

化工龙头价值分析系列之十：联化科技



东方证券
ORIENT SECURITIES

联化科技是我国农药和医药中间体及原料药定制生产龙头企业，竞争优势显著，与全球跨国巨头建立起了长期稳固的合作关系，我们认为公司已度过前几年内外因素冲击带来的最差时期，有望重回快速增长，具体如下：

核心观点

- **走过最差时刻有望重回快速增长：**公司毛利率长期保持在 30%左右的水平，15 年以前公司利润体量也随产能扩张保持快速增长。但 14、15 年全球农化市场冲顶向下，海外巨头进入去库存周期；公司 12 年开始加大 HSE 的开支，15 年起引入外籍高管等提高了费用率，18、19 年还受到重大环保和安全事件牵连，公司净利率和周转率大幅下滑，过去几年基本是公司最困难的时期。但是从现在这个时点看，短期一次性冲击将逐渐消化，公司有望在持续增强的竞争力和资本开支的支撑下，实现新一轮的快速成长期。
- **公司竞争优势明显：**定制生产行业有很高的进入壁垒，主要在于客户关系的建立。定制生产商在产品上高度依赖其服务的大型跨国公司，下游对供应商的要求非常严格，考察周期可达 7 年之久。然而公司却能够与全球前 5 大农药和前 20 大医药公司建立起长期稳定的合作，并且在供应链中的参与程度极高，项目持续不断，说明公司对下游有很强的不可替代性。主要体现在 1) 技术平台优势；2) 风险控制能力；3) 国际化视野。
- **公司成长空间广阔：**农药和医药开发成本的攀升将持续推动定制生产行业的蓬勃发展，中国在产业链配套等方面优势将成为新的增长极，联化作为国内龙头企业最为受益。公司近年来资本开支不断，不仅现有主要基地的在建产线有望陆续投放，还在德州、临海等子公司规划了大几十亿的项目，足以支撑未来 5 年以上的成长。此外，公司因事故牵连而停产的子公司复产预期也逐渐明朗，公司有望走出低谷再次迎来快速增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测 20-22 年公司每股 EPS 为 0.38、0.67 和 0.87 元，采用分部估值，加权后 21 年 PE 为 26 倍，首次覆盖给予目标价 17.42 元和增持评级。

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

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,114	4,284	4,784	5,754	6,890
同比增长(%)	0.2%	4.1%	11.7%	20.3%	19.7%
营业利润(百万元)	133	338	602	843	1,054
同比增长(%)	-51.0%	153.9%	78.3%	40.1%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	38	144	354	619	807
同比增长(%)	-81.4%	284.4%	145.1%	75.1%	30.3%
每股收益(元)	0.04	0.16	0.38	0.67	0.87
毛利率(%)	27.6%	39.1%	36.9%	37.0%	37.0%
净利率(%)	0.9%	3.4%	7.4%	10.8%	11.7%
净资产收益率(%)	0.7%	2.5%	5.8%	9.5%	11.5%
市盈率	393.1	102.3	41.7	23.8	18.3
市净率	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0

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 (首次)

股价(2020年05月06日)	16.72元
目标价格	17.42元
52周最高价/最低价	18.02/9.87元
总股本/流通A股(万股)	92,388/91,821
A股市值(百万元)	15,447
国家/地区	中国
行业	
报告发布日期	2020年05月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.03	13.43	1.52	62.49
相对表现	-0.76	7.42	0.58	55.66
沪深300	1.79	6.01	0.94	6.83



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

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申明。

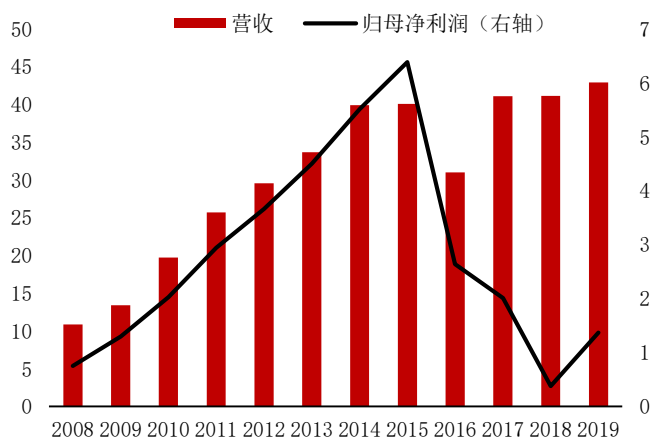
目 录

1	公司有望重回快速增长	3
2	公司竞争优势分析	4
2.1	技术平台优势	4
2.2	风险控制能力	7
2.3	国际化视野	10
3	成长性探讨	12
3.1	CMO/CDMO 机遇广阔	12
3.2	农药业务最差时间已过	15
3.3	医药业务迎来高速发展期	17
3.4	功能化工品完善能力建设	19
4	盈利预测与投资建议	20
4.1	盈利预测	20
4.2	投资建议	21
5	风险提示	22
	附录	23

1 公司有望重回快速增长

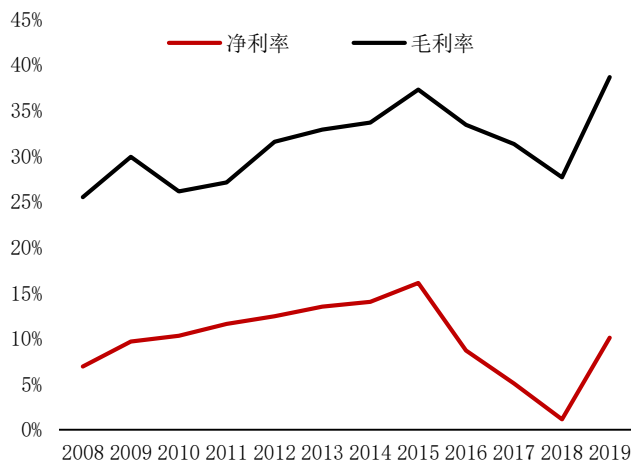
联化科技主要从事为农药、医药跨国巨头进行中间体和原料药的定制生产，其中农药板块的定制生产占总收入 60%以上，此外还有少量功能化学品的自产自销。公司现有 9 大生产基地，包括 8 个国内基地和 1 个英国基地。农药、医药的定制生产源于跨国巨头为降低产品开发成本而将中间生产环节外包给第三方，从而将资源投入到附加值更高的研发和终端销售环节的需求。对生产方来说，定制生产模式的特点是一旦通过长时间考察确立合作关系，单位产品的利润和其他成本支付的方式基本依据合同约定，受终端市场波动的影响较小，所以联化的毛利率也保持在 30%左右相对稳定的水平，公司业绩在 15 年以前也随着产能扩张也维持快速增长。但 14、15 年全球农化市场冲顶向下，海外巨头进入去库存周期，公司收入受到冲击；公司 12 年开始加大 HSE 的开支，15 年起引入了外籍高管及进行股权激励等提高了管理费用，18、19 年还两次受到重大环保和安全事件牵连，公司净利率和资产周转率大幅下滑，可以说过去几年是公司在内外因素冲击下最困难的时期。但是从当前时点看，公司正触底复苏。全球定制生产的市场空间广阔仍在不断增长，短期事故对公司的影响终将逐渐消化，过去在技术、HSE 和管理架构等方面的投入使得公司核心竞争力不断提升，有助于长期的发展。我们认为，公司在从业 30 余年建立起的核心壁垒的支撑下，随着未来持续的资本开支不断落地，能够实现新一轮的快速成长期。

图 1：公司营收和归母净利润（亿元）

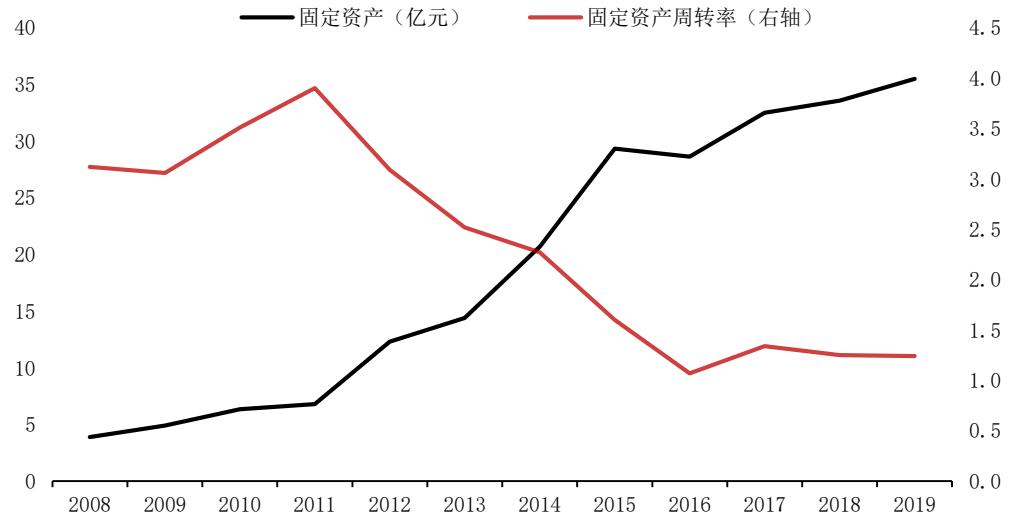


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司固定资产及周转率


资料来源：Wind，东方证券研究所

2 公司竞争优势分析

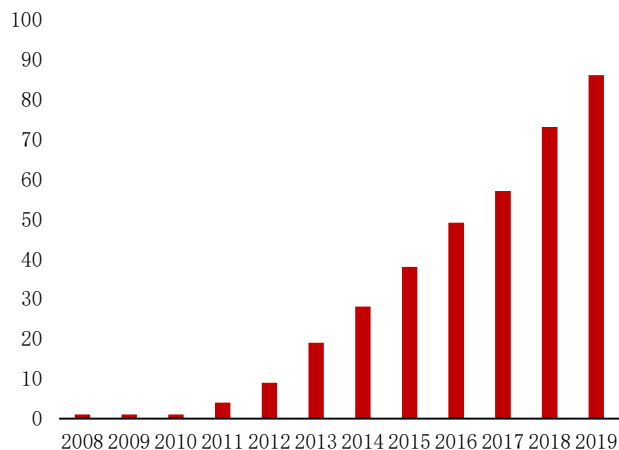
农药和医药的定制生产（CMO/CDMO）具有很高的进入壁垒，主要体现在客户关系的建立上。客户需要对企业的硬件和软件进行长时间的综合考量，包括产品质量、研发力量和环境保护水平等诸多方面。公司与国际农药龙头 FMC 的合作从 98 年起接触历经 4 年考察至 01 年底才正式签约，而成为跨国医药公司的定制研发生产供应商则需要 4-7 年的时间。因为从定制生产的商业模式看，虽然从业者的毛利率非常稳定，但是对企业本身而言，下游对其的粘性和未来增长的持续性其实是比较脆弱的。核心原因就是定制生产商没有终端渠道的自主性，需求侧无法自己掌控，产品的成败“依附”于下游的市场景气度。所以上下游的话语权是不对等的，尤其是定制生产的下游往往都是跨国农药或医药巨头，一般来说它们在技术、工艺等方面的储备可能比定制生产商要更加丰富，成本往往也比较透明，上游对下游的依赖程度比下游对上游的依赖度要高得多，所以要建立并且维持客户关系对定制生产商的能力要求非常高。那么反过来看，公司能在这种苛刻的条件下，与全球前 5 大农药公司和全球前 20 大医药公司建立长期深度甚至战略合作关系，并且项目接连不断，就体现了公司很强的护城河，使得下游对其产生了很强粘性。这主要来自于公司技术平台优势、风险控制能力和国际化视野几个方面，具体如下。

2.1 技术平台优势

技术能力是进入 CMO 领域的核心要求，因为 CMO 存在的意义就是服务于跨国公司希望将资源投入到附加值更高的研发和终端而将占原研药成本 30% 的生产环节外包的需求。过硬的技术是提升效率降低成本的基础，也是进入 CMO 行业首要的考察点。CMO 的商业模式表面上是资金和产品的循环，实际上从业者贩卖的是技术服务和解决方案，只是通过具体产品的形式变现。联化在精细化工领域深耕 30 多年，沉淀了大量的技术储备，尤其是对反应机理有了独到且深刻的理解，能够

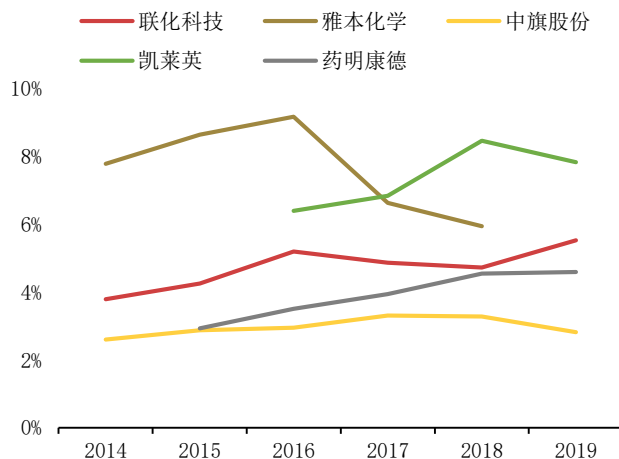
通过技术的组合满足客户差异化的需求，以此建立了稳固的壁垒。而且我们认为从当前的客户粘性来看，联化在某些技术方面比下游跨国公司已经有了更强的比较优势，具体如下：

图 4：公司上市以来累计获得专利数



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：公司研发总投入占收入比

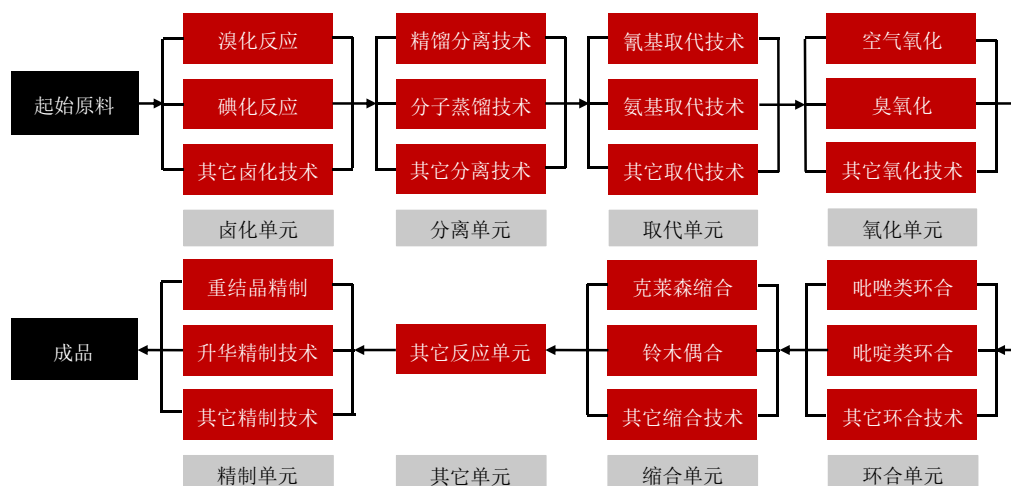


资料来源：Wind，东方证券研究所

- 1. 丰厚的化学合成经验积累：**对精细化工行业而言，从业时间的长短其实就可以说明企业竞争力上的很多问题，这一点却很容易被市场忽略。这是因为精细化工由于体量小、差异化，相比于大化工，专门开发商业化工艺包的投入产出比很低，所以很难有成熟统一的工艺包可直接引进，企业必须通过“干中学”的方式自行摸索来积累反应经验，形成“获得订单-开发/改进技术-获得更多订单”的正循环，那么时间的价值就显得尤为突出了，即做得越久积累越深。以公司核心的氨氧化技术为例，公司上市之初拥有氨氧化、氟化、加氢还原、苯腈唑类产品的环化合成、核苷类系列产品合成、新型染料合成六大核心技术，均处于国内先进水平，其中公司最具代表性的氨氧化技术处于国际先进水平。氨氧化法简单来说是利用氨气和氧气将烃类等有机分子中的活泼甲基（-CH₃）一步转化为氰基（-CN）的反应，是生产农药、医药、染料等精细化工品的关键中间体——卤代芳腈的重要工艺，其核心难点是催化剂和反应条件。公司上市之初时，即使美国和日本的专利也只能分别实现 84%和 90%的最高收率。而且氨氧化 60 年代最早用于烷/烯烃的反应，例如丙烯腈合成的工业化，在其取得巨大成功之后于同一时期被拓展到芳烃领域合成芳香腈；但由于后者属于精细化工，与前者大宗品相比体量相差甚远，很难会有现成的商业化工工艺包可以让国内企业直接引进，只能依靠自主开发，可见技术难度很大，当时国内企业也基本不具备工业化能力。联化通过自主开发，调整了氨氧化法的催化剂成分，使得摩尔收率达到 93.5%以上，产品纯度达到 98.5%以上，并且催化剂磨损少、寿命长，催化性能超过国内外同类先进水平。所以从业时间和经验带来的 know-how 对精细化工更为重要，这就在企业的能力上形成了很强的个体差异，这也是普遍具有成熟工艺包的“交钥匙”型大化工所不具备的。普适性工艺包的缺席也加大了技术扩散的难度，先行者的壁垒也更加坚固，说白了就是技术更加保值，生命周期更长。那么从这一点看，联化 30 多年从业的积累其实是同行很难超越的优势。
- 2. 创新和拓展构建技术平台：**公司在 08 年上市之初六大核心技术的基础上不断拓展核心技术的能力圈，通过创新持续丰富技术储备，增加了格式反应、铃木耦合、超低温反应等技术。并于

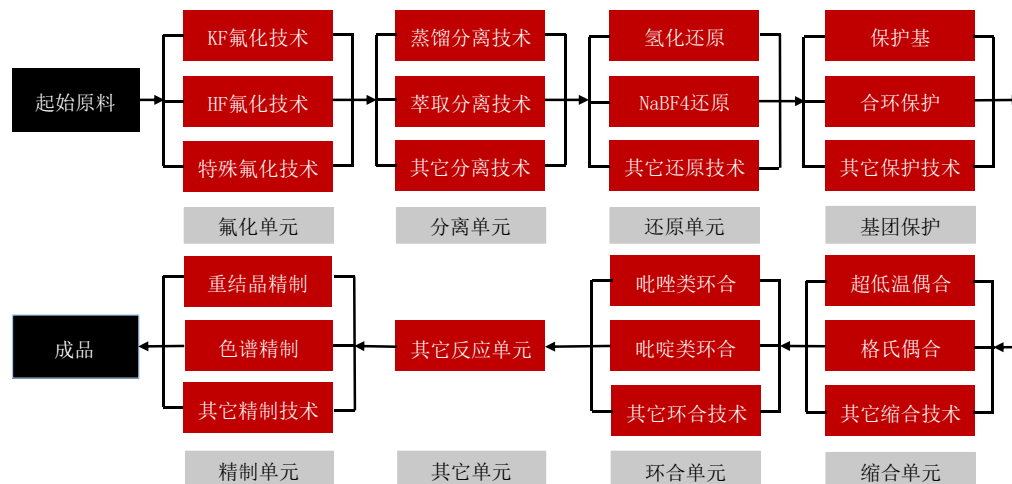
13 年起开始推动技术平台建设，公司通过平台的运作，进一步拓展了包括光气化、氟化、小分子催化、微通道反应、连续化反应器等多项核心技术。多项核心技术在手的效应并不仅仅是单个能力的简单叠加，而是有非常明显的 $1+1>2$ 的效果，体现在“一对多”和“多对一”两个方面。第一，公司在年报中多次提到将核心技术在不同产品工艺中运用，这就说明的核心优势并不是以单个产品为边界，而是能够覆盖所有基于某个工艺的一系列产品，一个很关键的结果就是联化拥有很强的跨品种扩张能力。第二，多个技术可以共同作用于同一产品，能够形成交叉壁垒；即使同行在某一个技术上取得突破，联化还是能够通过其他技术继续保持在该产品上的优势，也就是说竞争对手追赶的不是一个技术而是一个体系，面临维度上的差距。此外，技术的复用也进一步延伸了单个技术的生命周期，这一点类似于草甘膦产生抗性后通过与麦草畏、草铵膦的复配，非但没有被替代，反而延续了其生命周期，并降低了新解决方案开发的成本。那么对联化而言，手里这些技术的组合牌能够最大限度的应对客户的需求，单个技术的研发成本被明显摊薄甚至为负。

图 6：公司主要农药中间体生产技术



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司主要医药中间体生产技术



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 连续化和柔性生产能力：精细化工的连续化生产能力是企业化学合成能力的集中体现，这与我们在前期报告里分析的扬农连续化生产能力一致。精细化工产品种类繁多，但单个规模小、产量低、生产流程长且步骤多；且在国内的发展过程中不像基础化工品那样在工艺上得到充足研究，导致设备往往都比较简陋，生产也较为粗糙。相比国外连续化、大型化的普及度，国内大都以釜式反应器进行间歇式生产为主，并使用大量水或溶剂进行分离。间歇反应的缺点，简单来说就类似于“一锅一锅地炒菜”，每一锅都会有细微差别，难以保障质量的一致性；频繁的人工操作也提高了安全生产压力，降低了生产效率，污染与能耗水平也非常大。间歇反应的连续化是我国精细化工在工程方面发展的重要方向，但核心难点就在于反应的传热、传质和反应速率差异很大。一般来说大化工反应速度较快，反应时间短，产量也比较大，适合连续化操作，但精细化工相对而言反应时间长，产量比较小，往往不太适合连续化操作。所以间歇反应连续化并不是简单的更改装置，而是需要对反应热力学、动力学具有非常深的理解。联化自 07 年就开始使用集散控制系统（DCS），在发展过程中不断提升核心反应和后处理工序的连续化水平，自主开发了多套千吨级和万吨级的连续生产工艺，装置大型化水平持续提升。15 年公司将连续化管道反应技术用于吡啶类化合物的生产，具有里程碑的意义。又比如公司在后处理上的连续萃取和精馏及膜分离工艺，明显提升了溶剂回收效率，降低了污染物排放。公司通过连续化生产上的不断创新，保障了生产系统的稳定性、可靠性、安全性和清洁生产优势。联化对化学合成的理解深度还体现在装置的通用化方面。精细化工品类多，设备又具有一定专一性，公司对生产装置采取了柔性设计，每套生产装置均配备了不同型号的反应釜、离心机、干燥机、粉碎机等，通过简洁的改装和灵活的管道连接，使得同一套生产装置可以快速改装为不同产品的生产线，提高了公司资产的利用率和对客户需求的反应速度。

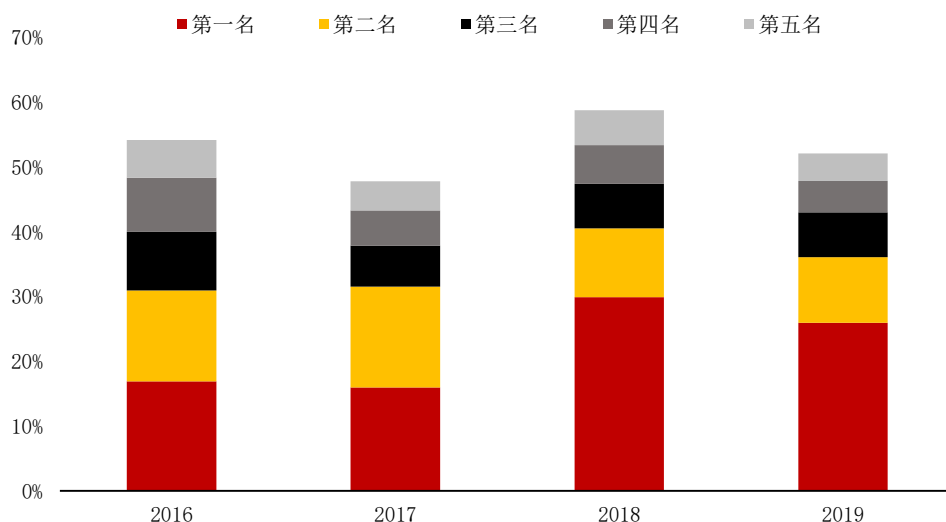
2.2 风险控制能力

市场认为公司近年在安全环保方面遭遇黑天鹅是因为公司风险把控能力较弱的体现。但事实上恰恰相反，我们认为公司风险控制意识是公司另一大关键竞争力，而正是精细化管理方面公司较为完善且先行的风控能力和应急响应能力将损失降低到了较低的水平。而且相对短期突发事件的冲击，

客户更加看重长期的风险控制能力体系；即使短期因为供给中断导致小幅的订单转移，也难以改变长期的客户黏性。

- 大客户战略：**前文所述，由于商业模式对上下游的绑定程度和合作深度要求较高，定制生产的客户对生产厂家的选择非常慎重。联化的客户基本都是全球前 5 大农药和前 20 大医药龙头，一方面说明公司受到跨国公司认可度高，另一方面这也是一种双向选择。公司只定向服务大客户，前 5 大客户销售占比达到 50%以上。通过谨慎考察客户的经营实力和产品现状及前景，规避客户信誉和产品空间带来的风险；同时靠谱的客户也能为公司带来稳定可期的回报，公司能够共享客户的成长以实现双赢。同样因为这种商业模式的高绑定度，客户对技术等商业信息的保护非常看重。公司建立了完备的知识产权保障规章制度，全员签署保密协议并实施多层次的管理，保障客户权益。此外，公司多年来专注于定制生产，不受终端产品价格和利润弹性的诱惑，不与客户竞争。长期的实践赢得了客户的高度信任，这也是很难短时间被取代的优势。

图 8：前 5 大客户销售占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司与核心客户签署合作协议情况（截至 2017 年底）

序号	客户名称	项目名称	到期时间	序号	客户名称	项目名称	到期时间
农药产品							
1	BASF	农药原药	2018.12.31	18	杜邦	农药中间体	2021.07.31
2	BASF	农药原药	2020.12.31	19	杜邦	农药中间体	2031.05.20
3	Bayer	农药中间体	2022.01.15	20	杜邦	农药中间体	2035.10.18
4	DOWAgro	农药中间体	2020.12.31	21	日产化学	农药中间体	2027.08.31
5	FMC	农药中间体	2019.12.31	22	先正达	农药中间体	2018.12.31
6	FMC	农药中间体	2023.12.31	23	先正达	农药中间体	2019.12.31
7	FMC	农药原药	2019.12.31	24	先正达	农药中间体	2021.06.01

8	FMC	农药中间体	2023.12.31	25	先正达	农药中间体	长期
9	FMC	农药中间体	2023.12.31	医药产品			
10	FMC	农药原药	2026.07.27	序号	客户名称	项目名称	到期时间
11	蝶理	农药中间体	2018.08.07	1	APIC	医药中间体	2021.08.10
12	杜邦	农药中间体	2018.05.31	2	Midas	医药原药	2027.03.01
13	杜邦	农药中间体	2018.12.31	3	Novartis	医药原药	2018.06.08
14	杜邦	农药中间体	2019.02.28	4	Novartis	医药原药	2018.11.16
15	杜邦	农药中间体	2019.12.31	5	Novartis	医药原药	2018.12.31
16	杜邦	农药中间体	2020.05.29	6	Novartis	医药原药	2019.01.25
17	杜邦	农药中间体	2020.07.01	7	Novartis	医药原药	2019.01.25

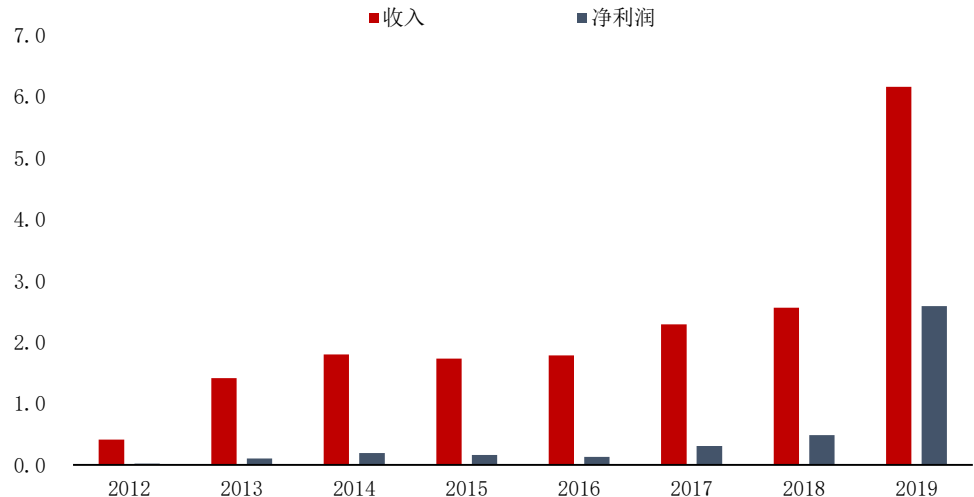
资料来源：债券评级报告，东方证券研究所

- 高度重视质量与合规：**公司始终坚持在产品的整个生命周期贯彻质量要求，遵循 GMP 和行业标准，持续进行硬件设施、人员能力和管理体系等方面的改进，使得公司质量管理部门与现金跨国公司同步，得到客户高度认可。过去几年公司总部和所有子公司陆续获得 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 OHSAS19001 职业健康管理体系的三合一认证，17 年 3 月公司江口工厂更是首次以零缺陷通过了美国 FDA 的审计，19 年公司也通过了欧盟 GMP 认证。
- 多基地产能备份：**联化拥有 9 大生产基地，分散的产能布局能够降低单一区域的黑天鹅事件对供应能力带来的冲击。同时公司前瞻性地部分重要产品能在不同基地进行备份，使得一旦某一地区出现供应中断也能快速响应，延续供应能力。去年响水 321 事故受牵连停产的江苏联化和盐城联化子公司有 7 个主要产品在其他基地拥有空余产能，占 18 年二者实际产量比重达 20%；且其余基地产能利用率在 70% 左右，仍具有 30% 的产能盈余，公司可发挥柔性生产能力来快速补充供应能力的缺失。公司湖北基地郡泰化工在 19 年江苏盐城两个基地因 321 停产，收入和净利润出现大幅增长，我们判断这其中备份产能的贡献非常显著。

表 2：公司 16-18 年供应能力构成及开工率

年份	产能占比		产量占比		开工率	
	江苏和盐城联化	其他基地	江苏和盐城联化	其他基地	江苏和盐城联化	其他基地
2016	30.5%	69.5%	29.0%	71.1%	55.3%	59.5%
2017	31.3%	68.7%	28.4%	71.6%	65.2%	75.0%
2018	34.0%	66.0%	28.4%	71.6%	52.7%	68.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：湖北郡泰营收和净利润（亿元）


资料来源：Wind，东方证券研究所

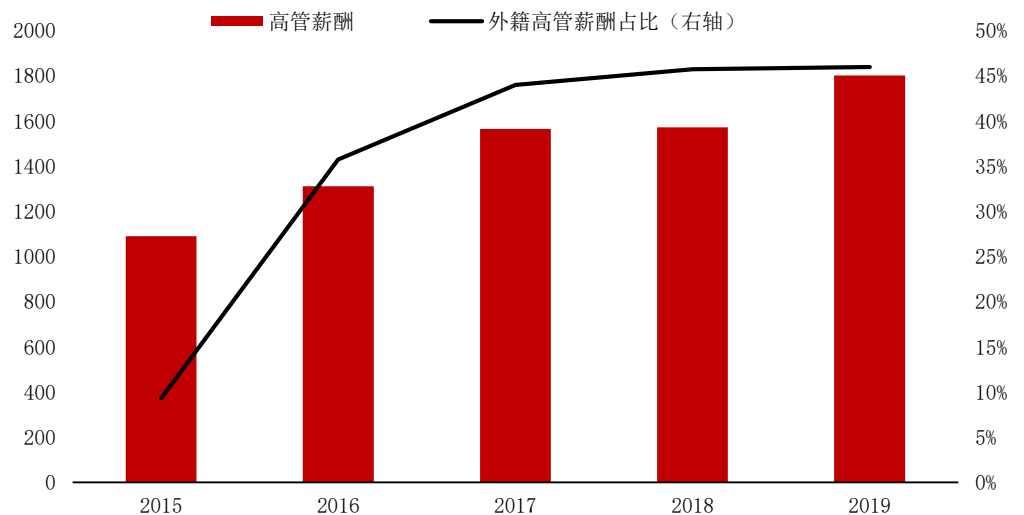
- 4. SHE 及 RC 体系不断完善：**公司在安全、职业健康和环境管理体系（SHE）上投入很大。公司 12 年将履行社会责任义务制度化、规范化，并以此为起点完善企业 SHE 管理，推进责任关怀（RC）体系的构建。14 年将集团和各子公司的 SHE 部门更名为责任关怀部，15 年正式承诺加入国际化工协会联合会责任关怀委员会，与国际先进水平接轨。RC 平台建设使得公司在安全生产、环保和职业健康与安全方面的能力不断提升，提高了风险抵抗力。17 年，公司增加了安全实验室和环保实验室，为研发、中试和商业化生产的可持续工艺开发提供了专业和独立的支持。在安全方面，公司建立了全生命周期的工艺安全管理体系，从研发开始涵盖所有阶段。公司在生产前中后有完整的风险定期评估体系，并每年开展多次应急培训和演练；公司自有专职消防队，拥有专业化的车辆等硬件设备，应急响应能力很强。环保方面，公司建立了系统性的环境风险控制方案；在技术上具备测试水分析领域 95% 以上常规及非常规指标的能力等；在处理容量上，公司各子公司都配备了超越目前生产能力需求的污染治理设施。虽然短期看这些投资会影响公司固定资产周转率，但对未来的长期发展非常有利。
- 5. 前瞻投保降低事故损失：**公司风控能力也体现在为厂区前瞻购买保险方面。例如，江苏联化和盐城联化财产险投保近 25 亿，营业中断险投保近 7 亿。前者是覆盖所有财产，包括建筑物、其设备、存货等的损毁，此次事故确认赔偿 1.61 亿；后者则是覆盖由于经营中断所造成的的损失。值得说明的是，我国中断险的投保率非常低，一般营业中断险都是作为财产险的附加险出售，但无论是前者还是后者，都还没得到企业普遍重视。银监会数据显示 19 年企业财产险报废占财产保险行业保费比例不足 4%，营业中断险的覆盖率就更低了。企业主一般主观认为发生营业中断的风险太低，所以我国绝大部分企业都没有购买营业中断险。相比之下，联化在此次事故中体现的风控能力就非常突出了。

2.3 国际化视野

此外，公司在国际化方面也建立起了明显的壁垒，我们认为相对直观的硬件和制度，正是这种在文化、视野等方面与同行的微妙差距进一步提升了公司与客户粘性方面的比较优势，具体如下：

1. **国际化管理团队：**15 年公司开始走国际化战略，对应公司医药和农药两大业务板块，在高管方面引入分别在医药巨头勃林格殷格翰和农化巨头杜邦农化有多年丰富经验的外籍高管 Andreas 和 George 为公司董事。农药和医药虽然在化学合成方面有很多共通之处，但是在管理方面的差别非常大。虽然短期对薪酬成本有明显抬升，但长期有助于公司吸收海外巨头在各个细节上的运营经验，改进公司内部流程和管理体系；并且国际化程度的提升能够在文化方面与跨国公司形成更好地对接。

图 10：高管薪酬（万元）及外籍高管薪酬占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

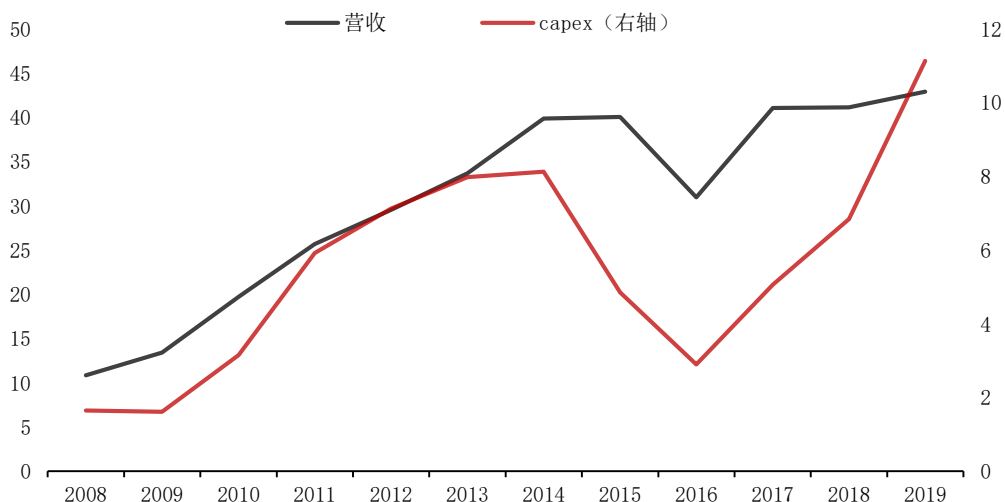
2. **收购英国子公司：**公司 17 年初完成位于英国米德尔斯堡的子公司 Fine Industries 的收购。Fine 主要从事农药、医药和功能化学品的复杂中间体和活性成分的研发生产等，并且已通过 FDA 审计。首先，收购欧洲企业，公司将有资格参与欧洲市场竞争，扩大客户覆盖面。第二，Fine 主要集中在生命周期导入期及以前的产品研发、生产和销售上，与公司集中在导入期、成长期和成熟期的领域形成互补，能够为客户形成全生命周期的解决方案，有利于公司获得更加高端的新化合物订单。

总的来看，我们认为公司在以上三个方面形成的综合竞争力和壁垒稳固了下游跨国公司对其的依赖程度，加强了自身的不可替代性。所以短期事故造成的短期业绩下滑和小幅的订单转移并不会影响公司长期的成长能力。长期看只要产能复苏，转移的订单大概率还是能够回归，短期的影响也能够恢复。

3 成长性探讨

随着农药和医药行业研发负担的攀升，对降本增效的需求推动跨国公司将生产环节外包，持续推动全球定制生产行业的发展。中国在基础设施、产业链配套和知识产权保护上的优势使其成为全球最有优势的承接方，联化作为国内积累深厚的龙头企业，在其竞争力的保障下将获得长期可持续的成长机会，公司近年来项目储备和资本开支不断。随着新产品不断投放，产能利用率不断提升，固定资产周转率企稳并底部复苏，公司有望重现过去的高速增长期。

图 11：公司营收和资本开支（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

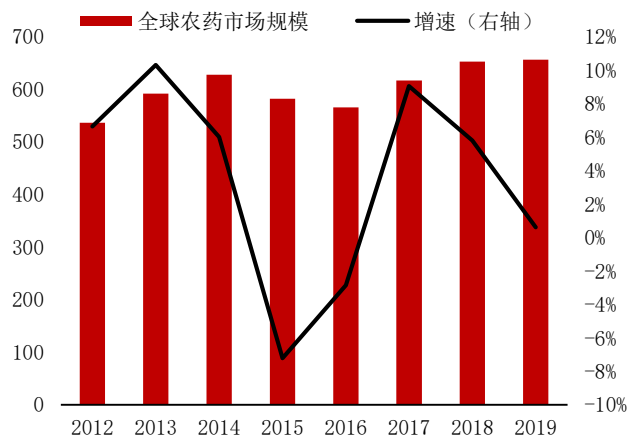
3.1 CMO/CDMO 机遇广阔

从市场规模看，全球农化市场自 16 年底部复苏，整体规模已稳定在 650 亿美元左右，增速放缓；全球医药行业则是万亿美元规模，并保持 4% 左右的稳定增速。对于农药和医药行业，新化合物或有效成分研发成本的不断提升和研发投入回报率的下滑是推动 CMO/CDMO 市场空间增长的核心原因，具体如下：

1. **新化合物开发成本陡增：**长久以来，农药和医药行业都是典型的研发驱动型行业，全球领衔的跨国公司通过新化合物和专利成分的研制推动行业的发展，同时也获得专利垄断带来的高额回报，全球前 10 的农药企业研发投入占收入比达到 7% 以上，医药则达到近 20%，研发依赖度非常高。但随着 90 年代后有机合成结束并喷式发展期，新化合物的发现、筛选的难度以及后续的审批等要求不断提升，新药创新成本不断加大。其中每年新批准的农药品种数量更是呈现明显下滑趋势。农药和医药新化合物的研发成本从上世纪 90 年代历经 20 年，分别从 1.5 亿和 10.4 亿美元提升至 2.9 亿和 25.6 亿美元，且开发周期至少都在 10 年以上。尤其是随着专利到期，在仿制药冲击下产品收入大幅下滑而出现专利悬崖。所以高研发依赖度和低研发产出比的双边挤压使得专利药跨国公司将较低附加值的生产制造环节外包的需求不断增强，从而

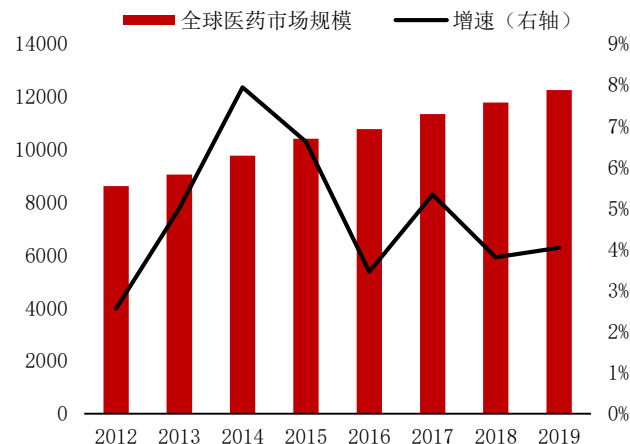
把资源集中投入到研发环节。南方院预测全球 CMO/CDMO 市场规模的年化增速在 10% 以上，预计 21 年达到 1025 亿美元。

图 12：全球农药市场规模（亿美元）及增速



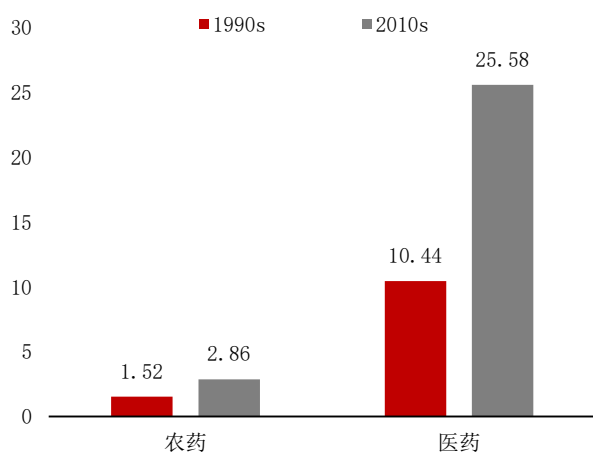
资料来源：Phillips McDougall，东方证券研究所

图 13：全球医药市场规模（亿美元）及增速



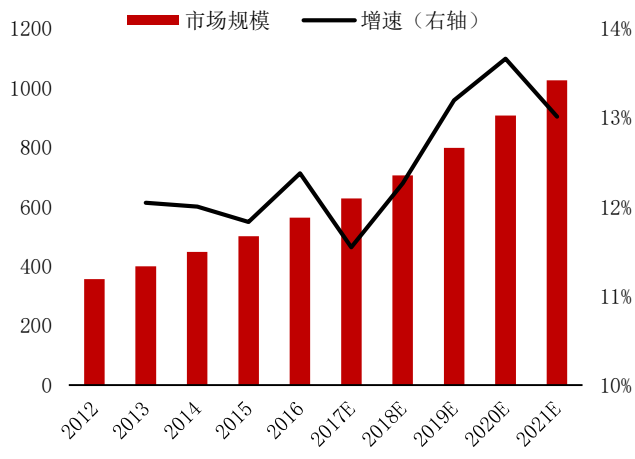
资料来源：IMS，东方证券研究所

图 14：农药和医药行业新药研发成本（亿美元）



资料来源：Phillips McDougall，Tufts Center，东方证券研究所

图 15：全球 CMO/CDMO 市场规模预测（亿美元）及增速



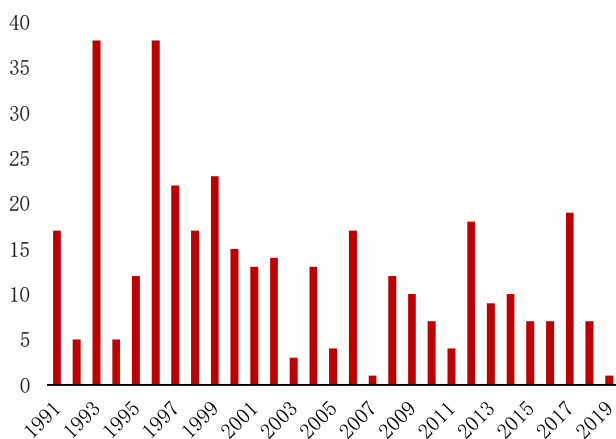
资料来源：药明康德招股书，东方证券研究所

- 2. 农药定制生产的机遇：**对农药行业而言，近 30 年农药每年新品种问世数量呈明显下降趋势，全球专利农药产品的市场份额从 21 世纪初的 30% 下滑至 15%，而非专利农药的份额则由 40% 增长到 70%，成为农化市场增长的主力。15 至 23 年还有约 42 个农药品种专利到期，全球销售总额达到 83.7 亿美元。所以快速增长的专利到期农药市场是农药定制生产的主方向，随着专利陆续到期，参与企业有望通过从原先部分中间体的生产更多地延伸到整个原料药的生产中。而且随着近年来跨国公司抱团取暖，由原有的 TOP6 整合为 TOP4，上游对定制生产的订单会更加集中，且更加倾向于龙头企业，龙头企业的订单将从过去的单个产品拓展为产品包，

为国内在技术、成本等方面具有优势的企业更大的机遇。另外在专利农药方面，随着农药不断向高效低毒方向发展，更复杂的化合物和更大分子量的需求也将推动未来农药新化合物的开发，所以新农药创制工作也不会因为市场份额和投入产出比的下降而停滞，对生产外包的需求也将持续。

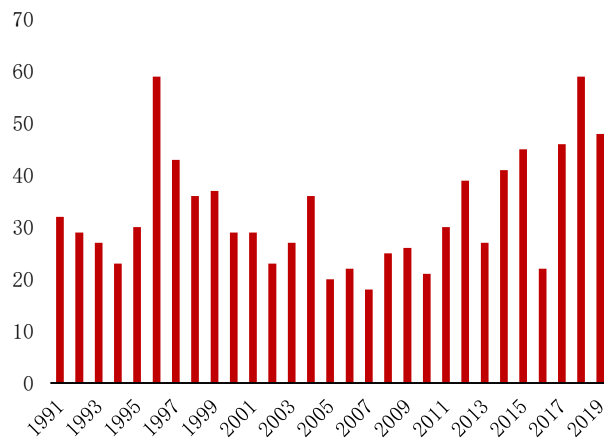
3. **医药定制生产的机遇：**对医药行业来说，创制新药依旧是行业发展的核心驱动力，全球处方药价值量中专利药占比达到 90%，且 FDA 每年批准的新药数量也呈现上升趋势；而 19-24 年全球还有 2120 亿美元销售额的药物面临到期，迎来又一次专利断崖高峰。相比于农药定制生产，无论是专利和专利到期药物，医药行业发展带来的增长势头更为强劲，市场空间也更加广阔，也为我国 CMO/CDMO 的发展提供了更大的平台。据权威机构预测，中国定制生产规模有望在 2021 年达到近 100 亿美元，占全球近 10%。
4. **中国定制生产的优势：**近年来，全球以欧美国家为主导的 CMO/CDMO 订单也逐渐转向人力成本更低的新兴国家，以中国和印度为代表，中国人力成本仅为美国的 57%。有数据统计将新药研发业务的生产环节外包至低成本国家可降低生产成本 40-60%，即新药整体开发成本降低 12% 以上。并且与印度相比，中国无论在基础设施、产业链配套和专利保护等方面都更加完善；且 15 年底起规范新药上与生产许可分离的药品上市许可人（Marketing Authorization Holder, MAH）制度试点开始推进，旨在通过让精于研发者专注于研发、精于生产者做好生产，以鼓励国内新药研发，进一步推动我国 CMO/CDMO 需求的增长。另一方面，中国在此次新冠疫情中所展现的强大定力也保障了供应链的稳定性，这是其他新兴国家不具备的优势。总的来说，在中国这一极具潜力的增量市场，公司作为具有深厚积淀和先发优势的玩家将获得很大的发展空间。

图 16：ISO 每年批准的农药新品种通用名称数量

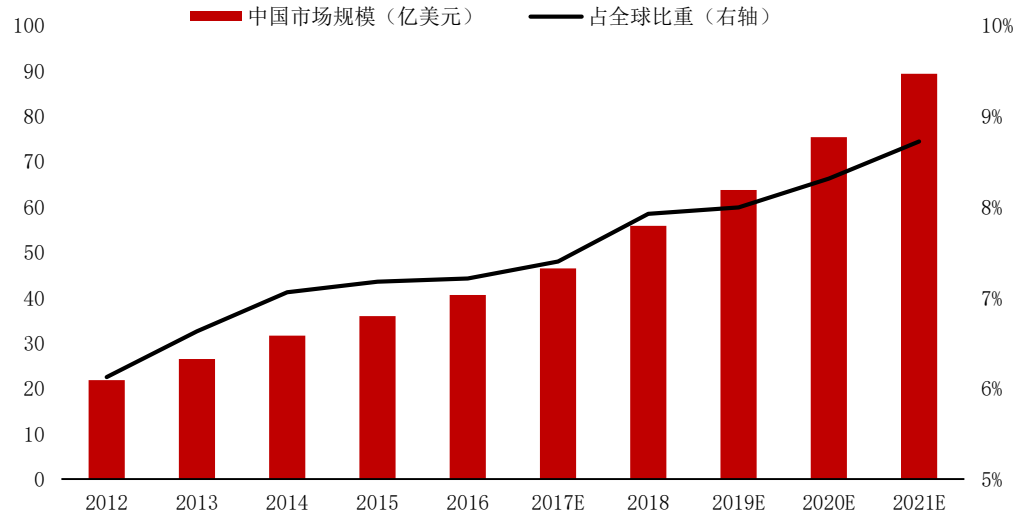


资料来源：ISO，东方证券研究所

图 17：FDA 每年批准的医药新品种数量



资料来源：FDA，东方证券研究所

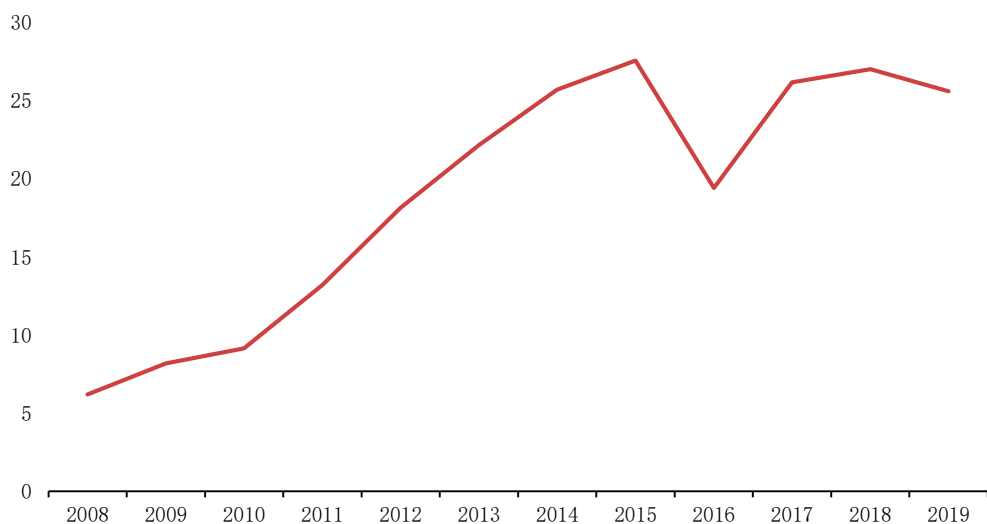
图 18：中国 CMO/CDMO 市场规模及占全球比重


资料来源：药明康德招股书，东方证券研究所

3.2 农药业务最差时间已过

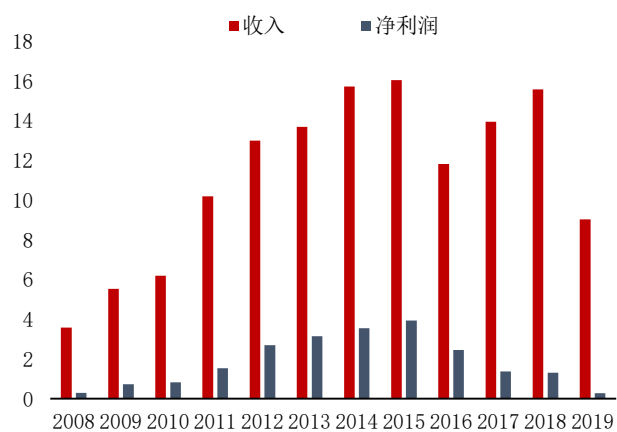
农药中间体业务占公司整体营收 60%以上，公司上市以来收入规模也随着农药中间体收入规模的扩大而不断增长，其中 03 年成立的江苏联化贡献了收入的近 60%，也是公司净利润的最主要来源。另外，盐城联化于 11 年成立并于 15 年贡献收入，公司 11、12 年还陆续收购了辽宁天予、德州联化和湖北郡泰，并持续进行资本开支。从历史业绩表现看，14 年以前农作物及石油价格强劲，种植需求旺盛，全球农化市场维持增长趋势，推动公司农化业务高速增长。但 14 年之后由于全球粮食价格库存高企，价格冲顶下跌，全球农化市场结束高增长期并出现下滑，跨国农化巨头进入去库存周期，公司 16 年收入出现明显下滑。但随着公司资本开支逐渐转固，新项目逐步投产，农药中间体收入恢复增长。18 年苏北污染事件导致化工园区所有企业一律停产整治，公司的子公司江苏联化和盐城联化收到牵连于 5 月停产，并于 8 月复产。19 年响水天嘉宜“321”爆炸事故，江苏联化和盐城联化由于处于同一园区而再次受到牵连停产至今。

图 19：联化农药中间体板块收入（亿元）



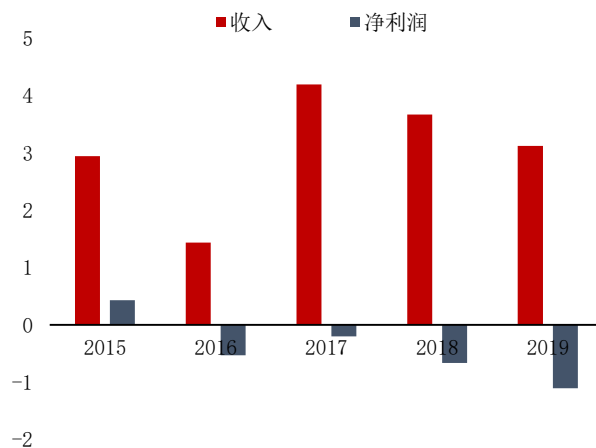
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 20：江苏联化收入和净利润（亿元）

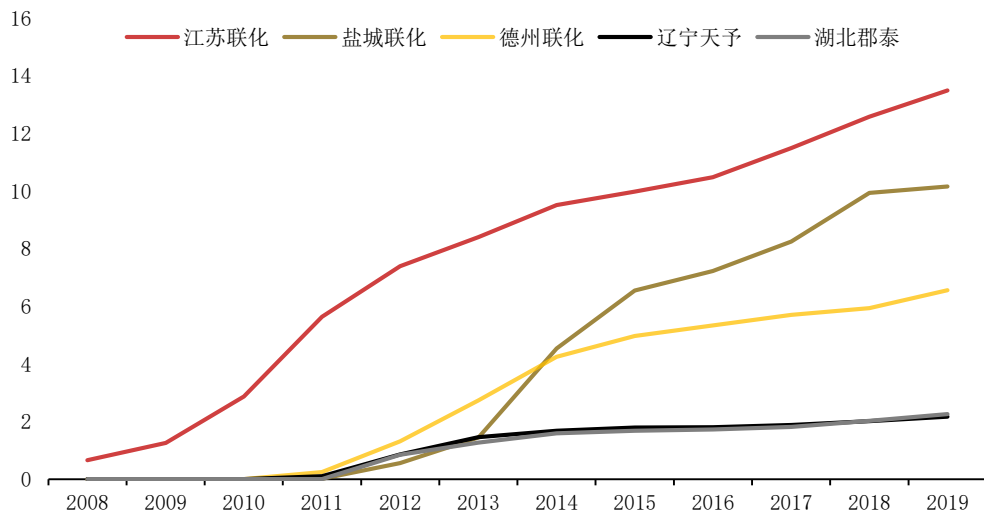


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 21：盐城联化收入和净利润（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 22：农化相关子公司累计新增在建工程（亿元）


资料来源：Wind，东方证券研究所

从当前时点看，我们认为在全球农化市场恢复缓慢增长的大背景下，公司自身农化板块也将迎来复苏并实现持续增长：

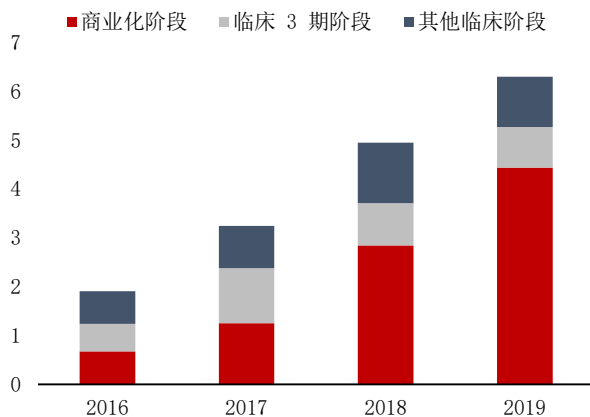
1. 响水事故调查尘埃落定，在“一企一策”等不搞一刀切的大方向上，我们认为江苏联化和响水联化后续的进展也会更加明朗。公司作为环保、安全等方面高投入、高标准的企业，有望在复产上得到加速推进。
2. 从项目储备看，公司农化板块的成长动力充足。首先近年来在江苏联化项目逐渐走向饱和的情况下，盐城联化的资本开支不断加大，响水事故发生前盐城联化共规划了六期项目，总规划产品产能 16300 吨，目前已建设 12300 吨，总投资在预算 10 亿元以上。德州联化现建有 20000 吨光气及下游产品和一期 13000 吨精细化工产品，去年还规划了总投资 15.1 亿的二期 47500 吨精细化工产品。此外德州子公司去年还规划将原有 2 万吨光气产能扩增至 4 万吨，并扩充下游产品。德州联化 19 年 7 月被选入山东省化工重点监控点名单，化工重点监控点是指处于政府公布的化工园区和专业化工业园区之外，符合国家产业政策、技术水平高、规模总量大、税收贡献突出、安全环保措施完善的化工生产企业；被认定为监控点的企业，在项目审批、建设和管理方面完全参照化工园区执行。获得认定是对德州联化的肯定，保障其未来长期持久发展（具体产能规划见附录）。

3.3 医药业务迎来高速发展期

公司医药板块业务包括医药中间体和原料药，近几年增长迅速，收入复合增速约 50%，且主要由商业化阶段产品贡献。产品主要涉及抗肿瘤类药物、自身免疫类、抗真菌类药物、心血管类药物、治疗糖尿病类药物、抗抑郁药物、抗高血压药物、抗流感药物等，基本都处于全球最为畅销的治疗领域，市场空间广阔。公司目前医药板块生产基地主要为公司总部江口工厂和台州联化（临海杜桥工厂）。其中江口工厂占地约 114 亩，目前已建设完毕，未来将作为公司的孵化基地承担新产品开

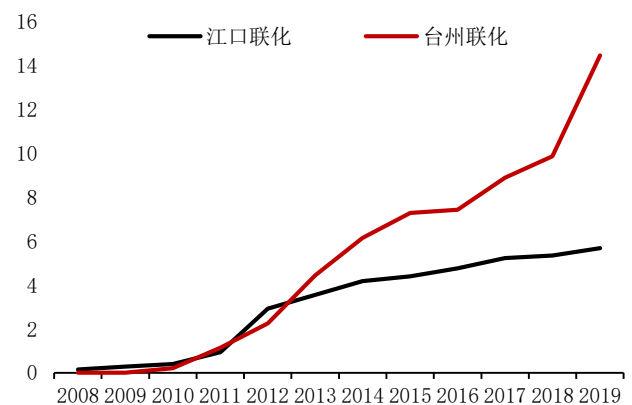
发、小试和中试的功能。台州联化占地 505 亩，是公司目前医药板块的主力基地；台州联化目前一共报批了六期项目，总投资预算在 20 亿以上，包括医药中间体和医药原料药，其中前三期已经投产。目前台州联化还有 50% 的土地余量，处于项目持续建设的过程中。另一方面子公司临海联化 19 年 7 月竞拍获得 705 亩土地，进一步扩充公司土地储备，总计划通过 6 年投资 52 亿元，打造高端医药化工及先进新材料研发生产基地，其中一期拟投资 9.8 亿建设 9 个项目共计 13230 吨产能。公司已与多家全球前 20 位的跨国医药公司建立联系并开展合作，其中最主要的核心客户为全球排名前 5 的瑞士诺华，诺华也是连续三年位列全球在研药物数量排名第一位，公司也在加强对其他有重大潜力的新客户的开发。我们认为，公司医药板块在充足的土地储备和资本开支的共同支撑下还将维持较快增长（具体产能规划见附录）。

图 23：公司医药中间体收入（亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：医药相关子公司累计新增在建工程（亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：公司主要医药中间体和医药原料药应用领域

类别	产品	下游
医药中间体	LT822（醇尼酰胺）	新型心血管类药物中间体
	TMEDA（阿格列汀酯）	治疗糖尿病药物阿格列汀苯酯的关键中间体
	MACC（帕罗醇）	抗抑郁药物帕罗西汀的关键中间体
	AMTB（氨甲基联苯四氮唑）	抗高血压药物奥美沙坦酯、缬沙坦等的重要中间体
	LT228（淳尼胺）	治疗心血管疾病、高血压等药物替米沙坦的中间体
	LT968（氟唑菌酸）	抗真菌药物氟康唑、伏立康唑的中间体
	LT559（环丙嘧啶酸）	新型嘧啶酮类和嘧啶胺类兽药和杀虫剂的重要中间体
医药原料药	缬沙坦	心血管系统类药物
	阿拉泊韦	治疗丙肝药物
	奥司他韦	抗流感药物
	利奈唑胺（LNZL）	抗菌药物
	帕罗西汀（PRXT）	抗抑郁药物
	利伐沙班（RVXB）	心血管系统类药物

资料来源：公司公告，东方证券研究所

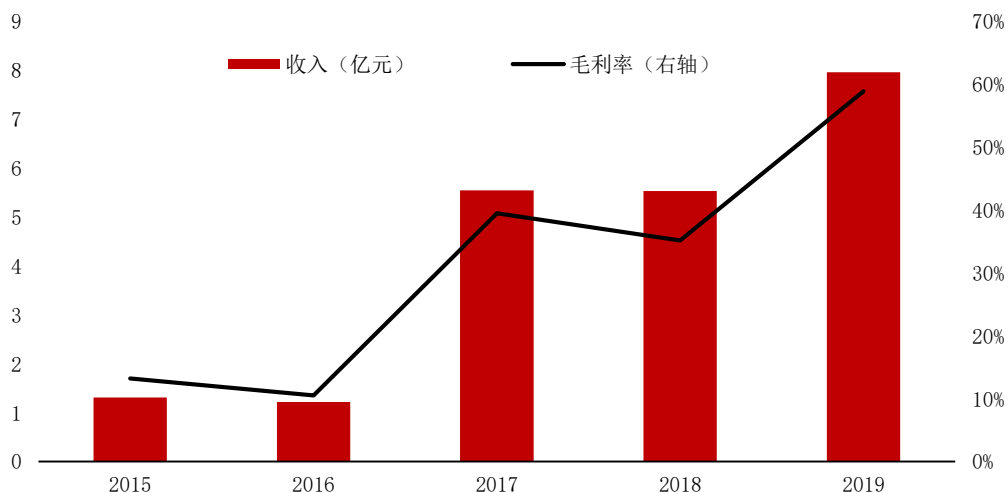
表 4：2015 年全球处方药市场十大畅销治疗类别销售额

排名	类别	销售额（亿美元）
1	抗肿瘤药	789.4
2	糖尿病药	714.7
3	止痛药	561.9
4	免疫系统药	419.3
5	抗高血压药	413.9
6	呼吸系统药	400.4
7	抗菌药	383.6
8	精神疾病药	348.7
9	皮肤病药	294.8
10	抗凝血药	272.3

资料来源：IMS，东方证券研究所

3.4 功能化工品完善能力建设

公司的功能化工品是公司通过共享农药和医药板块在产品质量、技术路线等方面的积累和优势，以自建非竞争性渠道、自有产品的方式实现有机合成技术平台，尤其是其核心的氨氧化、光气化等工艺的价值延伸。且相对于公司在农药和医药的定制生产模式更集中于化学合成方面的技术驱动，自建渠道的功能化工品则还有很强的市场驱动特性。由于下游需求的差异化程度更高，对企业的要求不仅仅集中在有机化学领域，而是要囊括物理、电子、光学等的跨学科体系；对研发和销售团队的要求也更高，不仅要满足客户现有需求，还要去发现潜在需求。公司目前产品主要在工业杀菌剂、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。公司也在持续完善产品清单，加大细分行业开拓力度，长期看有利于公司自身能力建设，成为更为完整的综合解决方案供应商。

图 25：功能化学品营收（亿元）和毛利率


资料来源：Wind，东方证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

1. 由于公司主要定制化产品种类繁多且非标准化，价格以约定为主，非完全市场化，也没有公开信息可跟踪，故在对各板块收入预测时，我们根据市场空间、公司竞争力以及未来资本开支节奏等因素对收入增长进行逻辑推导。
2. 医药方面，公司 17 年进行了口径调整，部分产品从医药中间体板块中调整出去，早期数据已不具备可比性。从调整后的数据看，16-19 年医药板块收入 CAGR 达到 49%。从市场空间看，当前公司医药板块在国内医药定制生产市占率从 16 年的 0.7% 提升至 19 年的 1.4%；据权威机构统计，国内医药定制生产市场规模未来还大概率维持 18% 以上的增速，基于本文的分析我们认为公司在化学合成等方面的长期积累优势将保障其明显高于行业平均的增速，所以从市场份额看公司增长空间还非常大。从公司资本开支节奏看，台州联化作为目前医药板的主力，近 5 年保持每年平均 1 个亿以上的投入，19 年在建工程更是投入近 5 个亿；临海还有 700 亩的土地储备待开发，较当前已使用的土地接近翻倍。18 年报中还提到，公司经过数年的管线产品积累，一系列产品处于商业化初期或即将放量的阶段 数个高级中间体及原料药项目已经开始了研发中试工作，将在 1-2 年内量产，19 年商业化阶段产品较 18 年大幅增加 7 个。整体而言，当前公司迎来前期储备的集中释放期，我们认为 20-22 年公司医药中间体国内市占率提升达到 1.7%、2.0%、2.3%，对应收入增速为 42.7%、39.5%、36.0%。毛利率维持在 39% 的水平。
3. 农药方面，公司 08-15 年农药板块收入 CAGR 达到 24%，其中最高单年增速达到 44%。但随着全球农药市场增速放缓，跨国公司 15-16 年开始去库存，公司农化增长受挫。16-19 年农药板块 CAGR 为 10%，18、19 年又受事故牵连，影响了板块从底部复苏的节奏。以全球作物保护农药市场规模 600 亿美金，生产环节价值份额占 20% 左右，再扣除草甘膦等大单品农药及跨国公司自产原药的份额估算，全球农药定制生产的市场规模大约在 80-90 亿美元，则公司目前农药板块市占率水平在 5% 左右，份额提升的空间也很大。未来盐城联化还有规划产能待投产，德州还有 15 个亿的二期规划，我们判断未来随着江苏联化和盐城联化产能复产，公司市占率有望逐步回到 15 年的 6% 及以上的水平。考虑到今年复产时间上的不确定性，则我们预测 20-22 年农药板块收入增速为 8.0%、14.2%、12.8%，毛利率维持在 37% 的水平。
4. 功能化学品方面，19 年部分产品价格暴涨，营收和毛利率明显提升。我们判断 20 年价格将回归正常，但公司能够通过新产品放量而以量补价，长期看随着公司在该领域能力建设的不断加强，自有渠道和客户储备不断扩充，板块将保持增长，客单价格也有望提升。预计 20-22 年功能化学品收入增速为 2%、26%、26%，毛利率为 40%、39%、38%。
5. 整体而言依据我们的预测，公司 20-22 年固定资产周转率逐渐提升，从 19 年的 1.24 分别达到 1.27、1.38 和 1.51。另一方面，随着收入规模扩大，公司销售费用被摊薄，20-22 年销售费用率为 1.39%、1.49% 和 1.45%；管理费用随着因停工造成的停工损失和折旧等支持降低以及股权激励费用减少，20-22 年管理费用率为 16.81%、14.37%、13.61%。此外，公司 20-22 年研发费用率为 5.11%、4.93%、4.94%。

6. 随着子公司逐步减亏，公司 20-22 年的所得税率假设分别为 35%、21%和 19%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
农药中间体					
销售收入（百万元）	2,700.7	2,559.5	2,764.2	3,155.8	3,559.0
增长率	3.2%	-5.2%	8.0%	14.2%	12.8%
毛利率	26.5%	35.4%	37.0%	37.0%	37.0%
医药中间体					
销售收入（百万元）	494.3	629.1	897.6	1,252.0	1,703.3
增长率	52.5%	27.3%	42.7%	39.5%	36.0%
毛利率	31.9%	37.3%	39.0%	39.0%	39.0%
功能化学品					
销售收入（百万元）	553.3	796.6	812.5	1,025.8	1,295.0
增长率	-0.3%	44.0%	2.0%	26.2%	26.2%
毛利率	35.2%	58.9%	40.0%	39.0%	38.0%
其他产品					
销售收入（百万元）	164.1	159.2	167.1	175.5	184.3
增长率	72.6%	-3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	36.5%	30.8%	35.0%	35.0%	35.0%
贸易					
销售收入（百万元）	166.0	103.4	104.4	105.4	106.5
增长率	-57.1%	-37.7%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	35.8	36.1	37.9	39.8	41.8
增长率	-72.0%	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.3%	30.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	4,114.1	4,283.8	4,783.8	5,754.3	6,889.9
增长率	0.2%	4.1%	11.7%	20.3%	19.7%
综合毛利率	27.6%	39.1%	36.9%	37.0%	37.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

我们预测 20-22 年联化科技每股 EPS 为 0.38、0.67 和 0.87 元。可比公司方面，我们选取了国内相关的中间体企业雅本化学和农药全产业链龙头企业扬农化工，以及农药企业安道麦和兴发集团。由于公司未来重要的增长点在于医药领域，我们着重选取国内医药定制生产龙头及研发企业药明康德、康龙化成、博腾股份、凯莱因、成都先导和港股的药明生物。采用分部估值法，以农药和医药板块毛利润占比为估值权重。为了方便计算，我们把功能化学品、贸易和其他业务的比重并入农药板块，其他工业产品的比重并入医药板块。则 20-21 年加权 PE 分别为 34 倍和 26 倍。今年由于江苏两个基地还未复产，而我们认为 21 年正常生产概率较大，那么以可比公司 21 年 26 倍市盈率，首次覆盖给予目标价 17.42 元和增持评级。

表 5：可比公司估值（截至 2020/4/30）

可比公司	每股收益（元）			市盈率		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
雅本化学	0.08	0.24	0.29	49.65	17.90	14.28
扬农化工	3.77	4.31	5.09	19.95	17.46	14.80
安道麦 A	0.11	0.39	0.49	85.07	24.94	19.59
兴发集团	0.29	0.39	0.49	30.39	22.70	18.14
农药直接平均					21	17
药明康德	1.12	1.61	2.15	90.61	63.21	47.42
康龙化成	0.69	0.99	1.34	93.03	64.92	47.97
博腾股份	0.34	0.45	0.60	82.60	62.38	47.06
凯莱英	2.39	3.16	4.13	78.84	59.75	45.68
成都先导	0.30	0.32	0.50	116.62	109.41	70.02
药明生物	0.76	1.1	1.58	112.74	98.48	68.34
医药调整后平均					72	53

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 6：分部估值测算示意（截至 2020/4/30）

项目	毛利占比	2020	2021
农药（直接平均）	74%	21	17
医药（调整后平均）	26%	72	53
加权平均 PE		34	26

资料来源：Wind，东方证券研究所

5 风险提示

1. 下游需求不及预期：定制生产对下游依赖度较高，若下游跨国公司终端产品市场表现不佳，将影响对公司中间体和原料药的需求。
2. 复产进度不及预期：当前公司江苏联化和盐城联化仍处于停产状态，二者 18 年产能占公司比重 34%，收入占农药中间体板块收入 71%。在今年在新冠疫情的冲击下，若复产节奏不及预期，将影响公司农化板块业务的复苏进度。
3. 新项目建设和投产进度不及预期：化工项目的审批和考核标准日趋严格，公司新规划项目有建设和投产进度不及预期的风险。
4. 医药毛利率敏感性分析：盈利预测中我们假设随着公司医药板块商业化品种快速放量，毛利率提升至 39%。对于 21 年归母净利润，医药毛利率提升 1pct，整体归母净利润提升 1.6%。

附录

表 7：江苏联化现有产品

产品	产能（吨）	环评获批年份
广灭灵	1500	2004、2008
2-氰基-4-硝基苯胺	1500	2006
2-氨基-5-硝基苯酚	600	2006
索酚磺酰胺	2500	2006、2012
氟磺胺草醚	200	2006
CMOH	3100	2007
邻氯苯甲腈	5000	2012
TACSIFUN	200	2008
唑草酮	300	2010
联苯菌胺	500	2010
甲虫胺	300	2010
XDE	600	2007
FM	50	2012
SF105	150	2013
ATA	200	2013
MAT28	300	2013
MAT26	250	2015
邻氯苯甲腈	5000	2015
LT350	1300	2015
FL222	500	2015
联苯菊酯	1500	2015
DBEDA	150	2015
CLDMBA	650	2015
MTF	200	2016

资料来源：环评报告，东方证券研究所

表 8：盐城联化现有规划

项目	产品	产能（吨）	环评获批年份
一期	PBA	150	2015
	A-NBE	300	2015
	索酰胺	2500	2015
二期	E9260	300	2015
	J290	350	2015
	DFEE	700	2015
	联苯醇	1000	2015
三期	JG303	500	2015
四期	LH-1	1000	2015
五期	邻氯苯腈（OCBN）	5000	2015
	对氯苯腈（PCBN）	1500	2015
	2,6-二氯苯肼（2,6-DCBN）	1000	2015
	2-氰基-4 硝基苯胺	1000	2015
	2-氰基-4 硝基-6-溴苯胺	500	2015
六期	联苯菊酯	500	2016

资料来源：环评报告，东方证券研究所 注：粗体标注为已建成产品

表 9：德州联化现有规划

项目	产品	产能（吨）	环评获批年份
2 万吨/年光气及下游产品搬迁项目	光气	20000	2011
	对甲苯磺酰异氰酸酯（PTSI）	300	2011
	硬脂酰氯	55322	2011
	AKD 原粉	12666	2011
	氯甲酸乙酯	1000	2011
一期	邻羟基苯甲腈（OHBN）	2000	2014
	3,5-二氯苯基异氰酸酯（3,5-DCPI）	1500	2014
	特戊酰氯（PC）	4000	2015
	氯代特戊酰氯（CPC）	4000	2015
	2-乙氧羰基氨基-3-甲基苯甲酸	1500	2015
二期	MFBA	200	2020
	CPH	2500	2020
	DF161	3500	2020
	G2S78	1200	2020
	SFT 原药	3000	2020
	CLZ 原药	3000	2020
	BFR	2000	2020
	CFNBTC	800	2020
	MAT26	300	2020
	JG303	600	2020
	2,6-DCBN	3000	2020
	3,4-DCBN	3000	2020
	OCBN	15000	2020
	PCBN	3000	2020
	2,6-DFBN	1500	2020
	2,6-DFBA	1200	2020
	BIT	3500	2020
	芳烃催化剂	200	2020
4 万吨/年光气及下游产品技改项目	光气	20000	2020
	光气下游		2020
150 吨 TVNT 及年产 300 吨 PCA 项目	TVNT	150	
	PCA	300	

资料来源：环评报告，东方证券研究所 注：粗体标注为已建成产品

表 10：台州联化现有规划

项目	产品	产能（吨）	环评获批年份
一期	LT968	300	2010
	LT559	150	2010
	LT228	300	2010
		500	2016
二期	AMTB	15	2015
	TMEDA	10	2015
	MACC	20	2015
	LT822	400	2015
三期	LT390	20	2016
	LT506	20	2016
	LT226	20	2016
	LT155	10	2016
	LT253	50	2016
	LT132	150	2016
	LT173	20	2016
	LT254	10	2016
	LT332	30	2016
	LT256	50	2016
四期	缬沙坦	200	2018
	阿拉泊韦	10	2018
	奥司他韦	30	2018
	利奈唑胺	20	2018
	帕罗西汀	50	2018
	利伐沙班	20	2018
	LT224	200	2018
	LT219	15	2018
	LT285	300	2018
	LT412	30	2018
五期	LT307	150	2018
	LT218	30	2018
	LT305	300	2018
	LT306	20	2018
	LT268	170	2018
	LT241	15	2018
	LT197	100	2018
	LT441	250	2018
	LT223	1000	2018
	LT551	150	2018

六期	维贝格龙中间体	20	2019
	联苯胺四氮唑	300	2019
	四氮十二烷	50	2019
	氯亚三甲基氯化铵	100	2019
	甲氧苯硼酸	500	2019
	氯酰胺苯甲醚	250	2019
	LT822	600	2019
	丙氨苯降冰片烯	300	2019
	二氮环醚	600	2019
	LT228	1000	2019

资料来源：环评报告，东方证券研究所 注：粗体标注为已建成产品

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,114	970	660	794	951	营业收入	4,114	4,284	4,784	5,754	6,890
应收票据及应收账款	1,075	954	1,066	1,282	1,535	营业成本	2,977	2,610	3,017	3,626	4,341
预付账款	76	71	84	99	120	营业税金及附加	37	35	41	48	58
存货	1,195	1,625	1,268	1,524	1,824	营业费用	55	66	67	86	100
其他	163	386	348	403	419	管理费用及研发费用	779	1,009	1,049	1,111	1,278
流动资产合计	3,623	4,008	3,426	4,102	4,848	财务费用	(23)	16	24	47	64
长期股权投资	51	61	61	61	61	资产减值损失	116	219	10	15	19
固定资产	3,357	3,549	3,973	4,390	4,755	公允价值变动收益	5	(1)	2	1	2
在建工程	624	969	1,132	1,241	1,297	投资净收益	(75)	(12)	(5)	(9)	(7)
无形资产	279	294	283	273	262	其他	29	21	28	30	29
其他	689	730	337	337	337	营业利润	133	338	602	843	1,054
非流动资产合计	5,001	5,603	5,786	6,301	6,712	营业外收入	7	5	6	5	5
资产总计	8,624	9,611	9,212	10,403	11,560	营业外支出	48	32	32	32	32
短期借款	1,040	1,432	1,316	1,738	2,167	利润总额	92	310	576	817	1,027
应付票据及应付账款	707	719	841	1,069	1,200	所得税	45	114	201	171	195
其他	1,077	503	486	525	543	净利润	47	196	374	645	832
流动负债合计	2,824	2,654	2,643	3,333	3,910	少数股东损益	9	52	21	26	25
长期借款	0	215	215	215	215	归属于母公司净利润	38	144	354	619	807
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.04	0.16	0.38	0.67	0.87
其他	74	772	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	74	987	215	215	215		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,899	3,640	2,858	3,548	4,124	成长能力					
少数股东权益	34	66	86	112	137	营业收入	0.2%	4.1%	11.7%	20.3%	19.7%
股本	926	924	924	924	924	营业利润	-51.0%	153.9%	78.3%	40.1%	24.9%
资本公积	2,082	2,153	2,209	2,209	2,209	归属于母公司净利润	-81.4%	284.4%	145.1%	75.1%	30.3%
留存收益	2,704	2,825	3,132	3,608	4,163	获利能力					
其他	(21)	3	3	3	3	毛利率	27.6%	39.1%	36.9%	37.0%	37.0%
股东权益合计	5,726	5,971	6,354	6,855	7,436	净利率	0.9%	3.4%	7.4%	10.8%	11.7%
负债和股东权益总计	8,624	9,611	9,212	10,403	11,560	ROE	0.7%	2.5%	5.8%	9.5%	11.5%
现金流量表						ROIC	0.8%	3.0%	5.2%	8.4%	9.7%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	47	196	374	645	832	资产负债率	33.6%	37.9%	31.0%	34.1%	35.7%
折旧摊销	338	342	406	492	584	净负债率	9.7%	12.1%	14.4%	17.6%	19.9%
财务费用	(23)	16	24	47	64	流动比率	1.28	1.51	1.30	1.23	1.24
投资损失	75	12	5	9	7	速动比率	0.85	0.89	0.81	0.77	0.77
营运资金变动	(630)	(359)	371	(289)	(461)	营运能力					
其它	730	843	(90)	14	17	应收账款周转率	4.2	4.1	4.4	4.6	4.6
经营活动现金流	537	1,051	1,091	919	1,043	存货周转率	2.7	1.8	2.1	2.6	2.6
资本支出	(473)	(883)	(982)	(1,008)	(995)	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
长期投资	(122)	(241)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	296	36	(7)	(8)	(5)	每股收益	0.04	0.16	0.38	0.67	0.87
投资活动现金流	(299)	(1,088)	(989)	(1,016)	(1,000)	每股经营现金流	0.58	1.14	1.18	0.99	1.13
债权融资	(945)	(138)	(282)	0	0	每股净资产	6.16	6.39	6.78	7.30	7.90
股权融资	135	69	55	0	0	估值比率					
其他	391	8	(186)	231	114	市盈率	393.1	102.3	41.7	23.8	18.3
筹资活动现金流	(419)	(60)	(412)	231	114	市净率	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0
汇率变动影响	(16)	31	-0	-0	-0	EV/EBITDA	33.2	21.4	14.4	10.8	8.7
现金净增加额	(197)	(67)	(310)	134	157	EV/EBIT	135.4	42.1	23.8	16.7	13.3

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

