

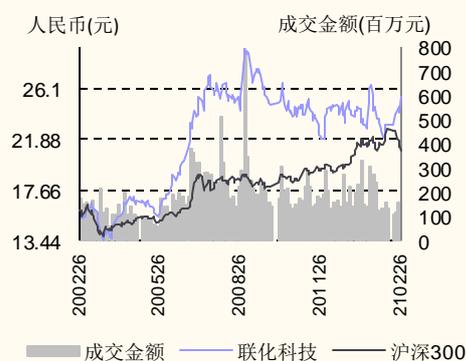
联化科技 (002250.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.49 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.23
已上市流通 A 股(亿股)	9.18
总市值(亿元)	235.34
年内股价最高最低(元)	29.55/13.44
沪深 300 指数	5337
中小板综	12778



相关报告

- 1.《三季度业绩符合预期, 医药高速增长-【国金化工】联化科技三季报...》, 2020.10.31
- 2.《医药业务高速增长, 经营环境持续改善-【国金基化】联化科技点评...》, 2020.8.31
- 3.《2 季度业绩超预期, 进入发展新阶段-【国金基化】联化科技点评》, 2020.7.1
- 4.《业绩符合预期, 医药中间体高速增长-【国金基化】联化科技点评》, 2020.4.26

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翌茜 联系人
yangyiqing@gjzq.com.cn

商誉减值导致盈利下滑, 实际经营逐步改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,114	4,284	4,755	6,111	7,794
营业收入增长率	0.16%	4.12%	11.01%	28.51%	27.54%
归母净利润(百万元)	38	144	103	817	1,027
归母净利润增长率	-81.36%	284.36%	-28.76%	695.27%	25.68%
摊薄每股收益(元)	0.041	0.156	0.111	0.885	1.112
每股经营性现金流净额	0.58	1.14	1.32	1.64	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.66%	2.44%	1.71%	12.55%	14.41%
P/E	232.64	109.71	229.17	28.82	22.93
P/B	1.53	2.68	3.91	3.62	3.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年业绩快报, 报告期内, 公司实现营业收入 47.5 亿, 同比增加 11%, 归母净利润 1.03 亿, 同比下滑 28.9%。其中四季度实现营业收入 13.31 亿元, 同比增长 34.42%, 归母净利润-1.19 亿元, 公司计提商誉减值 2.76 亿元, 若扣除该减值事件影响, 2020 年四季度公司实际实现利润 1.79 亿元, 同比增长 76.29%, 环比增长 18.78%。

经营分析

- 公司生产经营逐步向好。公司 2020 年整体经营情况保持平稳, 公司全年实现营业收入 47.5 亿元, 同比上涨 11%, 其中工业收入增长 7.71%。利润方面, 国内年初及欧洲全年受新冠疫情影响严重, 导致公司净利润较去年同期有所下降。其中, 因欧洲受新冠疫情影响严重, 公司对因收购 Project Bond Holdco Limited 100% 股权形成的商誉进行了减值测试, 发现商誉存在减值情况, 计提商誉减值 2.76 亿元, 根据公司 2020 年三季度报表来看, 公司商誉 3.17 亿元, 计提减值完毕之后, 剩下商誉 4100 万。我们认为, 随着全球疫情的好转, 海外工厂的生产经营情况将步入正轨。
- 公司医药业务保持高速增长。公司医药中间体业务与核心客户的合作正在不断深化, 并积极与新客户开展商务接洽, 在生产及销售的扩大同时, 公司规模优势逐步凸显。我们认为, 随着医药 CDMO 储备项目增加及商业化项目放量, 公司医药中间体业务有望保持高速增长的态势。
- 农药业务静待江苏基地复产, 长期有望保持增长。公司在 2020 年 12 月发布公告, 江苏基地 5 个车间复产, 我们认为随着江苏基地的逐步复产, 公司的农药业务收入和业绩有望逐步修复。从增量来看, 当前下游核心客户对于联化的依赖性非常好, 农化 CMO 业务市场空间约 500-600 亿, 当前联化占比不到 5%, 随着行业集中度提升, 公司的农化业务有望实现持续增长。

盈利预测与投资建议

- 因英国子公司商誉减值, 我们修正公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.03 亿元、8.17 亿元和 10.27 亿元 (前值为 4.22 亿元、8.3 亿元和 10.24 亿元); 2021-2022 年公司 EPS 分别为 0.89 元和 1.1 元, 当前市值对应 PE 为 28.8X、22.9X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 响水基地复产不及预期; 新项目进度不及预期; 化工园区安全生产风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,107	4,114	4,284	4,755	6,111	7,794
增长率		0.2%	4.1%	11.0%	28.5%	27.5%
主营业务成本	-2,822	-2,977	-2,610	-3,045	-3,785	-4,816
%销售收入	68.7%	72.4%	60.9%	64.0%	61.9%	61.8%
毛利	1,285	1,137	1,674	1,710	2,326	2,979
%销售收入	31.3%	27.6%	39.1%	36.0%	38.1%	38.2%
营业税金及附加	-41	-37	-35	-39	-50	-64
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-45	-55	-66	-71	-92	-117
%销售收入	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-902	-602	-790	-832	-886	-1,130
%销售收入	22.0%	14.6%	18.4%	17.5%	14.5%	14.5%
研发费用	0	-176	-218	-199	-263	-351
%销售收入	0.0%	4.3%	5.1%	4.2%	4.3%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	297	267	564	569	1,035	1,317
%销售收入	7.2%	6.5%	13.2%	12.0%	16.9%	16.9%
财务费用	-3	23	-16	-37	-50	-61
%销售收入	0.1%	-0.6%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-16	-116	-219	-288	9	-3
公允价值变动收益	-1	5	-1	0	0	0
投资收益	-13	-75	-12	1	1	1
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.5%	0.1%	0.1%
营业利润	272	133	338	268	1,019	1,278
营业利润率	6.6%	3.2%	7.9%	5.6%	16.7%	16.4%
营业外收支	-16	-41	-27	-15	1	1
税前利润	256	92	310	253	1,020	1,279
利润率	6.2%	2.2%	7.2%	5.3%	16.7%	16.4%
所得税	-48	-45	-114	-122	-194	-243
所得税率	18.9%	48.8%	36.8%	48.0%	19.0%	19.0%
净利润	208	47	196	132	826	1,036
少数股东损益	6	9	52	29	9	9
归属于母公司的净利润	201	38	144	103	817	1,027
净利率	4.9%	0.9%	3.4%	2.2%	13.4%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	208	47	196	132	826	1,036
少数股东损益	6	9	52	29	9	9
非现金支出	389	528	665	773	552	564
非经营收益	44	99	102	149	149	187
营运资金变动	-52	-137	86	163	-16	-315
经营活动现金净流	589	537	1,049	1,217	1,511	1,472
资本开支	-485	-668	-1,054	-687	-1,220	-1,220
投资	-992	1	-5	0	0	0
其他	-410	368	-29	1	1	1
投资活动现金净流	-1,886	-299	-1,088	-685	-1,219	-1,219
股权募资	1,286	0	0	55	0	0
债权募资	898	-237	6	-62	497	855
其他	-168	-198	-36	-157	-478	-601
筹资活动现金净流	2,016	-435	-29	-164	18	254
现金净流量	718	-197	-68	367	310	508

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,147	1,114	970	1,338	1,648	2,156
应收账款	980	1,137	1,208	1,245	1,600	2,041
存货	1,005	1,195	1,625	1,660	1,651	1,969
其他流动资产	170	178	205	179	200	229
流动资产	3,302	3,623	4,008	4,422	5,099	6,395
%总资产	38.2%	42.0%	41.7%	44.7%	45.3%	48.4%
长期投资	50	51	77	77	77	77
固定资产	3,802	3,981	4,520	5,039	5,683	6,327
%总资产	43.9%	46.2%	47.0%	50.9%	50.5%	47.9%
无形资产	940	803	624	365	392	408
非流动资产	5,351	5,001	5,603	5,482	6,152	6,813
%总资产	61.8%	58.0%	58.3%	55.3%	54.7%	51.6%
资产总计	8,653	8,624	9,611	9,904	11,251	13,207
短期借款	28	1,669	1,477	2,024	2,511	3,356
应付款项	1,166	995	976	1,193	1,480	1,885
其他流动负债	184	160	202	201	265	336
流动负债	1,379	2,824	2,654	3,418	4,256	5,577
长期贷款	932	0	215	365	375	385
其他长期负债	703	74	772	4	4	4
负债	3,015	2,899	3,640	3,787	4,635	5,966
普通股股东权益	5,610	5,691	5,905	6,022	6,512	7,128
其中：股本	926	926	924	922	922	922
未分配利润	2,486	2,444	2,565	2,627	3,117	3,734
少数股东权益	28	34	66	95	104	113
负债股东权益合计	8,653	8,624	9,611	9,904	11,251	13,207

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.217	0.041	0.156	0.111	0.885	1.112
每股净资产	6.059	6.147	6.392	6.518	7.049	7.716
每股经营现金净流	0.636	0.580	1.136	1.320	1.639	1.597
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.045	0.355	0.446
回报率						
净资产收益率	3.59%	0.66%	2.44%	1.71%	12.55%	14.41%
总资产收益率	2.33%	0.44%	1.50%	1.04%	7.26%	7.78%
投入资本收益率	3.33%	1.85%	4.64%	3.48%	8.82%	9.71%
增长率						
主营业务收入增长率	32.53%	0.16%	4.12%	11.01%	28.51%	27.54%
EBIT 增长率	-2.53%	-10.05%	111.49%	0.87%	81.86%	27.22%
净利润增长率	-23.69%	-81.36%	284.36%	-28.76%	695.27%	25.68%
总资产增长率	44.18%	-0.33%	11.44%	3.05%	13.60%	17.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.7	84.2	84.6	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	119.5	134.8	197.2	200.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	54.5	66.7	88.7	88.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	288.8	297.8	302.4	281.6	221.7	175.9
偿债能力						
净负债/股东权益	7.83%	9.61%	12.01%	17.12%	18.64%	21.83%
EBIT 利息保障倍数	85.0	-11.6	35.4	15.2	20.7	21.7
资产负债率	34.84%	33.61%	37.87%	38.24%	41.20%	45.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	12	36
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.30	1.20	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-17	买入	17.67	21.00~21.00
2	2020-01-23	买入	17.98	21.00~21.00
3	2020-02-24	买入	17.42	21.00~21.00
4	2020-04-26	买入	16.92	N/A
5	2020-07-01	买入	21.80	N/A
6	2020-08-31	买入	26.99	N/A
7	2020-10-31	买入	23.74	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402