

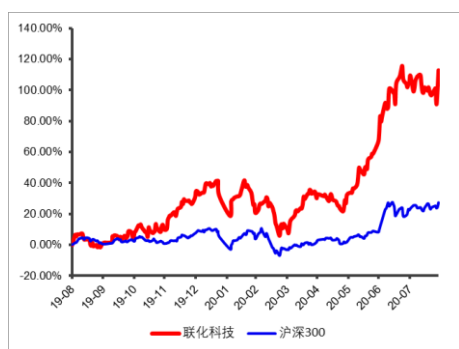
医药板块高速增长可期，农药板块不利因素消散

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-31

近 12 个月最高/最低 (元)	27.71/12.11
总股本 (百万股)	923.25
流通股本 (百万股)	918.21
流通股比例 (%)	99.5
总市值 (亿元)	249
流通市值 (亿元)	248

公司与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

研究助理：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙鳞佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

8月31日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营业收入21.19亿元，同比下降11.21%；归母净利润1.08亿元，同比下降54.67%；扣非后归母净利润1.1亿元，同比下降52.7%；加权平均净资产收益率为1.83%，同比下降2.28个百分点；经营活动现金流净额为2.99亿元，同比下降58.73%。

2020Q2，公司实现营业收入14.37亿元，环比大幅增加110.40%，同比增加27.94%；归母净利润1.45亿元，环比增长491.89%，同比增加67.46%；扣非后归母净利润1.41亿元，环比增加554.84%，同比增加48.55%；整体销售毛利率为37.76%，环比下降3.89个百分点，同比下降11.42个百分点。

公司二季度业绩有较大改善，主要由于疫情影响趋弱，公司快速恢复了之前受疫情限制的产能，保持了销售与经营效益的高速增长。二季度业绩的良好表现扭转了一季度业绩大幅下滑的趋势，随着疫情影响消散，同时受“响水”事件影响的产能有望逐步复产，下半年业绩增长趋势有望得到延续。

➤ **农药板块：不利因素逐步消散，未来有望恢复增长**

2020H1 农药板块实现营业收入 13.18 亿元，同比下降 19.72%，营收占比 62.21%；实现毛利润 4.5 亿元，同比下降 20.35%，毛利润占比 54.41%；毛利率 34.16%，同比下降 0.24 个百分点。农药中间体板块主要为国际农药生产巨头提供杀虫剂、除草剂、杀菌剂原料药和农药中间体等产品的定制加工生产，公司凭借在定制服务领域近 20 年积累的技术工程、研发创新、生产能力、供应链、RC 以及项目管理能力，在行业内声誉斐然。受“3.21”事故影响，子公司江苏联化和盐城联化两个农药生产基地停产，叠加上半年全球疫情蔓延影响，公司复工复产延迟，物流受阻、部分订单延后，导致农药板块业绩出现下滑。6月24日，响水县人民政府公告显示，子公司江苏联化和盐城联化复产申请通过园区初审。随着疫情影响消退，同时江苏两大生产基地有望于近期复产，公司农药中间体业务有望恢复增长趋势。

➤ **医药板块：高速增长支撑公司业绩，未来空间可期**

2020H1 医药中间体品板块实现营业收入 3.41 亿元，同比增长 66.38%，营收占比 16.08%；实现毛利润 1.47 亿元，同比增长 157.89%，毛利润占比 17.78%；毛利率 42.98%，同比上升 14.98 个百分点。上半年，公司医药板块经营业绩同比大幅上涨，主要由于疫情导致下游需求增长，公司抓住机遇保障生产拓展业务所致。上半年医药板块毛利率大幅提升，主要由于产销规模提升后，规模优势带来了成本优势，同时产品结构也有所调整，使得毛利率上升。公司医药中间体领域主要依托台州联化与临海联化基地，随着前期项目验证完成，产品逐渐进入放量阶段。报告期内，公司成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证；7月25日，公司投资 9000 万元的奥卡西平、非韦匹仑、苯扎米特、瑞博西林、沙卡布曲、齐多夫定项目环评受理。我们认为，在全球医药 CDMO 市场向国内转移浪潮下，未来医药中间体板块有望维持高速增长的趋势。

➤ **精细与功能化学品板块：营收下降但毛利率提升，未来高利润功能化学品有望获得突破**

2020H1 精细与功能化学品板块实现营收 3.58 亿元，同比下降 13.36%，营收占比 16.88%；实现毛利润 2.06 亿元，同比增长 17.05%，毛利润占比 24.91%；毛利率 57.45%，同比上升 14.77 个百分点。精细与功能化学品依托公司湖北郡泰与德州联化生产基地，采用自产自销模式进行生产。其中，氮氧化产品产能位居全球前列，功能化学品事业部则持续开拓绿色环保、有较好发展潜力的新市场，引入新技术工艺开发新产品，在个人护理、电池化学品、液晶和 OLED 显示材料以及环保材料等多个新兴领域与客户建立深度合作，并为未来的稳定增长打下扎实的基础。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 46.91 亿元、55.88 亿元、68.13 亿元，归母净利润分别为 4.06、5.56、7.52 亿元，同比增速为 181.3%、37.1%、35.1%。对应 PE 分别为 61.44、44.79 和 33.15 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

医药业务增速不及预期；盐城基地复产进度不及预期；产品价格下降；下游需求增速低迷；环保安全风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4284	4691	5588	6813
(+/-) (%)	4.1%	9.5%	19.1%	21.9%
归母净利润	144	406	556	752
(+/-) (%)	284.4%	181.3%	37.1%	35.1%
EPS (元)	0.16	0.44	0.60	0.81
P/E	109.63	61.41	44.79	33.15

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件	5
2. 风险提示	8

图表目录

图表 1 公司分业务盈利拆分	5
图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件	7

1. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 农药中间体板块实现营收 13.18 亿元，同比下降 19.72%，营收占比 62.21%；实现毛利润 4.5 亿元，毛利同比下降 20.35%，毛利占比 54.41%；毛利率 34.16%，同比下降 0.24 个百分点。农药中间体板块主要为国际农药生产巨头提供杀虫剂、除草剂、杀菌剂原料药和农药中间体等产品的定制加工生产，公司凭借在定制服务领域近 20 年积累的技术工程、研发创新、生产能力、供应链、RC 以及项目管理能力，在行业内声誉斐然。受“3.21”事故影响，子公司江苏联化和盐城联化两个农药生产基地停产，叠加上半年全球疫情蔓延影响，公司复工复产延迟，物流受阻、部分订单延后，上半年农药板块业绩出现下滑。6 月 24 日，响水县人民政府公告显示，子公司江苏联化和盐城联化复产申请通过园区初审。随着疫情影响消退，江苏两大生产基地有望于近期复产，公司农药中间体业务有望恢复增长。

2020H1 医药中间体品板块实现营收 3.41 亿元，同比增长 66.38%，营收占比 16.08%；实现毛利润 1.47 亿元，毛利润同比增长 157.89%，毛利占比达到 17.78%；毛利率 42.98%，同比上升 14.98 个百分点。上半年，公司医药板块经营业绩同比大幅上涨，主要由于疫情导致下游需求增长，公司抓住机遇保障生产拓展业务所致。上半年医药板块毛利率大幅提升，主要由于产销规模提升后，规模优势带来了明显的成本优势，同时产品结构也有所调整，带来毛利率上升。公司医药中间体领域主要依托台州联化与临海联化基地，随着前期项目验证完成，产品逐渐进入放量阶段。报告期内，公司成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证；7 月 25 日，公司投资 9000 万元的奥卡西平、非韦匹仑、苯扎米特、瑞博西林、沙卡布曲、齐多夫定项目环评受理。我们认为，在全球医药 CDMO 市场向国内转移浪潮下，未来医药中间体板块有望维持近年来高增长的态势。

2020H1 精细与功能化学品板块实现营收 3.58 亿元，同比下降 13.36%，营收占比 16.88%；实现毛利润 2.06 亿元，毛利润同比增长 17.05%，毛利占比 24.91%；毛利率 57.45%，同比上升 14.77 个百分点。精细与功能化学品依托公司湖北郡泰与德州联化生产基地，采用自产自销模式进行生产。其中，氢氧化产品产能位居全球前列，功能化学品事业部持续开拓绿色环保、有较好发展潜力的新市场，引入新技术工艺开发新产品，在个人护理、电池化学品、液晶和 OLED 显示材料以及环保材料等多个新兴领域与客户建立深度合作，并为未来的稳定增长打下扎实的基础。

图表 1 公司分业务盈利拆分

	农药中间体			
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
15H1	13.95	7.96	5.99	42.92
15H2	13.61	7.27	6.34	46.58
16H1	11.19	6.73	4.46	39.90
16H2	8.23	5.15	3.08	37.42
17H1	11.83	7.41	4.42	37.40

17H2	14.35	9.69	4.66	32.47
18H1	12.89	8.45	4.44	34.46
18H2	14.12	11.40	2.72	19.26
19H1	16.42	10.77	5.65	34.40
19H2	9.17	5.75	3.42	37.30
20H1	13.18	8.68	4.5	34.16
15FY	27.56	15.23	12.33	44.73
16FY	19.42	11.88	7.54	38.83
17FY	26.18	17.10	9.08	34.67
18FY	27.01	19.85	7.16	26.51
19FY	25.59	16.52	9.07	35.44
精细与功能化学品				
15H1	0.68	0.59	0.09	12.93
15H2	0.63	0.55	0.08	12.70
16H1	0.56	0.50	0.06	10.15
16H2	0.66	0.59	0.07	10.61
17H1	2.86	1.75	1.11	38.73
17H2	2.69	1.61	1.08	40.15
18H1	2.25	1.49	0.76	33.74
18H2	3.28	2.10	1.19	36.28
19H1	4.13	2.37	1.76	42.68
19H2	3.84	0.90	2.93	76.30
20H1	3.58	1.52	2.06	57.45
15FY	1.31	1.14	0.17	13.22
16FY	1.22	1.09	0.13	10.53
17FY	5.55	3.36	2.19	39.48
18FY	5.53	3.59	1.95	35.16
19FY	7.97	3.27	4.69	58.90
医药中间体				
15H1	2.60	1.63	0.97	37.14
15H2	2.14	1.29	0.85	39.72
16H1	2.93	1.80	1.13	38.54
16H2	2.12	1.26	0.86	40.57
17H1	1.51	1.03	0.48	31.76
17H2	1.73	1.01	0.72	41.62
18H1	1.62	1.02	0.61	37.31
18H2	3.32	2.35	0.97	29.22
19H1	2.05	1.47	0.57	28.00
19H2	4.24	2.47	1.78	41.98
20H1	3.41	1.94	1.47	42.98
15FY	4.74	2.92	1.82	38.39
16FY	5.05	3.06	1.99	39.49
17FY	3.24	2.04	1.20	36.99

18FY	4.94	3.37	1.58	31.88
19FY	6.29	3.94	2.35	37.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重大事件		
2020-03-19	再融资异常	公司未在非公开发行公司债券无异议函有效期内实施本次非公开发行公司债券, 本次非公开发行公司债券无异议函自动失效。
2020-06-24	复工复产	响水县人民政府发布公告称: “我县江苏联化科技有限公司“一车间 1500t/a 联苯菊酯原药项目、六车间 2000t/a 索酚磺酰胺项目、四车间 500t/a FL222 (部分工艺单元) 项目、九车间 200t/a MTF 项目、十五车间 250t/a MAT26 和 150t/a DBEDA 项目”等 6 条生产线项目和联化科技(盐城)有限公司“一车间 300t/a A-NBE 项目、四车间 1500t/a 对氯苯腈、1000t/a 2,6-二氯苯腈项目”等 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, 具备报请市级复核的条件, 现予以公示”。
2020-07-15	环评受理	公司拟投资 9000 万元的年产 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 吨齐多夫定生产项目环评受理。
2020-08-04	出售资产	7 月份联化小微创业园工业厂房实现合同销售面积 53,487.22 平方米, 合同销售金额 21,474.75 万元(含税), 预计增加公司本年度营业收入 19,701.61 万元、利润总额 6,634.76 万元。
2020-08-30	项目增资	上半年公司分别向德州联化厂区工程、江苏联化厂区工程、台州联化中间体生产建设项目、江口工厂厂区工程、郡泰医药厂区工程、天子化工厂区工程、盐城联化厂区工程、联化药业新生产线、盐城联科厂区工程、临海联化厂区工程、上海宝丰厂房工程、Seal Sands 工厂厂区工程增资 0.67、0.65、1.24、0.069、0.036、0.011、0.15、0.063、0.017、0.33、0.005、1.4 亿元。
行业重大事件		
2020-03-02	蝗虫预警	国家林业和草原局发布《关于切实做好 2020 年沙漠蝗相关防控工作的紧急通知》, 沙漠蝗存在侵入我国西藏、云南和新疆的可能性。此外, 草地贪夜蛾将可能在今年全面爆发, 两种虫害或对种植业造成灾难性影响。

资料来源: wind, 华安证券研究所

2. 风险提示

医药业务增速不及预期；盐城基地复产进度不及预期；产品价格下降；下游需求增速低迷；环保安全风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4008	3007	3900	4984	营业收入	4284	4691	5588	6813
现金	970	-4	264	601	营业成本	2610	2938	3503	4225
应收账款	954	1080	1292	1563	营业税金及附加	35	43	49	59
其他应收款	152	115	148	186	销售费用	66	62	78	96
预付账款	71	77	93	112	管理费用	790	736	782	886
存货	1625	1476	1841	2256	财务费用	16	47	70	94
其他流动资产	235	264	262	265	资产减值损失	-219	0	0	0
非流动资产	5603	6613	7326	8111	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	61	61	61	61	投资净收益	-12	-38	-54	-47
固定资产	3549	4223	4642	5108	营业利润	338	648	829	1124
无形资产	294	342	366	396	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	1699	1987	2258	2546	营业外支出	32	0	0	0
资产总计	9611	9620	11226	13096	利润总额	310	648	829	1124
流动负债	2654	2177	3078	3993	所得税	114	162	124	169
短期借款	1432	862	1523	2109	净利润	196	486	704	955
应付账款	697	665	820	1001	少数股东损益	52	80	148	204
其他流动负债	525	650	736	882	归属母公司净利润	144	406	556	752
非流动负债	987	987	987	987	EBITDA	1011	1263	1369	1695
长期借款	215	215	215	215	EPS (元)	0.16	0.44	0.60	0.81
其他非流动负债	772	772	772	772					
负债合计	3640	3163	4065	4979	主要财务比率				
少数股东权益	66	146	294	498	成长能力				
股本	924	924	924	924	营业收入	4.1%	9.5%	19.1%	21.9%
资本公积	2209	2209	2209	2209	营业利润	153.9%	91.8%	27.9%	35.6%
留存收益	2773	3178	3735	4487	归属于母公司净利润	284.4%	181.3%	37.1%	35.1%
归属母公司股东权益	5905	6311	6867	7619	获利能力				
负债和股东权益	9611	9620	11226	13096	毛利率 (%)	39.1%	37.4%	37.3%	38.0%
					净利率 (%)	3.4%	8.7%	10.0%	11.0%
					ROE (%)	2.4%	6.4%	8.1%	9.9%
					ROIC (%)	4.7%	7.0%	8.8%	10.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.9%	32.9%	36.2%	38.0%
					净负债比率 (%)	61.0%	49.0%	56.8%	61.3%
					流动比率	1.51	1.38	1.27	1.25
					速动比率	0.87	0.67	0.64	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.49	0.50	0.52
					应收账款周转率	4.49	4.34	4.33	4.36
					应付账款周转率	3.74	4.42	4.27	4.22
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.16	0.44	0.60	0.81
					每股经营现金流	1.14	1.37	0.96	1.24
					每股净资产	6.40	6.84	7.44	8.25
					估值比率				
					P/E	109.63	61.41	44.79	33.15
					P/B	2.68	3.95	3.63	3.27
					EV/EBITDA	16.37	20.64	19.33	15.76

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。