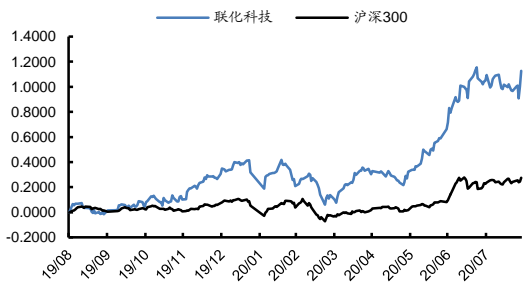


研究所

证券分析师： 卢昊 S0350520050003
021-60338172 luh@ghzq.com.cn
证券分析师： 代鹏举 S0350512040001
021-61981318 daipj@ghzq.com.cn
联系人： 袁帅 S0350120060022
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

医药业务大超预期，静待江苏子公司复产 ——联化科技（002250）2020年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
联化科技	4.2	60.8	111.1
沪深300	4.0	25.3	27.5

市场数据 2020-08-28

当前价格（元）	26.99
52周价格区间（元）	12.11 - 27.71
总市值（百万）	24918.42
流通市值（百万）	24782.58
总股本（万股）	92324.63
流通股（万股）	91821.35
日均成交额（百万）	137.97
近一月换手（%）	19.02

相关报告

《联化科技（002250）动态研究：2季度有望迎来业绩拐点，医药业务打开成长空间》——
2020-05-25

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

8月30日，公司发布中报：上半年实现营业收入21.2亿元，同比-11.21%，归母净利润1.08亿元，同比-54.67%，扣非后净利润1.1亿元，同比-52.7%。其中2季度实现营业收入14.4亿元，同比+27.94%，实现归母净利润1.45亿元，同比+67.46%，扣非后净利润1.41亿元，同比48.55%。

分业务看，医药业务营收3.4亿元，同比+66.38%，毛利率42.98%，同比增加14.98个pct；农药营收13.2亿元，同比-19.72%，毛利率34.16%，同比降低-0.24个pct；功能化学品3.6亿元，同比-13.36%，毛利率57.45%，同比增加14.77个pct。

投资要点：

- **医药业务超预期，研发投入大幅度增加。**公司上半年医药业务营收高增长，毛利率大幅度提高，主要是生产扩大带来的规模效应以及产品结构的优化，且公司成功完成3个新注册中间体/原料药项目的工艺验证。研发投入1.25亿元，同比增加27.6%，占营收5.9%。
- **2季度管理费用环比大幅度下降，资产负债表环比改善。**上半年三费率23%，同比增加2.2个pct，主要是江苏子公司停产带来的折旧和人工费用推高管理费；单2季度公司管理费率13.0%，环比1季度减少20.4%，实际单季度管理费用1.9亿元，环比1季度减少4000万元。资产负债表短期借款13.7亿元，环比减少5.6亿元，资产负债率39.86%。
- **资产开支重点投向台州、德州、江苏和英国工厂，3季度江苏子公司有望复产。**上半年公司资本开支5.4亿元，在建工程增加4.4亿元，其中英国Seals Sands工厂投资1.4亿元，台州联化中间体生产项目投入1.24亿元，德州工厂投入0.67亿元，江苏联合和盐城联化合计投入0.8亿元。结合2019年和2020年H1，江苏两停产子公司合计投入已经达到2.2亿元，预计3季度江苏子公司有望复产，进一步修复公司盈利。
- **进入高资本投入期，打开远期成长空间。**目前公司在手投资项目有：台州联化医药项目、临海联化一期（医药）、德州联化2万吨光气扩展以及二期投资项目（精细化工）和盐城联化的在建项目，合计数十

亿投资规模，2019 年资本开支达到 11 亿元，预计 2020-2021 年会维持高资本开支投入。新项目投产后，有望打开远期成长空间。

- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级。**公司是国内农药 CMO 龙头，医药 CMO/CDMO 也进入高速发展期，我们认为 2020 年 2 季度是公司的业绩拐点，也看好公司中长期的发展。基本公司良好的中报业绩，我们上调盈利预期，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50、0.92 和 1.15 元/股，对应市盈率分别为 53.49、29.44 和 23.37 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**农药订单转出印度或国内其他竞争对手，医药订单增速不及预期，江苏子公司复产不及预期，新项目建设不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	4284	5054	5996	7124
增长率(%)	4.1%	18.0%	18.6%	18.8%
归母净利润（百万元）	144	466	847	1067
增长率(%)	284%	223%	82%	26%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.50	0.92	1.15
ROE(%)	2.42%	7.28%	11.77%	13.03%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：联化科技盈利预测表

证券代码：	002250.SZ		股票价格：	26.99	投资评级：	买入	日期：	2020/8/30	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	7%	12%	13%	EPS	0.16	0.50	0.92	1.15
毛利率	39%	38%	36%	35%	BVPS	6.39	6.85	7.67	8.71
期间费率	21%	19%	17%	16%	估值				
销售净利率	3%	9%	14%	15%	P/E	172.86	53.49	29.44	23.37
成长能力					P/B	4.22	3.94	3.52	3.10
收入增长率	4%	18%	19%	19%	P/S	5.82	4.93	4.16	3.50
利润增长率	284%	223%	82%	26%					
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.45	0.50	0.52	0.57	营业收入	4284	5054	5996	7124
应收账款周转率	3.87	3.87	3.87	3.87	营业成本	2610	3136	3832	4630
存货周转率	1.61	2.06	2.06	2.06	营业税金及附加	35	45	54	64
偿债能力					销售费用	66	76	90	107
资产负债率	38%	37%	38%	35%	管理费用	790	783	750	855
流动比	1.51	1.48	1.90	2.25	财务费用	16	74	107	93
速动比	0.90	0.87	1.11	1.28	其他费用/(-收入)	206	0	0	0
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	338	687	1164	1375
现金及现金等价物	970	519	681	657	营业外净收支	(27)	0	0	0
应收款项	1106	1305	1548	1839	利润总额	310	687	1164	1375
存货净额	1625	1546	1888	2280	所得税费用	114	206	291	275
其他流动资产	306	361	428	509	净利润	196	481	873	1100
流动资产合计	4008	3731	4546	5286	少数股东损益	52	14	26	33
固定资产	3549	3854	4332	4471	归属于母公司净利润	144	466	847	1067
在建工程	969	1369	1569	1669	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	294	294	264	235	经营活动现金流	1051	510	773	1013
长期股权投资	61	61	61	61	净利润	196	481	873	1100
资产总计	9611	10109	11573	12523	少数股东权益	52	14	26	33
短期借款	1432	1432	1132	832	折旧摊销	446	325	351	387
应付款项	719	703	858	1036	公允价值变动	(1)	0	0	0
预收帐款	119	141	167	198	营运资金变动	357	(310)	(477)	(508)
其他流动负债	383	242	236	283	投资活动现金流	(1088)	(1100)	(1029)	(626)
流动负债合计	2654	2517	2393	2349	资本支出	(538)	(1029)	(1029)	(626)
长期借款及应付债券	215	415	1215	1215	长期投资	(10)	0	0	0
其他长期负债	772	772	772	772	其他	(540)	(70)	0	0
长期负债合计	987	1187	1987	1987	筹资活动现金流	(60)	153	415	(407)
负债合计	3640	3704	4380	4336	债务融资	607	200	500	(300)
股本	924	924	924	924	权益融资	0	0	0	0
股东权益	5971	6405	7193	8187	其它	(667)	(47)	(85)	(107)
负债和股东权益总计	9611	10109	11573	12522	现金净增加额	(97)	(437)	159	(20)

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，3年化工行业研究经验，化工新材料组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，12年证券行业从业经历，目前负责化工行业研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020年加入国海证券。

【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。