

联化科技 (002250.SZ) 买入 (维持评级)

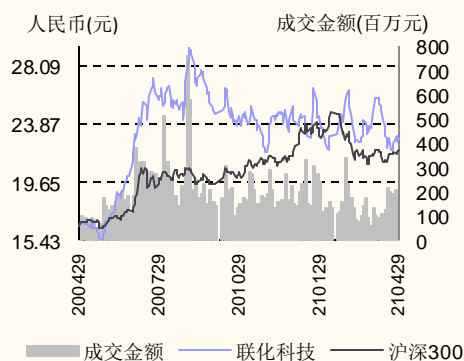
公司点评

市场价格 (人民币): 22.82 元

1 季度同比增长, 实际经营逐步改善

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)	210.68
年内股价最高最低(元)	29.55/15.43
沪深 300 指数	5164
深证成指	14464



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,284	4,782	5,952	7,386	9,205
营业收入增长率	4.12%	11.63%	24.47%	24.09%	24.63%
归母净利润(百万元)	144	110	580	971	1,241
归母净利润增长率	284.36%	-23.72%	427.33%	67.39%	27.81%
摊薄每股收益(元)	0.156	0.119	0.628	1.052	1.344
每股经营性现金流净额	0.66	0.86	1.03	2.13	2.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.44%	1.83%	9.10%	13.96%	16.11%
P/E	109.71	201.29	36.31	21.69	16.97
P/B	2.68	3.67	3.30	3.03	2.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月28日, 公司发布2021年1季报, 报告期内, 公司实现营业收入14.29亿元, 同比增长109.3%, 实现归母净利润8400万元, 同比增长328.1%。

经营分析

- 江苏基地复产, 农化业务有望保持增长。**公司在2020年12月发布公告, 江苏基地5个车间复产, 根据最新公告, 目前公司江苏基地共计20条产线复产, 经营情况良好, 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。
- 公司医药业务保持高速增长, 不同阶段数目呈现增长。**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, 公司规模化优势逐步凸显。根据公司2020年报披露, 公司目前医药商业化阶段项目15个, 同比增加1个; 临床3期项目36个, 同比增加8个; 其他临床项目60个, 同比增加4个。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度。

盈利预测与投资建议

- 江苏基地复产, 公司的业绩有望逐步修复, B/F 价格回落, 公司部分产品盈利恢复正常水平。我们修正公司2021-2023年归母净利润分别为5.8亿元、9.7亿元和12.4亿元(2021-2022年前值预测为8.17亿元和10.27亿元); 2021-2023年公司EPS分别为0.63元、1.05元和1.34元, 当前市值对应PE为36.3X、21.7X和17X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 响水基地开工进度不及预期; 新项目进度不及预期; 化工园区安全生产风险

相关报告

- 《商誉减值导致盈利下滑, 实际经营逐步改善-【国金基化】联化科技...》, 2021.2.27
- 《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
- 《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
- 《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

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翌莹 联系人
yangyiyi@gjzq.com.cn

2

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,114	4,284	4,782	5,952	7,386	9,205	货币资金	1,114	970	636	1,686	2,038	2,590
增长率		4.1%	11.6%	24.5%	24.1%	24.6%	应收账款	1,137	1,208	1,288	1,282	1,591	1,983
主营业务成本	-2,977	-2,610	-3,056	-3,686	-4,530	-5,622	存货	1,195	1,625	1,860	2,010	1,976	2,299
%销售收入	72.4%	60.9%	63.9%	61.9%	61.3%	61.1%	其他流动资产	178	205	209	243	267	297
毛利	1,137	1,674	1,726	2,266	2,856	3,583	流动资产	3,623	4,008	3,992	5,221	5,872	7,169
%销售收入	27.6%	39.1%	36.1%	38.1%	38.7%	38.9%	%总资产	42.0%	41.7%	38.4%	43.5%	45.0%	48.6%
营业税金及附加	-37	-35	-54	-65	-81	-101	长期投资	51	77	90	90	90	90
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	3,981	4,520	5,358	5,823	6,213	6,611
销售费用	-55	-66	-11	-89	-111	-138	%总资产	46.2%	47.0%	51.5%	48.5%	47.6%	44.8%
%销售收入	1.3%	1.5%	0.2%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	803	624	556	567	578	589
管理费用	-602	-790	-831	-1,042	-1,071	-1,335	非流动资产	5,001	5,603	6,416	6,781	7,182	7,590
%销售收入	14.6%	18.4%	17.4%	17.5%	14.5%	14.5%	%总资产	58.0%	58.3%	61.6%	56.5%	55.0%	51.4%
研发费用	-176	-218	-263	-327	-406	-506	资产总计	8,624	9,611	10,408	12,002	13,053	14,759
%销售收入	4.3%	5.1%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	短期借款	1,669	1,477	924	2,304	2,226	2,531
息税前利润 (EBIT)	267	564	566	742	1,187	1,503	应付款项	995	976	1,801	1,638	2,007	2,491
%销售收入	6.5%	13.2%	11.8%	12.5%	16.1%	16.3%	其他流动负债	160	202	393	430	588	740
财务费用	23	-16	-129	-42	-37	-13	流动负债	2,824	2,654	3,118	4,372	4,821	5,763
%销售收入	-0.6%	0.4%	2.7%	0.7%	0.5%	0.1%	长期贷款	0	215	647	657	667	677
资产减值损失	-116	219	295	-14	-1	-3	其他长期负债	74	772	575	528	528	528
公允价值变动收益	5	-1	3	0	0	0	负债	2,899	3,640	4,340	5,557	6,016	6,968
投资收益	-75	-12	29	28	28	28	普通股股东权益	5,691	5,905	6,028	6,376	6,959	7,703
%税前利润	n.a	n.a	13.8%	3.7%	2.3%	1.8%	其中：股本	926	924	923	921	921	921
营业利润	133	338	222	761	1,224	1,561	未分配利润	2,444	2,565	2,579	2,927	3,510	4,255
营业利润率	3.2%	7.9%	4.6%	12.8%	16.6%	17.0%	少数股东权益	34	66	40	69	78	87
营业外收支	-41	-27	-13	1	1	1	负债股东权益合计	8,624	9,611	10,408	12,002	13,053	14,759
税前利润	92	310	209	762	1,225	1,563	比率分析						
利润率	2.2%	7.2%	4.4%	12.8%	16.6%	17.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-45	-114	-76	-152	-245	-313	每股指标						
所得税率	48.8%	36.8%	36.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.041	0.156	0.119	0.628	1.052	1.344
净利润	47	196	134	609	980	1,250	每股净资产	6.147	6.392	6.529	6.906	7.537	8.344
少数股东损益	9	52	24	29	9	9	每股经营现金净流	0.580	0.662	0.857	1.034	2.131	2.058
归属于母公司的净利润	38	144	110	580	971	1,241	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.252	0.422	0.539
净利率	0.9%	3.4%	2.3%	9.7%	13.1%	13.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	0.66%	2.44%	1.83%	9.10%	13.96%	16.11%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	0.44%	1.50%	1.06%	4.83%	7.44%	8.41%
净利润	47	196	134	609	980	1,250	投入资本收益率	1.85%	4.64%	4.72%	6.29%	9.54%	10.91%
少数股东损益	9	52	24	29	9	9	增长率						
非现金支出	528	228	185	559	621	617	主营业务收入增长率	0.16%	4.12%	11.63%	24.47%	24.09%	24.63%
非经营收益	99	102	80	99	134	141	EBIT增长率	-10.05%	111.49%	0.28%	31.12%	59.97%	26.62%
营运资金变动	-137	86	393	-314	228	-111	净利润增长率	-81.36%	284.36%	-23.72%	427.33%	67.39%	27.81%
经营活动现金净流	537	612	791	953	1,964	1,896	总资产增长率	-0.33%	11.44%	8.30%	15.31%	8.76%	13.06%
资本开支	-668	-1,054	-1,347	-906	-1,020	-1,020	资产管理能力						
投资	1	-5	-15	0	0	0	应收账款周转天数	84.2	84.6	69.7	70.0	70.0	70.0
其他	368	-29	27	28	28	28	存货周转天数	134.8	197.2	208.1	200.0	160.0	150.0
投资活动现金净流	-299	-1,088	-1,336	-878	-992	-992	应付账款周转天数	66.7	88.7	103.5	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	297.8	302.4	303.8	248.0	199.4	159.9
债权募资	-237	6	-111	1,329	-68	315	偿债能力						
其他	-198	-36	-305	-353	-552	-667	净负债/股东权益	9.61%	12.01%	15.30%	19.67%	12.05%	7.84%
筹资活动现金净流	-435	-29	-416	976	-619	-352	EBIT利息保障倍数	-11.6	35.4	4.4	17.7	32.5	117.1
现金净流量	-197	-505	-961	1,050	352	552	资产负债率	33.61%	37.87%	41.70%	46.30%	46.09%	47.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	8	10	11	18	37
增持	2	3	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.23	1.21	1.22	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。

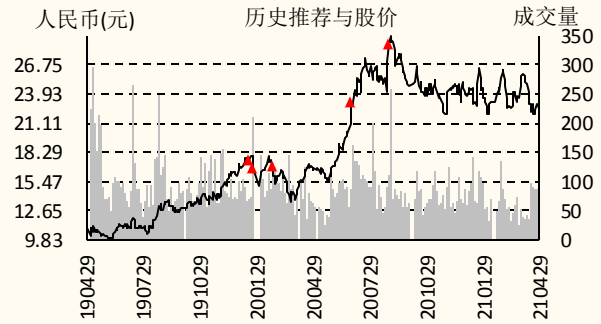
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2021-02-27	买入	25.49	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，不作为或被视作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