

公司研究

农药、医药需求回暖，Q4 盈利能力显著改善

——联化科技（002250.SZ）2020 年度业绩快报点评

要点

事件：2021年2月26日，公司发布2020年度业绩快报，预计2020年度实现营业收入48亿元，同比增长11%；预计实现归母净利润1.0亿元，同比下降29%，折算EPS为0.11元/股。其中Q4单季度实现营收13亿元，同比增长35%，实现净利润-1.2亿元，同比减亏0.3亿元。

点评：

新冠疫情及自然灾害带动农药、医药需求回暖，Q2-Q4 业绩大幅提升：20年Q1受新冠疫情和中美贸易摩擦影响，农药、医药行业需求降低，公司产能受限，供给下降，一季度营收大幅减少，归母净利润亏损0.4亿元，同比下降124%。二季度以来，国外疫情恶化，全球农药企业开工率降低，我国农药出口量增加，叠加自然灾害频发带动农药需求回升，农药市场回暖。同期，公司突破医药复工阻碍，医药业务供给紧张局面得到改善。2020年Q2-Q4分别实现营收14/13/13亿元，同比分别增加28%/43%/35%，公司Q2-Q4的归母净利润分别为1.4/1.1/-1.2亿，同比分别增加68%/108%/。受欧洲疫情影响，公司收购Project Bond Holdco Limited 100%股权形成的商誉20年计提减值约2.8亿元，导致20年净利润大幅下降。不考虑商誉减值影响，报告期内公司整体业绩情况稳定向好。

江苏联化、盐城联化部分生产线复产，农药业务持续回暖：2020年12月21日，江苏联化一车间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条生产线项目和盐城联化一车间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条生产线项目及相关配套设施获得复产批准。随国内环保整治力度加强，大量不合格产能被出清，农药行业供给格局进一步趋紧，公司农药业务持续复苏。

盈利预测、估值与评级：考虑到20年商誉减值影响，以及疫情影响下农药、医药行业需求回暖增速不及预期，我们下调了对公司2020-2022年的盈利预测，预计2020-2022年公司年归母净利润为1.03/5.99/7.68亿元，折合EPS为0.11/0.65/0.83元/股，当前股价对应PE分别为229/39/31倍。随着公司农药业务持续回暖，医药业务竞争力不断提升，功能化学品业务多方深度合作建立，我们仍继续看好公司未来发展，故维持“买入”评级。

风险提示：全球农药需求下行风险，原材料价格波动风险，生产线复产与预期不符风险，环保整治风险，联化小微创业园工业厂房销售不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,114	4,284	4,755	5,413	6,063
营业收入增长率	0.16%	4.12%	11.01%	13.83%	12.01%
净利润（百万元）	38	144	103	599	768
净利润增长率	-81.36%	284.36%	-28.77%	482.87%	28.16%
EPS（元）	0.04	0.16	0.11	0.65	0.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.66%	2.44%	1.72%	9.19%	10.83%
P/E	629	163	229	39	31
P/B	4	4	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-26

买入（维持）

当前价：25.49元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsec.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

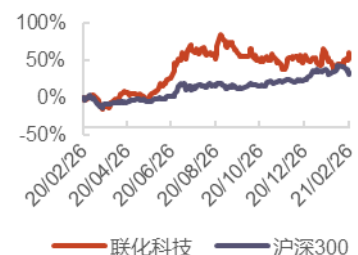
010-58452014

wuyu1@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	9.23
总市值(亿元):	235
一年最低/最高(元):	13.33/30.08
近3月换手率:	42.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.97	3.40	13.54
绝对	5.75	7.97	46.18

资料来源：wind

相关研报

医药CDMO业务小荷才露尖尖角——联化科技（002250.SZ）2020年半年报点评（2020-09-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,114	4,284	4,755	5,413	6,063
营业成本	2,977	2,610	3,188	3,509	3,890
折旧和摊销	411	446	482	525	572
税金及附加	37	35	39	44	50
销售费用	55	66	73	83	93
管理费用	602	790	727	727	749
研发费用	176	218	236	248	260
财务费用	(23)	16	18	15	12
投资收益	(75)	(12)	(12)	(12)	(12)
营业利润	133	338	198	810	1,018
利润总额	92	310	189	801	1,009
所得税	45	114	36	152	192
净利润	47	196	153	649	818
少数股东损益	9	52	50	50	50
归属母公司净利润	38	144	103	599	768
EPS(按最新股本计)	0.04	0.16	0.11	0.65	0.83

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	537	1,051	1,201	951	1,201
净利润	38	144	103	599	768
折旧摊销	411	446	482	525	572
净营运资金增加	547	549	(211)	410	373
其他	(459)	(90)	827	(582)	(511)
投资活动产生现金流	(299)	(1,088)	(767)	(837)	(862)
净资本支出	(668)	(1,054)	(750)	(800)	(850)
长期投资变化	51	61	0	0	0
其他资产变化	319	(95)	(17)	(37)	(12)
融资活动现金流	(419)	(60)	(215)	50	(177)
股本变化	0	(2)	0	0	0
债务净变化	81	22	(150)	111	30
无息负债变化	(196)	719	203	102	142
净现金流	537	1,051	1,201	951	1,201

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.6%	39.1%	33.0%	35.2%	35.8%
EBITDA 率	14.2%	29.3%	26.9%	24.7%	26.8%
EBIT 率	4.2%	18.9%	16.8%	15.0%	17.3%
税前净利润率	2.2%	7.2%	4.0%	14.8%	16.6%
归母净利润率	0.9%	3.4%	2.2%	11.1%	12.7%
ROA	0.5%	2.0%	1.6%	6.1%	7.2%
ROE (摊薄)	0.7%	2.4%	1.7%	9.2%	10.8%
经营性 ROIC	1.2%	6.7%	8.6%	8.0%	9.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	34%	38%	38%	37%	36%
流动比率	1.28	1.51	1.64	1.83	2.06
速动比率	0.86	0.90	1.14	1.27	1.43
归母权益/有息债务	3.41	3.49	3.87	3.94	4.21
有形资产/有息债务	4.66	5.29	6.04	6.10	6.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	8,624	9,611	9,771	10,587	11,383
货币资金	1,114	970	1,189	1,353	1,516
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	1,032	954	1,073	1,221	1,368
应收票据	43	0	48	54	61
其他应收款 (合计)	62	152	143	162	182
存货	1,195	1,625	1,257	1,404	1,556
其他流动资产	97	230	242	259	275
流动资产合计	3,623	4,008	4,117	4,629	5,144
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	51	61	61	61	61
固定资产	3,357	3,549	3,579	3,616	3,656
在建工程	624	969	1,095	1,215	1,331
无形资产	279	294	337	380	422
商誉	524	331	55	55	55
其他非流动资产	122	350	350	350	350
非流动资产合计	5,001	5,603	5,654	5,959	6,239
总负债	2,899	3,640	3,693	3,907	4,079
短期借款	1,040	1,432	1,027	937	768
应付账款	571	697	797	877	972
应付票据	137	22	32	35	39
预收账款	63	119	133	152	170
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,824	2,654	2,517	2,530	2,503
长期借款	0	215	415	615	815
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	478	478	478	478
非流动负债合计	74	987	1,177	1,377	1,577
股东权益	5,726	5,971	6,077	6,681	7,303
股本	926	924	924	924	924
公积金	2,469	2,468	2,478	2,538	2,615
未分配利润	2,444	2,565	2,612	3,105	3,601
归属母公司权益	5,691	5,905	5,962	6,515	7,088
少数股东权益	34	66	116	166	216

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	15%	18%	15%	13%	12%
财务费用率	-1%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	4%	5%	5%	5%	4%
所得税率	49%	37%	19%	19%	19%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.05	0.05	0.21	0.27
每股经营现金流	0.58	1.14	1.30	1.03	1.30
每股净资产	6.15	6.39	6.45	7.05	7.67
每股销售收入	4.44	4.64	5.15	5.86	6.56

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	629	163	229	39	31
PB	4.1	4.0	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	43	20	20	19	16
股息率	0%	0%	0%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------