

全年业绩符合预期，看好医药 CDMO 业务长期发展

——联化科技 2020 年业绩快报点评

公司点评

● 事件:

公司公告 2020 年业绩快报，2020 年全年预计实现营业收入 47.55 亿，同比增长 11.01%，归母净利润 1.03 亿，同比下滑 28.91%。2020 年公司计提资产减值准备金额 2.84 亿，其中商誉减值 2.76 亿，存货减值 1821 万，冲回应收款项 973 万。

● 计提英国子公司商誉减值准备，单季度盈利大幅改善，公司业绩符合预期

受益于医药 CDMO 业务快速发展（2020 年半年报增长超 50%）以及工业厂房出售（收入约 2.69 亿），公司整体收入稳步增长；利润主要受英国子公司 Project Bond Holdco Limited 商誉减值影响。公司于 2017 年收购英国公司，2020 年受疫情影响出现经营亏损，故计提商誉减值 2.76 亿，我们估算账面剩余商誉约 0.33 亿，后续减值风险较小。

单季度来看，2020 年公司第四季度实现营业收入 13.31 亿，同比增长 35.40%，在盐城未复产的情况下，公司业务持续增长。不考虑商誉减值，公司 2020 年全年净利约 3.79 亿，第四季度净利约 1.57 亿，环比增加 37.72%，为公司近五年来最高的单季度盈利，盈利能力大幅改善。

● 盐城复产农药 CDMO 重回正轨，股权激励推动医药 CDMO 发展

2020 年 12 月 21 日，公司盐城联化及江苏联化合计 9 条生产线实现复产，预计年贡献收入超 3 亿，其余生产线也有望整治检修后复产，作为公司农药 CDMO 业务最重要的生产基地，盐城逐步复产将推动公司业务重回正轨。

公司积极布局医药 CDMO 领域，拟将台州联化作为公司医药板块主要经营主体，并实施员工持股计划。近年来我国医药 CDMO 行业快速发展，年复合增速超 30%，而公司台州联化 2020 年上半年实现收入 9.03 亿，同比增长 162%，净利润 2.10 亿，同比增长 309%，在更好的激励机制下，未来将保持高速增长，增速将超越行业平均水平。

● 医药 CDMO 行业的后起之秀，维持“强烈推荐”评级

公司由农药 CDMO 行业，已成功切入医药 CDMO 领域，打开长期发展空间。暂不考虑保险赔偿，我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 1.02、7.28、8.84 亿，当前股价对应 PE 分别为 217、30、25 倍，我们看好公司医药 CDMO 业务的长期发展，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：安全生产事故，公司研发不及预期，新项目投产不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,114	4,284	4,755	5,675	6,245
增长率(%)	0.2	4.1	11.0	19.3	10.1
净利润(百万元)	38	144	102	728	884
增长率(%)	-81.4	284.4	-29.1	612.0	21.4
毛利率(%)	27.6	39.1	36.5	39.0	39.5
净利率(%)	0.9	3.4	2.2	12.8	14.2
ROE(%)	0.8	3.3	2.2	11.7	12.5
EPS(摊薄/元)	0.04	0.16	0.11	0.79	0.96
P/E(倍)	591.9	154.0	217.2	30.5	25.1
P/B(倍)	3.9	3.8	3.7	3.4	3.0

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐（维持评级）

程磊（分析师）

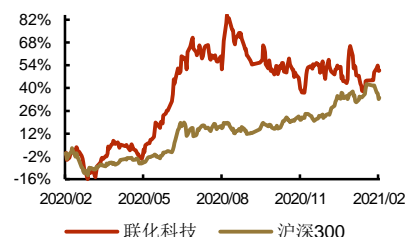
021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080001

市场数据	时间 2021.02.25
收盘价(元):	24.09
一年最低/最高(元):	13.36/30.08
总股本(亿股):	9.23
总市值(亿元):	222.41
流通股本(亿股):	9.18
流通市值(亿元):	221.2
近 3 月换手率:	42.84%

股价一年走势



相关报告

《前三季度业绩符合预期，看好复产后迎来经营拐点》2020-11-05

《医药 CDMO 超预期，开启发展新篇章》2020-08-30

《联化科技：二季度业绩超预期，步入新一轮成长期》2020-06-30

《联化科技年报点评：全年业绩符合预期，核心竞争优势不减》2020-04-23

《全年业绩符合预期，静待重要子公司复产》2020-01-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3623	4008	3814	3826	4697	营业收入	4114	4284	4755	5675	6245
现金	1114	970	951	1326	1590	营业成本	2977	2610	3022	3464	3781
应收票据及应收账款合计	1075	954	1148	1122	1460	营业税金及附加	37	35	39	47	51
其他应收款	62	152	85	198	114	营业费用	55	66	67	79	87
预付账款	76	71	88	107	106	管理费用	602	790	836	851	874
存货	1195	1625	1397	913	1248	研发费用	176	218	242	289	318
其他流动资产	101	235	146	161	180	财务费用	-23	16	29	19	9
非流动资产	5001	5603	5841	6221	6307	资产减值损失	116	-219	284	0	0
长期投资	51	61	68	76	86	公允价值变动收益	5	-1	1	1	2
固定资产	3357	3549	3792	4335	4482	其他收益	21	27	0	0	0
无形资产	279	294	267	237	222	投资净收益	-75	-12	4	4	3
其他非流动资产	1314	1699	1714	1573	1517	营业利润	133	338	243	931	1131
资产总计	8624	9611	9655	10047	11005	营业外收入	7	5	5	0	0
流动负债	2824	2654	3091	2688	2687	营业外支出	48	32	0	0	0
短期借款	1040	1432	1770	1100	1121	利润总额	92	310	248	931	1131
应付票据及应付账款合计	707	719	675	1005	846	所得税	45	114	112	140	170
其他流动负债	1077	503	646	583	720	净利润	47	196	136	792	961
非流动负债	74	987	504	569	621	少数股东损益	9	52	34	63	77
长期借款	0	215	196	185	134	归属母公司净利润	38	144	102	728	884
其他非流动负债	74	772	307	384	488	EBITDA	533	829	688	1428	1672
负债合计	2899	3640	3594	3257	3308	EPS(元)	0.04	0.16	0.11	0.79	0.96
少数股东权益	34	66	100	163	240						
股本	926	924	924	924	924						
资本公积	2209	2209	2209	2209	2209						
留存收益	2704	2825	2907	3368	3938						
归属母公司股东权益	5691	5905	5961	6627	7456						
负债和股东权益	8624	9611	9655	10047	11005						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	537	1051	778	1866	848
净利润	47	196	136	792	961
折旧摊销	411	446	365	438	512
财务费用	-23	16	29	19	9
投资损失	75	12	-4	-4	-3
营运资金变动	-192	72	269	620	-630
其他经营现金流	219	308	-17	1	-0
投资活动现金流	-299	-1088	-589	-814	-594
资本支出	684	1114	260	433	26
长期投资	1	-5	-7	-9	-9
其他投资现金流	386	21	-336	-389	-577
筹资活动现金流	-419	-60	-1148	263	9
短期借款	1021	392	-602	270	20
长期借款	-1560	215	-18	-11	-51
普通股增加	0	-2	0	0	0
资本公积增加	56	-0	0	0	0
其他筹资现金流	64	-665	-528	4	40
现金净增加额	-197	-67	-959	1315	264

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	0.2	4.1	11.0	19.3	10.1
营业利润(%)	-51.0	153.9	-28.1	283.3	21.4
归属于母公司净利润(%)	-81.4	284.4	-29.1	612.0	21.4
获利能力					
毛利率(%)	27.6	39.1	36.5	39.0	39.5
净利率(%)	0.9	3.4	2.2	12.8	14.2
ROE(%)	0.8	3.3	2.2	11.7	12.5
ROIC(%)	1.0	3.5	2.6	12.6	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.6	37.9	37.2	32.4	30.1
净负债比率(%)	11.0	24.8	22.5	5.8	2.7
流动比率	1.3	1.5	1.2	1.4	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.7	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.1	4.2	4.5	5.0	5.0
应付账款周转率	4.1	3.7	4.1	4.0	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.16	0.11	0.79	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.21	0.84	2.02	0.92
每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.40	6.46	7.18	8.08
估值比率					
P/E	591.9	154.0	217.2	30.5	25.1
P/B	3.9	3.8	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	43.0	28.7	34.4	16.0	13.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

程磊，14年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>