

002250.SZ

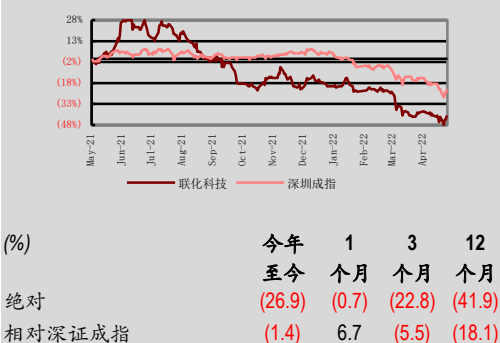
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.24

板块评级: 强于大市

## 股价表现



发行股数(百万)	923
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	12,224
3 个月日均交易额(人民币 百万)	91
净负债比率(%) (2022E)	55
主要股东(%)	
年金香	25

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2022 年 4 月 29 日收市价为标准

## 相关研究报告

《联化科技: 成本上行, 医药等业务持续增长》  
20211028

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 农化制品

证券分析师: 余嫿嫿

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 姚思洲

(8621)20328232

sizhou.yao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121120029

## 联化科技

植保、医药业务营收高增速, 原料成本上行影响盈利

植保业务营收大幅增长, 医药业务各阶段项目储备丰富。维持买入评级。

## 支撑评级的要点

- **业绩靠近此前预告上限。**公司发布 2021 年报, 2021 年实现营业收入 65.87 亿元, 同比增长 37.75%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.15 亿元, 同比增长 186.65%, 扣除非经常性损益的净利润 2.88 亿元, 同比增长 357.20%。其中四季度单季度实现营业收入 18.47 亿元, 同比增长 36.06%, 归母净利润 0.38 亿元, 同比增长 133.94%, 扣非后归母净利润 0.41 亿元, 同比增长 128.91%。2022 年一季度公司实现营业收入 16.93 亿元, 同比增长 18.50%, 归母净利润 0.74 亿元, 同比减少 11.71%, 扣非后归母净利润 0.53 亿元, 同比减少 27.60%。
- **江苏联化生产线基本复产, 原料价格上涨侵蚀植保 CDMO 业务利润。**2021 年植保业务收入 42.77 亿元, 同比增长 57.86%。2021 年国内疫情得到了有效的控制, 国内外需求稳定复苏, 公司经营稳步推进, 进一步加强了与农化/植保巨头的合作。另一方面, 此前受响水 3·21 爆炸事故影响, 公司子公司江苏联化和盐城联化暂时停产。截止 2021 年 12 月 31 日, 公司子公司江苏联化和盐城联化 20 条生产线恢复生产。2021 年 8 月, 江苏联化吸收合并盐城联化, 2021 年江苏联化(合并后)实现营业收入 11.55 亿元, 为后续植保业务恢复以及持续增长奠定基础。另外, 据公司 4 月 29 日公告, CDMO 业务定价是成本加成的模式, 毛利相对稳定, 原材料价格上涨后, 毛利会相应下滑。2021 年植保业务毛利率为 22.98%, 同比下滑 8.5%。随着公司与客户合作的进一步加深, 江苏联化订单量的恢复, 预计公司盈利水平将有所回升。
- **医药业务项目数量持续增长。**2021 年医药业务收入 12.17 亿元, 同比增长 22.02%。公司与现有战略客户的合作不断加深, 随着前两年验证产品的上市, 商品化产品数量增加, 推动了医药业务营收持续增长。另外, 2021 年公司积极开拓大客户及中小制药公司业务, 接受客户审计 7 家; 完成了超过 8 个新分子注册中间体与原料药项目的工艺验证。公司 2021 年处于商业化阶段产品个数为 17 个, 另有 102 个产品处于临床阶段。此外, 江口工厂和英国工厂均已通过 FDA 审计, 江口工厂通过欧盟 EMA 审计, 台州联化通过 GMP 检查, 随着这些项目的陆续推进, 医药业务有望维持高增速。

## 估值

- 受成本上行、新冠疫情影响, 下调盈利预测, 预计 2022-2024 年每股收益分别为 0.46 元、0.78 元、0.94 元, 对应 PE 分别为 28.5 倍、17.0 倍、14.1 倍。考虑到营收增速保持良好势头, 且未来仍有多个产品建成投产贡献业绩, 维持买入评级。

## 评级面临的主要风险

- 公司所在地疫情风险, 医药项目验证风险, 原材料价格大幅波动。

## 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	4,782	6,587	7,570	9,067	10,477
变动(%)	12	38	15	20	16
净利润(人民币 百万)	110	315	428	720	867
全面摊薄每股收益(人民币)	0.119	0.342	0.464	0.779	0.939
变动(%)	(23.7)	186.6	35.8	68.0	20.5
先前预测每股收益(人民币)			0.622	1.298	
调整幅度(%)			(25.4)	(40.0)	
全面摊薄市盈率(倍)	111.1	38.8	28.5	17.0	14.1
价格/每股现金流量(倍)	8.9	16.6	28.3	5.1	15.1
每股现金流量(人民币)	1.49	0.80	0.47	2.59	0.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	28.0	13.0	8.9	7.9
每股股息(人民币)	0.050	0.173	0.209	0.390	0.470
股息率(%)	0.4	1.3	1.6	2.9	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2021 年财务报告摘要

(亿元)	2020	2021	同比增长(%)
一、营业总收入	47.82	65.87	37.75
二、营业总成本	43.45	60.82	39.98
其中：营业成本	30.56	48.14	57.53
营业税金及附加	0.54	0.63	16.07
销售费用	0.11	0.15	28.31
管理费用	8.31	7.72	(7.16)
研发费用	2.63	3.17	20.69
财务费用	1.29	1.01	(21.64)
资产减值损失	(2.95)	(0.79)	-
三、其他经营收益	0.48	0.33	(31.91)
公允价值变动收益	0.03	0.06	85.73
投资收益	0.29	0.37	28.11
四、营业利润	2.22	4.50	102.24
加：营业外收入	0.14	0.15	11.60
减：营业外支出	0.26	0.48	80.69
五、利润总额	2.09	4.17	99.11
减：所得税	0.76	0.94	23.87
六、净利润	1.34	3.23	141.78
减：少数股东损益	0.24	0.08	(67.82)
七、归属母公司净利润	1.10	3.15	186.65
EPS (元)	0.12	0.34	

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.公司 2022 年一季度财务报告摘要

(亿元)	2021Q1	2022Q1	同比增长(%)
一、营业总收入	14.29	16.93	18.50
二、营业总成本	13.20	16.02	21.38
其中：营业成本	9.95	12.47	25.32
营业税金及附加	0.11	0.10	(12.62)
销售费用	0.07	0.07	1.53
管理费用	2.21	2.33	5.57
研发费用	0.64	0.73	14.12
财务费用	0.21	0.31	48.43
资产减值损失	0.00	(0.02)	-
三、其他经营收益	0.08	0.07	(20.39)
公允价值变动收益	(0.05)	0.14	-
投资收益	0.09	0.04	(49.78)
四、营业利润	1.21	1.26	4.34
加：营业外收入	0.03	0.00	(88.98)
减：营业外支出	0.01	0.01	(30.60)
五、利润总额	1.23	1.25	2.11
减：所得税	0.35	0.49	38.59
六、净利润	0.87	0.76	(12.54)
减：少数股东损益	0.03	0.02	(32.64)
七、归属母公司净利润	0.84	0.74	(11.71)
EPS (元)	0.09	0.08	

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	4,782	6,587	7,570	9,067	10,477
销售成本	(3,111)	(4,878)	(5,524)	(6,389)	(7,424)
经营费用	(332)	(1,210)	(834)	(918)	(978)
息税折旧前利润	1,339	499	1,211	1,760	2,076
折旧及摊销	(480)	(22)	(516)	(677)	(793)
经营利润(息税前利润)	859	478	695	1,083	1,282
净利息收入/(费用)	(114)	(94)	(144)	(186)	(211)
其他收益/(损失)	65	40	21	62	82
税前利润	209	417	566	951	1,146
所得税	(76)	(94)	(127)	(214)	(258)
少数股东权益	24	8	10	17	21
净利润	110	315	428	720	867
核心净利润	105	308	423	715	862
每股收益(人民币)	0.119	0.342	0.464	0.779	0.939
核心每股收益(人民币)	0.114	0.334	0.458	0.774	0.934
每股股息(人民币)	0.050	0.173	0.209	0.390	0.470
收入增长(%)	12	38	15	20	16
息税前利润增长(%)	9	(44)	46	56	18
息税折旧前利润增长(%)	9	(63)	143	45	18
每股收益增长(%)	(24)	187	36	68	20
核心每股收益增长(%)	(21)	192	37	69	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	209	417	566	951	1,146
折旧与摊销	480	22	516	677	793
净利息费用	129	101	151	194	218
运营资本变动	648	(2)	(638)	789	(702)
税金	(52)	(86)	(127)	(214)	(258)
其他经营现金流	(35)	286	(35)	(3)	(388)
经营活动产生的现金流	1,379	738	432	2,394	809
购买固定资产净值	1,051	1,313	1,895	1,690	1,015
投资减少/增加	289	92	17	20	25
其他投资现金流	(2,675)	(2,940)	(3,795)	(3,385)	(2,035)
投资活动产生的现金流	(1,336)	(1,536)	(1,883)	(1,675)	(995)
净增权益	(46)	(159)	(193)	(360)	(434)
净增债务	(120)	872	1,844	(137)	831
支付股息	46	159	193	360	434
其他融资现金流	(262)	(80)	(349)	(553)	(652)
融资活动产生的现金流	(382)	792	1,495	(691)	179
现金变动	(339)	(6)	45	29	(6)
期初现金	970	636	561	606	635
公司自由现金流	44	(798)	(1,451)	720	(185)
权益自由现金流	52	175	544	776	864

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	636	561	606	635	629
应收帐款	876	1,332	1,490	1,643	1,861
库存	1,860	2,253	2,412	2,665	3,031
其他流动资产	68	123	135	144	176
流动资产总计	3,992	5,151	5,509	5,851	6,485
固定资产	5,358	6,665	8,033	9,031	9,253
无形资产	506	512	523	538	537
其他长期资产	502	307	305	320	277
长期资产总计	6,367	7,485	8,861	9,889	10,067
总资产	10,408	12,642	14,377	15,745	16,558
应付帐款	1,680	2,677	2,292	3,097	2,715
短期债务	667	1,660	3,059	3,613	4,354
其他流动负债	772	689	690	911	870
流动负债总计	3,118	5,026	6,041	7,621	7,940
长期借款	647	679	1,128	437	527
其他长期负债	575	608	637	740	690
股本	923	923	923	923	923
储备	5,098	5,373	5,609	5,968	6,402
股东权益	6,021	6,296	6,532	6,892	7,325
少数股东权益	40	28	38	56	76
总负债及权益	10,408	12,642	14,377	15,745	16,558
每股帐面价值(人民币)	6.52	6.82	7.07	7.46	7.93
每股有形资产(人民币)	5.97	6.26	6.51	6.88	7.35
每股净负债/(现金)(人民币)	0.73	1.93	3.88	3.70	4.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.0	7.6	16.0	19.4	19.8
息税前利润率(%)	18.0	7.3	9.2	11.9	12.2
税前利润率(%)	4.4	6.3	7.5	10.5	10.9
净利率(%)	2.3	4.8	5.7	7.9	8.3
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	10.9	7.2	6.0	6.8	7.1
净权益负债率(%)	11.2	28.1	54.5	49.2	57.5
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	111.1	38.8	28.5	17.0	14.1
核心业务市盈率(倍)	116.0	39.7	28.9	17.1	14.2
市净率(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	8.9	16.6	28.3	5.1	15.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	28.0	13.0	8.9	7.9
周转率					
存货周转天数	204.5	153.9	154.1	145.0	140.0
应收帐款周转天数	69.9	61.2	68.0	63.1	61.0
应付帐款周转天数	91.6	120.7	119.8	108.5	101.2
回报率					
股息支付率(%)	42.0	50.5	45.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	1.8	5.1	6.7	10.7	12.2
资产收益率(%)	5.5	3.2	4.0	5.6	6.2
已运用资本收益率(%)	0.4	1.0	1.1	1.7	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371