

业绩大幅扭亏，经营持续向好

公司近日发布 21 年一季报，21Q1 实现营业收入 14.2 亿，同比增长 109.31%；实现归母净利润 8400 万，同比扭亏，增长 328.13%，经营持续向好。

核心观点

- **农化业务最差时期已过，经营触底回升：**江苏联化及盐城联化在 19 年“321”事件影响下长期停产，20 年分别亏损 2.70 亿及 1.28 亿，亏损同比放大。但公司凭借完善的供应链管理体系及多生产基地布局实现依旧 20 年农化业务营收增长 5.86%，在不利条件下稳住基本盘。而江苏联化和盐城联化在 20 年 12 月和 21 年 3 月实现两轮复产，共涵盖 20 条生产线，复产部分 18 年扣除内部交易后的营收共计 12.92 亿元，占二者 18 年总营收的 81.51%，复产取得重大进展，随着装置负荷逐渐恢复正常，子基地有望扭亏为盈。此外，公司在 20 年报中首次明确提到农化在传统 CDMO 业务的基础上进一步拓展 CRO 业务，标志着公司与跨国公司客户在专利药的合作程度加深。
- **医药业务持续高速增长：**近年来医药 CDMO 向我国转移的趋势逐渐增强，尤其是 20 年疫情对海外经济和供应链产生严重冲击，也带来了新药开发需求，进一步加快了产业转移的步伐。公司凭借突出竞争力抓住机遇，20 年医药板块营收增长 58.54%。具体措施上，20 年公司持续开拓大客户与中小制药公司业务，接受客户审计 25 家；完成了超过 6 个新分子注册中间体与原料药项目的工艺验证；临床阶段项目数量持续增长，商业化阶段、临床三期及其他临床阶段产品数量分别为 15、36 和 60 个，同比增加 1、8 和 4 个，形成了从临床早期到商业化的一体化服务模式；研发方面覆盖了新药工艺研究的各个方面，包括基因毒性杂质研究等。公司医药业务正迎来爆发成长期。

财务预测与投资建议

- 我们预测 21-23 年公司每股 EPS 为 0.65、0.92 和 1.32 元（原 21-22 年预测为 0.67 和 0.87 元），采用分部估值，加权后 21 年 PE 为 48 倍，给予目标价 31.20 元并维持增持评级。

风险提示

- 下游需求不及预期，复产进度不及预期，新项目建设和投产进度不及预期等。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,284	4,782	6,092	7,267	8,671
同比增长(%)	4.1%	11.6%	27.4%	19.3%	19.3%
营业利润(百万元)	338	222	923	1,209	1,584
同比增长(%)	153.9%	-34.2%	315.3%	31.0%	31.0%
归属母公司净利润(百万元)	144	110	603	853	1,217
同比增长(%)	284.4%	-23.7%	448.2%	41.4%	42.6%
每股收益(元)	0.16	0.12	0.65	0.92	1.32
毛利率(%)	39.1%	36.1%	36.7%	36.8%	37.3%
净利率(%)	3.4%	2.3%	9.9%	11.7%	14.0%
净资产收益率(%)	2.5%	1.8%	9.6%	12.3%	15.7%
市盈率	144.2	189.0	34.5	24.4	17.1
市净率	3.5	3.5	3.2	2.9	2.5

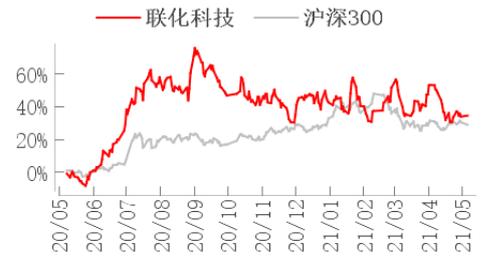
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月06日)	22.63元
目标价格	31.2元
52周最高价/最低价	30.08/15.33元
总股本/流通A股(万股)	92,325/91,821
A股市值(百万元)	20,893
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年05月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.45	-10.65	2.4	34.59
相对表现	0.75	-10.52	4.62	15.17
沪深300	-0.3	-0.13	-2.22	19.42



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

化工龙头价值分析系列之十：联化科技 2020-05-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值（截至 2021/5/6）

可比公司	每股收益（元）			市盈率		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
雅本化学	0.17	0.23	0.28	32.38	23.19	19.53
扬农化工	3.90	4.94	6.02	28.94	22.96	18.74
安道麦 A	0.15	0.25	0.35	59.80	37.72	26.32
兴发集团	0.56	1.09	1.27	25.11	12.77	10.98
农药直接平均					24	19
药明康德	1.21	1.66	2.19	123.43	88.38	66.78
康龙化成	1.48	1.83	2.47	106.99	86.16	63.76
博腾股份	0.60	0.83	1.12	88.84	64.27	47.23
凯莱英	2.98	4.07	5.39	109.03	79.77	60.27
成都先导	0.16	0.20	0.35	146.37	115.51	66.49
药明生物	0.40	0.58	0.84	209.13	152.71	106
医药调整后平均					92	64

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：分部估值测算示意（截至 2021/5/6）

项目	毛利占比（2021E）	2021	2022
农药（直接平均）	65%	24	19
医药（调整后平均）	35%	92	64
加权平均 PE		48	35

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	970	636	810	966	1,153	营业收入	4,284	4,782	6,092	7,267	8,671
应收票据及应收账款	1,056	1,245	1,116	1,332	1,589	营业成本	2,610	3,056	3,858	4,595	5,439
预付账款	71	68	94	107	131	营业税金及附加	35	54	60	77	88
存货	1,625	1,860	2,348	2,796	3,310	营业费用	66	11	13	14	15
其他	285	184	189	199	212	管理费用及研发费用	1,009	1,094	1,140	1,256	1,402
流动资产合计	4,008	3,992	4,557	5,401	6,394	财务费用	16	129	107	151	161
长期股权投资	61	81	81	81	81	资产减值损失	220	293	29	26	31
固定资产	3,549	3,979	4,342	4,800	5,265	公允价值变动收益	(1)	3	1	2	2
在建工程	971	1,379	1,868	2,300	2,557	投资净收益	(12)	29	(5)	12	3
无形资产	294	506	488	470	452	其他	22	46	42	47	44
其他	728	470	54	54	54	营业利润	338	222	923	1,209	1,584
非流动资产合计	5,603	6,416	6,834	7,706	8,410	营业外收入	5	14	9	11	10
资产总计	9,611	10,408	11,391	13,107	14,804	营业外支出	32	26	26	26	26
短期借款	1,432	667	856	1,389	1,685	利润总额	310	209	906	1,194	1,568
应付票据及应付账款	719	1,680	1,748	2,165	2,514	所得税	114	76	235	287	314
其他	503	772	885	927	977	净利润	196	134	670	907	1,254
流动负债合计	2,654	3,118	3,489	4,481	5,175	少数股东损益	52	24	67	54	38
长期借款	215	647	647	647	647	归属于母公司净利润	144	110	603	853	1,217
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.12	0.65	0.92	1.32
其他	772	575	562	542	522						
非流动负债合计	987	1,222	1,209	1,189	1,169	主要财务比率					
负债合计	3,640	4,340	4,698	5,671	6,345		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	66	40	107	162	199	成长能力					
股本	924	923	923	923	923	营业收入	4.1%	11.6%	27.4%	19.3%	19.3%
资本公积	2,153	2,209	2,209	2,209	2,209	营业利润	153.9%	-34.2%	315.3%	31.0%	31.0%
留存收益	2,825	2,889	3,446	4,135	5,121	归属于母公司净利润	284.4%	-23.7%	448.2%	41.4%	42.6%
其他	3	7	7	7	7	获利能力					
股东权益合计	5,971	6,068	6,692	7,436	8,459	毛利率	39.1%	36.1%	36.7%	36.8%	37.3%
负债和股东权益总计	9,611	10,408	11,391	13,107	14,804	净利率	3.4%	2.3%	9.9%	11.7%	14.0%
						ROE	2.5%	1.8%	9.6%	12.3%	15.7%
						ROIC	3.0%	2.9%	9.5%	11.4%	13.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	37.9%	41.7%	41.2%	43.3%	42.9%
净利润	196	134	670	907	1,254	净负债率	12.1%	15.4%	14.2%	17.9%	17.0%
折旧摊销	342	398	456	545	649	流动比率	1.51	1.28	1.31	1.21	1.24
财务费用	16	129	107	151	161	速动比率	0.89	0.67	0.62	0.57	0.59
投资损失	12	(29)	5	(12)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(316)	545	(238)	(256)	(439)	应收账款周转率	4.1	4.9	5.8	5.6	5.6
其它	800	203	444	24	29	存货周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
经营活动现金流	1,051	1,379	1,444	1,361	1,651	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(883)	(1,433)	(1,290)	(1,417)	(1,354)	每股指标(元)					
长期投资	(241)	(282)	0	0	0	每股收益	0.16	0.12	0.65	0.92	1.32
其他	36	379	(4)	14	5	每股经营现金流	1.14	1.49	1.56	1.47	1.79
投资活动现金流	(1,088)	(1,336)	(1,294)	(1,403)	(1,348)	每股净资产	6.40	6.53	7.13	7.88	8.95
债权融资	(138)	425	(13)	(20)	(20)	估值比率					
股权融资	69	55	0	0	0	市盈率	144.2	189.0	34.5	24.4	17.1
其他	8	(862)	36	219	(96)	市净率	3.5	3.5	3.2	2.9	2.5
筹资活动现金流	(60)	(382)	24	199	(116)	EV/EBITDA	31.4	29.2	14.7	11.5	9.1
汇率变动影响	31	(34)	-0	-0	-0	EV/EBIT	61.7	62.2	21.2	16.1	12.5
现金净增加额	(67)	(373)	174	156	187						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn