

农药业务迎来反转，积极发力医药 CDMO

——联化科技（002250）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 08 月 25 日

报告关键要素：

联化科技成立于 1985 年，主营业务为农药、医药和功能化学品三大板块，其中农药业务为公司主要收入来源。公司凭借技术创新优势和大客户战略，在农化领域竞争力逐渐提升；同时，得益于在医药 CDMO 领域的投入与积累，公司在医药 CDMO 业务方面也得到了快速的发展。公司强化农化业务、积极发展医药业务、通过扩增国内外生产基地来加快国际化战略的步伐。看好公司在农化领域的技术、资源储备与医药 CDMO 业务的协同发展和战略转型。

投资要点：

● 农化巨头整合、专利农药到期，30 年技术创新形成竞争优势

随着全球农化巨头集中度的不断提高以及多个专利农药的到期，小规模供应商面临着巨大的技术与生产能力的挑战。作为行业龙头的联化科技，30 年的技术积累和创新、多层次的研发平台以及广泛的化学技术应用能力都有利于其市场份额的巩固和提升。

● 积极布局医药 CDMO 领域，预期业务保持快速增长趋势

中国 CDMO 行业由于多年来的发展，在技术、质量管理等方面已经满足了国际医药巨头在体系和能力上的要求，目前国内医药 CDMO 正处于一个快速发展的阶段。公司已与多家全球排名前 20 的跨国医药公司建立联系并开展积极的合作，通过新技术的布局和产能的扩张使营收占比不断提高，预期相关业务未来将保持快速增长趋势。

● 收购英国子公司、扩增生产基地，加快国际化战略布局

2017 年公司以 1.03 亿英镑收购英国农化公司 Project Bond Holdco Limited 来扩大欧洲市场的竞争；2019 年公司成立子公司临海联化，新增土地 705 亩用于建设临海产业园。国内外生产基地的扩增有助于公司竞争能力的提高以及国际化战略的发展。

● 盈利预测与投资建议：预计 2020-2022 年，公司分别实现归母净利润 3.35 亿元、4.05 亿元、5.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元、0.61 元；首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险因素：下游需求疲软风险；新项目建设、投产进度不及预期风险、环保安全风险。

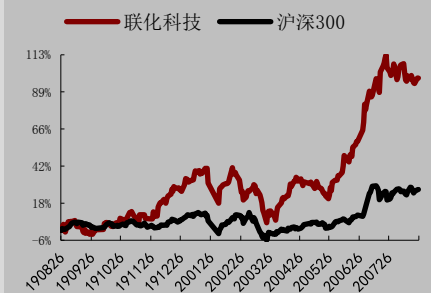
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42.84	48.77	56.51	66.49
增长比率(%)	4.1%	13.8%	15.9%	17.7%
净利润(亿元)	1.44	3.35	4.05	5.67
增长比率(%)	284.4%	132.64%	20.90%	40.00%
每股收益(元)	0.16	0.36	0.44	0.61
市盈率(倍)	159.7	68.82	56.92	40.60

数据来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	年金香/27.55%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	923.25
流通A股(百万股)	918.21
收盘价(元)	25.40
总市值(亿元)	234.50
流通A股市值(亿元)	233.23

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 08 月 25 日

相关研究

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：史玉琢

电话：02160883489

邮箱：shiyuz@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

公司深耕农化领域 30 多年，积累了丰富的定制化产品的相关经验并拥有 90 多项发明专利。在不断强化农化业务的同时，公司积极布局医药 CDMO 领域、开拓功能化学品的细分市场，通过不同业务的联动实现了多元化的发展，进一步巩固了自身的市场份额。凭借着多年的技术创新和积累，公司的医药业务高速增长，同时营收占比也不断提高。海内外生产基地的扩增和多方面的发展使得公司覆盖了更为广阔的市场，预计有望实现较为快速的业绩增长。

● 差异化观点

市场认为目前公司医药 CDMO 业务处于发展相对早期，未来该领域业务前景仍存一定不确定性。但我们认为随着新药研发难度与成本的上升，医药 CDMO 业务未来的市场空间广阔，尽管公司医药业务的体量目前较小，但业务增长速度较快，体量会逐渐提升；同时公司拥有多层次的研发平台、多家海内外生产基地和研发中心，我们也看好其在医药 CDMO 领域的技术创新和发展。我们认为，医药业务会逐渐成为公司另一个核心竞争力，多维度的发展将有力的保证公司的市场地位及稳健的运营发展。

● 估值和评级

预计 2020-2022 年，公司分别实现归母净利润 3.35 亿元、4.05 亿元、5.67 亿元，分别实现 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元、0.61 元，对应当前股价 PE 分别为 68.82、56.92、40.60；预计公司各版块业务有望保持稳定发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 股价触发因素

如在下半年疫情逐渐好转的过程中，随着复工复产的有序进行，公司的生产能力会得到有效的提高；同时产品加工生产的原料成本可能会出现下降，进一步提高公司的盈利能力。另外，受疫情及医药行业市场的影响，新药研发的需求有望扩大，从而带动公司业绩提升。

● 风险提示

下游需求疲软风险：受经济环境的影响，下游公司上半年可能仍有库存，导致采购量下降，需求疲软，影响公司业绩。

新项目建设、投产进度不及预期风险：受疫情影响，上半年大多数企业复工复产较晚，导致计划中的项目建设与投产进度推迟，影响公司相关业务的发展。

环保安全风险：在农化业务及医药业务中间体加工的过程中存在危害环境和可能形成安全事故的因素，易造成停工停产的后果，影响公司业绩。

目录

1、公司基本情况介绍	5
1.1 逐步调整各版块比例业务，谋求多元化发展	5
1.2 盈利和费用率	5
1.3 股权结构稳定	7
2、行业整合及仿制农药需求增长促进中间体龙头开始发力	8
2.1 农化巨头整合不断，新一轮浪潮已接近尾声	8
2.2 农药专利到期，中间体企业再添新机会	8
2.3 大客户战略和大力度研发投入，农药业务稳定发展	10
2.4 产能基础厚实，“3·21”事故影响逐渐弱化	11
3、依靠核心技术实现战略转型，产能充足带动快速发展	14
3.1 全球 CMO/CDMO 市场高速增长并有望向国内快速转移	14
3.1.1 CMO/CDMO 行业主要服务范围	14
3.1.2 全球 CMO/CDMO 市场保持快速增长趋势	14
3.1.3 成本优势催化庞大消费市场，CMO/CDMO 行业向新兴地区持续转移	15
3.1.4 早期资本持续关注医疗健康领域，制药方向仍是热点领域	16
3.1.5 国内医药研发投入保持较快增速，创新药 IND 申报迭创新高	16
3.2 战略转型初见成效，医药业务体量虽小但未来可期	17
3.3 核心技术比肩龙头企业，助理公司医药 CDMO 业务高速发展	18
3.4 台州、临海两大生产基地产能充足稳定，管线丰富	19
4、利用技术和资源优势，拓展功能化学品新兴领域	12
5、盈利预测&风险提示	22
图表 1：2019 年公司三大板块营收占比	5
图表 2：近五年公司营业收入（亿元）	5
图表 3：近五年公司归母净利润变化情况	6
图表 4：近五年公司扣非归母净利润变化情况	6
图表 5：近五年公司各版块业务毛利率变化情况	6
图表 6：公司期间费用率变化情况	7
图表 7：公司股权结构情况	7
图表 8：2018 财年全球农化企业农药销售前五名情况	8
图表 9：2015-2020 年间农药专利到期情况	8
图表 10：截止 2017 年底公司与核心客户签署合作协议情况	10
图表 11：2019 年公司获得专利情况	11
图表 12：近五年公司农药板块业绩（亿元）	11
图表 13：近五年公司研发费用及研发费用率（亿元）	11
图表 14：主要子公司及对公司净利润影响达到 10%以上的参股公司情况	12
图表 15：2018 年盐城联化产能情况（粗体为已建成产品）	12
图表 16：2018 年江苏联化产能情况	13
图表 17：CDMO 在药品生命周期各阶段中的作用	14
图表 18：全球新药研发总支出（亿美元）及增速	15
图表 19：全球在研新药研发管线规模（2001-18 年 1 月）	15
图表 20：全球 CMO/CDMO 市场规模情况（亿美元）	15
图表 21：我国 CMO/CDMO 市场规模情况（亿元）	15

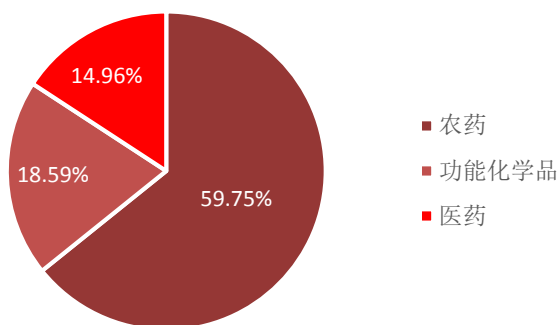
图表 22: 不同项目阶段国内外研发生产成本比较	16
图表 23: 2018 年部分外资药企营业收入增速情况	16
图表 24: 2013-2018 年国内医疗健康行业融资情况	16
图表 25: 2018 年医疗健康细分领域融资规模占比	16
图表 26: 全球药品研发支出 (美元, 按地区划分)	17
图表 27: 2012-2018 年国产新药 IND 申报数	17
图表 28: 公司不同阶段产品数量情况 (个)	17
图表 29: 公司不同阶段产品收入情况 (万元)	17
图表 30: 截止 2017 年底公司与核心客户签署协议情况	18
图表 31: 近五年公司医药板块业绩 (亿元)	18
图表 32: 近五年公司医药板块营收占比情况	18
图表 33: 公司核心技术对比情况 (粗体为与凯莱英重合的技术)	19
图表 34: 台州联化现有项目情况	19
图表 35: 临海联化现有项目情况	21
图表 36: 近五年公司功能化学品板块业绩 (亿元)	22
图表 37: 近五年功能化学品板块营收占比情况	22
图表 38: 公司业务收入拆分 (亿元)	22

1、公司基本情况介绍

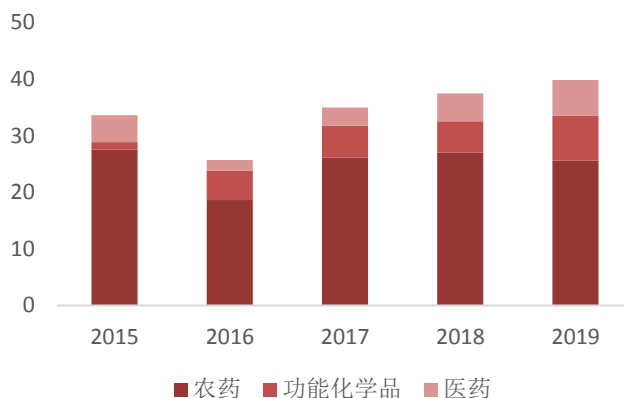
1.1 逐步调整各板块业务比例，谋求多元化发展

联化科技是一家领先的化学和技术解决方案提供商，公司成立之初以开发及生产香精、香料中间体等产品为主，1990年进一步拓展业务，开始提供精细化学品的合成与生产服务，成为全球农药化学品领域的定制生产服务提供商。2000年公司业务全面升级，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，开始多元化、多方向发展。农药业务一直都是公司的主要收入来源，主要包括：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。随着医药行业的发展以及新药研发难度和成本的上升，医药CDMO领域的市场空间也愈发明显。公司凭借30多年在农化领域的技术积累及创新、多个生产研发基地的建立切入医药CDMO领域并保持着业务的快速增长。目前公司已成为农药前5大公司重要的战略供应商，3家国际医药巨头的战略供应商以及一系列中大型医药公司的合作伙伴；另外，公司拥有7个化工生产基地、2个机械设备生产基地以及2个研发中心。2019年，公司各个板块业务发展良好，营业收入达到42.84亿元，同比增长4.12%，其中医药业务和功能化学品业务同比增长27.27%和43.97%。农药业务同比下降5.23%，主要原因为2019年响水“3·21”爆炸事故导致江苏和盐城两大生产基地临时停产。

图表1：2019年公司三大板块营收占比



图表2：近五年公司营业收入（亿元）



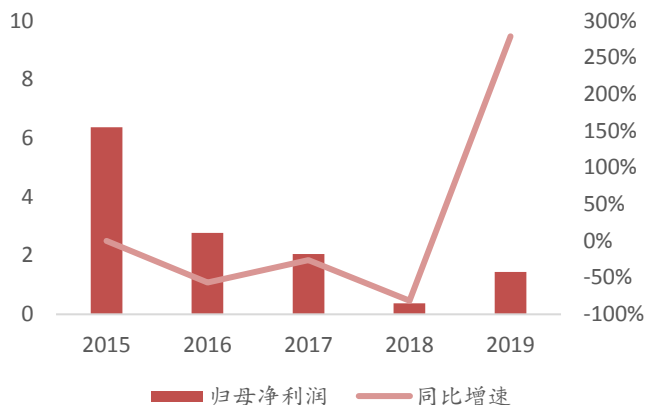
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

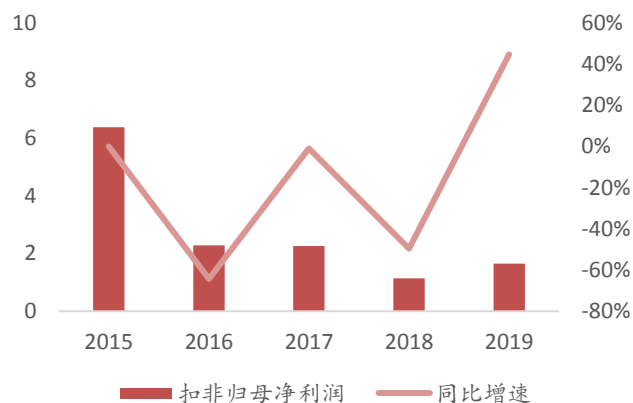
1.2 盈利和费用率

在盈利端，公司2019年归属于上市公司股东的净利润为1.44亿元，同比增长284.36%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.65亿元，同比增长45.25%。2019年度净利润有较大幅度的增长，主要原因系公司定制加工产品订单充裕，同时公司部分自产自销产品价格上涨，从而使公司净利润较去年同期出现较大幅度的增长。而在2020年第一季度，由于疫情因素的影响，公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润都出现了一定程度的下降，我们相信营收的下降只是暂时的，随着复工复产的进行，公司的业绩会逐渐恢复。

图表3：近五年公司归母净利润变化情况（亿元）



图表4：近五年公司扣非归母净利润变化情况（亿元）

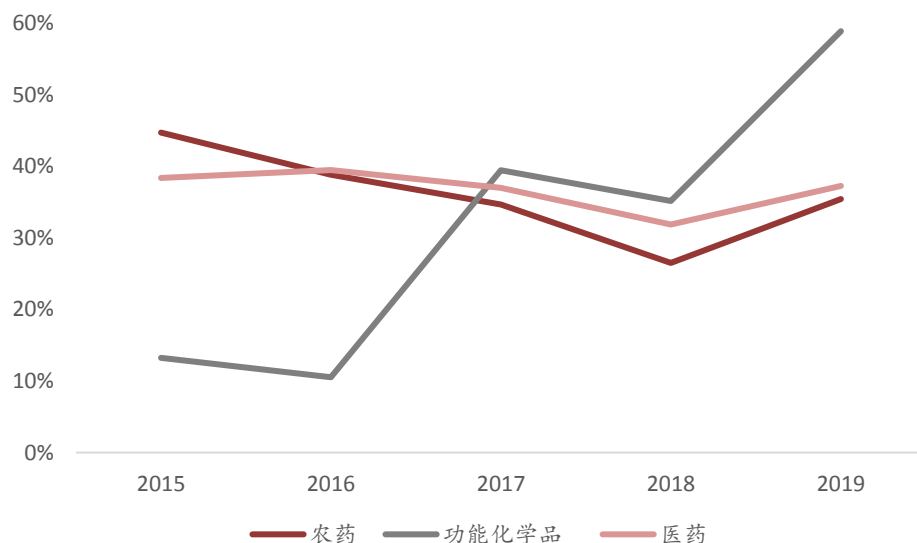


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

在毛利率方面，2019年公司各版块业务的毛利率均有所增长，但近几年的变化趋势仍有差异：农药业务的毛利率经历了几年的连续下降后在2019年有较为明显的上升，主要原因为与农药业务相关的材料、人工和能源成本均有所下降；功能化学品业务的毛利率近几年保持着较快的增长，主要原因为相关成本的下降以及公司对生产资源进行了合理的重组和优化并根据市场状况对产品销售价格进行了适当的调整；医药业务的毛利率较为稳定，与上一年度同期相比有小幅度的上升，主要原因为公司在2019年公司持续引进了一系列优质的后期项目，管线产品进一步丰富。

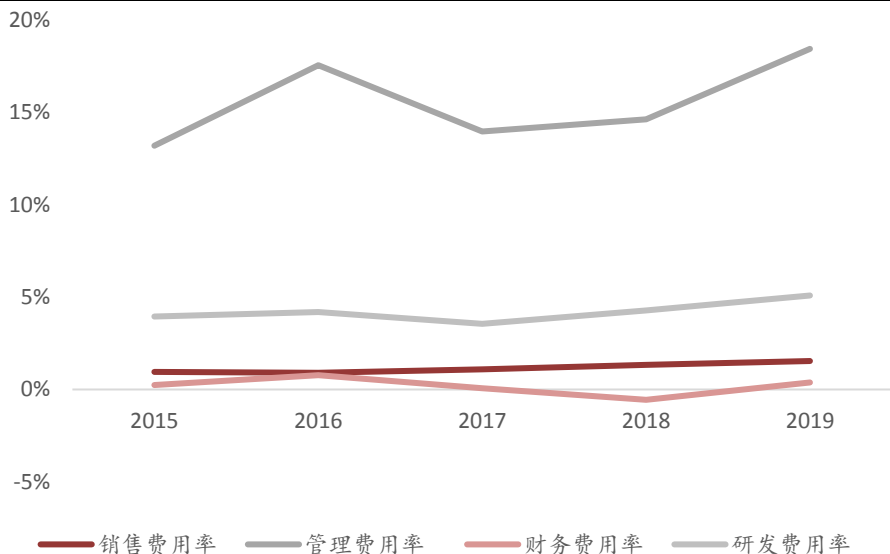
图表5：近五年公司各版块业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

在费用端，公司期间费用率在2019年有一定程度的上升，其中管理费用率上升较为明显，增加3.8%左右，主要原因系2019年公司由于业务的增量及新设立临海联化子公司所带来的职工薪酬福利的增加和固定资产折旧金额的上涨。同时，近几年公司研发费用率也不断上升，2019年研发费用率增加近1%，可以看出公司加大研发力度，在完善现有产品竞争力的同时，仍不断进行技术创新。

图表6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

综合来看，公司近几年的发展较为稳定，即使有一定的波动，但趋势向好：虽然受爆炸事故的影响，2019年农药业务的营收略有下降，但农药业务一直是公司的核心，在保持稳定的客户资源以及不断创新技术的情况下，业绩有望快速恢复并保持稳定增长；近几年公司医药业务营收及营收占比不断上升，2019年公司医药业务营收占比达到14.69%，同比增加2.68%，反映出公司谋求战略转型的决心和取得的有效结成果；2019年公司功能化学品业务业绩增长幅度较大，主要收益于公司部分自产自销产品价格的提升，预计2020年功能化学品业务的营收及毛利率会回归正常水平。我们相信公司未来将会逐步调整三大板块业务的比例，谋求更快的发展和更稳定的收益。

1.3 股权结构稳定

截止到2020年一季度末，公司的第一大股东、实际控制人牟金香持有联化科技27.55%的股权，其余持股机构还包括全国社保基金、中央汇金资产管理有限责任公司、国泰君安证券等，股东优质且股权相对稳定，有利于公司战略的实施和稳定的发展。

图表7：公司股权结构情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、行业整合及仿制农药需求增长促进中间体龙头开始发力

2.1 农化巨头整合不断，新一轮浪潮已接近尾声

近年来，农药行业由于受到各种政策以及气候等因素的影响面临着巨大的挑战。从2017年起，全球化工行业经历了三年多的整合：2017年6月，中国化工集团以430亿美元完成了对瑞士农化巨头先正达公司的收购；同年9月，陶氏化学公司与杜邦公司完成对等合并；2018年，德国拜耳公司耗资630亿美元收购了美国孟山都。陶氏化学与杜邦合并后，又计划根据不同业务拆分为三家独立的上市公司，2018年2月，陶氏杜邦旗下的农业板块整合为新公司科迪华，2019年6月，科迪华正式独立上市，成为一家完全独立运作的全球性纯农业公司。2020年6月18日，先正达集团正式成立，整合了瑞士先正达股份、安道麦、扬农化工及中化化肥等“两化”旗下核心的农化资产（“两化”指的是中国化工集团和中化集团）。随着先正达集团的成立，农化行业整合已接近尾声，由原来的“农化6巨头”变为了现在的“农化4巨头”。行业龙头的收购、整合使一些规模较小的中间体企业面临着巨大的挑战与危机，由于无法投入足够的研发费用以及提供规模化的产品生产而逐渐失去竞争力。作为行业的龙头，联化科技凭借着多年的技术储备以及丰富的产品管线有望保持农药业务的稳定发展。

图表8：2018财年全球农化企业农药销售前五名情况

2018年排名	农化公司	2018年销售额 (百万美元)	2017年销售额 (百万美元)	同比增长
1	先正达	9909	9244	7.2%
2	拜耳作物科学	9641	7622	26.5%
3	巴斯夫	6916	6704	3.2%
4	科迪华	6445	6184	4.2%
5	富美实	4285	2531	69.3%

资料来源：世界农业网，万联证券研究所

2.2 农药专利到期，中间体企业再添新机会

Phillips McDougall公司2016年的研究表明，新农药的研发成本已经增长到2.86亿美元，一个新产品的上市，平均要筛选16万个化合物，从全球范围来看专利农药的市场份额在逐渐下降，而非专利农药的市场份额在不断提高。在2015到2020年间，共有27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、9个除草剂和1个安全剂。随着农药专利的到期，无论是新农药的研发还是仿制农药的需求增长都给农药中间体企业带来了新一轮的机会。

图表9：2015-2020年间农药专利到期情况

序号	通用名	产品类型	专利所属公司	专利最后到期月
1	Amisulbrom	杀菌剂	日产化学工业株式会社	2018-10

2	Benthiavalicarb	杀菌剂	组合化学工业株式会社	2015-08
3	Cyflufenamid	杀菌剂	日本曹达株式会社	2015-12
4	Cyprosulfamide	安全剂	拜耳作物科学公司	2018-09
5	Fenpyrazamine	杀菌剂	住友化学工业株式会社	2020-10
6	flubendiamide	杀虫剂	日本农药株式会社	2019-11
7	Flucetosulfuron	除草剂	LG生命科学公司	2020-10
8	Fluopicolide	杀菌剂	拜耳作物科学公司	2019-02
9	Fluoxastronbin	杀菌剂	拜耳作物科学公司	2017-01
10	Foramsulfuron	除草剂	拜耳作物科学公司	2015-04
11	Metalaxyl-M	杀菌剂	先正达公司	2018-05
12	Metamifop	除草剂	韩国东部韩农株式会社	2019-07
13	Metofluthrin	杀虫剂	住友化学工业株式会社	2019-02
14	Metrafenone	杀菌剂	巴斯夫公司	2018-08
15	Orthosulfamuron	除草剂	意大利意赛格公司	2018-03
16	Penoxsulam	除草剂	陶氏益农公司	2017-09
17	Penthiopyrad	杀菌剂	三井化学株式会社	2016-04
18	Pinoxaden	除草剂	先正达公司	2019-03
19	Prothioconazole	杀菌剂	拜耳作物科学公司	2015-11
20	Pyraclostrobin	杀菌剂	巴斯夫公司	2015-06
21	Pyridalyl	杀虫剂	住友化学工业株式会社	2015-10
22	Pyrifluquinazon	杀虫剂	日本农药株式会社	2020-11
23	Spirotetramat	杀虫剂	拜耳作物科学公司	2017-07
24	Tembotrione	除草剂	拜耳作物科学公司	2019-10
25	Thiencarbazone	除草剂	拜耳作物科学公司	2020-07
26	Topramezone	除草剂	巴斯夫公司	2018-01
27	valifenalate	杀菌剂	意大利意赛格公司	2019-11

资料来源：世界农业网，万联证券研究所

2.3 大客户战略和大力度研发投入，农药业务稳定发展

公司采取大客户战略，从核心客户资源出发，以客户为导向，实行定制加工和自产自销结合的经营模式，满足和引导客户需求。定制加工模式是指公司从早期单纯承接国际农化巨头生产外包到如今与客户从研发到生产的全方位合作的过程中不断完善的一种商业模式。公司从项目早期研发阶段便接入到客户的产品供应链体系中，为客户提供最优化的解决方案，使公司产品在客户整个产品生命周期始终处于优势地位，保证公司的竞争优势。农药是集中度很高的行业，其中前6大公司占据了行业约70%的市场份额。截至2017年底，公司有25个农药项目的客户来自全球农化巨头之中；截止到2019年末，公司已成为农药前5大公司重要的战略供应商，这使得公司拥有了更为广阔的市场前景。

图表10：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	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

资料来源：债券跟踪信用评级报告，万联证券研究所

同时公司不断加大研发力度，近几年研发费用及费用率持续升高。2019年，公司研发费用达到2.18亿元，同比增长23.86%，研发费用率为5.09%，同比增加0.81%。公司不

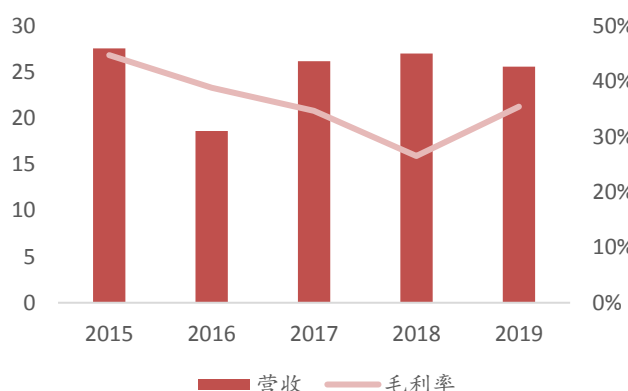
断改善自有产品的竞争力，在卤代芳烃催化氮氧化技术、有机小分子催化技术、微通道反应技术、偶联催化剂开发及应用技术、连续光气化反应技术、连续重氮化反应、连续光催化取代反应等领域均获得突破性进展。截至2019年末，公司获得国内发明专利56项、实用新型专利29项，拥有欧洲发明专利3项、美国发明专利3项；另有46项发明专利正在申请中。

图表11：2019年公司获得专利情况

序号	专利名称	专利号	授权日期
1	一种取代苯胺的制备方法	ZL 201510746612. X	2019-3-8
2	3-二氟甲基-1-甲基-1H-吡唑-4-甲酸及其中间体的制备方法及中间体	ZL 201610781232. 4	2019-9-13
3	一种吡唑类化合物的制备方法	ZL 201511004456. 6	2019-11-5
4	多氟甲基吡唑类化合物的制备方法、中间体及制备方法	ZL 201510502466. 6	2019-12-17

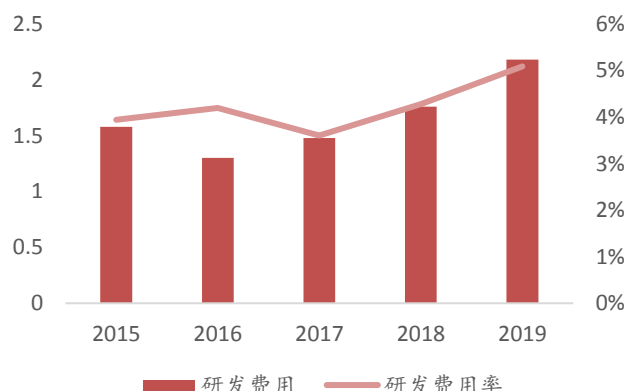
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表12：近五年公司农药板块业绩（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表13：近五年公司研发费用及研发费用率（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 产能基础厚实，“3·21”事故影响逐渐弱化

联化科技子公司江苏联化科技有限公司、联化科技（盐城）有限公司和英国子公司 Lianhetech Bond Holdco Limited 是农药中间体的主要产出基地，其总资产及净资产和其他子公司相比均较为突出。根据公司2019年报显示，截止到2019年末，江苏联化科技有限公司总资产为17.43亿元，净资产为14.88亿元，在建工程为1.74亿元；联化科技（盐城）有限公司总资产为9.92亿元，净资产为3.41亿元，在建工程为0.43亿元；而英国子公司Lianhetech Bond Holdco Limited总资产为15.18亿元，净资产为5.27亿元。

图表14：主要子公司及对公司净利润影响达10%以上的参股公司情况

公司名称	公司类型	主要业务	总资产(元)	净资产(元)
上海宝丰机械制造有限公司	子公司	机电设备制造销售	174,601,898.17	119,812,460.78
江苏联化科技有限公司	子公司	农药、医药中间体	1,742,942,312.05	1,488,121,371.42
联化科技(台州)有限公司	子公司	精细化工中间体	2,159,438,729.10	1,132,065,671.07
联化科技(上海)有限公司	子公司	技术开发	49,361,708.32	13,376,132.71
联化科技(盐城)有限公司	子公司	化工产品制造	992,366,878.96	340,629,470.15
联化科技(德州)有限公司	子公司	化工产品生产、销售	913,300,942.53	278,299,753.10
辽宁天予化工有限公司	子公司	化学原料及化学制品	255,287,973.69	46,310,796.29
湖北郡泰医药化工有限公司	子公司	医化中间体制造销售	436,460,025.48	329,001,091.71
Lianhetech Holdco Limited	子公司	农药和医药中间体、活性成分、原料药、特殊化学品定制加工服务	1,517,857,750.70	527,218,366.57

资料来源：公司公告，万联证券研究所

其中，江苏联化建于2003年10月，2005年投入生产，公司位于响水生态化工园区，占地360亩，其80%以上的产品销往西欧、美国、日本等国际市场；盐城联化成立于2011年6月，公司位于响水陈家港化工园区，80%以上的产品同样销往美国、欧洲和日本的海外市场；而英国子公司Project Bond Holdco Limited在2017年为联化科技收购，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，与目前公司的业务有很好的互补性：海外子公司的收购不仅可以帮助公司扩大欧洲市场的竞争、拓展海外市场，还能完善公司产品产业链，从而提高为客户解决不同生命周期方案的能力。受响水3·21爆炸事故影响，目前江苏联化和盐城联化仍处于临时停产状态，但此次爆炸所带来的影响已经接近尾声且基于较为厚实的产能积累，从长期来看，如果产能得到复苏，短期事故造成的业绩影响并不会阻碍公司的未来发展。

图表15：2018年盐城联化产能情况（粗体为已建成产品）

序号	产品	产能(吨/年)	环评获批年份
1	A-NBE	300	2015
2	PBA	150	2015
3	E9260	300	2015

4	JG303	500	2015
5	OCBA	5000	2015
6	PCBN	1500	2015
7	DCBN	1000	2015
8	J290	-	2015
9	联苯醇	-	2015
10	DFEE	-	2015
11	LH-1	-	2015
12	联苯菊酯	-	2016

资料来源：复产整治及评估报告，万联证券研究所

图表16：2018年江苏联化产能情况

序号	产品	产能（吨/年）	环评获批年份
1	广灭灵	1000	2004
2	广灭灵	500	2008
3	2-氟基-4-硝基苯胺	1500	2006
4	2-氨基-5-硝基苯酚	600	2006
5	索酚磺酰胺	500	2006
6	索酚磺酰胺	2000	2012
7	氟磺胺草醚	200	2006
8	CMOH	3100	2007
9	邻氯苯甲腈	5000	2012
10	TACSIFUN	200	2008
11	唑草酮	300	2010
12	联苯菌胺	500	2010
13	甲虫胺	300	2010
14	XDE	600	2007
15	FM	50	2012
16	SF105	150	2013
17	ATA	200	2013
18	MAT28	300	2013
19	MAT26	250	2015
20	邻氯苯甲腈	5000	2015
21	LT350	1300	2015
22	FL222	500	2015
23	联苯菊酯	1500	2015
24	DBEDA	150	2015
25	CLDMBA	650	2015
26	MTF	200	2016

资料来源：复产整治及评估报告，万联证券研究所

3、依靠核心技术实现战略转型，产能充足带动快速发展

3.1 全球CMO/CDMO市场高速增长并有望向国内快速转移

3.1.1 CMO/CDMO行业主要服务范围

CMO (Contract Manufacture Organization) 又叫合同加工外包，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生产、中间体制造、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等服务。随着药企不断加强对成本的控制和效率的提升，传统CMO企业单纯依靠药企提供的生产工艺和技术支持进行单一代工生产服务已经无法完全满足客户需求。因此，高技术附加值的工艺研发及产业化运用代表了未来医药制造行业的发展趋势，进而带动了CDMO (Contract Development & Manufacture Organization) 企业的发展。CDMO企业可在研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务，将自有高技术附加值工艺研发能力及规模生产能力深度结合，并可通过临床试生产、商业化生产的供应模式深度对接药企的研发、采购、生产等整个供应链体系。

图表17: CDMO在药品生命周期各阶段中的作用

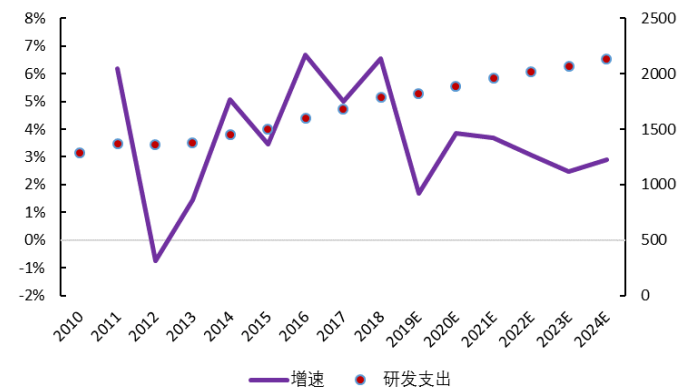


资料来源：凯莱英年报，万联证券研究所

3.1.2 全球CMO/CDMO市场保持快速增长趋势

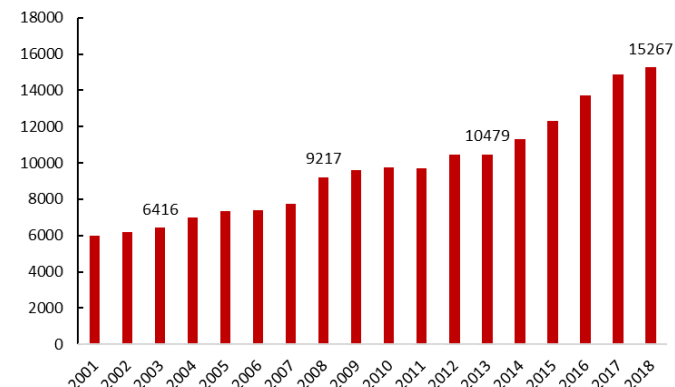
CMO/CDMO行业受益于新药研发支出和新药项目的增长。未来一段时期，全球新药研发支出和在研新药项目预计仍将保持增长态势：经过了08年金融危机带来的短期波动，全球新药研发支出整体呈现稳步增长势头，特别近几年随着基础前沿学科不断取得进展、针对新型药物（ADC、PD-1等）及新型治疗技术（CAR-T等）各大制药公司纷纷加大研发投入，预计从2018年至2024年，全球新药研发投入将从1800亿增至2100多亿美元，年复合增速约为3%。与此相对应的是全球在研新药管线数不断丰富：研发项目数已由2013年的约1.05万个增至2018年的近1.53万个（截止2018.01）。

图表18：全球新药研发总支出（亿美元）及增速



资料来源：Evaluate pharma, 万联证券

图表19：全球在研新药研发管线规模（2001-18年1月）



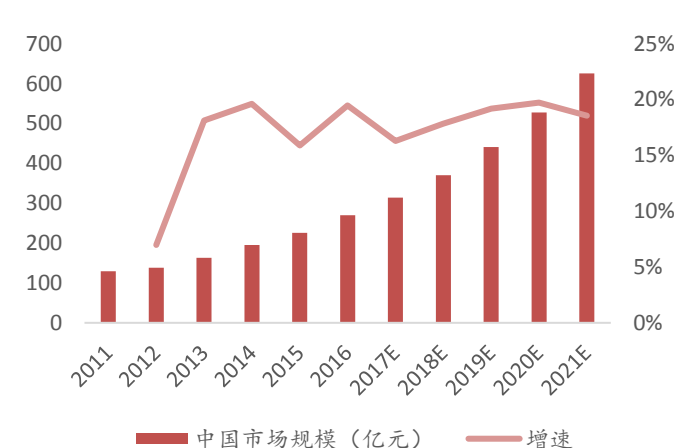
资料来源：Pharma projects, 万联证券

据南方所统计，2011-2015年全球CMO/CDMO行业市场规模由319亿美元增加至501亿美元，复合增长率为11.95%。在药企寻求更加高效、低成本的生产方式的环境下，全球CMO/CDMO市场将进一步快速增长。根据南方所的预测，预计2021年全球CMO/CDMO市场规模将达到1025亿美元。近几年，欧美发达国家的CMO/CDMO订单正逐渐向国内转移，根据南方所统计，2011-2015年我国CMO/CDMO行业市场规模由129亿元增加至226亿元，复合增长率为15.05%。而在未来五年，受益于全球CMO/CDMO行业的发展以及区域性转移的趋势，我国CMO/CDMO行业将保持高速增长。根据南方所的预测，预计2021年我国CMO/CDMO市场规模将达到626亿元。

图表20：全球CMO/CDMO市场规模情况（亿美元）



图表21：我国CMO/CDMO市场规模情况（亿元）



资料来源：药明康德招股说明书，万联证券研究所

资料来源：药明康德招股说明书，万联证券研究所

3.1.3 成本优势催化庞大消费市场，CMO/CDMO行业向新兴地区持续转移

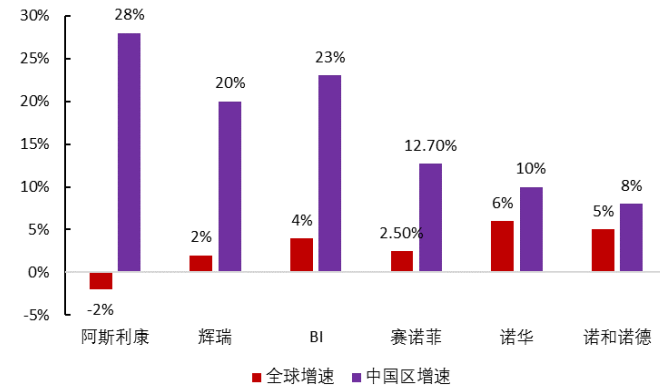
目前，以中国为代表的新兴地区由于拥有庞大的人口基数、丰富的疾病谱以及快速成长的医药消费市场，逐渐成为大型制药公司的布局重点。在当前跨国药企整体业绩增长较乏力背景下，中国区市场表现则较强劲靓丽，从而使跨国企业越来越重视在中国市场的国际多中心临床研究布局和产品上市推广工作。此外，由于新兴地区相比较欧美地区有着显著的研发成本优势，同时伴随国内CMO/CDMO企业在技术研发及管理经验水平上不断提高，也吸引着根植于新药产业链的全球CMO/CDMO行业向新兴地区持续转移。

图表 22：不同项目阶段国内外研发生产成本比较

试验阶段	试验项目	中国区成本与西方国家地区比较
临床前阶段	化合物筛选	30%-60%
	毒理实验	30%
	动物实验	30%
临床阶段	1期临床	30%-60%
	2-3期临床	30%-60%
商业化阶段	商业化生产	40%-60%

资料来源：火石创造、万联证券

图表 23：2018 年部分外资药企营业收入增速情况

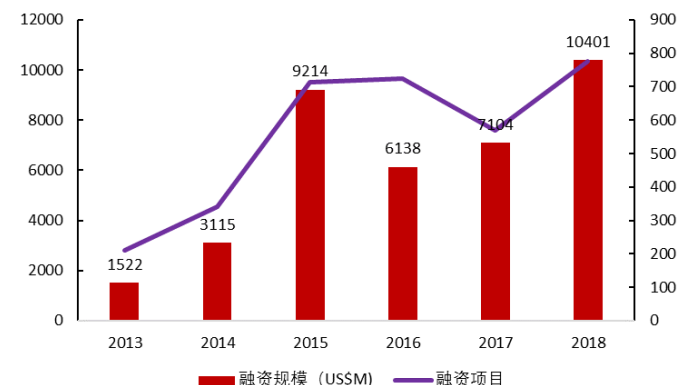


资料来源：公司财报、万联证券

3.1.4 早期资本持续关注医疗健康领域，制药方向仍是热点领域

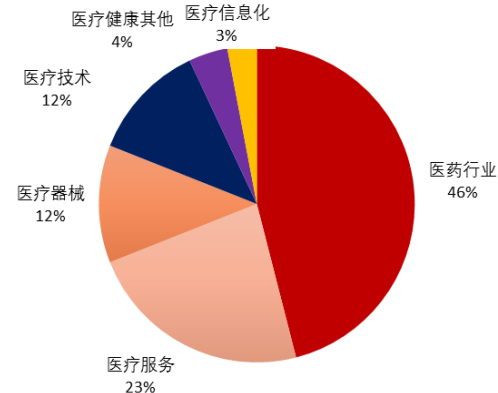
随着近年来医疗体系和药审制度的不断完善，监管层对创新药及创新医疗器械的重视程度不断加深，身处高景气度的医疗健康行业持续获得早期资本的青睐关注，仍成为全市场最受关注的投资方向之一。即便在2018年的相对“资本寒冬”冲击影响下，国内医疗健康行业一级市场融资规模仍创出近新高，总融资规模超过100亿美元；融资项目超700个。具体融资投向领域分布上：制药行业以46%的融资规模占据近半数市场，预计未来在新型药物、新治疗技术不断涌现背景下，医疗健康领域的早期项目投资融仍将保持较可观的规模。

图表 24：2013-2018 年国内医疗健康行业融资情况



资料来源：CVsource、万联证券

图表 25：2018 年医疗健康细分领域融资规模占比

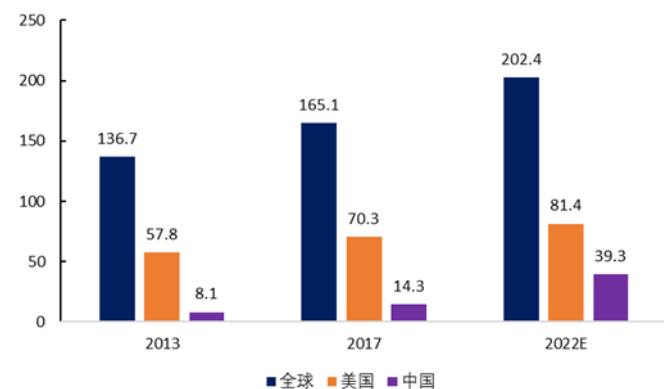


资料来源：CVsource、万联证券

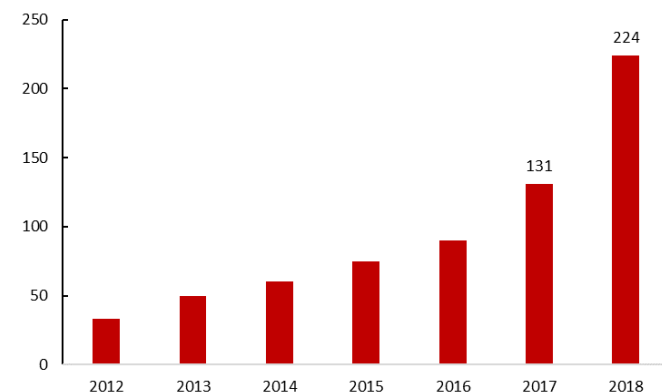
3.1.5 国内医药研发投入保持较快增速，创新药IND申报迭创新高

2015年以来，随着创新药产业配套不断成熟、药审制度的不断改革完善、配合医保目录准入等政策扶持，国内创新药产业迎来黄金发展期。在创新药研发投入方面，预计2017-2022年，中国区医药企业研发支出复合增速高达22.4%，远高于同期全球4.2%以及美国地区的3.0%复合增速，与此同时国内医药企业取代高校等科研机构渐成创新药研发的主体。以IND申请为例：自2017年起国内创新药项目申报迎来快速增长期，2018年国产新药临床申请再度大幅攀升，达到224个，同比大幅增长71%，随着优先审评及医保目录谈判等行业制度性安排不断完善推进，预计未来将有更多创新项目进入不同申报阶段。

图表 26：全球药品研发支出（美元，按地区划分）



图表 27：2012-2018 年国产新药 IND 申报数



资料来源：方达医药招股书、万联证券

资料来源：CDE、智研咨询、万联证券

3.2 战略转型初见成效，医药业务体量虽小但未来可期

2019 年联化科技医药业务保持了持续快速增长趋势，除进一步深化了与全球排名前 20 位的大型制药公司及制药工业界的广泛合作外，还引进了一些新项目，完成了超过 5 个项目的工艺验证，其中包括 1 个原料药项目。同时，公司江口工厂和英国工厂均已通过 FDA 审计，江口工厂于 2019 年还通过了 EMA 的 GMP 审计，公司生产质量稳定可靠。此外，公司医药事业部产品储备和收入不断增加，截止到 2019 年末，商业化阶段的产品数量达到 14 个，临床阶段的产品数量达到 84 个。

图表 28：公司不同阶段产品数量情况（个）

		2017 年	2018 年	2019 年
商业化阶段		4	7	14
临床阶段	临床 3 期阶段	31	31	28
	其他临床阶段	41	45	56

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 29：公司不同阶段产品收入情况（万元）

		2017 年	2018 年	2019 年
商业化阶段		12471.97	28434.76	44326.45
临床阶段	临床 3 期阶段	11272.57	8638.79	8323.01
	其他临床阶段	8669.66	12353.01	10258.04

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2019 年公司医药业务营业收入为 6.29 亿元，同比增长 27.27%，营收占比达到 14.69%，同比增加 2.68%。从 2016 年开始，公司加快医药 CDMO 领域的布局，在巩固现有客户的

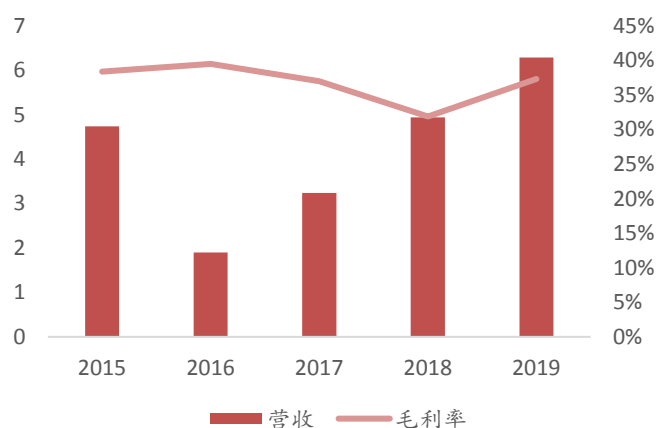
基础上，不断开发和拓展有重要潜力的新客户。根据2019年报显示，联化科技已经成为了三家国际医药巨头的战略供应商和一系列中大型医药公司的合作伙伴。在新药研发成本逐渐上升的大环境下，公司已获得诺华等国际巨头的认可。我们相信，凭借着技术优势和前期积累的品牌效应，公司将会有更多和国际大客户合作的机会。

图表30：截至2017年底公司与核心客户签署协议情况

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

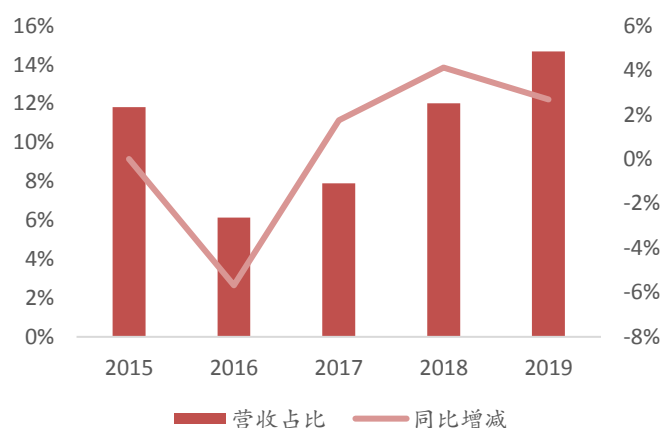
资料来源：债券跟踪信用评级报告，万联证券研究所

图表31：近五年公司医药板块业绩（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表32：近五年公司医药板块营收占比情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 核心技术比肩龙头企业，助力公司医药CDMO业务高速发展

联化科技坚持技术先导的发展方向，建立了多层次的研发平台，包括项目早期研发平台（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。公司目前拥有包括氨氧化技术、有机小分子催化技术、微通道反应技术、连续反应技术在内的多个具有竞争力的核心技术，比肩行业龙头凯莱英。其中重合的技术有偶联催化技术、酶反应技术、手性合成技术以及连续反应技术。连续性反应技术和生物转化技术被视为药物制造行业最尖端的技术解决方案，可用于神经系统药物、抗肿瘤药物、抗病毒药物、心血管疾病药物等多个创新药品种的关键中间体及原料药的商业化生产。我们相信比肩行业龙头的技术优势会助力公司医药CDMO业务高速发展，逐渐向行业的第一梯队迈进。

图表33：公司核心技术对比情况（粗体为与凯莱英重合的技术）

凯莱英	联化科技
交叉偶联反应技术	偶联催化剂开发及应用技术
生物酶催化技术	酶反应技术
不对称合成反应技术	手性合成技术
连续反应技术	连续反应技术
晶型筛选技术	加氢还原技术
极端温度/压力反应	核苷类系列产品合成技术
有机金属反应技术	氮氧化技术
杂环反应技术	有机小分子催化技术
电化学反应技术	微通道反应技术
非贵金属催化反应技术	氟化技术
	苯骈噻唑类产品的环化合成技术

资料来源：凯莱英公司公告，联化科技公司公告，万联证券研究所

3.4 台州、临海两大生产基地产能充足稳定，管线丰富

联化科技（台州）有限公司是联化科技股份有限公司的全资子公司，注册于2010年，位于浙江省化学原料药基地临海园区，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。现有已批复LT228等39个医药中间体以及阿拉泊韦、奥司他韦、缬沙坦、LNZL（利奈唑胺）、PRXT（帕罗西汀）、RVXB（利伐沙班）等6个医药原料药产品，目前已有12个产品通过环保竣工验收，8个产品目前已基本建成，拟投入试运行，其它产品目前正在建设过程中。截止到2019年末，台州联化共有六期项目，包括首期年产300吨LT228、300吨LT968、150吨LT559的3个项目、二期AMTB、TMEDA等4个项目、三期LT390等11个项目、四期阿拉泊韦、奥司他韦等6个项目、五期LT305等14个高级医药中间体项目以及六期联苯胺四氮唑等10个医药、材料中间体项目。

根据公司发展规划，在未来几年会逐步将台州联化打造成原料药和医药中间体生产基地，并作为企业在台州的主要生产基地。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，联化科技决定投资9000万元，在川南厂区实施第七期工程即年产130吨奥卡西平、100吨非韦匹仑、50吨苯扎米特、20吨瑞博西林、20吨沙卡布曲、10吨齐多夫定等6个医药原料药生产项目生产线，为今后进一步发展原料药打下坚实的基础。预计第七期项目销售收入2.1亿元，利税0.55亿元。

图表34：台州联化现有项目情况

序号	产品名称	批复产量（吨/年）	备注
1	TMEDA	10	已建项目
2	LT173	20	已建项目
3	MACC	20	已建项目
4	阿拉泊韦	10	在建项目
5	奥司他韦	30	在建项目
6	LNZL	20	在建项目

7	PRXT	50	在建项目
8	RVXB	20	在建项目
9	LT224	200	在建项目
10	LT219	15	在建项目
11	LT285	300	在建项目
12	维贝格龙中间体 (格氏~脱保护)	20	在建项目
13	LT254	10	在建项目
14	LT390	20	在建项目
15	LT506	20	在建项目
16	LT412	30	在建项目
17	LT307	150	在建项目
18	联苯胺四氮唑	300	在建项目
19	四氮十二烷	50	在建项目
20	LT332	30	在建项目
21	LT256	50	在建项目
22	LT218	30	在建项目
23	LT305	300	在建项目
24	LT306	20	在建项目
25	LT268	170	在建项目
26	氯亚三甲基氯化铵	100	在建项目
27	甲氧苯硼酸	500	在建项目
28	缬沙坦	200	在建项目
29	LT551	150	在建项目
30	丙氨酸降冰片烯	300	在建项目
31	LT822(氯化)	600	已建400 拟扩产至600
32	LT822(氯化、溴化)	150	
33	LT559	150	已建项目
34	LT968	300	已建项目
35	氯酰胺苯甲醚	250	在建项目
36	AMTB	15	已建项目
37	LT226	20	已建项目
38	LT155	10	已建项目
39	LT253	50	已建项目
40	LT241	15	在建项目
41	LT197	100	在建项目
42	维贝格龙中间体 (氧化~保护基)		在建项目
43	LT132	150	已建项目
44	LT228	300	已建项目

45	二氮环醚	600	在建项目
46	LT228	1000	在建项目
47	LT441	250	在建项目
48	LT223	1000	在建项目

资料来源：环评报告，万联证券研究所

联化科技（临海）有限公司位于浙江省化学原料药基地临海园区，为联化科技股份有限公司2019年成立的全资子公司。企业占地面积705亩，员工500人。2019年10月临海联化首批项目《联化科技（临海）有限公司年产800吨二酰胺酯、500吨甲氧苯硼酸、1000吨LT228等九个项目环境影响报告书》于台州市生态环境局审批通过，批复文号台环建[2019]20号，目前正在建设中。

为了增强企业的核心竞争力，促进企业的可持续发展，联化科技（临海）有限公司拟投资3.5亿元，在现有厂区实施年产1000吨利韦他定中间体、600吨塞雷普利中间体、900吨尼氟康唑中间体生产项目。本项目建成后，将形成年产1000吨利韦他定中间体（LT129-C）联产700吨氯化铵和600吨2,6-二氯吡啶，600吨塞雷普利中间体（LT186）联产700吨醋酸和1000吨氯化钾；900吨尼氟康唑中间体（LT187-D）联产2100吨氯化钾、900吨40%二甲胺水溶液和400吨硫酸铵的生产能力，预计实现销售收入10.9亿元，利税2.7亿元。

图表35：临海联化现有项目情况

序号	产品名称	批复规模（吨/年）	备注
1	二酰胺酯（LT222）	800	一期项目
2	甲氧苯硼酸（LT204）	500	
3	LT228	1000	
4	氨基噻吩酯（LT183）	300	
5	邻氯苯腈（LT137）	10000	
6	嘧啶醇酸（LT215）	300	
7	环丙甲基苯酚（LT148）	80	
8	环丙吡嗪醇（LT276）	100	
9	吡啶丙烯硫酯（LT289）	150	
10	利韦他定（LT129）	1000	二期项目
11	塞雷普利（LT186）	600	
12	尼氟康唑（LT187）	900	

资料来源：环评报告，万联证券研究所

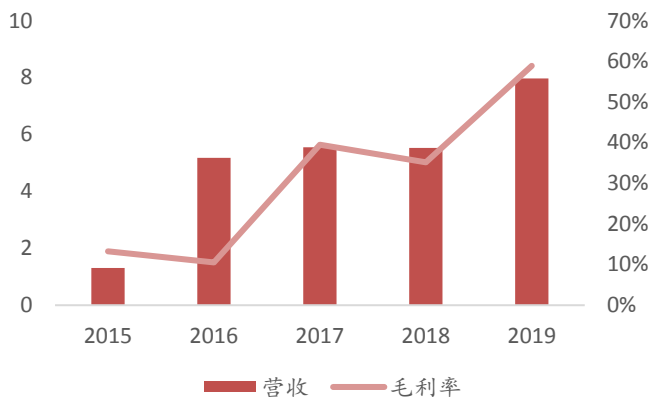
4、利用技术和资源优势，拓展功能化学品新兴领域

功能化学品领域是一个涵盖多元产业，稳定发展的市场。公司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，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均形成了战略合作。公司利用现有的氯化、光气化和氟化等技术以及资源优势，持续开拓绿色环保、有较好发展潜力的新市场，施行和引入新技术工艺开发新产品。

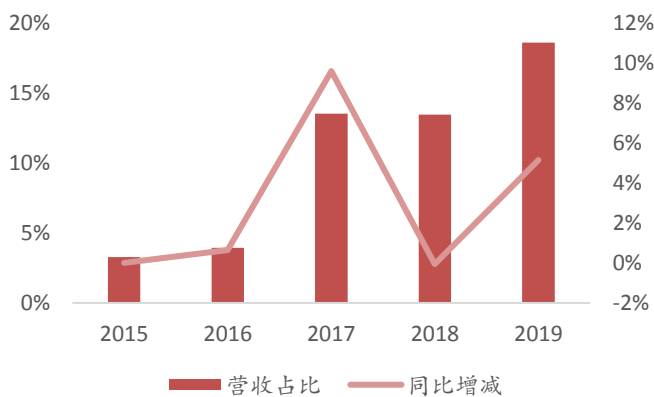
2019年上半年，由于“3·21”事故，功能化学品事业部对生产资源进行了合理重

组和优化以及根据市场供需状况调整了产品销售价格。受部分自产自销产品价格上涨的影响，2019年全年，公司功能化学品板块业务营收为7.97亿元，同比增长43.97%；毛利率达到58.90%，同比增长23.74%。预计2020年功能化学品业绩将回归正常水平。功能化学品业务为公司自建渠道，以农药和医药板块业务的技术积累为基础，目前正向有机化学外的领域，如电子、物理、光学等拓展。从长期来看，新兴领域的拓展有利于公司解决综合性问题能力的提升。

图表36：近五年公司功能化学品板块业绩（亿元）



图表37：近五年功能化学品板块营收占比情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、盈利预测&风险提示

关键假设：

- 1，农药业务方面，由于农药业务是公司目前的核心业务，虽然2019年收到事故影响业绩有所下滑，但公司在行业中的地位仍未改变，随着生产基地的新增，预计公司未来市场份额提升的空间仍然很大，考虑到复工复产的不确定性，我们假设2020-2022年收入增速分别为10%、15%、15%，毛利率分别为37%、38%、39%。
- 2，医药业务方面，从调整后的数据来看，公司医药板块业务收入增速较快，营收占比也不断增加，公司医药事业部的产品储备较多，2019年商业化产品大幅增加，我们假设2020-2022年收入增速稳定在35%，毛利率分别为38%、40%、42%。
- 3，功能化学品方面，2019年由于部分自产自销产品价格上调导致营收和毛利率明显上涨，预计2020年价格回归到正常水平，我们假设2020-2022年收入增速分别为2%、15%、20%，毛利率分别为36%、37%、38%。

图表 38：公司业务收入拆分（亿元）

业务	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
农药板块业务							
收入	18.61	26.18	27.01	25.59	28.15	32.37	37.23
收入增速		40.68%	3.17%	-5.26%	10%	15%	15%
毛利	7.23	9.08	7.16	9.07	10.42	12.30	14.52
毛利率	38.83%	34.67%	26.51%	35.44%	37%	38%	39%
医药板块业务							
收入	1.90	3.24	4.94	6.29	8.49	11.46	15.48
收入增速		70.53	52.47%	27.33%	35%	35%	35%
毛利	0.75	1.20	1.57	2.35	3.23	4.58	6.50
毛利率	39.49%	36.99%	31.88%	37.29%	38%	40%	42%

功能化学品板块业务							
收入	5.18	5.55	5.53	7.97	8.13	9.35	11.22
收入增速		7.14%	-0.36%	44.12%	2%	15%	20%
毛利	0.55	2.19	1.94	4.69	2.93	3.46	4.26
毛利率	10.53%	39.48%	35.16%	58.90%	36%	37%	38%
主营收入							
收入	25.69	34.97	37.48	39.85	44.77	53.18	63.93
收入增速		36.12%	7.18%	6.32%	12.35%	18.78%	20.21%
毛利	8.53	12.47	10.67	16.11	16.58	20.34	25.28
其他收入							
收入	5.30	6.10	3.66	2.99	4.00	3.33	2.56
总营收							
收入	30.99	41.07	41.14	42.84	48.77	56.51	66.49
收入增速		32.53%	0.17%	4.12%	13.84%	15.87%	17.66%
毛利率	27.53%	30.36%	25.94%	37.61%	34.00%	36.00%	38.02%

资料来源：公司公告，万联证券

预计2020-2022年，公司分别实现营收48.77亿元、56.51亿元、66.49亿元；分别实现归母净利润3.35亿元、4.05亿元、5.67亿元；对应当前股价PE分别为68.82、56.92、40.60。看好公司在农药领域的业务反转以及在医药CDMO领域的成长潜力，首次覆盖，予以“增持”评级。

风险提示：下游需求疲软风险；新项目建设、投产进度不及预期风险、环保安全风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,008	4,684	5,585	6,620
货币资金	970	1,605	1,923	2,324
应收票据及应收账款	954	1,158	1,359	1,553
其他应收款	152	119	150	182
预付账款	71	81	94	108
存货	1,625	1,466	1,784	2,159
其他流动资产	235	255	275	295
非流动资产	5,603	6,139	6,613	7,156
长期股权投资	61	66	76	91
固定资产	3,549	3,742	3,934	4,126
在建工程	971	1,294	1,542	1,847
无形资产	294	302	314	325
其他长期资产	728	735	747	766
资产总计	9,611	10,823	12,198	13,776
流动负债	2,654	3,445	4,199	4,996
短期借款	1,432	2,013	2,619	3,151
应付票据及应付账款	719	820	926	1,080
预收账款	119	106	122	158
其他流动负债	383	506	532	607
非流动负债	987	987	1,087	1,137
长期借款	215	215	315	365
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	772	772	772	772
负债合计	3,640	4,431	5,285	6,132
股本	924	924	924	924
资本公积	2,209	2,209	2,209	2,209
留存收益	2,825	3,160	3,564	4,132
归属母公司股东权益	5,905	6,240	6,644	7,212
少数股东权益	66	152	268	432
负债和股东权益	9,611	10,823	12,198	13,776

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,051	1,033	555	865
净利润	196	421	521	731
折旧摊销	446	351	347	348
营运资金变动	86	168	-435	-369
其它	322	93	122	155
投资活动现金流	-1,088	-898	-835	-910
资本支出	-1,054	-870	-793	-854
投资变动	-5	-14	-25	-36
其他	-29	-15	-17	-20
筹资活动现金流	-60	500	598	446
银行借款	1,963	582	706	582
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-2,024	-82	-109	-136
现金净增加额	-67	634	319	401
期初现金余额	934	970	1,605	1,923
期末现金余额	867	1,605	1,923	2,324

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,284	4,877	5,651	6,649
营业成本	2,610	3,219	3,617	4,121
营业税金及附加	35	20	34	53
销售费用	66	39	34	33
管理费用	790	732	791	864
研发费用	218	249	288	339
财务费用	16	53	71	92
资产减值损失	-219	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	-12	-15	-17	-20
资产处置收益	-5	1	2	-1
营业利润	338	675	857	1,185
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	32	2	2	2
利润总额	310	676	859	1,187
所得税	114	256	338	456
净利润	196	421	521	731
少数股东损益	52	86	117	164
归属母公司净利润	144	335	405	567
EBITDA	1,011	971	1,234	1,587
EPS (元)	0.16	0.36	0.44	0.61

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	4.1%	13.8%	15.9%	17.7%
营业利润	153.9%	99.8%	27.1%	38.2%
归属于母公司净利润	284.4%	132.0%	20.9%	40.2%
获利能力				
毛利率	39.1%	34.0%	36.0%	38.0%
净利率	4.6%	8.6%	9.2%	11.0%
ROE	2.4%	5.4%	6.1%	7.9%
ROIC	4.7%	4.4%	5.4%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	40.9%	43.3%	44.5%
净负债比率	12.1%	10.5%	15.3%	16.2%
流动比率	1.51	1.36	1.33	1.33
速动比率	0.87	0.91	0.88	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.45	0.46	0.48
应收账款周转率	4.49	4.38	4.27	4.38
存货周转率	1.61	2.20	2.03	1.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.36	0.44	0.61
每股经营现金流	1.14	1.12	0.60	0.94
每股净资产	6.40	6.76	7.20	7.81
估值比率				
P/E	159.68	68.82	56.92	40.60
P/B	3.90	3.69	3.47	3.19
EV/EBITDA	16.37	24.44	19.53	15.31

资料来源: 万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场