

联化科技(002250)/化工
农药拐点已至、医药潜力十足，CMO 龙头扬帆再起航
评级：买入(首次)

市场价格：25.59

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

电话：

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,114	4,284	4,588	5,704	6,785
营业收入增速	0.16%	4.12%	7.11%	24.32%	18.94%
归属于母公司的净利润	38	144	436	733	993
净利润增长率	-81.36%	284.36%	201.93%	68.20%	35.52%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.16	0.47	0.79	1.07
每股现金流量(元)	0.58	1.14	1.13	0.60	1.96
净资产收益率	0.66%	2.44%	6.81%	10.51%	12.64%
市盈率(倍)	629.50	163.78	54.28	32.27	23.81
市净率	4.15	4.00	3.70	3.39	3.01

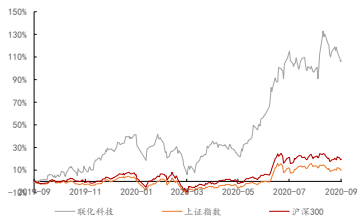
备注：股价选自 2020 年 09 月 24 日

投资要点

- 国内 CMO 龙头企业，技术实力雄厚，与核心客户关系稳定。** 公司是国内领先的精细化工品定制化生产企业，主营农药中间体和医药中间体的定制加工业务。公司技术实力雄厚，在氨氧化、有机小分子催化、微通道反应、偶联催化剂开发及应用、连续光气化反应、连续重氮化反应、连续光催化取代反应等领域技术储备深厚。公司客户结构优异，农药领域，公司与农药前 5 大公司合作关系稳定，为其重要的战略供应商；医药方面，公司已成功地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。
- 农药 CMO 仍具潜力，公司农药业务有望迎来拐点。** 在产品生命周期延长以及研发成本上升背景下，农化巨头回报压力增大，逐步将经营重心向附加值较高的研发及销售两端迁移，附加值较低的中间制造环节则加大外包力度；行业内部看，随着下游农药行业完成新一轮整合，客户集中度提升将促使上游供应商集中度提升，叠加近几年国内环保趋严对农药供应链造成扰动，农化巨头对于自身供应链稳定性的诉求提升，优质农药企业的议价权得到进一步增强，有望迎来新一轮发展。从公司自身而言，2019 年公司主要的农药中间体生产基地江苏联化和盐城联化因“321”事件停产，目前已通过县级复产审核，后期有望逐步复产，且公司德州联化布局新农药产能，建立产能备份的同时新增农药产品线，公司农药业务有望迎来拐点。
- 医药 CMO 行业高速发展，公司医药业务潜力十足。** 在新药研发难度加大、累积成功率不断下降背景下，欧美主要跨国制药企业纷纷开始寻求专业化的外包服务，医药 CMO 行业市场稳健增长，2011 年~2017 年全球医药 CMO 市场规模从 319 亿美元持续增长至 628 亿美元，复合增长率为 12.0%。就国内而言，创新药趋势不变，新药审核不断加速、MAH 进一步推动行业发展，同时随着中国、印度等新兴市场在固有的成本优势的基础上逐步掌握了医药 CMO 行业的经营管理能力，全球 CMO 行业逐步向新兴市场迁移，国内 CMO 行业迎来高增长。经过近几年发展，公司已初步建立医药产品线，截至 2019 年底，公司拥有三期临床项目 28 个、其他临床阶段项目 56 个、商业化阶段项目 14 个，随着台州联化和临海联化产能逐步建设及释放，公司医药业务潜力十足。
- 盈利预测：** 预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.36/7.33/9.93 亿元，EPS 分别为 0.47/0.79/1.07 元，对应 PE 分别为 54.3/32.3/23.8 倍。公司作为国内优质的农药企业，农药业务迎来拐点，医药业务潜力十足，首次覆盖“买入”投资评级。
- 风险提示：** 下游需求疲软风险、响水基地复产不及预期、项目建设不及预期、环保安全风险

基本状况

总股本(亿股)	9.23
流通股本(亿股)	9.18
市价(元)	25.59
市值(亿元)	236
流通市值(亿元)	235

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

联化科技：国内精细化工品定制化生产龙头企业	- 5 -
1.1 公司主要从事农药、医药、功能化学品三大业务.....	- 5 -
1.2 外部因素导致公司业绩下滑	- 7 -
2 农药 CMO 仍具潜力，公司农药业务或将迎来拐点	- 10 -
2.1 研发管线畅通、专利药到期放量推动行业持续发展.....	- 10 -
2.2 农药产业链重构，中间体龙头强者恒强	- 13 -
2.3 盐城有望复产、山东布局新产能，农药业务经营向上	- 14 -
3 医药 CMO 乘风而起，公司医药业务有望加速	- 17 -
3.1 医药 CMO 行业高速发展.....	- 17 -
3.2 产品管道逐步完善，有望进入收获期.....	- 21 -
4 盈利预测及估值	- 26 -
5 风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 公司主要业务板块	- 5 -
图表 2: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 3: 公司股权结构.....	- 6 -
图表 4: 公司营收及增速	- 7 -
图表 5: 公司净利润及增速	- 7 -
图表 6: 公司净利率&毛利率.....	- 8 -
图表 7: 公司分业务毛利率	- 8 -
图表 8: 公司营收结构 (分业务)	- 8 -
图表 9: 公司营收结构 (分区域)	- 8 -
图表 10: 公司期间费用情况.....	- 9 -
图表 11: 公司研发投入.....	- 9 -
图表 12: 农药产品生命周期呈现延长.....	- 10 -
图表 13: 新化学农药有效成分的研发总成本.....	- 10 -
图表 14: ISO 公布农药新产品数目	- 10 -
图表 15: 专利药市场份额持续下降.....	- 10 -
图表 16: 跨国公司新增农药活性分子.....	- 11 -
图表 17: 2015 年-2020 年 28 个农药化合物专利到期.....	- 12 -
图表 18: 农药产业链及跨国公司重心转移.....	- 13 -
图表 19: 农药行业并购事件.....	- 14 -
图表 20: 江苏联化现有产品及产能信息	- 14 -
图表 21: 江苏联化总资产及 ROE	- 15 -
图表 22: 江苏联化净利润	- 15 -
图表 23: 盐城联化产品及产能信息.....	- 15 -
图表 24: 盐城联化历年投入.....	- 16 -
图表 25: 盐城联化净利润	- 16 -
图表 26: 德州联化主要项目.....	- 16 -
图表 27: 医药 CMO 企业服务范围	- 17 -
图表 28: 新药研发成本 (百万美元)	- 17 -
图表 29: 新药研发 I 期到 III 期的累积成功率	- 17 -
图表 30: 全球医药 CMO 市场规模	- 18 -
图表 31: 全球医药研发支出情况	- 18 -
图表 32: FDA 新药审批情况	- 18 -
图表 33: 专利到期药品销售额.....	- 19 -

图表 34: 中国医药 CMO 市场.....	- 19 -
图表 35: 中国医药上市公司研发支出情况.....	- 20 -
图表 36: 2015-2018 年各类药物 NDA 通过情况.....	- 20 -
图表 37: MAH 相关政策梳理.....	- 20 -
图表 38: 全球各区域医药 CMO 市场份额变化.....	- 21 -
图表 39: 大中小型药企研发投入 (十亿美元).....	- 21 -
图表 40: 公司已成为部分国际药企供应商.....	- 22 -
图表 41: 公司不同阶段项目数量 (个).....	- 22 -
图表 42: 公司不同阶段项目收入情况 (万元).....	- 22 -
图表 43: 台州联化产能.....	- 23 -
图表 44: 台州联化新增在建工程.....	- 24 -
图表 45: 台州联化总资产.....	- 24 -
图表 46: 台州联化营业收入及增速.....	- 24 -
图表 47: 台州联化净利润及净利率.....	- 24 -
图表 48: 临海联化产能.....	- 25 -
图表 49: 业务拆分及盈利预测 (百万元).....	- 26 -
图表 50: 可比公司估值.....	- 26 -
图表 51: 盈利预测.....	- 28 -

联化科技：国内精细化工品定制化生产龙头企业

1.1 公司主要从事农药、医药、功能化学品三大业务

- 公司为国内领先的精细化工品定制化生产企业。联化科技是一家领先的化学和技术解决方案提供商，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。公司主营业务包括农药、医药原药及中间体的生产和销售以及农药定制和医药定制业务，此外还有一定规模的自产自销的功能化学品。公司产品主要销往美国、欧洲和日本等国际市场。

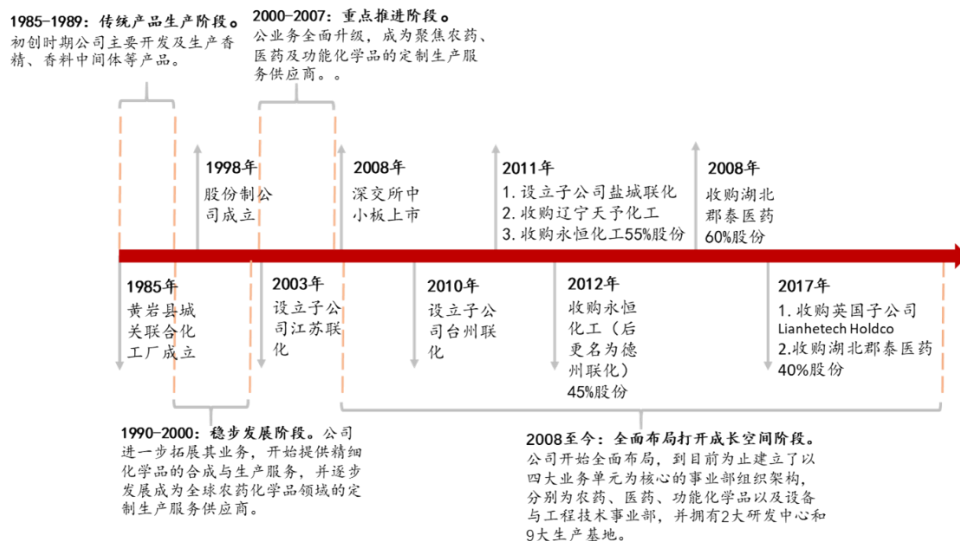
图表 1：公司主要业务板块



来源：公司主页、中泰证券研究所

- 公司前身为 1985 年建立的黄岩县城关联合化工厂，2008 年在中小板上市，自成立以来公司经历了四个发展阶段，逐步形成农药中间体、医药中间体以及功能化学品的生产格局。
- **1985-1989：传统产品生产阶段。** 初创时期公司主要开发及生产香精、香料中间体等产品，并逐步完善在化工领域技术人才培养及工艺经验积累，为后续精细化工板块的发展奠定基础。
- **1990-2000：稳步发展阶段。** 公司进一步拓展其业务，开始提供精细化学品的合成与生产服务，并与国外大型化工企业建立了初步的联系，逐步发展成为全球农药化学品领域的定制生产服务供应商。期间公司主要从事染料中间体的研发和生产，并逐渐淘汰了香精、香料产品业务。
- **2000-2007：重点推进阶段。** 公司逐步缩减污染较大、附加值较低的染料中间体的生产经营，成为聚焦农药、医药及功能化学品的定制生产服务供应商。
- **2008 至今：全面布局打开成长空间阶段。** 2008 年联化科技在深交所首次公开发行股票。2013 年公司在上海新建的研发中心投入使用，进一步增强其研发实力。至今，联化科技建立了以四大业务单元为核心的事业部组织架构，分别为农药、医药、功能化学品以及设备与工程技术事业部，并拥有 2 大研发中心和 9 大生产基地。

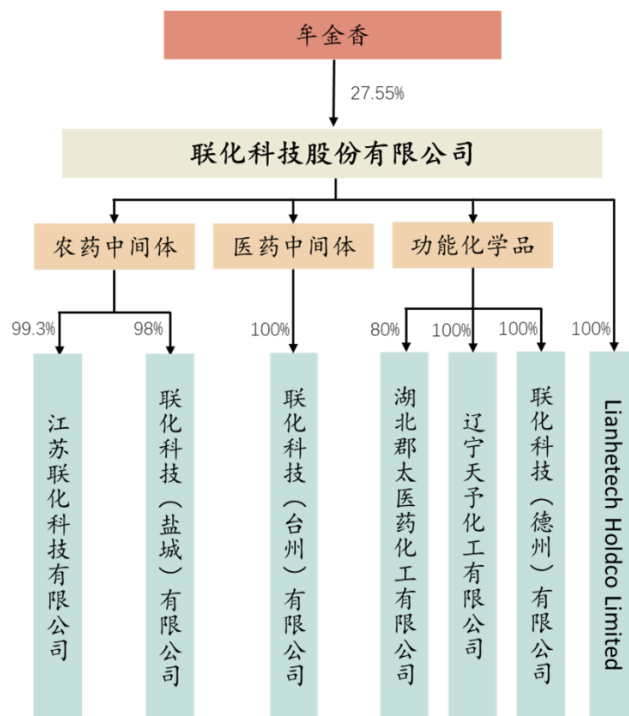
图表 2：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

- **牟金香为公司实际控制人。**公司第一大股东和实际控制人是牟金香，共持有 27.55% 的股权。公司主要控股子公司有 7 家：其中江苏联化和盐城联化主要负责农药业务，台州联化主要承担医药业务，是为总部生产线转移而设立的子公司，德州联化、辽宁天子和湖北郡泰主营精细化工品业务，分别为客户提供较为稀缺的光气化业务、氟化工生产业务、氮氧化系列产品；Lianhetao Holdco 则是公司为了为了加快推进 CMO/CDMO 业务以及功能化学品业务国际化而收购的英国子公司。

图表 3：公司股权结构



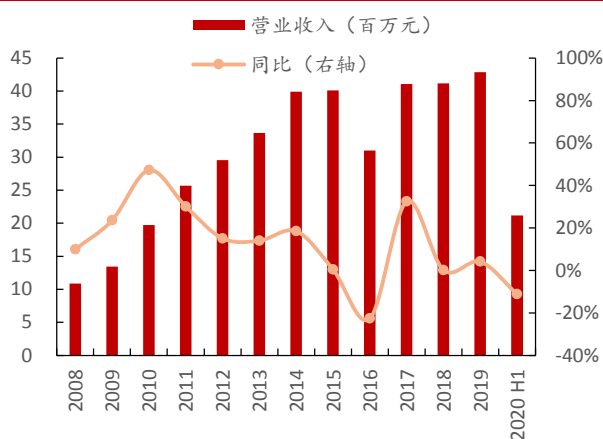
资料来源：Wind、中泰证券研究所

注：江苏联化剩余 0.7% 股权由联化科技全资子公司联化进出口有限公司持有

1.2 外部因素导致公司业绩下滑

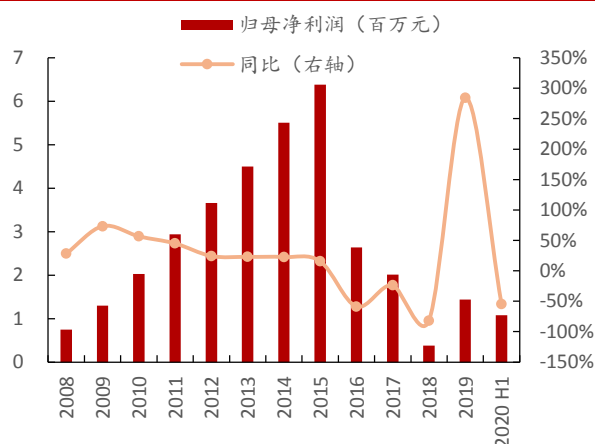
- 近四年因外部因素导致公司业绩下滑。**公司上市以来，业绩大致可以划分为两个阶段：第一阶段为 2008-2015 年，期间公司营收稳步增长，年复合增速达到 21%，归母净利润同向稳步上涨至 6.38 亿元；第二阶段为 2016-2018 年，受德州联化生产事故、全球农化景气下行、苏北环保事故停产及响水爆炸事故停产等内因和外因影响，公司营业收入增速放缓，近几年稳定在 41 亿元左右，归母净利润则出现大幅下滑，2018 年公司仅实现净利润 3753 万元。
- 2019 年“321”爆炸事件后，子公司江苏联化和盐城联化停产，对公司的经营产生一定负面影响，但公司定制加工产品订单充裕，同时多生产基地的布局下，公司的经营得到较好的维护，叠加自产自销产品价格上涨，业绩触底回升，净利润增至 1.44 亿元。**2020H1 受疫情影响，公司业绩再度承压，营业收入同比下降 11.21% 至 21.19 亿元，归母净利润为 1.08 亿元。

图表 4：公司营收及增速



资料来源：Wind、中泰证券研究所

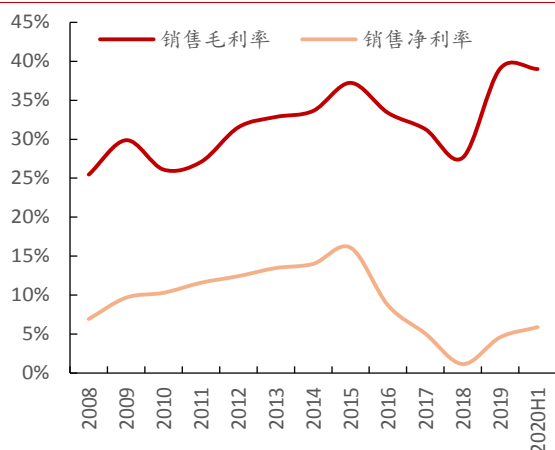
图表 5：公司净利润及增速



资料来源：Wind、中泰证券研究所

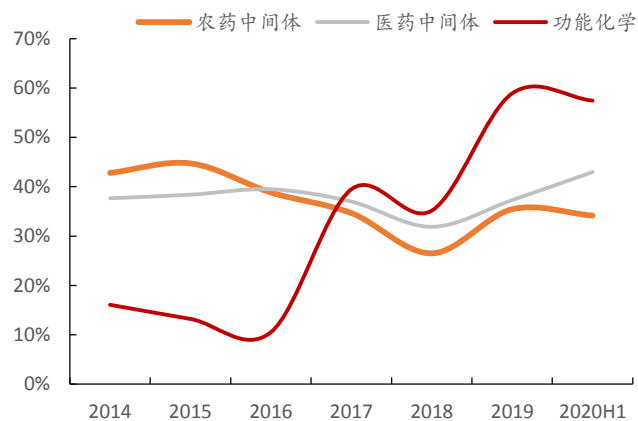
- 外部因素导致毛利率、净利率持续下滑。**2015 年前，公司毛利率、归母净利率呈现稳步向上态势，2015 年分别达到高点，分别为 37.24% 和 15.92%，2016 年农化行业景气下行，毛利率下滑至 33.39%、2017 年因煤改气及人工成本上升，毛利率下滑至 31.29%，2018 年因苏北环保导致子公司停产、同时公司调整会计口径，将生产经营相关过程中发生的直接成本和直接费用计入营业成本，毛利率下滑至 27.64%，归母净利率跌至 0.91%。2019 年，公司经营回暖叠加部分自产产品价格上升，毛利率和净利润提升至 39.07% 和 3.37%。
- 分业务来看，2014、2015 年，公司农药业务毛利率稳定，2015 年后，因人工成本上升、煤改气致能源成本上升、行业景气波动以及环保停产等内外部因素，至 2018 年农药业务的毛利率下降至 26.51%，19 年因部分自产自销产品价格上涨，毛利率上升 35.44%；医药业务毛利率始终维持在 30% 以上；精细与功能化学品业务毛利率 2019 年系价格上大幅涨至 58.90%。**

图表 6：公司净利率&毛利率



资料来源：Wind、中泰证券研究所

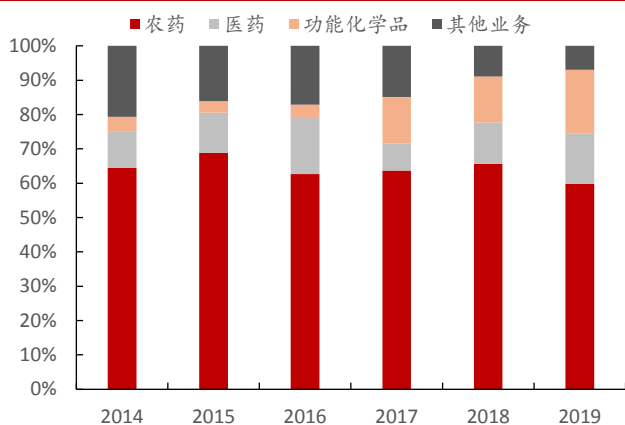
图表 7：公司分业务毛利率



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 公司营收主要由农药、医药以及功能化学品构成。**分产品来看，农药业务为公司主要营收来源，近几年占公司总营收的 60%左右；医药业务近几年发展加速，营收从 2017 年 3.24 亿元增长至 2019 年 6.29 亿元，营收占比由 2017 年的 7.89% 上升至 2019 年的 14.69%；2017 年、2018 年，公司精细和功能化学品占比分别为 13.51% 和 13.45%，因部分产品价格上涨，2019 年提升至 18.59%。分区域来看，公司主要客户面向全球，60%~70%的营收来自国外。

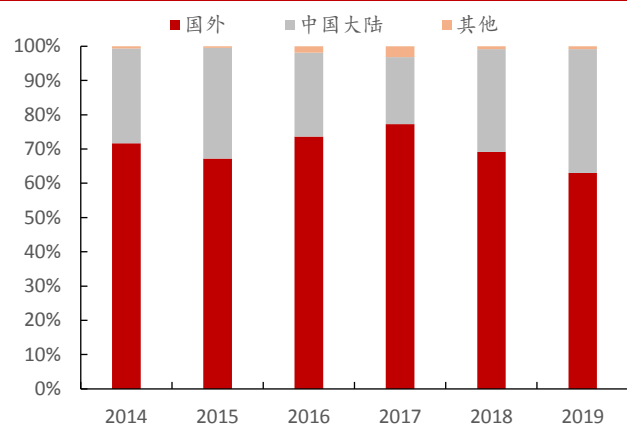
图表 8：公司营收结构（分业务）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

注：17 年公司调整医药业务统计口径，图为口径调整后的营收结构

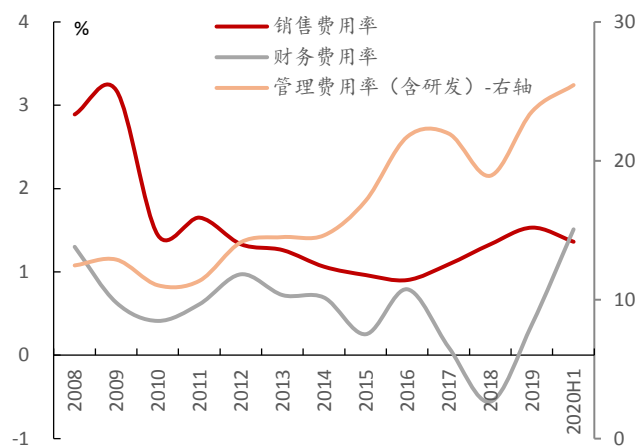
图表 9：公司营收结构（分区域）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

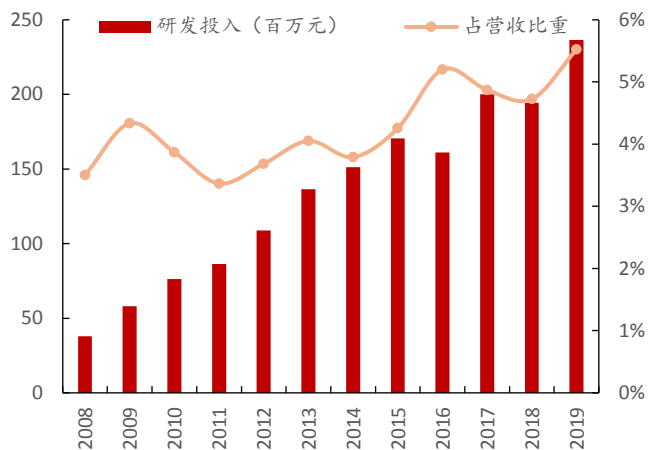
- 公司管理费用拖累业绩。**公司财务费用率、销售费用率始终维持低水平，近几年合计占比在 2% 以下；管理费用率则呈现不断上升趋势，主要由 2017 年、2018 年分别产生股份支付成本 7029 万元和 5583 万元、2019 年盐城联化和江苏联化停工产生 4783 万元停工费用引起，2020H1 疫情影响，公司营收下滑，管理费用率（含研发）增加至 25.46%。
- 公司研发投入维持在较高水平。**公司重视研发，2008~2019 年，研发费用从 0.38 亿元增长至 2.18 亿元，研发投入占营业收入始终维持在 3.5%—5.5% 之间，处于较高水平。积累技术底蕴，为长期发展提动力。

图表 10: 公司期间费用情况



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 公司研发投入



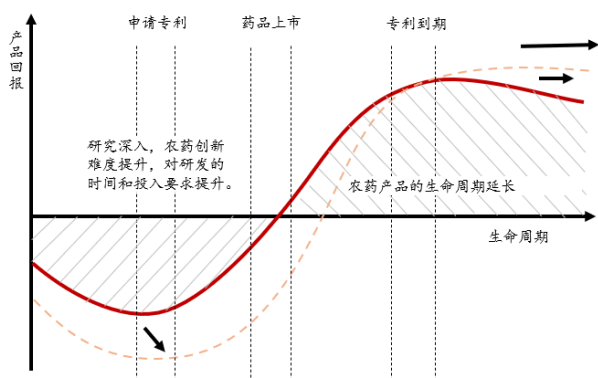
资料来源: Wind、中泰证券研究所

2 农药 CMO 仍具潜力，公司农药业务或将迎来拐点

2.1 研发管线畅通、专利药到期放量推动行业持续发展

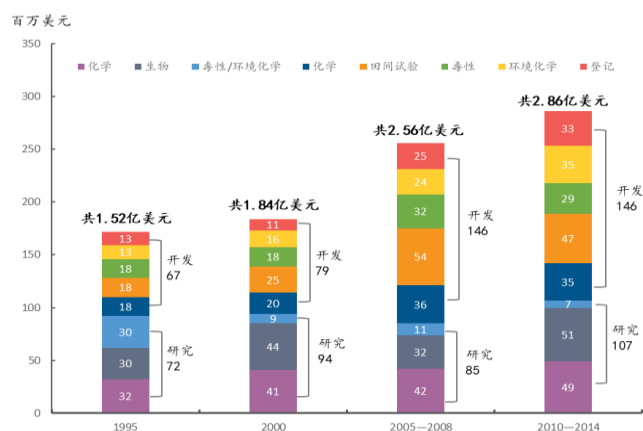
- **农药创制难度提升，新产品生命周期延长、研发成本上升。**经过了几十年的发展，农药经过大类产品快速扩充期，产品种类逐步齐全，市场应用范围大幅扩展，效果也有明显提升；然而随着基础问题的逐步解决，新的应用要求不断提升，使得全球农药新成分发现难度大幅增加，产品整体的生命周期有所延长，研发成本也不断上升。据 Phillips McDougall 公司统计，新农药有效成分研发的总成本从 1995 年的 1.52 亿美元增加到 2011-2014 年的 2.86 亿美元，增长了 88.16%。

图表 12：农药产品生命周期呈现延长



资料来源：《2019 年全球农药市场状况与主要特点分析》、中泰证券研究所

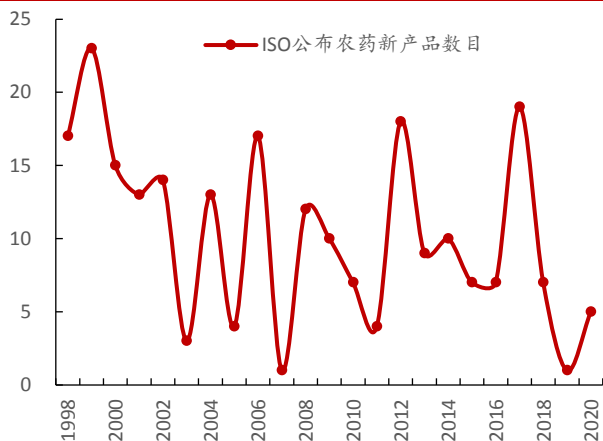
图表 13：新化学农药有效成分的研发总成本



资料来源：Phillips McDougall、中泰证券研究所

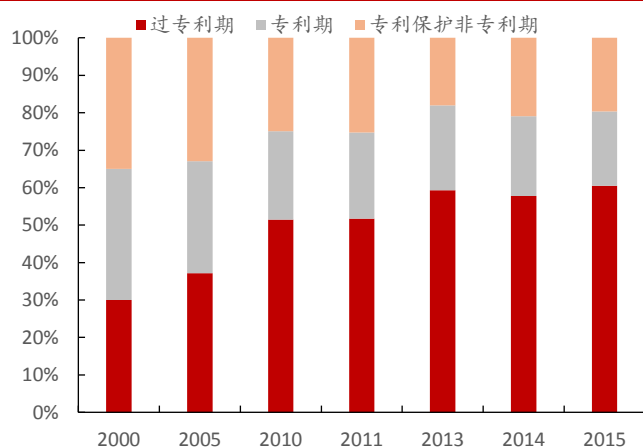
- **农药专利药数目、市场份额下滑。**受研发费用不断上升的影响，近几年新发现的农药数据减少，2018 年~2020 年 ISO 公布新增农产产品数量仅为 7 个、1 个和 5 个，与此同时，农药专利药的占比不断下降，过专利期农药占比则由 2000 年的 30% 上升至 2015 年的 60.5%。

图表 14：ISO 公布农药新产品数目



资料来源：农药快讯、中泰证券研究所

图表 15：专利药市场份额持续下降



资料来源：UPL、中泰证券研究所

- 全球农药创新并未停滞不前。**因新产品在专利保护期内拥有极高的利润率，且农化巨头拥有强大的研发能力和营销能力，能够形成利润到研发的良性循环，因而跨国公司仍旧投入巨资用于新药研发，创新药推出的步伐并未停滞。从研发管道看，主要农化巨头均有新活性分子推出。其中杀菌剂创新较为活跃，SDHI 类杀菌剂产品已超 20 种，较成熟的热门产品有啶酰菌胺、联苯吡菌胺、氟吡菌酰胺、氟唑菌苯胺、吡唑萘菌胺、氟唑环菌胺、氟唑菌酰胺、吡噻菌胺和苯并烯氟菌胺等，后期仍有 Isoflucypram、氟茛唑菌胺等新分子推出。据 Phillips McDougall 预测，2016-2021 年，SDHI 类杀菌剂复合年增长率为 4.9%，预计 2021 年销售额将达 21.44 亿美元，同时部分 SDHI 杀菌剂有望成为新农药大单品，如先正达新产品氟唑菌酰羟胺峰值销售有望超 10 亿美元。同时新机理的杀菌剂分子也仍在研发，巴斯夫新活性分子氟氟醚菌唑为异丙醇-三唑类下第一个产品，公司预测其峰值销售有望突破 10 亿欧元。杀虫剂方面，后期仍有溴虫氟苯双酰胺、三氟咪啶酰胺、Spiropidion、Tyclopyrazoflor、双丙环虫酯、四唑虫酰胺以及氟啶虫胺胍新上市或者即将上市，预计合计峰值销售超 30 亿美元。除草剂方面，吡啶羧酸类、吡唑类、异恶唑啉酮类、苯氧酰胺类和吡咯烷酮类除草剂等存在新活性分子上市，氟氟吡啶酯等产品有望成为新的除草剂大单品，预计合计峰值销售超 20 亿美元；

图表 16：跨国公司新增农药活性分子

研发公司	产品名称	种类	上市日期	预估销售峰值
先正达	Spiropidion	环季酮酰胺类杀虫剂	2021—2022 年	3.00 亿美元
	Isocycloseram	双芳基异噁唑啉类杀虫剂	2021 年	0.75 亿美元
	picarbutrazox (四唑吡啶酯)	氨基甲酸酯类杀菌剂	2020 年	
	pydiflumetofen (氟唑菌酰羟胺)	SDHI 类杀菌剂	2020 年	
巴斯夫	Ipfentrifluconazole	SBI 类杀菌剂	早期阶段	
	mefentrifluconazole (氟氟醚菌唑)	新型异丙醇-三唑类杀菌剂	2018 年	10.00 亿欧元
	Metyltetraprole	四唑啉酮类杀菌剂	2022 年	
	环庚草醚	ACP 硫酸酯酶选择性抑制剂	2020 年	
	三氟草啶	原卟啉原氧化酶抑制剂类除草剂	2020 年	
	双丙环虫酯	丙烯类杀虫剂	2018 年	5.00 亿美元
科迪华	溴虫氟苯双酰胺	间二酰胺类杀虫剂	2019 年	8.50 亿美元
	fluazaindolizine (三氟咪啶酰胺)	磺酰胺类杀线虫剂	2021 年	1~5 亿美元
	Tyclopyrazoflor	吡啶类杀虫剂		2.50 亿美元
	Fenpicoxamid	新型吡啶酰胺类杀菌剂	已登记	3.50 亿美元
	氟噻唑吡乙酮	吡啶基噻唑异噁唑啉类杀菌剂	2016 年	2.00 亿美元
	halauxifen-methyl (氟氟吡啶酯)	芳基吡啶甲酸酯类除草剂	2014 年	突破 6.00 亿美元
	氟氟吡啶酯	芳基吡啶甲酸酯类除草剂	2016 年	4.00 亿美元
拜耳	sulfoxaflor (氟啶虫胺胍)	亚砷酰胺类新型杀虫剂	2012 年上市	4.00 亿美元
	三氟苯嘧啶	烟碱型乙酰胆碱受体抑制剂	2017 年	1.50 亿美元
	二氟噻吡啶	(水稻用杀虫剂)		1.50 亿美元
	Dipymetitrone	二硫代二吡咯四酮类杀菌剂	早期阶段	1.50 亿美元
	Fluoxapiprolin	异噁唑啉类杀菌剂	早期阶段	1.50 亿美元
	tetraniliprole (四唑虫酰胺)	新型双酰胺类杀虫剂	2020 年	3.50 亿美元

	Isoflucypram	SDHI 类杀菌剂	2019 年	2.50 亿美元
	Quinofumelin	新型喹啉类杀菌剂	2018 年获得授权	
	bixafen (联苯吡菌胺)	SDHI 类杀菌剂	2019 年	0.3~0.5 亿美元
	bixlozone	异噁唑啉酮类除草剂	2021 年	4.5~5 亿美元
	fluindapyr (氟茚唑菌胺)	SDHI 类杀菌剂	2021 年	2.5~3 亿美元
富美实	Tetflupyrolimet	新型苯胺类手性除草剂	2024 年	
	除草剂#1	尚未公开	2024 年	2.5~3.5 亿美元
	除草剂#2	尚未公开	2025 年	0.75~1.25 亿美元
	除草剂#3	尚未公开	2026 年	2~4 亿美元

来源：农药快讯、中泰证券研究所

- 专利药到期，或受益于放量。**随着专利药的专利到期，大量仿制药企业进入市场，产品价格将逐渐降低，产品的市场用量将逐渐扩大。而国际农药巨头往往具有极强的下游销售布局，到期后仍然能够把握住主要的销售市场，因而在增量市场的竞争中占据优势，但由于产品价格下降，利润空间会被压缩。因此，为应对专利到期后仿制药企业对市场的冲击，专利所属公司往往希望将生产外包给定制化生产企业。2015-2020 年，共有 28 个农药化合物专利到期，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。预期这些专利到期将大幅提升原专利农药的销售数量，带动相应农药的生产需求，推动中间体行业持续发展。

图表 17：2015 年-2020 年 28 个农药化合物专利到期

产品类型	通用名	专利权所属公司	到期时间	2018 年销售额
杀菌剂	苯噻菌胺	组合化学工业株式会社	2015 年 5 月	<0.3 亿美元
杀菌剂	精甲霜灵	先正达公司	2015 年 6 月	4.8 亿美元
杀菌剂	吡唑醚菌酯	巴斯夫公司	2015 年 6 月	9.75 亿美元
杀菌剂	丙硫菌唑	拜耳作物科学公司	2015 年 11 月	7.85 亿美元
杀菌剂	环氟菌胺	日本曹达株式会社	2015 年 12 月	<0.3 亿美元
杀菌剂	吡噻菌胺	三井化学株式会社	2016 年 4 月	0.82 亿美元
杀菌剂	氟啶菌酯	拜耳作物科学公司	2017 年 1 月	2.45 亿美元
杀菌剂	苯菌酮	巴斯夫公司	2018 年 8 月	0.52 亿美元
杀菌剂	吡唑磺菌胺	日产化学工业株式会社	2018 年 10 月	<0.3 亿美元
杀菌剂	氟吡菌胺	拜耳作物科学公司	2019 年 2 月	0.52 亿美元
杀菌剂	valifenalate	意大利赛格公司	2019 年 11 月	
杀菌剂	fenpyrazamine	住友化学工业株式会社	2020 年 10 月	
除草剂	四唑草胺	拜耳作物科学公司	2014 年 2 月	
除草剂	甲酰氨基嘧磺隆	拜耳作物科学公司	2015 年 4 月	1.05 亿美元
除草剂	五氟磺草胺	陶氏益农公司	2017 年 9 月	2.25 亿美元
除草剂	苯唑草酮	巴斯夫公司	2018 年 1 月	1.02 亿美元
除草剂	嘧苯胺磺隆	意大利赛格公司	2018 年 3 月	<0.3 亿美元
除草剂	唑啉草酯	先正达公司	2019 年 3 月	4.35 亿美元
除草剂	噁唑草胺	韩国东部韩农株式会社	2019 年 7 月	<0.3 亿美元
除草剂	tembotrione	拜耳作物科学公司	2019 年 9 月	

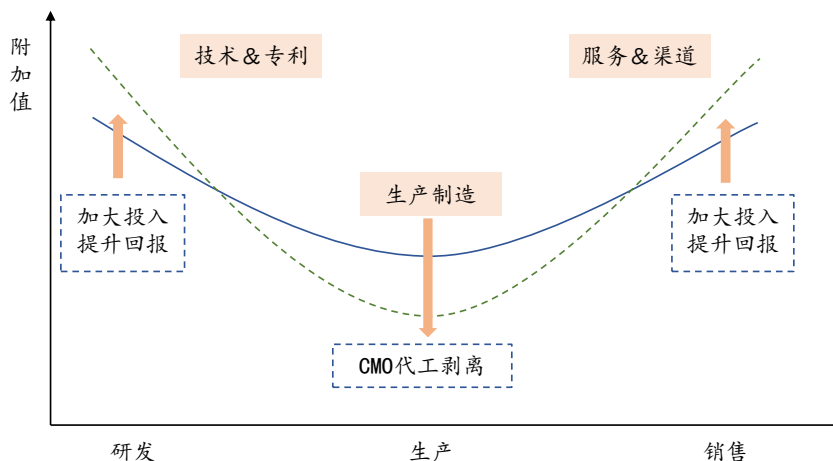
除草剂	噻酮磺隆	拜耳作物科学公司	2020年7月	1.63亿美元
除草剂	氟吡磺隆	LG生命科学公司	2020年10月	<0.3亿美元
杀虫剂	三氟甲吡醚	住友化学工业株式会社	2015年10月	0.72亿美元
杀虫剂	螺虫乙酯	拜耳作物科学公司	2017年7月	2.23亿美元
杀虫剂	甲氧苄氟菊酯	住友化学工业株式会社	2019年2月	
杀虫剂	氟苯虫酰胺	日本农药株式会社	2019年11月	4.77亿美元
杀虫剂	pyrifluquinazon	日本农药株式会社	2020年11月	
安全剂	cyprosulfamide	拜耳作物科学公司	2018年9月	

来源：农药快讯信息网、中泰证券研究所

2.2 农药产业链重构，中间体龙头强者恒强

- 农化巨头产业链布局调整，专业化外包需求上升。**在农药产品生命周期延长以及研发成本加大的背景下，农化巨头回报压力增大，开始对自身业务重心布局进行调整。一方面，在具有战略意义的研发和销售环节加大投入，通过加大创新力度、渠道下沉、注重服务等方式协同，在产业链两端建立更强的竞争优势，加大盈利回报空间；另一方面，企业通过外包代工等方式削减产品生产制造环节，通过将产品拆分委托生产，减少低盈利水平业务占比，通过外包给具有区域优势的企业生产，获取生产环节成本差异带来的盈利空间。

图表 18：农药产业链及跨国公司重心转移



来源：中泰证券研究所

- 中间体行业集中度将进一步提升。**2017年以来，农化巨头开始新一轮的兼并收购，全球农化市场迈入“五足鼎立”格局（拜耳+孟山都、陶氏+杜邦、中国化工+先正达、巴斯夫、富美实），下游农化巨头集中度进一步提升，下游集中将促使上游供应商集中度提升，预计后期跨国公司将对自身供应商进行优化，淘汰部分综合实力较弱的供应商，龙头企业则能获得更好发展。此外，近几年国内环保趋严、部分小企业生产不稳定，对农药原药和中间体的供应产生扰动，对下游农化巨头原药采购造成影响，因而跨国公司在注重成本的同时，对于供应链稳定性的诉求也不断增强，后期跨国公司对供应商研发、工程和生产能力的要求将不断提高，

优质龙头企业凭借自身在技术创新、生产管理、质量管理和供应链管理能力等综合实力的优势有望获得更多订单。

图表 19：农药行业并购事件



来源：新闻整理、中泰证券研究所

2.3 盐城有望复产、山东布局新产能，农药业务经营向上

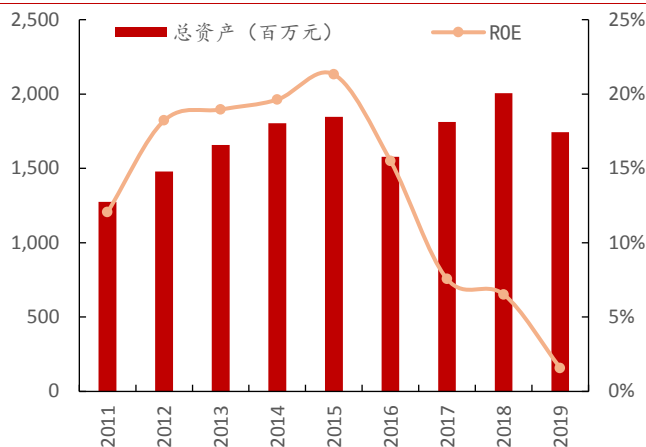
- 公司农药集中于江苏联化及盐城联化。公司农化业务起步较早，1998 年开始与现主要客户 FMC 公司接触，并经 4 年考察期后与其签定长期定制生产合同。2003 年，随着公司业务范围和经营规模的扩大，公司将自身业务中农药中间体和染料中间体分离出来以子公司的形式运作，成立江苏联化负责农药业务的运营，后继续成立盐城联化进行农药板块的扩张。
- 江苏联化成立于 2003 年 10 月，是目前公司农药业务核心基地，基地分为南、北两个厂区，目前实际生产 23 种产品。

图表 20：江苏联化现有产品及产能信息

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

来源：环评报告、中泰证券研究所

- 2011年至2015年，江苏联化业务发展逐步成熟，净利润由1.54亿元持续增长至3.94亿元，经营业绩稳步向上。受16年市场环境、18年环保整治、19年响水爆炸事故等外部因素影响，15年以后业绩开始出现大幅下滑，归母净利润从15年峰值3.94亿元下滑至19年2740万元。

图表 21：江苏联化总资产及 ROE


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 22：江苏联化净利润


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 盐城联化建于2011年6月，是联化科技为了进一步完善和提升公司产业发展和扩展定制生产业务的战略布局。到目前为止，盐城联化申报了六期项目，共12种产品，其中已建成7个，现有产能8750吨，在建产能3850吨。

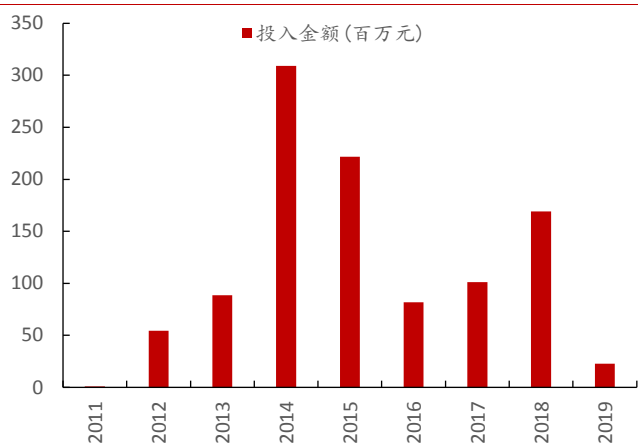
图表 23：盐城联化产品及产能信息

序号	产品	已有 (t/a)	在建 (t/a)	规划期
1	PBA	150		一期
2	A-NBE	300		
3	E9260	300		二期
4	J290		350	
5	DFEE		2000	
6	联苯醇		1000	
7	JG303	500		三期
8	邻氯苯腈	5000		五期
9	对氯苯腈	1500		
10	2,6-二氯苯腈	1000		
11	联苯菊酯		500	六期
12	总计	8750	3850	

来源：环评报告、中泰证券研究所

- 作为公司农药业务的第二核心生产基地，公司以高标准建设盐城联化，特别是污水处理、焚烧炉等公用设施，以整体生产基地作为规划建设。2012~2018年，公司在厂区工程方面累计投入10.15亿元，但由于环保、安全事故以及部分前期投入项目尚未产生实际效益等因素影响，盐城联化2016~2019年持续亏损，净利润分别-5337万元、-2039万元、-6651万元、-1.11亿元。

图表 24: 盐城联化历年投入



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 盐城联化净利润



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 复产有望推动业绩上升。**19 年 3 月响水爆炸事故以来, 江苏联化和盐城联化一直处于停产状态。2020 年 6 月 24 日响水县人民政府发布《关于江苏联化科技有限公司和联化科技(盐城)有限公司通过县级复产验收的公示》, 公告表示: 江苏联化 6 条生产线项目和盐城联化 3 条生产线项目复产申请通过园区初审以及县相关部门验收, 具备报市复核的条件。江苏联化和盐城联化有望复产, 如若成功复产, 将推动公司农药业务业绩上升。
- 德州联化打开成长空间。**联化科技于 2011 年 5 月收购山东省平原永恒化工有限公司 55% 的股份, 2012 年 3 月收购剩余 45% 股权, 2014 年 1 月对其增资完成后变更名称为联化科技(德州)有限公司。德州联化主要生产光气及其下游产品, 一期建设各类光气下游精细化工品, 具体为氯甲酸乙酯、硬脂酰氯及 AKD 粉等, 近期公司正筹划第二期精细化工生产项目, 据平原县人民政府 2019 年 10 月公示的《联化科技(德州)有限公司二期精细化工生产项目环境影响评价第一次公示》, 二期项目总投资 15.1 亿元, 拟建设 18 条生产线, 主要产品为农药中间体, 其中 SFT 原药、JG303、氮氧化系列产品等为公司江苏农药基地产能备份, 助力分散经营风险, 同时公司布局 CPH 等新产品, 扩张农药版图, 德州联化有望成为联化科技新农药中间体生产基地, 为公司农药业务增长打开新的成长空间。

图表 26: 德州联化主要项目

	主要项目
一期	光气合成、对甲苯磺酰异氰酸酯、氯甲酸乙酯、硬脂酰氯、AKD 粉、邻羟基苯腈(OHBN)、3,5-二氯苯基异氰酸酯、特戊酰氯(PC)、氯代特戊酰氯(CPC)及 2-乙氧羰基氨基-3-甲基苯甲酸(LT3-1401)
二期	MFBA、CPH、DF161、G2S78、SFT 原药、CLZ 原药、BFR、CFNBTC、MAT26、JG303、氮氧化系列产品、2,6-DFBN、2,6-DFBA、BIT、芳烃催化剂等

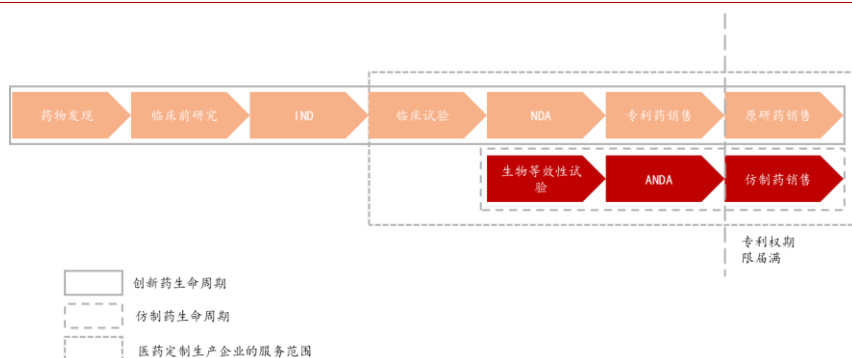
资料来源: 环评报告、中泰证券研究所

3 医药 CMO 乘风而起，公司医药业务有望加速

3.1 医药 CMO 行业高速发展

- **CMO 主要指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、制剂生产以及包装等服务。医药 CMO 企业主要服务的药品生命周期为创新药的临床试验到专利药销售阶段和专利到期后仿制药生产销售阶段。**

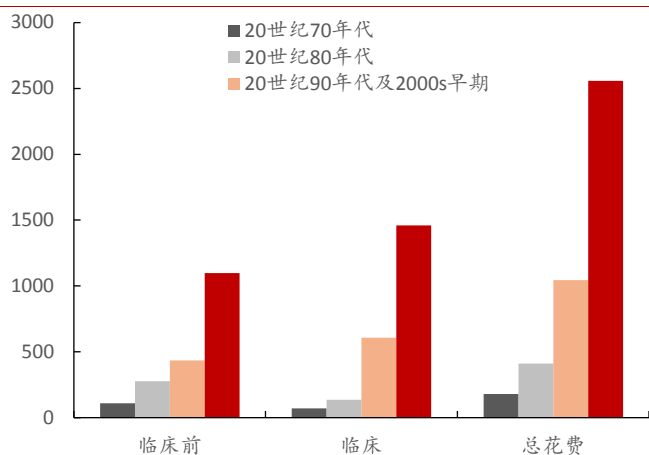
图表 27：医药 CMO 企业服务范围



来源：博腾招股说明书、中泰证券研究所

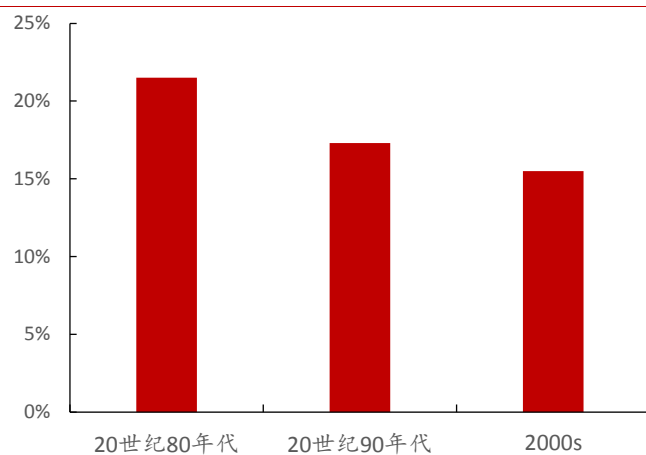
- **医药研发难度加大催生医药外包需求。**随着各国社会经济的发展、人民生活水平的上升，以及人均寿命不断提高，全球医疗支出不断增加，制药产业不断发展。根据 Frost&Sullivan 数据，以企业出厂价计算，全球医药总市场规模由 2012 年的 9620 亿元增长至 2016 年的 11536 亿美元，预计至 2021 年增长至 14751 亿美元，2016 年到 2021 年的年复合增长率为 5.0%。但近几十年来，新药研发难度加大，单个新药研发费用从 1.79 亿美元增加到了 26 亿美元，累积成功率却呈现逐年下降趋势，从 21.5% 下降到了 15.5%。制药企业的研发和生产成本不断上升，为了保证企业的利润空间，欧美主要跨国制药企业纷纷开始寻求专业化的外包服务。

图表 28：新药研发成本（百万美元）



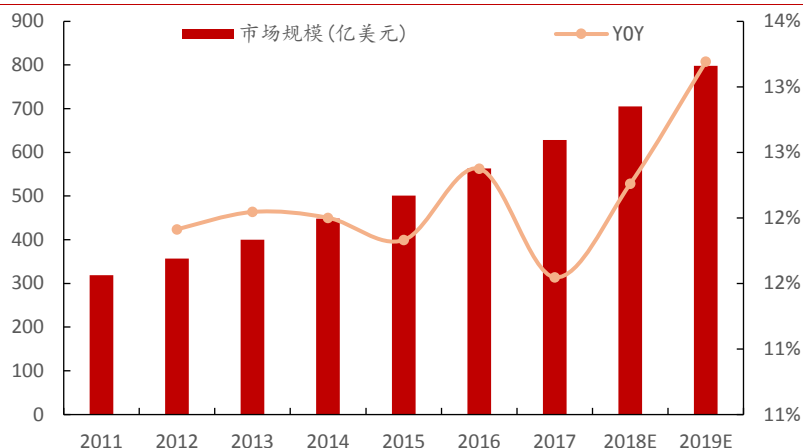
资料来源：康龙化成招股说明书、中泰证券研究所

图表 29：新药研发 I 期到 III 期的累积成功率



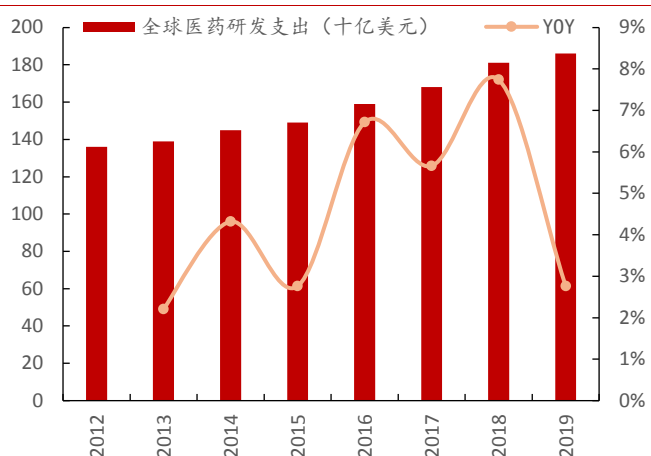
资料来源：康龙化成招股说明书、中泰证券研究所

- **医药 CMO 市场不断扩容。**2011 年~2017 年全球医药 CMO 市场规模从 319 亿美元持续增长至 628 亿美元，复合增长率为 12.0%，预计此后将以 13% 的增速扩张。创新药推出以及专利到期为 CMO 市场规模不断扩张的两大核心推动因素。

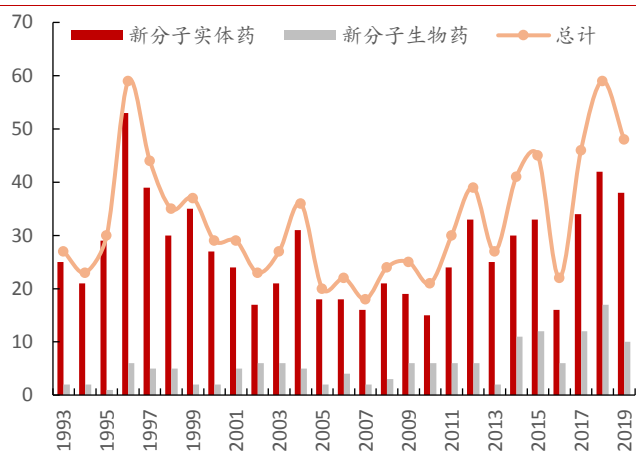
图表 30：全球医药 CMO 市场规模


来源：IMS Health、中泰证券研究所

- **创新药研发支出持续增长、新药审批加快推动 CMO 行业发展。**据 Evaluate Pharma 统计，全球医药研发支出从 2012 年 1360 亿美元增长至 2019 年 1860 亿美元，复合增长率为 4.6%，向上趋势较为稳定，预计未来一段时间内新药研发市场将继续保持温和上涨的趋势，持续为医药 CMO 市场提供需求。同时，近 10 年内 FDA 批准新药数量相比于 2000 年—2010 年的低位有较大增长，尤其是 17 年、18 年、19 年分别获批 46、59、48 种新药，接近 1996 年的峰值，处于历史较高水平，更多新药释放意味着代加工业务需求增加，推动 CMO 市场规模进一步扩大。

图表 31：全球医药研发支出情况


资料来源：Evaluate Pharma 《Worldpreview2020》、中泰证券研究所

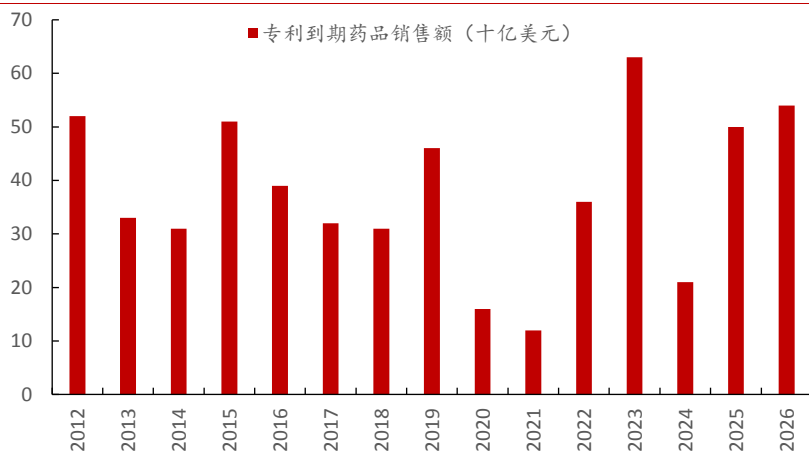
图表 32：FDA 新药审批情况


资料来源：凯莱英招股说明书、中泰证券研究所

- **创新药专利到期是医药 CMO 行业发展的强劲动力。**随着创新药专利到期，大量仿制药厂商进入市场，在仿制药的冲击下创新药售价会大幅度下降，这将会大大压缩原研药厂的利润空间，迫于财务压力他们更倾向于寻求专业的医药外包服务来优化

生产工艺、降低生产成本。据 Evaluate Pharma 的统计，2020 年—2026 年间，专利到期的药品销售额预计高达 2520 亿美元，迎来了新一轮专利药到期高峰，医药 CMO 企业订单有望增长。

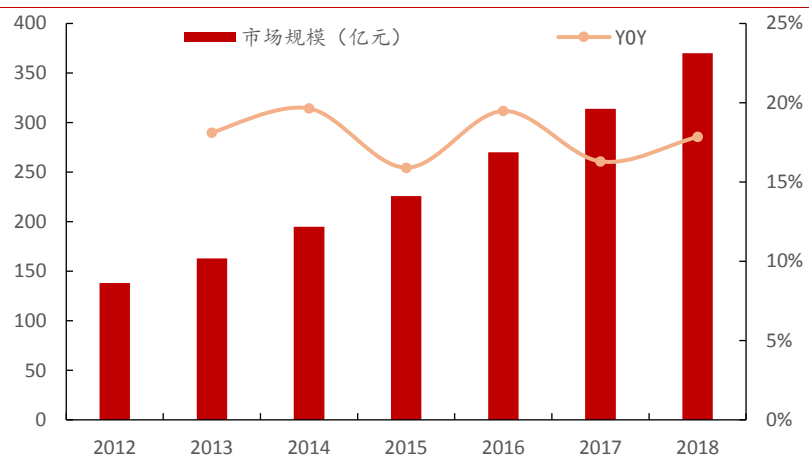
图表 33：专利到期药品销售额



资料来源：Evaluate Pharma 《World preview 2020》、中泰证券研究所

- **中国医药 CMO 行业进入快速发展时期。**国内创新药审批加快以及全球产能转移不断驱动国内 CMO 行业发展，2015 年至 2018 年，中国 CMO 市场规模从 138 亿元增长至 370 亿元，复合增长率为 17.8%，超过全球 CMO 市场增速。

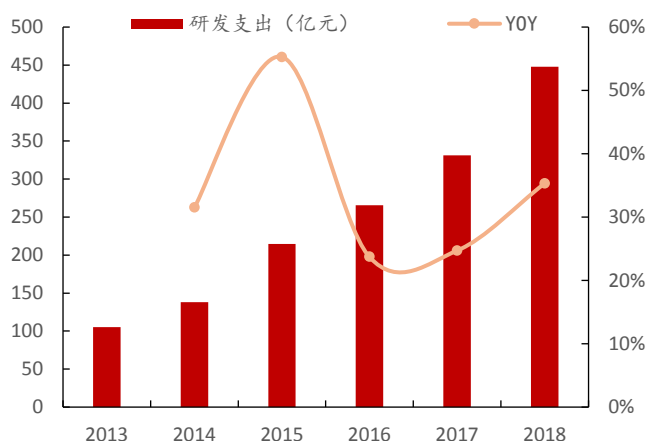
图表 34：中国医药 CMO 市场



资料来源：南方医药经济研究所、中泰证券研究所

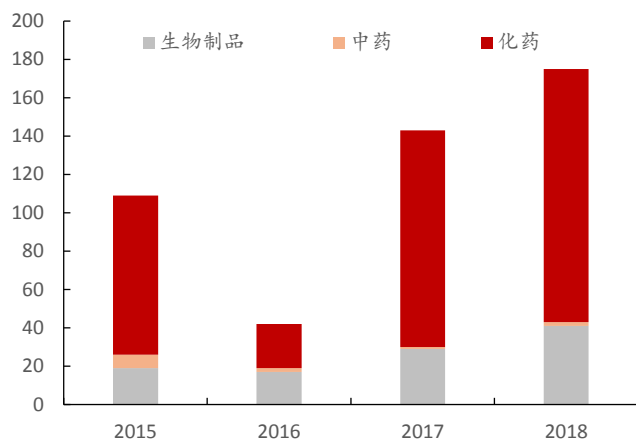
- **国内创新药利好有利于增加 CMO 行业需求。**长期以来，仿制药在国内医药市场占据了主导地位，来自于本土企业的创新产品较少。但近几年，国家不断出台政策支持创新药的发展。2016 年 2 月，国家药监局发布《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》，并于 2017 年进一步落实加快临床药品审评审批、鼓励新药上市等政策措施，2017 和 2018 年国内各类药物 NDA 数量分别达到 143 和 175 个，新药审批不断加速。

图表 35：中国医药上市公司研发支出情况



资料来源：国家药监局、中泰证券研究所

图表 36：2015-2018 年各类药物 NDA 通过情况



资料来源：国家药监局、中泰证券研究所

- 2016 年 6 月, 国务院同意并印发《药品上市许可持有人制度试点方案(MAH)》, MAH 制度的出台使得上市许可与生产许可分离, 持有药品上市许可的企业可以自行生产, 也可将产品委托给具备 GMP 条件的生产商生产。该制度实施降低新药研发门槛, 推动我国制药产业专业化分工的细化, 药企与 CMO 合作更加密切, 推动 CMO 行业加速发展。

图表 37：MAH 相关政策梳理

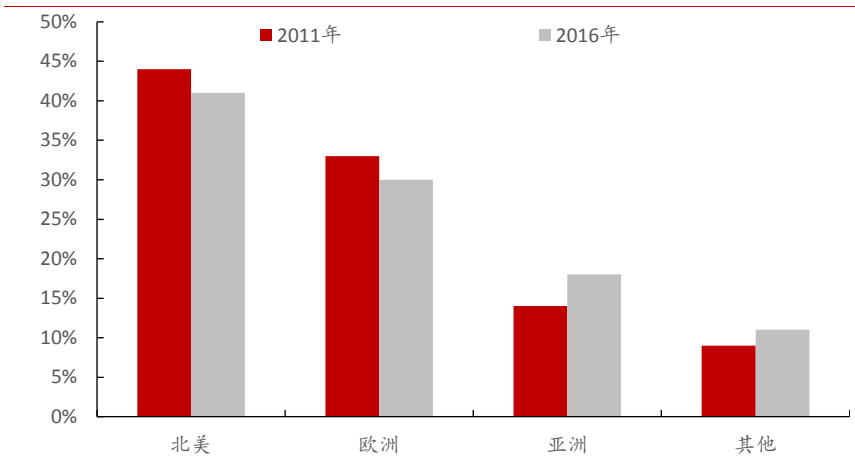
时间	事件
2015 年 11 月	第十二届全国人大常委会第十七次会议审议通过《关于授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度和有关问题的决定》, 授权国务院在北京、上海等十个省、直辖市开展药品上市许可持有人制度试点。
2015 年 11 月	药监局起草《药品上市许可持有人制度试点方案(征求意见稿)》和《化学药品注册分类改革工作方案(征求意见稿)》, 拟定试点细节。
2016 年 6 月	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》, 试点工作正式开展。
2016 年 6 月至 2017 年 1 月	各试点省市陆续发布各自实施方案。
2017 年 8 月	国家药监局发布《总局关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通知》, 推进各试点省市工作进度, 并提出了 10 点要求。
2018 年 10 月	十三届全国人大常委会第六次会议决定: 将药品上市许可持有人制度试点工作的三年期限延长一年。
2019 年 8 月	新版《药品管理法》正式发布, 标志着试点工作的阶段性成功, 药品上市许可持有人制度至此将成为一项全国通行的制度。

资料来源：政府公告、中泰证券研究所

- CMO 行业向新兴市场转移趋势进一步提升国内增速。从全世界范围来看, CMO/CDMO 企业的客户主要为欧美和日本等发达地区的制药公司, 2016 年, 欧洲和北美仍占据行业 71% 的市占率, 但这些区域市场劳动力及环保成本日趋

昂贵。随着中国、印度等新兴市场在固有的成本优势的基础上逐步掌握了医药 CMO 行业的经营管理能力，医药 CMO 产业逐渐由欧美成熟市场向中国、印度等新兴市场转移。2011~2016 年，亚太地区市场份额由 14% 提升至 18%。就新兴市场内部而言，中国相比印度有着更完善的基础设施、运输能力和原料供应体系，同时对于专利药的知识产权保护体系更加健全，行业发展前景更佳。

图表 38：全球各区域医药 CMO 市场份额变化

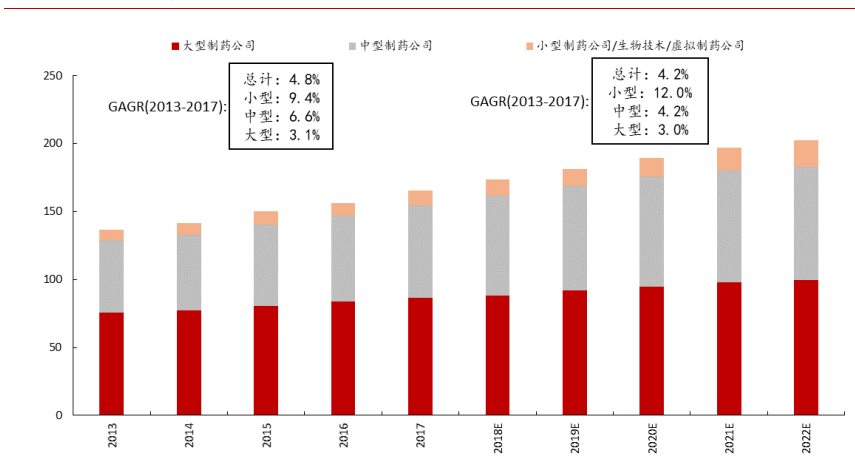


资料来源：药明康德招股说明书、中泰证券研究所

3.2 产品管道逐步完善，有望进入收获期

- 大型药企仍为创新药研发核心。在创新的驱动和资本助力下，小型药企的发展迅速，根据 Frost & Sullivan 数据，小型药企的研发投入增长为 12%，高于全球药企 4.2% 的整体增速，并且这一增速仍在不断加速，但从整体看，大型药企仍为研发的主力，占研发投入比重仍接近 50%。

图表 39：大中小型药企研发投入（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan、中泰证券研究所

- 公司已经与跨国公司建立紧密合作。一般来说，医药 CMO 企业与跨国制药公司之间的合作关系要经历“初步测试”、“合格供应商”、“优先供应商”、“长期

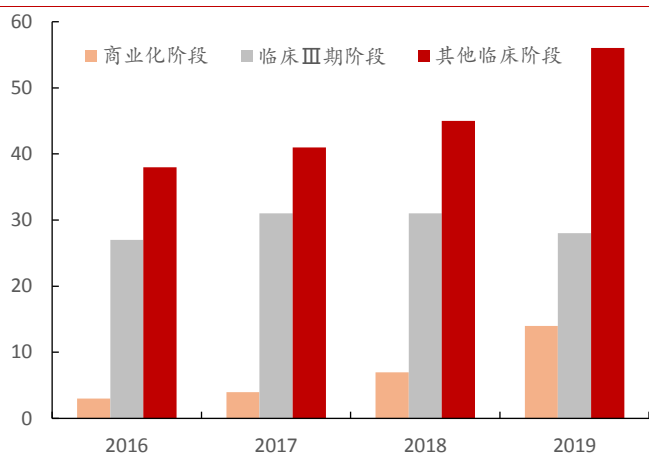
战略合作伙伴”四个阶段，一旦确立战略合作伙伴关系，出于对产品质量、技术保密等因素考虑，不会轻易更换合作伙伴，合作关系具备长期性与稳定性。经过多年发展，公司已成为部分国际医药巨头的战略供应商，并与一系列中大型医药公司建立了合作关系。

图表 40：公司已成为部分国际药企供应商

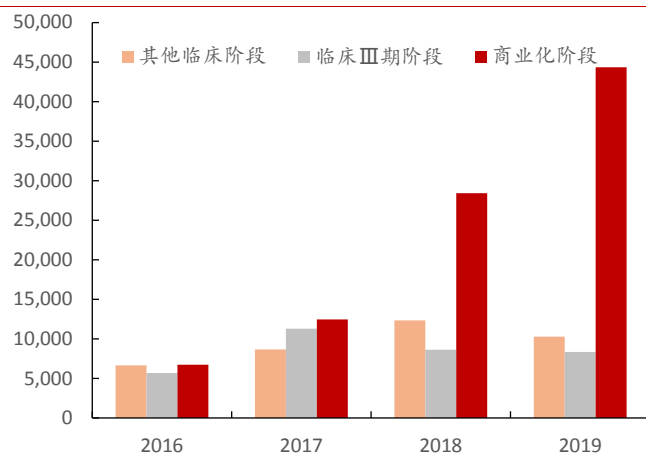
序号	客户名称	项目	到期时间
1	APIC	医药中间体	2021.08.10
2	Midas	医药原药	2027.03.01
3	Novartis	医药原药	2018.06.08
4	Novartis	医药原药	2018.11.16
5	Novartis	医药原药	2018.12.31
6	Novartis	医药原药	2019.01.25
7	Novartis	医药原药	2019.01.25

资料来源：债券评级报告、中泰证券研究所

- 产品线逐步完善，有望持续成长。**公司不断引进新的医药项目，项目数量稳步增长，逐步建立起丰富的产品管线。截至 2019 年底，公司所服务的医药项目共计 98 个，其中其他临床阶段项目 56 个、临床 III 期项目 28 个、商业化阶段项目 14 个，形成了合理的项目梯队，医药业务有望持续成长。

图表 41：公司不同阶段项目数量（个）


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 42：公司不同阶段项目收入情况（万元）


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

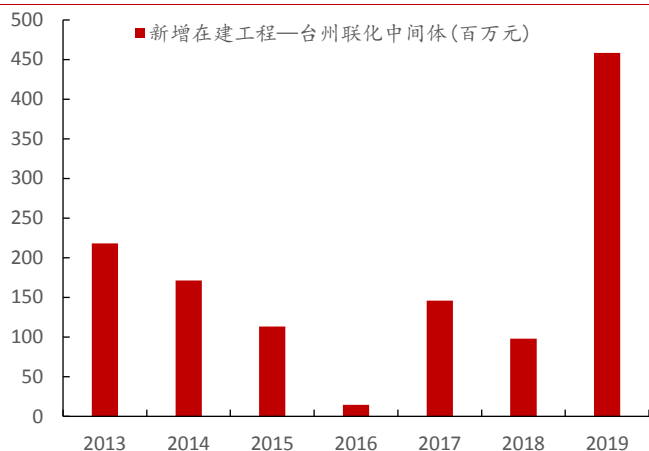
- 台州联化产能持续扩张，逐步进入收获期。**公司于 2010 年成立台州联化，台州联化已合计申报 6 期项目：首期 3 个产品于 2014 年 4 月建设完成、二期 4 个产品中 3 个产品于 2017 年 6 月通过竣工验收、三期 11 个医药中间体中 5 个产品于 2017 年 6 月通过竣工验收、四期 6 个医药原料药、五期 14 个医药中间体项目分别于 2018 年 6 月和 12 月通过批复。为进一步推进台州联化项目的建设，台州联化决定拟投资 5 亿元，实施第六期项目。

图表 43：台州联化产能

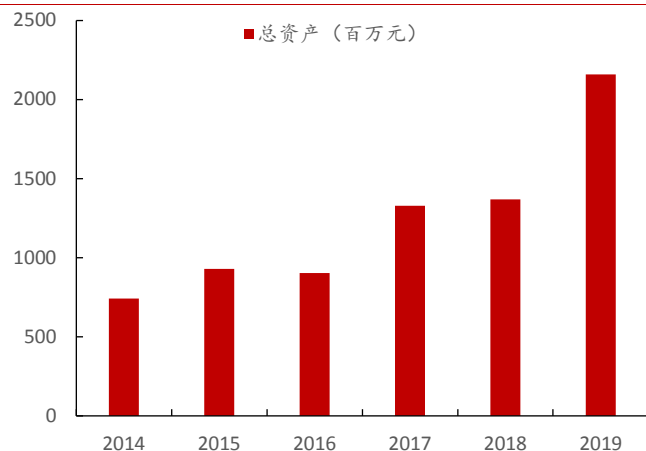
建设期	产品	批复产能 (t/a)		备注	建设期	产品	批复产能 (t/a)		备注
		在建	已建				在建	已建	
一期	LT968		300	中间体	五期	LT224	200		中间体
	LT559		150	中间体		LT219	15		中间体
	LT228		300	中间体		LT285	300		中间体
二期	AMTB		15	中间体	LT412	30		中间体	
	TMEDA		10	中间体	LT307	150		中间体	
	MACC		20	中间体	LT218	30		中间体	
	LT822		400	中间体	LT305	300		中间体	
三期	LT390	20		中间体	LT306	20		中间体	
	LT506	20		中间体	LT268	170		中间体	
	LT226		20	中间体	LT241	15		中间体	
	LT155		10	中间体	LT197	100		中间体	
	LT253		50	中间体	LT441	250		中间体	
	LT132		150	中间体	LT223	1000		中间体	
	LT173		20	中间体	LT551	150		中间体	
	LT254	10		中间体	六期	维贝格龙中间体	20		中间体
	LT332	30		中间体		联苯胺四氮唑	300		中间体
	LT256	50		中间体		四氮十二烷	50		中间体
四期	缬沙坦	200		原料药		氯亚三甲基氯化铵	100		中间体
	阿拉泊韦	10		原料药		甲氧苯硼酸	500		中间体
	奥司他韦	30		原料药		LT822	600		中间体
	LNZL	20		原料药		二氯环醚	600		中间体
	PRXT	50		原料药		LT228	1000		中间体
	PVXB	20		原料药		氯酰胺苯甲醚	250		中间体
						丙氯苯降冰片烯	300		中间体
总计							6910	1445	

资料来源：环评报告、中泰证券研究所

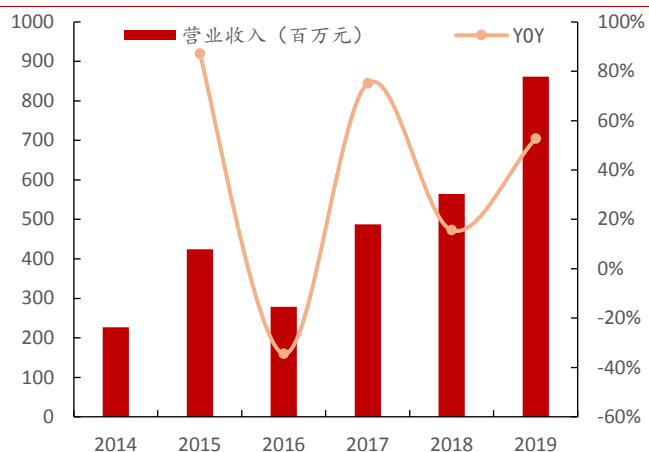
- 作为公司医药业务的核心基地，公司对于台州联化的投资较大，初期污水处理、焚烧炉等公用设施以工厂整体规划，2013年、2014年和2015年，公司台州中间体项目投资分别为2.18亿元、1.71亿元和1.13亿元，2016年投入较少，2017年后公司的投资重新加速，2019年台州联化新增在建工程投入4.56亿元，台州联化总资产由2014年的7.43亿元增长至2019年的21.59亿元。
- 随着公司医药业务发展布局正轨，公司近几年台州联化的维持较高增长，2016年~2019年，台州联化营收由2.78亿元增长至2019年的8.61亿元，复合增速达46%，因营收不断成长，预计后期公司公用设施摊销比例将逐步下降，毛利率、净利率有望进入上升通道。

图表 44：台州联化新增在建工程


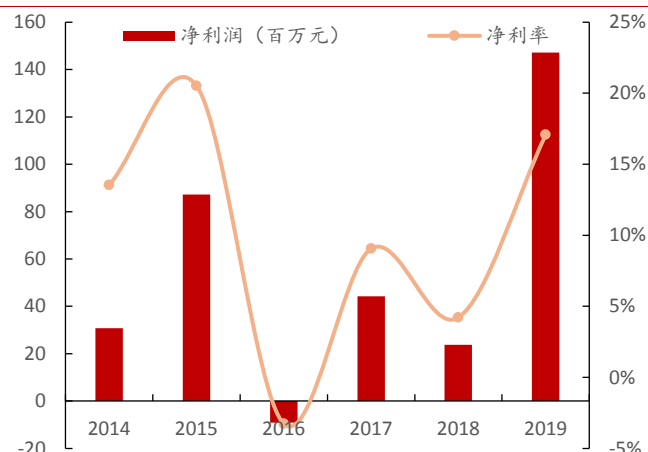
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 45：台州联化总资产


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 46：台州联化营业收入及增速


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 47：台州联化净利润及净利率


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 临海联化潜力十足，打开未来成长空间。**公司于 2019 年在浙江省化学原料药基地临海园区新增土地，设立临海联化。截止目前为止，临海联化共申报了两期项目：第一期年产 800 吨二酰胺酯、500 吨甲氧苯硼酸、1000 吨 LT228 等九个项目于 2019 年 10 月由台州市生态环境局审批通过，拟投资 9.8 亿元，建成投产后预计实现销售收入 20 亿元，利税 6 亿元；二期年产 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于 2020 年 7 月由台州市生态环境局审批通过，拟投资 3.5 亿元，建成投产后预计实现销售收入 10.9 亿元，利税 2.7 亿元。

图表 48：临海联化产能

建设期	产品	批复产能 (t/a)		建设期	产品	批复产能 (t/a)	
		在建	已建			在建	已建
一期	LT222	800		二期	利韦他定中间体	1000	
	LT204	500			塞雷普利中间体	600	
	LT228	1000			尼氟康唑中间体	900	
	LT183	300					
	LT137	1000					
	LT215	300					
	LT148	80					
	LT276	100					
	LT289	150					

资料来源：环评报告、中泰证券研究所

4 盈利预测及估值

假设：

(1) 假设公司江苏联化及盐城联化年内复产，同时因农化巨头新活性分子推出，2020~2022 年营收增速分别为 10%、25%、15%。

(2) 假设公司医药业务营收增速分别为 30%、33%和 33%。

(2) 假设 2020 年因自产自销产品价格下滑，营收增速为-21%，2021 年、2022 年经营稳定增长，营收增速为 19%和 22%。

图表 49：业务拆分及盈利预测（百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
农药业务	营业收入	2559.48	2,815.43	3,519.29	4,047.18
	YOY	-5.2%	10%	25%	15%
	营业成本	1652.31	1,811.52	2,174.71	2,496.65
医药业务	营业收入	629.07	818	1090	1447
	YOY	27%	30%	33%	33%
	营业成本	394.48	487.82	614.94	777.10
其他	营业收入	955.8	753.27	893.34	1,088.67
	YOY	33.2%	-21%	19%	22%
	营业成本	437.6	451.96	536.00	653.20

来源：公司公告、中泰证券研究所

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.36/7.33/9.93 亿元，EPS 分别为 0.47/0.79/1.07 元，对应 PE 分别为 54.3/32.3/23.8 倍。

我们选取两家农药公司和两家医药 CMO 进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 38.9 倍（对应 2020 年 9 月 24 日股价），公司 2021 年 PE 为 32.3 倍。公司作为国内优质的农药企业，农药业务迎来拐点，医药业务潜力十足，首次覆盖“买入”投资评级。

图表 50：可比公司估值

股票代码	简称	市值 (亿元)	总股份 (亿股)	股价				EPS				PE			
				2020/9/24	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600486.SH	扬农化工	281	3.10	90.76	3.78	4.22	5.03	5.78	24.04	21.51	18.03	15.69			
300575.SZ	中旗股份	55	1.38	39.92	1.13	1.98	2.56	3.20	35.33	20.20	15.56	12.46			
300725.SZ	药石科技	173	1.45	119.49	1.06	1.39	1.91	2.60	112.73	86.09	62.45	45.99			
002821.SZ	凯莱英	582	2.32	250.35	2.42	3.18	4.21	5.52	103.45	78.66	59.40	45.38			
					2.10	2.69	3.43	4.28	68.89	51.62	38.86	29.88			
002250.SZ	联化科技	236	9.23	25.59	0.16	0.47	0.79	1.07	163.78	54.28	32.27	23.81			

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

5 风险提示

下游需求疲软风险。若全球农化市场不景气，对农药中间体的需求减少，会对公司农药业务造成不利影响。

响水基地复产不及预期。江苏省政府对响水化工园的复产政策存在一定的不确定性。

环保安全风险。国家环保安全法律法规和公司的国外知名大客户均对公司生产、储存、运输和三废处理等过程提出来了较高的要求，为达到更高的环保安全标准，公司可能需要付出更高的成本，可能对公司经营业绩造成一定影响。

项目建设不达预期。德州联化、台州联化和临海联化新项目正在推进当中，如果项目建设低于预期，将影响公司业绩。

图表 51: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,114	4,284	4,588	5,704	6,785
增长率	0.2%	4.1%	7.1%	24.3%	18.9%
营业成本	-2,977	-2,610	-2,944	-3,519	-4,120
% 销售收入	72.4%	60.9%	64.2%	61.7%	60.7%
毛利	1,137	1,674	1,644	2,186	2,665
% 销售收入	27.6%	39.1%	35.8%	38.3%	39.3%
营业税金及附加	-37	-35	-28	-29	-34
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-55	-66	-61	-80	-96
% 销售收入	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用	-602	-790	-734	-856	-950
% 销售收入	14.6%	18.4%	16.0%	15.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	443	783	822	1,222	1,585
% 销售收入	10.8%	18.3%	17.9%	21.4%	23.4%
财务费用	23	-16	-13	-11	-21
% 销售收入	-0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%
资产减值损失	116	-219	15	15	15
公允价值变动收益	5	-1	0	0	0
投资收益	-75	-12	-12	-12	-12
% 税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	133	338	546	929	1,262
营业利润率	3.2%	7.9%	11.9%	16.3%	18.6%
营业外收支	-41	-27	11	7	8
税前利润	92	310	557	937	1,270
利润率	2.2%	7.2%	12.1%	16.4%	18.7%
所得税	-45	-114	-84	-141	-190
所得税率	48.8%	36.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	196	473	796	1,079
少数股东损益	9	52	38	64	86
归属于母公司的净利润	38	144	436	733	993
净利率	0.9%	3.4%	9.5%	12.8%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	47	196	473	796	1,079
加: 折旧和摊销	411	446	471	614	618
资产减值准备	116	219	0	0	0
公允价值变动损失	-5	1	0	0	0
财务费用	-7	39	13	11	21
投资收益	75	12	12	12	12
少数股东损益	9	52	38	64	86
营运资金的变动	178	415	75	-880	80
经营活动现金净流	537	1,051	1,045	554	1,810
固定资本投资	-179	-539	-430	-830	-830
投资活动现金净流	-299	-1,088	-459	-859	-860
股利分配	-18	-18	0	-152	-111
其他	-401	-42	-639	680	55
筹资活动现金净流	-419	-60	-639	528	-56
现金净流量	-181	-97	-53	223	895

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	970	918	1,141	2,035
应收款项	1,106	1,291	1,689	1,855
存货	1,625	1,556	2,246	2,205
其他流动资产	306	330	339	364
流动资产	4,008	4,094	5,414	6,460
% 总资产	41.7%	42.3%	48.2%	51.7%
长期投资	65	67	69	71
固定资产	3,549	3,534	4,723	4,150
% 总资产	36.9%	36.5%	42.1%	33.2%
无形资产	294	295	295	295
非流动资产	5,603	5,579	5,811	6,041
% 总资产	58.3%	57.7%	51.8%	48.3%
资产总计	9,611	9,673	11,225	12,501
短期借款	1,432	968	1,448	1,580
应付款项	974	1,189	1,405	1,636
其他流动负债	248	248	248	248
流动负债	2,654	2,405	3,101	3,464
长期贷款	215	0	211	156
其他长期负债	772	772	772	772
负债	3,640	3,177	4,084	4,391
普通股股东权益	5,905	6,393	6,974	7,856
少数股东权益	66	104	167	254
负债股东权益合计	9,611	9,673	11,225	12,501

比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.16	0.47	0.79	1.07
每股净资产 (元)	6.40	6.92	7.55	8.50
每股经营现金净流 (元)	1.14	1.13	0.60	1.96
每股股利 (元)	0.02	0.00	0.16	0.12
回报率				
净资产收益率	2.44%	6.81%	10.51%	12.64%
总资产收益率	2.04%	4.89%	7.09%	8.63%
投入资本收益率	3.65%	7.55%	12.91%	14.93%
增长率				
营业总收入增长率	4.12%	7.11%	24.32%	18.94%
EBIT 增长率	283.97%	-19.61%	50.35%	30.37%
净利润增长率	284.36%	201.93%	68.20%	35.52%
总资产增长率	11.44%	0.65%	16.05%	11.36%
资产管理能力				
应收账款周转天数	92.2	92.2	92.2	92.2
存货周转天数	118.5	124.8	120.0	118.1
应付账款周转天数	87.4	87.4	87.4	87.4
固定资产周转天数	290.2	277.9	260.5	235.4
偿债能力				
净负债/股东权益	12.96%	-1.96%	-4.64%	-7.72%
EBIT 利息保障倍数	62.0	62.1	109.9	74.7
资产负债率	37.87%	32.84%	36.38%	35.13%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。