



002250.SZ

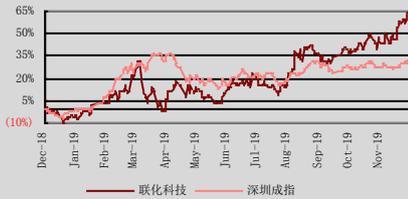
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 15.83

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	75.4	13.6	20.7	66.8
相对深证成指	33.3	8.3	18.2	33.6

发行股数(百万)	924
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	14,625
3个月日均交易额(人民币 百万)	110
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
年金香	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年12月16日收市价为标准

### 相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫫嫫

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

鞠龙

(8621)20328523

long.ju@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519060002

## 联化科技

### 医药中间体业务发展迅速, 农药业务有望好转

联化科技专注精细化工行业30余年, 是国内领先的农药、医药 CMO 企业, 具有较为明显的先发优势和市场竞争力。在行业景气回升的背景下, 技术创新叠加大客户战略有望驱动未来成长。

#### 支撑评级的要点

- **医药中间体业务发展迅速。**公司2018年医药中间体业务收入4.94亿元, 同比增长52%。其中绝大多数医药项目为 CDMO (合同开发和加工外包) 项目, 经过多年积累发展, 江口工厂和英国工厂均已通过美国 FDA 审计, 江口工厂通过欧盟 EMA 审计。公司已与全球前20的大部分医药巨头建立了联系, 并与个别医药巨头有深入的合作关系。从生产基地的角度, 公司江口工厂与杜桥工厂建有多个 GMP 和非 GMP 的定制车间和多功能车间。目前杜桥工厂及新设立的临海联化子公司有多个项目已通过环评, 随着这些项目的陆续推进, 医药业务有望维持高增速。
- **江苏基地有望复产。**受“响水事件”影响, 公司子公司江苏联化和盐城联化目前仍处于临时停产状态, 对业绩造成一定的拖累。根据苏化治《关于规范停产整改化工企业复产工作的意见》中提到的坚持“一企一策”政策, 杜绝“一刀切”政策, 我们认为江苏联化与盐城联化有较大概率复产, 复产后有望贡献较大业绩增量。
- **功能化学品业务空间广阔。**公司目前功能化学品产品主要包括造纸化学品、印染产品、工业杀菌剂、电子化学品、个人/家用护理品等, 同国际市场领先厂商形成战略合作, 提供关键原料和中间体。受到环保等影响, 公司部分功能化学品价格涨幅较大, 盈利能力持续提升。而中长期看, 依托技术研发优势、客户多年合作优势以及德州联化的光气资源优势等, 后续持续增长值得期待。

#### 估值

- 预计2019-2021年净利润分别为3.70亿、4.97亿、7.15亿。当前股价对应的PE分别为39.70、29.50、20.50倍。首次覆盖给与**买入**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 医药中间体等新项目推进进度不达预期; 环保安全风险; 江苏基地不能复产。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	4,107	4,114	4,361	5,538	7,059
变动(%)	33	0	6	27	27
净利润(人民币 百万)	201	38	370	497	715
全面摊薄每股收益(人民币)	0.217	0.041	0.399	0.537	0.772
变动(%)	(31.2)	(81.4)	884.5	34.6	43.8
全面摊薄市盈率(倍)	72.8	390.5	39.7	29.5	20.5
价格/每股现金流量(倍)	24.9	27.3	7.8	(43.3)	6.4
每股现金流量(人民币)	0.64	0.58	2.03	(0.37)	2.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	26.7	13.3	11.8	8.3
每股股息(人民币)	0.100	0.020	0.180	0.242	0.347
股息率(%)	0.6	0.1	1.1	1.5	2.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	4,107	4,114	4,361	5,538	7,059
销售成本	(2,864)	(3,014)	(2,848)	(3,633)	(4,539)
经营费用	(790)	(556)	(466)	(614)	(845)
息税折旧前利润	454	544	1,047	1,291	1,675
折旧及摊销	(373)	(411)	(467)	(542)	(624)
经营利润(息税前利润)	81	133	580	749	1,051
净利息收入/(费用)	(3)	23	(19)	(39)	(52)
其他收益/(损失)	(21)	(82)	(48)	(28)	(18)
税前利润	256	92	513	682	981
所得税	(48)	(45)	(103)	(130)	(186)
少数股东权益	6	9	41	55	79
净利润	201	38	370	497	715
核心净利润	198	17	362	490	708
每股收益(人民币)	0.217	0.041	0.399	0.537	0.772
核心每股收益(人民币)	0.214	0.019	0.391	0.529	0.764
每股股息(人民币)	0.100	0.020	0.180	0.242	0.347
收入增长(%)	33	0	6	27	27
息税前利润增长(%)	(27)	64	337	29	40
息税折旧前利润增长(%)	6	20	92	23	30
每股收益增长(%)	(31)	(81)	885	35	44
核心每股收益增长(%)	(34)	(91)	1,972	35	44

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	256	92	513	682	981
折旧与摊销	373	411	467	542	624
净利息费用	3	(23)	19	39	52
运营资本变动	(52)	(16)	441	(451)	376
税金	(42)	(35)	(103)	(130)	(186)
其他经营现金流	50	108	544	(1,021)	436
经营活动产生的现金流	589	537	1,882	(339)	2,282
购买固定资产净值	31	(33)	550	650	700
投资减少/增加	(634)	28	(30)	(10)	0
其他投资现金流	(1,284)	(294)	(1,100)	(1,300)	(1,400)
投资活动产生的现金流	(1,886)	(299)	(580)	(660)	(700)
净增权益	(93)	(18)	(166)	(224)	(322)
净增债务	831	709	(1,287)	1,555	(828)
支付股息	93	18	166	224	322
其他融资现金流	1,198	(1,128)	(39)	(263)	(374)
融资活动产生的现金流	2,028	(419)	(1,326)	1,293	(1,202)
现金变动	731	(181)	(24)	294	380
期初现金	428	1,147	1,114	1,090	1,385
公司自由现金流	(1,298)	238	1,302	(999)	1,582
权益自由现金流	(463)	924	34	596	806

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,147	1,114	1,090	1,385	1,765
应收帐款	937	1,075	718	1,559	1,343
库存	1,005	1,195	681	1,712	1,276
其他流动资产	68	76	49	111	88
流动资产总计	3,302	3,623	2,659	4,949	4,619
固定资产	3,802	3,981	4,075	4,194	4,280
无形资产	312	279	269	258	248
其他长期资产	608	216	216	216	216
长期资产总计	4,722	4,476	4,560	4,668	4,744
总资产	8,653	8,624	7,744	10,142	9,888
应付帐款	753	707	652	1,083	1,084
短期债务	19	1,040	383	1,291	1,110
其他流动负债	607	1,077	518	601	701
流动负债总计	1,379	2,824	1,552	2,975	2,895
长期借款	1,560	0	0	646	0
其他长期负债	75	74	74	74	74
股本	926	926	926	926	926
储备	4,890	4,913	5,116	5,389	5,783
股东权益	5,816	5,838	6,042	6,315	6,708
少数股东权益	28	34	75	130	210
总负债及权益	8,653	8,624	7,744	10,142	9,888
每股帐面价值(人民币)	6.28	6.31	6.53	6.82	7.25
每股有形资产(人民币)	5.94	6.00	6.23	6.54	6.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.21)	(0.08)	(0.76)	0.60	(0.71)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	13.2	24.0	23.3	23.7
息税前利润率(%)	2.0	3.2	13.3	13.5	14.9
税前利润率(%)	6.2	2.2	11.8	12.3	13.9
净利率(%)	4.9	0.9	8.5	9.0	10.1
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.3	1.7	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	23.1	n.a.	30.4	19.1	20.2
净权益负债率(%)	7.4	净现金	净现金	8.6	净现金
速动比率(倍)	1.7	0.9	1.3	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	72.8	390.5	39.7	29.5	20.5
核心业务市盈率(倍)	73.9	839.2	40.5	29.9	20.7
市净率(倍)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
价格/现金流(倍)	24.9	27.3	7.8	(43.3)	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	26.7	13.3	11.8	8.3
周转率					
存货周转天数	117.7	133.2	120.2	120.2	120.2
应收帐款周转天数	71.3	89.2	75.0	75.0	75.0
应付帐款周转天数	53.3	64.8	56.9	57.2	56.0
回报率					
股息支付率(%)	46.0	49.3	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	3.9	0.6	6.2	8.0	11.0
资产收益率(%)	0.9	0.8	5.7	6.8	8.5
已运用资本收益率(%)	0.8	0.1	1.4	1.7	2.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 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个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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)68604866  
传真:(8621)58883554

## 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)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通10省市客户请拨打：108008521065  
中国电信21省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 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)39886333  
传真:(852)21479513

### 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)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道1045号  
7BryantPark15楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 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)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371