

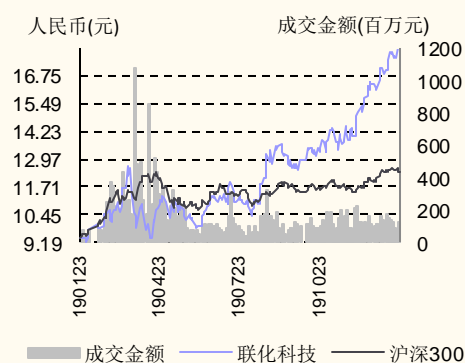
联化科技 (002250.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.98 元
 目标价格 (人民币): 21.00-21.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.24
已上市流通 A 股(亿股)	8.97
总市值(亿元)	166.11
年内股价最高最低(元)	17.98/16.08
沪深 300 指数	4132
中小板综	10347



相关报告

1.《农化 CMO 龙头, 医药中间体高速增长-【国金基化】联化科技深度...》, 2020.1.17

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

业绩持续改善, 步入发展新阶段

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,107	4,114	4,653	6,075	7,205
营业收入增长率	32.53%	0.16%	13.11%	30.56%	18.59%
归母净利润(百万元)	201	38	181	625	755
归母净利润增长率	-23.69%	-81.36%	381.75%	245.67%	20.84%
摊薄每股收益(元)	0.217	0.041	0.196	0.676	0.817
每股经营性现金流净额	0.64	0.58	0.70	1.42	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.59%	0.66%	3.05%	9.92%	11.18%
P/E	48.84	232.64	91.87	26.58	21.99
P/B	1.75	1.53	2.80	2.64	2.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 2020 年 1 月 23 日发布 2019 年业绩预告, 预计公司 2019 年归母净利润预告区间为 1.35 亿元-1.85 亿元, 同比增长 261%-393%。报告期内, 公司业绩增长的主要原因: (1) 公司定制加工产品订单充裕, 同时公司部分自产自销产品价格上涨; (2) 英国子公司 Lianhetechnology Holdco Limited 因为实际经营情况等综合影响因素, 预计计提商誉减值损失 1.9 亿元-2.3 亿元; (3) 非经常性损失预计 500 万元-1500 万元, 主要是响水事故影响的公司的存货、设备和厂房等资产账面净损失扣除保险公司财产险赔款的净额。

经营分析

- 长期来看, 英国工厂有利于提升公司国际化竞争力: 英国工厂亏损的主要原因是工厂当期处于过渡阶段, 产能利用率不够, 费用较高。我们认为, 布局英国子公司是公司国际化的战略方向, 有利于提升公司的综合竞争力, 英国工厂在项目承接、装置建设都需要时间不断磨合, 英国工厂在 2019 年下半年开始接入 FMC 的新农药中间体订单以及其他新项目, 在 2019 年下半年已经有百吨产能的启动, 预计该项目未来的顺利达产, 有望为公司带来 10 亿元以上的收入增厚。我们预测, 公司英国工厂在 2020 年小幅亏亏损, 2021 年开始扭亏为盈。
- 农药中间体进入繁荣发展新阶段, 医药中间体快速成长: 国际农化巨头的整合带来供应商的整合, 外包市场份额仍然在增长。短期看, 江苏联化和盐城联化大概率复产将带来农药中间体业绩的修复; 长期看, 山东德州基地和英国基地的新项目投产驱动农药中间体业绩增长。医药中间体方面, 公司 2018 医药合作的商业化阶段数量为 7 个, 预计未来每年商业化阶段产品数量增加 2-3 个左右。此外, 随着台州联化项目的建成投产, 公司医药中间体业绩将不断增长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到 2019 年 321 事故的影响以及英国子公司的商誉减值影响, 我们下调公司 2019-2021 年归母净利润 55%、3.25%、2.58%, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.81 亿元、6.25 亿元和 7.55 亿元; EPS 分别为 0.2 元、0.68 元和 0.82 元, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,099	4,107	4,114	4,653	6,075	7,205	货币资金	428	1,147	1,114	1,675	2,035	2,213
增长率		32.5%	0.2%	13.1%	30.6%	18.6%	应收账款	695	980	1,137	1,294	1,689	2,003
主营业务成本	-2,065	-2,822	-2,977	-3,020	-3,958	-4,668	存货	843	1,005	1,195	1,523	1,565	1,680
%销售收入	66.6%	68.7%	72.4%	64.9%	65.2%	64.8%	其他流动资产	151	170	178	152	170	183
毛利	1,035	1,285	1,137	1,634	2,117	2,537	流动资产	2,117	3,302	3,623	4,643	5,458	6,079
%销售收入	33.4%	31.3%	27.6%	35.1%	34.8%	35.2%	%总资产	35.3%	38.2%	42.0%	47.3%	48.4%	48.4%
营业税金及附加	-29	-41	-37	-43	-57	-67	长期投资	52	50	51	51	51	51
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,472	3,802	3,981	4,524	5,192	5,858
销售费用	-28	-45	-55	-60	-82	-101	%总资产	57.8%	43.9%	46.2%	46.1%	46.0%	46.7%
%销售收入	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	无形资产	287	940	803	590	577	564
管理费用	-674	-902	-602	-814	-881	-1,045	非流动资产	3,884	5,351	5,001	5,166	5,821	6,473
%销售收入	21.7%	22.0%	14.6%	17.5%	14.5%	14.5%	%总资产	64.7%	61.8%	58.0%	52.7%	51.6%	51.6%
研发费用	0	0	-176	-195	-255	-303	资产总计	6,001	8,653	8,624	9,809	11,279	12,552
%销售收入	0.0%	0.0%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	短期借款	130	28	1,669	2,469	3,149	3,663
息税前利润 (EBIT)	304	297	267	521	843	1,022	应付款项	690	1,166	995	1,092	1,420	1,676
%销售收入	9.8%	7.2%	6.5%	11.2%	13.9%	14.2%	其他流动负债	121	184	160	95	162	194
财务费用	-24	-3	23	-18	-54	-72	流动负债	941	1,379	2,824	3,656	4,731	5,532
%销售收入	0.8%	0.1%	-0.6%	0.4%	0.9%	1.0%	长期贷款	0	932	0	150	160	170
资产减值损失	-33	-16	-116	-241	-31	-31	其他长期负债	666	703	74	4	4	4
公允价值变动收益	0	-1	5	0	0	0	负债	1,607	3,015	2,899	3,810	4,895	5,706
投资收益	5	-13	-75	1	1	1	普通股股东权益	4,350	5,610	5,691	5,926	6,301	6,754
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	0.5%	0.2%	0.1%	其中：股本	835	926	926	924	924	924
营业利润	252	272	133	286	781	942	未分配利润	2,383	2,486	2,444	2,553	2,927	3,381
营业利润率	8.1%	6.6%	3.2%	6.2%	12.9%	13.1%	少数股东权益	44	28	34	73	82	91
营业外收支	58	-16	-41	-15	1	1	负债股东权益合计	6,001	8,653	8,624	9,809	11,279	12,552
税前利润	310	256	92	271	783	944	比率分析						
利润率	10.0%	6.2%	2.2%	5.8%	12.9%	13.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-41	-48	-45	-52	-149	-179	每股指标						
所得税率	13.2%	18.9%	48.8%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.316	0.217	0.041	0.196	0.676	0.817
净利润	269	208	47	220	634	764	每股净资产	5.212	6.059	6.147	6.415	6.820	7.311
少数股东损益	5	6	9	39	9	9	每股经营现金净流	0.650	0.636	0.580	0.701	1.415	1.494
归属于母公司的净利润	264	201	38	181	625	755	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.078	0.271	0.327
净利率	8.5%	4.9%	0.9%	3.9%	10.3%	10.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.07%	3.59%	0.66%	3.05%	9.92%	11.18%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.40%	2.33%	0.44%	1.84%	5.54%	6.02%
净利润	264	208	47	220	634	764	投入资本收益率	5.13%	3.33%	1.85%	4.90%	7.04%	7.75%
少数股东损益	5	6	9	39	9	9	增长率						
非现金支出	350	389	528	703	568	571	主营业务收入增长率	-22.67%	32.53%	0.16%	13.11%	30.56%	18.59%
非经营收益	49	44	99	159	167	201	EBIT 增长率	-59.37%	-2.53%	-10.05%	95.35%	61.67%	21.23%
营运资金变动	-121	-52	-137	-434	-61	-157	净利润增长率	-58.65%	-23.69%	-81.36%	381.75%	245.67%	20.84%
经营活动现金净流	542	589	537	647	1,307	1,380	总资产增长率	-5.42%	44.18%	-0.33%	13.74%	14.98%	11.29%
资本开支	-192	-485	-668	-914	-1,220	-1,220	资产管理能力						
投资	0	-992	1	0	0	0	应收账款周转天数	79.0	66.7	84.2	90.0	90.0	90.0
其他	36	-410	368	1	1	1	存货周转天数	144.1	119.5	134.8	185.0	145.0	132.0
投资活动现金净流	-156	-1,886	-299	-913	-1,219	-1,219	应付账款周转天数	55.6	54.5	66.7	65.3	65.3	65.3
股权募资	0	1,286	0	126	0	0	固定资产周转天数	337.2	288.8	297.8	274.5	214.3	184.1
债权募资	-406	898	-237	877	690	523	偿债能力						
其他	-154	-168	-198	-177	-419	-506	净负债/股东权益	7.49%	7.83%	9.61%	15.66%	19.90%	23.59%
筹资活动现金净流	-560	2,016	-435	826	271	17	EBIT 利息保障倍数	12.5	85.0	-11.6	28.9	15.5	14.1
现金净流量	-174	718	-197	561	360	178	资产负债率	26.78%	34.84%	33.61%	38.84%	43.40%	45.46%

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	1	2	4	5	9
增持	0	1	1	4	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.20	1.44	1.47

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

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH