

农药业务持续回暖，医药 CDMO 业务成亮点

——联化科技（002250）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 09 月 02 日

事件：

近日，公司公布了 2020 年半年度业绩，2020H1 公司实现营业收入 21.19 亿元，同比减少 11.21%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比减少 54.67%；实现扣非归母净利润 1.10 亿元，同比减少 52.70%。其中 2 季度实现营收 14.4 亿元，同比增长 27.94%，实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 67.46%。上半年受疫情影响，公司订单交付数量下降，整体业绩下滑。

投资要点：

● 农产品需求增长，全球农化市场持续回暖

在农药业务板块方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情及自然灾害引发农产品需求增长，全球农化市场持续回暖。同时，农药行业的整合也使得国内不合规企业大规模关停，导致市场供应链平衡被打破。在此环境下公司农化业务依然保持着较稳定的发展。凭借着厚实的产能积累，2020H1 公司农药业务收入为 13.18 亿元，同比减少 19.72%，影响较小。随着下半年疫情因素的减弱及公司生产基地的复工复产，预期下半年公司农药业务产品的产能有望快速恢复，订单交付数量也将回归正常。

● 医药 CDMO 维持高景气度，业务营收及占比进一步扩大

在医药业务板块，上半年受疫情影响相关产品产能受限，但公司与核心客户的稳步合作正在不断深化，并积极与新客户开展商务接洽。得益于业务拓展带来的销售收入增加，公司医药 CDMO 业务取得了一定的规模优势，同时，公司在产品结构方面也有所优化，医药事业部保持了销售与经营效益的高速增长。2020H1 医药业务收入为 3.41 亿元，同比增长 66.38%，营收占比达到 16.08%，同比增加 7.50%，毛利率达到 42.98%，同比增加 14.98%。目前国内医药 CDMO 保持着较高的行业景气度，公司医药生产验证项目进展顺利，今年已成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证。预期下半年公司医药业务仍将保持高速增长趋势。

● **盈利预测与投资建议：**公司主营业务所在行业概况及公司各版块业务的调整和我们之前的预期基本一致，因此我们维持公司首次覆盖报告中的预测。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，对应 PE 分别为 68.82、56.92、40.60。

● **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。

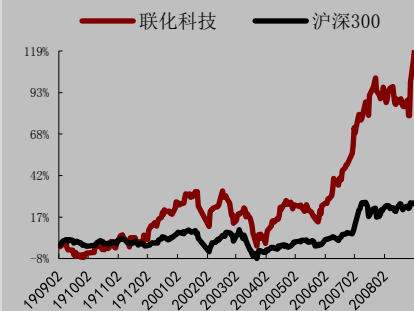
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42.84	48.77	56.51	66.49
增长比率(%)	4.1%	13.8%	15.9%	17.7%
净利润(亿元)	1.44	3.35	4.05	5.67
增长比率(%)	284.4%	132.6%	20.9%	40.0%
每股收益(元)	0.16	0.36	0.44	0.61
市盈率(倍)	159.7	68.82	56.92	40.60

资料来源：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	年金寿/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)	29.55
总市值(亿元)	272.82
流通A股市值(亿元)	271.33

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 09 月 01 日

相关研究

万联证券研究所 20200826_公司首次覆盖
_AAA_联化科技（002250）首次覆盖报告

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

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	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	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	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