能完全打满。

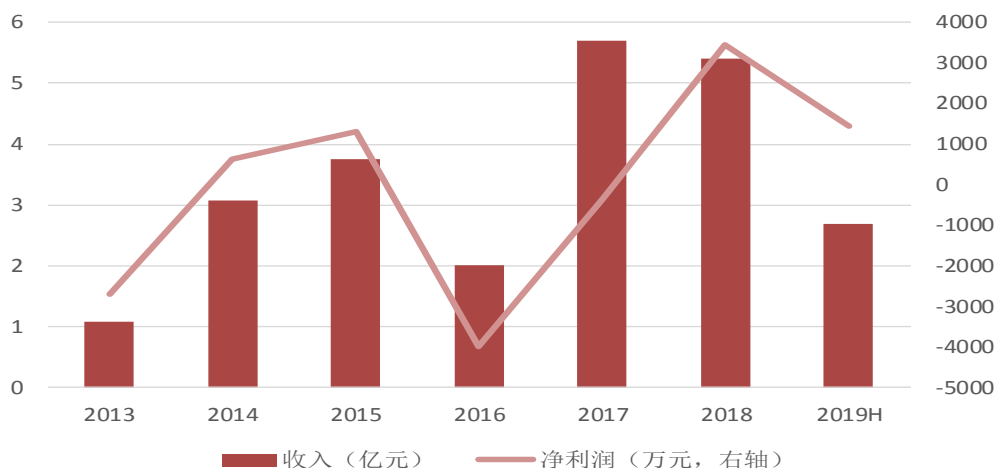
图 15：江苏联化历史业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

2011 年 4 月，联化科技收购山东平原永恒化工 55% 股份，永恒化工前身为平原县第一染料厂，始建于 1989 年，2012 年 3 月，联化科技全资收购永恒化工，同期，永恒化工改名为联化科技（德州）有限公司。德州联化有光气产能，是联化科技光气产品生产平台。德州联化在最近几年由于安全事故影响，业绩有所波动，并未有大幅资本开支项目，从历史业绩来看，除了 2016 年由于安全事故产生影响，最近几年德州联化的业绩逐步转入正规，开始为公司贡献业绩。

图 16：德州联化历史业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年 10 月，联化科技（德州）有限公司二期精细化工生产项目进行公示，项目总投资额 15.1 亿元，占地面积 24 万平方米，项目拟建设 18 条生产线，生产 MFBA、CPH、DF161、G2S78、SFT 原药、CLZ 原药、BFR、CFNBTC、MAT26、JG303、氮氧化系列产品联产 6% 氨水或氯化氨（氮氧化系列产品包括：2,6-DCBN、3,4-DCBN、OCBN、PCBN）、2,6-DFBN、2,6-DFBA、BIT、芳烃催化剂等。未来，德州联化将成为公司农药中间体项目又一个布局重点，值得期待。

3 医药中间体业务分析：公司在医药及中间体上持续发力

3.1 CMO/CDMO 市场仍在高增长

创新药研发产业有其特殊的行业特征，包括知识产权保护，研发周期长，复杂的法规流程及较长的研发链条。整个产业链条包括立项、融资、药物发现、专利、GLP、GCP、GMP 等众多环节，且各环节都具有技术密集型和人才密集型特征。因此由一家公司从头到尾完成所有步骤的挑战是非常巨大的，并且显然也是不经济的。所以就需要有专业的定制服务公司，如 CRO（药物发现及临床试验合同定制服务机构），CMO（规模化生产合同定制服务机构），CDMO（定制研发及生产服务机构）等。

CMO(Contract Manufacture Organization)中文名为规模化生产合同定制服务机构，主要是接受制药公司的委托，提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等服务。

CDMO (Contract Development & Manufacture Organization) 中文名为定制研发及生产服务机构, 主要为制药企业及生物技术公司提供创新药的工艺研发及制备、工艺优化、放大生产、注册支持和 cGMP 生产、验证等定制服务。

图 17: 新药研发/生产外包服务产业链



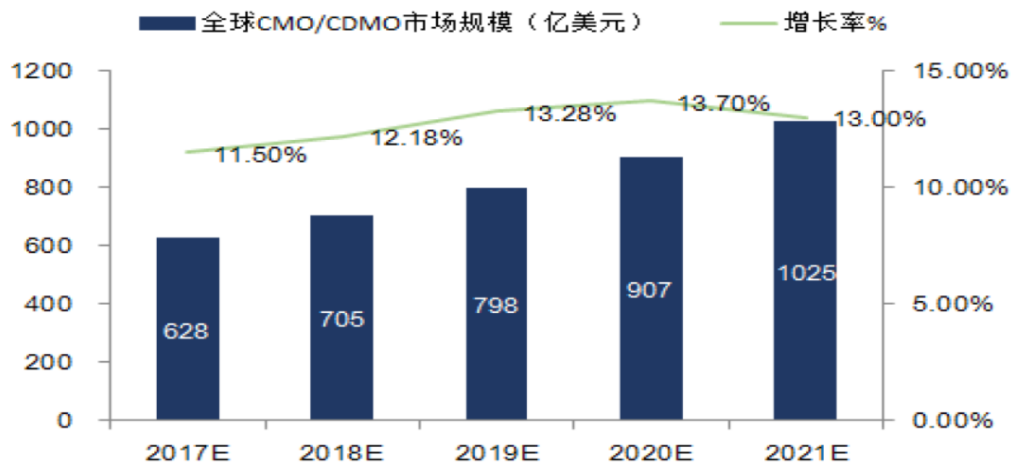
数据来源: 康龙化成招股说明书, 西南证券整理

CMO/CDMO 企业能够在研发与商业化阶段为制药企业提供研发及生产服务。在研发阶段, CMO/CDMO 企业能够提供制剂合成工艺设计、原料药及 API 工艺研究及生产、药物有效性及稳定性检测、小规模试验样本生产, 在商业化阶段, 其能够提供剂型工艺开发及优化、cGMP 质量保障、原料药 API 及制剂的规模化生产。相比于医药企业的主要优势在于: (1) 降低资本性支出: 在 MAH 制度下药企无需自建生产工厂即可实现产品的规模生产与销售, 减少了资本投入与资金需求; (2) 较高的产能利用率: CMO/CDMO 企业可以建设具有较强通用性的多功能车间, 从事多种临床后期阶段新药开发及商业化阶段原料药、中间体及制剂的生产, 在某类产品需求不足的情况下可以生产其他类别产品, 提高产能利用率; (3) 加快研发及商业化进度: CDMO 企业能够在研发阶段及商业化阶段提供药物合成工艺设计服务, 凭借其丰富的经验与较强的生产能力提高研发效率与商业化进度; (4) 优化合成路线, 提高生产效率: CMO/CDMO 企业能够利用相关领域的研发、生产经验, 帮助制药企业设计更高效、更优化的药物合成路线。

CMO/CDMO 的商业模式从传统模式向定制化模式转变。传统模式下 CMO 企业与药企的合作方式为“技术转移+定制生产”, 目前逐渐向“合作研发+定制生产”的 CDMO 模式转变。因为后者能够更深入地参与研发流程, 从创新药研发的早期即介入其中, 同制药企业的研发、采购、生产等整个供应链体系深度对接。从而建立在创新药的整个生命周期中持续合作, 有利于双方的技术理念和管理体系不断磨合, 进而形成深度的战略合作关系。对于药企来说, 有利于保障新药上市后的质量、稳定性、以及持续可靠的供应, 对于 CMO/CDMO 企业来说, 有利于增加客户黏性, 保持业务的稳定增长。

据 Business Insights 统计, 2017 年, 全球 CMO/CDMO 市场规模为 628 亿美元, 预计将以 13% 的增速发展, 2021 年达到 1025 亿美元规模, 大约占据制药企业年营业额的 11%。

图 18: 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性

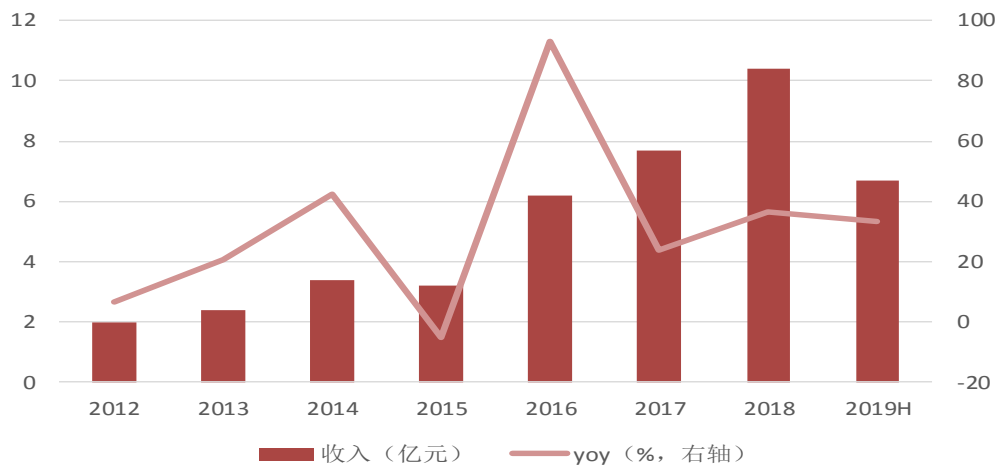


数据来源: 药明康德招股说明书, 西南证券整理

相对于发达国家 CMO/CDMO 行业, 我国在人力、资金等方面具有明显的成本优势, 同时比其他发展中国家有更完善的基础设施和化工行业体系。2015 年起, 国内开始试点药品上市许可人制度 (Marketing Authorization Holder, MAH), 使得上市许可与生产许可分离, 推动国内医药行业的进一步分工, 对国内创新药研发以及 CDMO 行业发展提供了大量的商业机会。

以国内 CDMO 企业凯莱英为例, 受益于国内 CDMO 行业的高速发展, 凯莱英的商业化阶段的收入从 2012 年 2.0 亿增长至 2018 年的 10.4 亿。

图 19: 凯莱英商业化阶段业务收入



数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 公司医药事业部产品储备丰富, 产品收入逐年递增

伴随着经济全球化和产业分工专业化的浪潮, 国内医药 CDMO 行业正处于逐步发展阶段, 公司医药板块的客户主要是全球排名前二十的制药公司, 公司通过优质高效的 CDMO 服务, 成为了相关客户的战略供应商, 为多个全球重磅医药产品, 提供了中间体, 高级中间

体的 CDMO 服务。质量体系生产能力也获得了客户的认可，公司江口工厂通过了 FDA 审计和 EMA 审计，英国工厂通过了 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，公司已有数个医药中间体产品体量突破千万级别。公司已经成为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。

表 7：联化科技不同阶段产品数量情况表（单位：个）

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

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 8：联化科技不同阶段产品收入情况表（单位：万元）

	2016	2017	2018
商业化阶段	6713.1	12472.0	28434.8
临床 3 期阶段	5680.4	11272.6	8638.8
其他临床阶段	6633.8	8669.7	12353.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的医药产品主要有抗真菌类药物、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。

2015 年，公司通过非公开增发募资 11.2 亿元投资年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、15 吨 AMTB 医药中间体项目，年产 1,000 吨 LH-1 技改项目，年产 9000 吨氮氧化系列产品技改项目以及补充流动资金等共计 4 个项目，其中医药中间体项目仅仅是公司目前医药中间体业务很小一部分，公司也是着眼于心血管、糖尿病、抑郁症患者快速增长对相关领域药品需求的扩大。

心血管疾病已成为全球死亡率最高的疾病之一。据不完全统计，目前全球每年平均约有 1750 万人死于心血管疾病和脑卒中，占有死亡人数的 1/3。预计到 2020 年，全球因心血管疾病死亡人数将达 2500 万人。因此，对于数以千万计的全球心血管疾病患者，尤其是心血管疾病高危患者来说，如何通过有效的干预手段，降低心血管疾病发病率与死亡率，已经成为一个日益迫切的重大公共卫生问题。未来 20 年全世界高血压患病人数有可能增长 60%。其中发展中国家和地区的增长将更为显著，达到 80%，发达国家增长大约 24%。快速增长的心血管疾病患者人数给心血管疾病药物带来巨大的市场空间，未来世界心血管疾病药物前景广阔。LT822 是一种重要的医药中间体，它和其它醛类化合物通过不对称加成反应可以合成许多类似于布塞嗪的具有立体构象的新型心血管类药物，随着心血管疾病患者人数快速增长，该类药品未来市场需求较大。LT822 作为新型心血管类药物关键中间体，AMTB 为坎地沙坦酯、氯沙坦钾、奥美沙坦酯、缬沙坦等抗高血压药物的重要中间体，市场前景良好。

国际糖尿病联合会（IDF）指出，目前全球有 4.2 亿糖尿病成年患者，3.2 亿人存在患糖尿病的风险。大多数国家 5%-20% 的医疗预算花在糖尿病上，IDF 预计至 2040 年每十个人中将有一人患糖尿病。2 型糖尿病占全球所有糖尿病病例的 90%，该疾病与不健康的生活方式密切相关。据以色列 IDV 于 2015 年公布的数据，75% 的糖尿病患者生活在发展中国家，这些国家城市化进程导致的不健康饮食和缺乏运动等不良生活方式加速了糖尿病的发病率。

据 IMS 数据库统计, 2014 年全球糖尿病市场规模近 550 亿美元, 增长 18.4%, 越来越多的新药和不断增多的糖尿病患者将继续推动本类药物销售额的增长, 预计其未来将以 10~15% 的速度增长。TMEDA 是治疗糖尿病药物阿格列汀苯酯的关键中间体, 阿格列汀苯酯具有很高的选择性和安全性, 具有很强的靶向特异性, 不会导致低血糖, 市场前景良好。

据世界卫生组织统计, 全球抑郁症发病率约为 11%, 全球约有 3.4 亿抑郁症患者。当前抑郁症已经成为世界第四大疾病, 预计到 2020 年可能将成为仅次于心脏病的人类第二大疾患。抑郁症将成为 21 世纪人类的主要杀手。2/3 的患者曾有过自杀的念头, 严重的患者中有 15% 会选择自杀来结束生命, 每年因抑郁症自杀死亡的人数估计高达 100 万。根据 IMS health 的统计数据, 全球精神疾病用药花费已经超过 360 亿美元。精神科药物主要包括抗精神病药、抗抑郁药、抗焦虑药、抗躁狂药和镇静催眠药等。抗抑郁药与抗精神病药占据精神科药物市场的 80%。MACC 是抗抑郁药物帕罗西汀的关键中间体, 帕罗西汀药理作用单纯, 不良反应较少, 且治疗安全指数较高、相互作用较少, 因此被认为是抗抑郁治疗的良好选择, 市场前景良好。

3.3 台州联化、临海联化未来将成为公司医药业务增长重点

联化科技总部位于台州市黄岩江口轻化投资区, 根据台州市总体规划, 江口轻化投资区为过渡性工业用地, 远景调整为城市居住片区, 联化科技 2010 年开始着手进行生产线转移, 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, 作为企业主要生产基地, 并调整自身产品结构, 逐步转向原料药和中间体为主。我们对公司三个医药事业部厂区进行分析。

(1) 江口厂区

江口厂区占地 7.1 万平方米, 是联化科技总部基地, 江口产区总共审批过 6 次项目, 并已经通过 FDA 审计和 EMA 审计。未来江口工厂定位是技术孵化基地。

2019 年 6 月, 联化科技年产 50 吨 AMTP、80 吨 6-BIMS、150 吨 SMPZ、300 吨 LN01 医药中间体技改项目竣工, 通过环境保护验收。公司同时淘汰 2-氨基-4-氯-5-硝基苯酚、6FMI、ADC-DM、LT822、APZA、PRZBAD 等 6 个产品以及卤代芳烃 4 个产品, 腾出总量以满足这些技改项目的实施。

2019 年 10 月, 公司披露年产 2135 吨医药中间体项目进行试生产, 其中涉及产能为江口厂区的多个中间体项目: 120 吨 KV545、25 吨 TMPCM、450 吨 LT025、900 吨 2,6-DFBA、300 吨 2,6-CFA、150 吨 R4E28、30 吨 BNFF、30 吨 CHQP-A0、30 吨 BMAT、80 吨 CCPC-A、20 吨 ATFB-B。

表 9: 联化科技江口厂区产能

产品名	批复产量 (吨/年)	所在车间
齐多夫定	30	1
6-BIMS	80	1
SMPZ	150	1
G2S78	80	2
KV545	120	2
TPE	30	2

产品名	批复产量 (吨/年)	所在车间
LN01	300	4
LT222	400	6
JE127	10	8
AMTP	50	8、9
MSER	15	9
TMPCM	25	10
LT025	150	10
DFPA	100	12
2,6-DFBA	80	12
LT026	300	12
B100	2000	未实施

数据来源：联化科技股份有限公司技改项目公众参与调查报告，西南证券整理

(2) 台州联化

联化科技（台州）有限公司注册于 2010 年，是联化科技全资子公司，位于浙江省化学原料药基地临海园，占地面积 505 亩。台州联化主要生产抗病毒、抗真菌、抗高血压、心血管系列等原料药及高级中间体。

台州联化首期 3 个产品于 2014 年 4 月建设完成，2015 年 2 月竣工验收，二期 4 个产品于 2015 年 8 月通过环评批复，其中 3 个产品于 2017 年 6 月竣工验收，三期 11 个医药中间体项目于 2016 年 9 月通过环评批复，其中 5 个产品于 2017 年 6 月竣工验收，四期 6 个医药原料药项目于 2018 年 6 月通过环评批复，五期 14 个医药中间体项目于 2018 年 12 月通过台州市环保局批复。为进一步推进台州联化项目的建设，加快集团公司生产基地的转移工作和产品结构调整，台州联化决定投资 50000 万元，在川南厂区实施第六期工程即年产 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、250 吨氯酰胺苯甲醚、300 吨丙氨酸降冰片烯、600 吨 LT822、600 吨二氮环醚、1000 吨 LT228 项目生产线，同时淘汰现有 500 吨 LT228、400t/aLT822 产品，腾出总量用于六期项目的建设。

表 10：台州联化技改后各车间产品情况

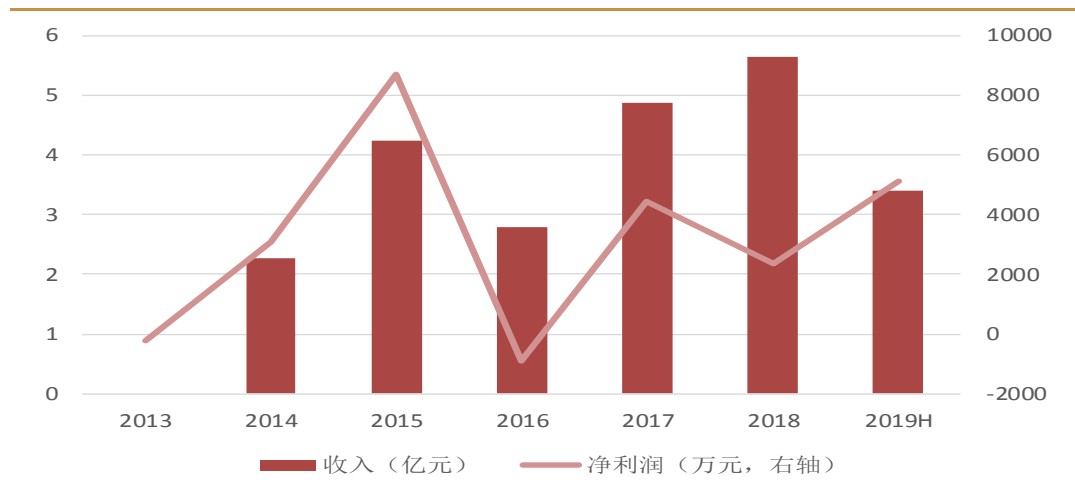
生产车间	产品名称	批复产量 (吨/年)	备注 1	备注 2
多功能车间 1	TMEDA	10	单独设备	已建
多功能车间 2	LT173	20	单独设备	已建
	MACC	20	共用设备	已建
	阿拉泊韦	10		在建
	奥司他韦	30		
	LNZL	20		
	PRXT	50		
	RVXB	20		
	LT224	200	单独设备	在建
	LT219	15	单独设备	在建

生产车间	产品名称	批复产量 (吨/年)	备注 1	备注 2
	LT285	300	单独设备	在建
	维贝格龙中间体	20	单独设备	技改
多功能车间 3	LT254	10	单独设备	在建
	LT390	20	单独设备	在建
	LT506	20	单独设备	在建
	LT412	30	共用设备	在建
	LT307	150		在建
	联苯胺四氮唑	300	单独设备	技改
	四氮十二烷	50	单独设备	技改
多功能车间 4	LT332	30	单独设备	在建
	LT256	50	单独设备	在建
	LT218	30	单独设备	在建
	LT305	300	单独设备	在建
	LT306	20	共用设备	在建
	LT268	170		在建
	氯亚三甲基氯化铵	100	单独设备	技改
	甲氧苯硼酸	500	单独设备	技改
GMP 车间 1	缬沙坦	200	单独设备	在建
	LT551	150	单独设备	在建
	丙胺苯降冰片烯	300	单独设备	技改
A9	LT822	600	单独设备	技改
A10	LT822		单独设备	技改
	LT559	150	单独设备	已建
A11	LT968	300	单独设备	已建
	氯酰胺苯甲醚	250	单独设备	技改
A13	AMTB	15	共用设备	已建
	LT226	20		已建
	LT155	10		已建
	LT253	50		已建
	LT241	15		在建
	LT197	100		在建
	维贝格龙中间体		单独设备	技改
A14	LT132	150	单独设备	已建
A15	LT228	300	单独设备	已建
A25	二氮环醚	600	单独设备	技改
A26	LT228	1000	单独设备	技改
A27	LT441	250	单独设备	在建
A28	LT223	1000	单独设备	在建
A29	LT223		单独设备	在建

数据来源：环评报告，西南证券整理

除了 2016 年，台州联化历史业绩表现出色，随着未来在建、技改项目逐步投产，业绩将会持续增加。

图 20：台州联化历史业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

(3) 临海联化

公司 2019 年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 705 亩（浙江头门港经济开发区）用于建设临海产业园项目，预计投资总额 52 亿元，建设周期 6 年，其中一期投资 9.8 亿元。

表 11：联化科技临海厂区一期产能

产品名	设计产能 (吨/年)
LT222	800
LT204	500
LT228	1000
LT183	300
LT137	10000
LT215	300
LT148	80
LT276	100
LT289	150

数据来源：联化科技股份有限公司技改项目公众参与调查报告，西南证券整理

根据公司环评材料披露，预计一期投产后，可实现销售收入 20 亿元，利税 6 亿元。

3.4 收购英国子公司，促进业务发展

2017 年，公司以 1.0 亿英镑收购 Project Bond Holdco Limited，其主要资产为位于英国米德尔斯堡希尔桑德斯的子公司 Fine Industries limited。Fine Industries limited 是欧洲一家先进的研发和生产定制加工商，主要为农药、医药和功能化学品客户提供复杂的中间体和活性成分的研发、生产以及广泛的解决方案，已通过 FDA 审计。

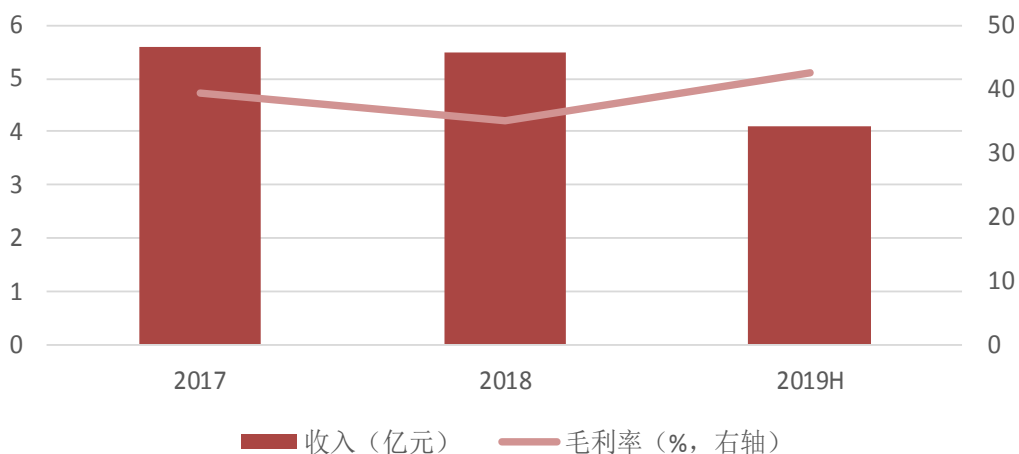
Fine Industries limited 与目前公司业务存在良好的互补性。公司坚持技术先导的发展方向，建立了多层次的研发平台，包括上海技术中心和英国研发中心、台州研发中心及各下属子公司技术部三个层级。上海技术中心和英国研发中心负责跟客户的研发合作、早期的产品工艺设计和全新路线开发，促进工艺技术和工程技术的快速融合，并寻求不同技术领域间的协同；台州研发中心负责产品工艺路线和客户项目的迅速落地和有效转化；各下属子公司技术部负责日常生产的技术支持和原有产品生产工艺的持续改进工作。通过现有研发平台的高效运作、不断的技术创新，扩充了公司拥有的核心技术领域并提高客户产品和自有产品的市场竞争能力。

4 功能化学品业务 2019 年受益于产品价格上涨

功能化学品领域是一个涵盖多元产业，稳定发展的市场，现阶段联化科技在工业杀菌剂、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、造纸化学品等领域，同国际市场领先厂商形成战略合作，公司结合自有的技术特长和生产资源，开发和提供了多种具有竞争力提供关键原料和中间体。

2019 年上半年，由于“321”事故，公司部分自产自销的产品价格出现上涨，公司功能化学品业务板块收入的历史中枢在 5 亿元左右。我们预计 2020 年公司在功能化学品业务上的营收和业绩将会回归历史均值水平。

图 21：功能化学品板块历史业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到 2020 年第一季度由于疫情，复工有所延迟带来的负面影响，另外，假设江苏联化、盐城联化 2020 年第二季度复产，江口厂区 2135 吨医药中间体技改项目 2020 年第二季度投产，功能化学品业务相关产品价格 2020 年回归到历史平均水平；

假设 2：2019-2021 年公司农药中间体业务收入增速为 2.3%、25%、15%，毛利率为 35%、37%、38%；

假设 3：2019-2021 年，公司医药中间体业务收入增速为 15%、25%、25%，毛利率为 35%、36%、36%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	4114.1	4291.7	5172.6	5918.7
	增速	0.2%	4.3%	20.5%	14.4%
	成本	2977.1	2741.6	3306.2	3740.3
	毛利率	27.6%	36.1%	36.1%	36.8%
农药中间体	收入	2700.7	2762.8	3453.5	3971.5
	增速	3.2%	2.3%	25.0%	15.0%
	成本	1984.6	1795.8	2175.7	2462.4
	毛利率	26.5%	35.0%	37.0%	38.0%
医药中间体	收入	494.3	568.4	710.6	888.2
	增速	52.5%	15.0%	25.0%	25.0%
	成本	336.7	369.5	454.8	568.4
	毛利率	31.9%	35.0%	36.0%	36.0%
其他	收入	919.1	960.5	1008.5	1058.9
	增速	-21.1%	4.5%	5.0%	5.0%
	成本	655.8	576.3	675.7	709.5
	毛利率	26.7%	40.0%	33.0%	33.0%

数据来源：公司公告，西南证券

我们选取和公司一样进行 CMO/CDMO 业务的凯莱因、博腾股份为医药中间体业务可比公司，雅本化学为农药中间体业务可比公司。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.15 元、0.43 元、0.52 元，三年归母净利润复合增速 135%，根据可比公司估值水平，给予公司 2020 年 44 倍估值，对应目标价 18.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002821.SZ	凯莱因	184.90	1.86	2.47	3.26	4.26	99	75	57	43
300363.SZ	博腾股份	23.31	0.23	0.33	0.44	0.58	101	71	53	40
300261.SZ	雅本化学	5.06	0.17	0.11	0.23	0.30	30	46	22	17
可比公司均值							77	64	44	33

数据来源: wind, 西南证券整理

6 风险提示

安全环保的风险, 新项目建成及投产进度或不及预期的风险, 原材料价格波动的风险, 下游需求疲软的风险, 汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4114.13	4291.75	5172.59	5918.68	净利润	47.01	153.81	450.12	550.37
营业成本	2977.15	2741.61	3306.18	3740.29	折旧与摊销	411.40	422.83	467.56	489.48
营业税金及附加	36.71	38.63	46.55	53.27	财务费用	-23.00	21.46	10.35	11.84
销售费用	54.77	55.79	67.24	76.94	资产减值损失	116.28	220.00	30.00	30.00
管理费用	602.31	944.18	1112.11	1272.52	经营营运资本变动	-560.19	258.53	-300.94	-263.23
财务费用	-23.00	21.46	10.35	11.84	其他	545.61	-174.65	-37.92	-25.26
资产减值损失	116.28	220.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	537.12	901.98	619.17	793.19
投资收益	-74.73	-50.00	0.00	0.00	资本支出	-116.43	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	5.22	0.00	0.00	0.00	其他	-182.56	-50.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-298.99	-350.00	-300.00	-300.00
营业利润	132.98	220.07	600.16	733.82	短期借款	1020.73	-598.99	-193.39	-247.28
其他非经营损益	-41.09	-15.00	0.00	0.00	长期借款	-932.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.90	205.07	600.16	733.82	股权融资	55.83	0.00	0.00	0.00
所得税	44.88	51.27	150.04	183.46	支付股利	-92.59	-7.51	-27.35	-79.22
净利润	47.01	153.81	450.12	550.37	其他	-471.13	-630.61	-10.35	-11.84
少数股东损益	9.48	17.05	54.01	66.04	筹资活动现金流净额	-419.35	-1237.11	-231.08	-338.34
归属母公司股东净利润	37.53	136.76	396.11	484.32	现金流量净额	-196.83	-685.13	88.08	154.85
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1114.31	429.17	517.26	672.11	成长能力				
应收和预付款项	1208.28	1146.75	1404.98	1617.27	销售收入增长率	0.16%	4.32%	20.52%	14.42%
存货	1194.60	953.19	1214.40	1410.38	营业利润增长率	-51.04%	65.49%	172.71%	22.27%
其他流动资产	106.24	105.93	127.67	146.09	净利润增长率	-77.34%	227.15%	192.66%	22.27%
长期股权投资	50.94	50.94	50.94	50.94	EBITDA 增长率	-19.58%	27.42%	62.27%	14.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3981.33	3865.10	3704.14	3521.26	毛利率	27.64%	36.12%	36.08%	36.81%
无形资产和开发支出	803.18	796.58	789.98	783.37	三费率	15.41%	23.80%	23.00%	23.00%
其他非流动资产	165.50	165.50	165.50	165.50	净利率	1.14%	3.58%	8.70%	9.30%
资产总计	8624.38	7513.17	7974.87	8366.93	ROE	0.82%	2.61%	7.13%	8.11%
短期借款	1039.66	440.67	247.28	0.00	ROA	0.55%	2.05%	5.64%	6.58%
应付和预收款项	929.54	898.01	1087.58	1222.90	ROIC	0.91%	2.88%	7.35%	8.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.67%	15.48%	20.84%	20.87%
其他负债	929.68	282.07	324.81	357.68	营运能力				
负债合计	2898.87	1620.75	1659.67	1580.59	总资产周转率	0.48	0.53	0.67	0.72
股本	925.90	923.88	923.88	923.88	固定资产周转率	1.25	1.19	1.37	1.64
资本公积	2208.82	2210.84	2210.84	2210.84	应收账款周转率	4.33	4.25	4.71	4.55
留存收益	2703.73	2832.98	3201.74	3606.84	存货周转率	2.68	2.52	3.03	2.84
归属母公司股东权益	5691.43	5841.30	6210.06	6615.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.77%	—	—	—
少数股东权益	34.07	51.12	105.14	171.18	资本结构				
股东权益合计	5725.50	5892.42	6315.19	6786.34	资产负债率	33.61%	21.57%	20.81%	18.89%
负债和股东权益合计	8624.38	7513.17	7974.87	8366.93	带息债务/总负债	35.86%	27.19%	14.90%	0.00%
					流动比率	1.28	1.70	2.06	2.55
					速动比率	0.86	1.09	1.29	1.62
					股利支付率	246.70%	5.49%	6.91%	16.36%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.15	0.43	0.52
					每股净资产	6.16	6.32	6.72	7.16
					每股经营现金	0.58	0.98	0.67	0.86
					每股股利	0.10	0.01	0.03	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	521.38	664.36	1078.07	1235.15					
PE	383.77	105.32	36.36	29.74					
PB	2.53	2.47	2.32	2.18					
PS	3.50	3.36	2.78	2.43					
EV/EBITDA	28.43	21.45	12.96	10.98					
股息率	0.64%	0.05%	0.19%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn