

基础化工/原材料

联化科技(002250)

## Q2 业绩符合预期，看好医药业务长期发展

### ——联化科技 2020 年半年报点评报告

鲍雁辛(分析师)  
0755-23976830  
baoyanxin@gtjas.com

证书编号 S0880513070005

#### 本报告导读:

公司是国内精细化工定制行业龙头，受益于医药 CDMO 行业高景气、公司前期充足储备及持续资本开支，医药 CDMO 业务有望持续高增长，维持增持评级。

#### 投资要点:

- **维持增持评级。**公司作为国内农药定制行业龙头，响水基地有望复产，且医药业务步入快速增长期，维持 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46、0.77、0.99 元，维持目标价 31.8 元，维持增持评级。
- **Q2 业绩符合预期，H1 医药业务同比大幅增长。**公司 20H1 实现营业收入 21.19 亿元(yoy-11.2%)，归母净利润 1.08 亿元(yoy-54.67%)，上半年业绩下滑主要因为 20Q1 复工延迟、订单交付数量下滑所致，但医药仍实现毛利 1.46 亿元(yoy+155.4%)，毛利率 42.98%(yoy+14.98 pct)。20Q2 单季度营收 14.37 亿元(yoy+27.9%，qoq+110.5%)，归母净利润 1.45 亿元(yoy+67.5%，环比扭亏且大幅改善)，Q2 同比环比皆大幅增长的主要原因是 Q1 因疫情推迟开工的订单需求于 Q2 开始执行，而 Q2 开工恢复正常，且 Q1 存在低基数效应。
- **公司医药业务价值有望重估。**公司过去三十余年深耕农化领域积累的合成和工程能力从平台体系看并不落后于国内医药 CDMO 一流水平，且 20H1 已成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证。
- **土地储备和资本开支支撑公司长期发展。**台州联化、临海联化、德州联化具备充足土地和项目储备，公司未来三年有望维持较高资本开支，其中 20H1 在建工程达 14 亿。公司已在精细化工定制生产领域积累了雄厚的技术服务经验和大客户基础，看好其长期成长性。
- **风险提示：**下游需求不及预期；新项目建设、投产进度不及预期；环保及安全生产风险；响水基地复产不及预期

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,114	4,284	4,754	5,940	7,033
(+/-)%	0%	4%	11%	25%	18%
经营利润(EBIT)	267	564	768	971	1,196
(+/-)%	-11%	111%	36%	26%	23%
净利润(归母)	38	144	425	710	917
(+/-)%	-82%	284%	195%	67%	29%
每股净收益(元)	0.04	0.16	0.46	0.77	0.99
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	6.5%	13.2%	16.2%	16.3%	17.0%
净资产收益率(%)	0.7%	2.4%	6.4%	9.2%	10.3%
投入资本回报率(%)	1.8%	4.7%	5.8%	8.0%	9.0%
EV/EBITDA	13.69	16.37	22.37	19.17	16.08
市盈率	663.94	172.74	58.59	35.09	27.16
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 31.80**

上次预测: 31.80

**当前价格: 26.99**

2020.08.31

#### 交易数据

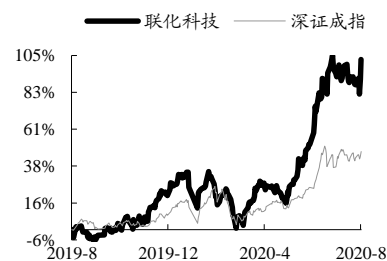
52 周内股价区间(元)	12.52-27.32
总市值(百万元)	24,918
总股本/流通 A 股(百万股)	923/918
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量(百万股)	8.62
日均成交值(百万元)	202.36

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	5,864
每股净资产	6.35
市净率	4.2
净负债率	11.78%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.16	-0.04
Q2	0.09	0.16
Q3	0.06	0.16
Q4	-0.16	0.18
全年	0.16	0.46

#### 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	68%	103%
相对指数	0%	38%	55%

#### 相关报告

齐农医，医药 CDMO 有望复制农化辉煌  
2020.07.17

Q2 业绩超预期，持续看好医药业务发展  
2020.07.02

临海医药中间体项目驱动未来成长  
2019.12.06

医药新项目陆续投产 农药转产降低风险  
2019.08.31

模型更新时间: 2020.08.31

**股票研究**

原材料  
基础化工

联化科技 (002250)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **31.80**

上次预测: 31.80

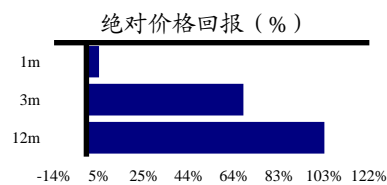
**当前价格:** 26.99

公司网址

www.lianhetechn.com

**公司简介**

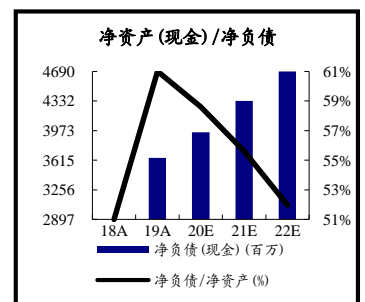
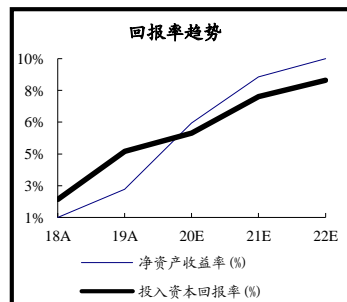
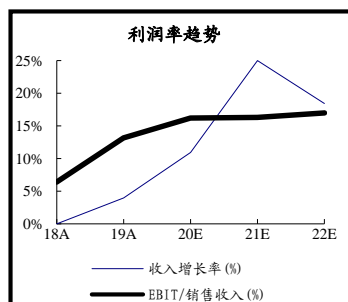
公司主营工业业务分为农药、医药和功能化学品三大板块。农药板块主要从事农药原料药及中间体的生产、销售以及为国际农药企业提供定制生产、研发及技术服务；医药板块主要从事原料药、中间体的生产、销售以及为国际制药企业提供定制生产、研发及技术服务；功能化学品板块主要从事精细化学品、功能化学品的生产、销售以及定制生产、研发及技术服务。



52 周内价格范围 12.52-27.32  
市值 (百万) 24,918

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	4,114	4,284	4,754	5,940	7,033
营业成本	2,977	2,610	2,975	3,764	4,444
税金及附加	37	35	42	51	60
销售费用	55	66	66	85	101
管理费用	602	790	713	832	949
EBIT	267	564	768	971	1,196
公允价值变动收益	5	-1	0	0	0
投资收益	-75	-12	0	0	0
财务费用	-23	16	57	56	57
营业利润	133	338	711	915	1,139
所得税	45	114	249	183	194
少数股东损益	9	52	37	22	28
净利润	38	144	425	710	917
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,114	970	1,434	1,496	1,968
其他流动资产	101	133	133	133	133
长期投资	51	61	61	61	61
固定资产合计	3,357	3,549	4,067	4,583	5,092
无形及其他资产	402	644	645	646	649
资产合计	8,624	9,611	10,703	12,157	13,782
流动负债	2,824	2,654	2,762	3,097	3,405
非流动负债	74	987	1,187	1,237	1,287
股东权益	5,726	5,971	6,754	7,823	9,090
投入资本(IC)	7,395	7,662	8,646	9,764	11,081
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	137	356	499	776	993
折旧与摊销	411	446	367	354	356
流动资金增量	527	373	-100	490	383
资本支出	-668	-1,054	-665	-584	-497
自由现金流	406	122	102	1,036	1,235
经营现金流	537	1,051	1,000	673	998
投资现金流	-299	-1,088	-665	-584	-497
融资现金流	-419	-60	129	-27	-29
现金流净增加额	-181	-97	464	61	472
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	0.2%	4.1%	11.0%	24.9%	18.4%
EBIT 增长率	-11.1%	111.5%	36.1%	26.4%	23.3%
净利润增长率	-81.7%	284.4%	194.8%	67.0%	29.2%
利润率					
毛利率	27.6%	39.1%	37.4%	36.6%	36.8%
EBIT 率	6.5%	13.2%	16.2%	16.3%	17.0%
净利润率	0.9%	3.4%	8.9%	12.0%	13.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	0.7%	2.4%	6.4%	9.2%	10.3%
总资产收益率(ROA)	0.5%	2.0%	4.3%	6.0%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	1.8%	4.7%	5.8%	8.0%	9.0%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	146.5	227.3	183.3	191.8	194.9
应收账款周转天数	91.6	81.3	84.0	84.4	83.7
总资产周转率	765.1	818.9	821.8	747.1	715.3
净利润现金含量	14.3	7.3	2.4	0.9	1.1
资本支出/收入	16.2%	24.6%	14.0%	9.8%	7.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.6%	37.9%	36.9%	35.7%	34.0%
净负债率	50.6%	61.0%	58.5%	55.4%	51.6%
<b>估值比率</b>					
PE	663.94	172.74	58.59	35.09	27.16
PB	1.53	2.68	3.75	3.24	2.79
EV/EBITDA	13.69	16.37	22.37	19.17	16.08
P/S	6.07	5.82	5.25	4.20	3.55
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		