证券研究报告

农药

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

联化科技

002250

审慎增持 （维持）

2019 年营收达历史最好水平，计提商誉影响业绩，扣非净利润同比实现大幅增长

2020 年 02 月 24 日

市场数据

市场数据日期	2020-02-23
收盘价（元）	17.42
总股本（百万股）	923.88
流通股本(百万股)	896.65
总市值（百万元）	16093.96
流通市值(百万元)	15619.64
净资产（百万元）	5990.13
总资产（百万元）	9446.79
每股净资产	6.48

相关报告

《兴证化工_联化科技(002250)2019 年业绩预告点评：大额计提商誉减值准备金额等影响业绩，扣非净利润同比或恢复至历史较好水平》2020-01-23

《兴证化工_联化科技(002250)2019 年三季报点评：2019Q3 营收同比提高至上市来最好水平，在建工程保持较快增长保障后续发展》2019-10-31

《兴证化工_联化科技(002250)2019 年半年报点评：三大业务 2019H1 同比均实现较快增长；在建工程大幅提高，储备项目较多值得期待》2019-08-29

分析师：
徐留明
xuliuming@xyzq.com.cn
S0190515060004

邓先河
dengxianhe@xyzq.com.cn
S0190520010002

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4114	4291	5841	7030
同比增长(%)	0.2%	4.3%	36.1%	20.4%
净利润(百万元)	38	137	713	891
同比增长(%)	-81.7%	265.0%	420.4%	25.0%
毛利率(%)	27.6%	27.0%	35.1%	34.3%
净利润率(%)	0.9%	3.2%	12.2%	12.7%
净资产收益率（%）	0.7%	2.3%	10.8%	12.3%
每股收益(元)	0.04	0.15	0.77	0.96
每股经营现金流(元)	0.58	0.97	1.85	2.04

投资要点

- **事件：**联化科技发布 2019 年业绩快告，报告期内实现营业总收入 42.91 亿元，同比提高 4.31%；归属上市公司股东净利润 1.37 亿元，同比提高 264.40%；扣非后归母净利润为 1.66 亿元，同比提高 45.97%。

  因收购境外公司股权所形成的商誉存在减值迹象，公司预计本期计提的商誉减值准备金额为 2.25 亿元。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**因定制加工业务订单充裕、部分自产自销产品价格同比上涨，联化科技 2019 年营业收入同比稳中有增，达到历史最好水平；公司净利润、扣非后归母净利润同比均大幅增加。因对收购海外资产产生的商誉计提商誉减值准备金额，影响公司业绩。

  联化科技是国内农药及医药中间体定制生产的领先企业，以农药、医药和功能化学品为核心的三大产业布局日趋完善。公司农药业务技术创新、工程放大及质量管理突出，与国外核心大客户保持战略合作，在核心大客户全球供应链体系中占据重要地位；公司医药业务与全球领先的制药公司之间的合作持续深入，成为数家国际大公司的战略供应商，有望维持较快增长；功能化学品领域，公司大力发展已有的成熟产品，并积极开展新业务拓展。依靠领先的工艺技术、核心的客户资源和陆续投产的新项目，公司长期前景良好。我们调整公司 2019 年 EPS 预测为 0.15 元，维持公司 2020-2021 年 EPS 为 0.77 和 0.96 元的预测，维持“审慎增持”评级。

风险提示：下游需求低迷，新项目建设进度不达预期，开工率不及预期。

报告正文

事件

联化科技发布 2019 年业绩快告，报告期内实现营业总收入 42.91 亿元，同比提高 4.31%；归属上市公司股东净利润 1.37 亿元，同比提高 264.40%；扣非后归母净利润为 1.66 亿元，同比提高 45.97%。

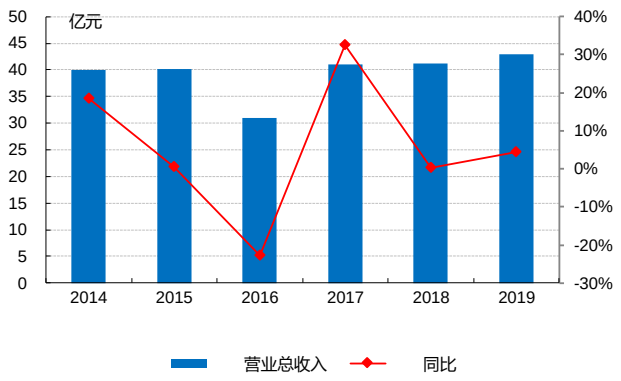
因收购境外公司股权所形成的商誉存在减值迹象，公司预计本期计提的商誉减值准备金额为 2.25 亿元。

点评

因定制加工业务订单充裕、部分自产自销产品价格同比上涨，联化科技 2019 年营业收入同比稳中有增，达到历史最好水平；公司净利润、扣非后归母净利润同比均大幅增加。因对收购海外资产产生的商誉计提商誉减值准备金额，影响公司业绩。

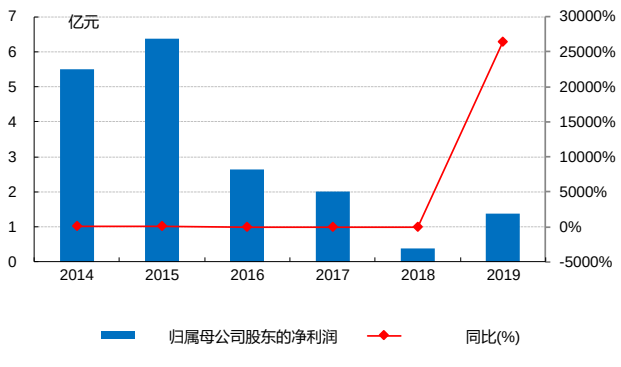
- **联化科技 2019 年营业收入同比稳中有增，达历史最好水平；净利润同比大幅提高。**因主要业务农药、医药业务订单充裕，同时公司部分产品大幅涨价，联化科技 2019 年营业收入同比稳中有增，较 2018 年同比提高 4.31%至 42.91 亿元，为历史最好水平（其中工业收入同比增加 7.98%，公司历史上营业收入均在 42 亿元下方）。净利润同比大幅提高 264.40%至 1.37 亿元。
- **大额计提商誉减值准备金额等影响业绩。**联化科技于 2017 年支付了 1.08 亿英镑合并成本收购了 Project Bond Holdco Limited 100%的权益，并确认与 Project Bond Holdco Limited 相关的商誉为 6.22 亿元人民币。本次计提商誉减值准备金额为 2.25 亿元人民币，导致公司 2019 年度报告合并报表归属于上市公司股东的净利润降低 2.25 亿元人民币。不考虑大额计提商誉等影响，2019 年联化科技扣非后归母净利润同比提高 45.97%至 1.66 亿元。

图1、联化科技营收情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、联化科技净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司经过多年积累，医药事业部正处于高速发展阶段。**2019 年上半年有多个商业化及即将上市的 API 项目正在与客户积极洽谈，值得期待。联化科技江口工厂于 3 月通过了欧盟 EMA 的审计，再次确认了公司质量体系的水平，并保证了相关 GMP 项目的顺利进行与进一步的开拓。在业务上，公司 3 个 GMP 项目的验证工作已经陆续完成，其他的几个项目的工艺验证也进展顺利。
- **在建工程大幅提高，储备项目较多值得期待。**截至 2019 年 9 月末，联化科技在建工程较去年同期提高 24.50%至 8.69 亿元；固定资产同比增加 2 亿至 34.19 亿元。公司目前储备项目较多，待项目逐个建成投产，成长值得期待。截至 2019 年 6 月末，联化科技“年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、15 吨 AMTB 医药中间体项目”投资进度达 85.07%，报告期内实现效益 318.78 万元；“年产 9000 吨氨氧化系列产品”项目投资进度达 76.83%。
- **积极推进保险理赔等工作，缓解响水 3·21 爆炸事故停产影响。**2019 年 3 月 21 日，与公司子公司江苏联化和盐城联化位于同一化工园区的某企业发生爆炸事故，上述爆炸事故造成两家子公司暂时停产。联化科技采取多种措施，缓解上述事件的影响：（1）积极推进保险理赔：根据保险公司出具的《赔款收据》，保险公司确认合计赔付公司财产一切险赔款 1.61 亿元；（2）优化生产资源：利用国内外多个生产基地优势，实现各个基地之间的生产联动，缓解产品供应短缺造成的影响。
- **维持“审慎增持”评级。**联化科技是国内农药及医药中间体定制生产的领先企业，以农药、医药和功能化学品为核心的三大产业布局日趋完善。公司农药业务技术创新、工程放大及质量管理突出，与国外核心大客户保持战略合作，在核心大客户全球供应链体系中占据重要地位；公司医药业务与全球领先的制药公司之间的合作持续深入，成为数家国际大公司的战略供应商，有望维持较快增长；功能化学品领域，公司大力发展已有的成熟产品，并积极开展新业务拓展。依靠领先的工艺技术、核心的客户资源和陆续投产的新项目，公司长期前景良好。我们调整公司 2019 年 EPS 预测为 0.15 元，维持公司 2020-2021 年 EPS 为 0.77 和 0.96 元的预测，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**下游需求低迷，新项目建设进度不达预期，开工率不及预期。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3623	3287	3218	3798
货币资金	1114	1200	1400	1667
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1032	0	0	484
其他应收款	62	70	95	114
存货	1195	1709	1316	1236
非流动资产	5001	5615	6177	6503
可供出售金融资产	1	0	0	0
长期股权投资	51	51	50	51
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3357	3491	4129	4630
在建工程	624	1137	1068	1034
油气资产	0	0	0	0
无形资产	279	236	214	178
资产总计	8624	8902	9394	10301
流动负债	2824	2917	2690	3263
短期借款	1040	1452	869	640
应付票据	137	157	190	370
应付账款	571	595	758	1201
其他	1077	713	873	1051
非流动负债	74	16	58	-259
长期借款	0	0	0	-311
其他	74	16	58	52
负债合计	2899	2933	2748	3004
股本	926	924	924	924
资本公积	2209	2209	2209	2209
未分配利润	2444	2523	3096	3591
少数股东权益	34	41	49	57
股东权益合计	5726	5969	6646	7298
负债及权益合计	8624	8902	9394	10301

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	47	137	713	891
折旧和摊销	400	364	440	544
资产减值准备	116	1006	565	-567
无形资产摊销	11	10	10	10
公允价值变动损失	-5	-6	0	0
财务费用	-7	37	14	-41
投资损失	75	15	-13	18
少数股东损益	9	7	8	8
营运资金的变动	-192	481	11	-963
经营活动产生现金流量	537	900	1705	1884
投资活动产生现金流量	-299	-877	-935	-962
融资活动产生现金流量	-419	64	-570	-654
现金净变动	-197	86	200	267
现金的期初余额	1130	1114	1200	1400
现金的期末余额	934	1200	1400	1667

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4114	4291	5841	7030
营业成本	2977	3133	3791	4621
营业税金及附加	37	36	38	37
销售费用	55	56	64	77
管理费用	602	772	1022	1160
财务费用	-23	37	14	-41
资产减值损失	116	67	58	81
公允价值变动	5	-6	0	0
投资收益	-75	-15	13	-18
营业利润	133	169	866	1078
营业外收入	7	39	22	23
营业外支出	48	38	41	42
利润总额	92	169	848	1058
所得税	45	25	127	159
净利润	47	144	720	899
少数股东损益	9	7	8	8
归属母公司净利润	38	137	713	891
EPS(元)	0.04	0.15	0.77	0.96

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	0.2%	4.3%	36.1%	20.4%
营业利润增长率	-51.6%	26.9%	413.4%	24.4%
净利润增长率	-81.7%	265.0%	420.4%	25.0%
盈利能力(%)				
毛利率	27.6%	27.0%	35.1%	34.3%
净利率	0.9%	3.2%	12.2%	12.7%
ROE	0.7%	2.3%	10.8%	12.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	33.6%	32.9%	29.3%	29.2%
流动比率	1.28	1.13	1.20	1.16
速动比率	0.85	0.54	0.70	0.78
营运能力(次)				
资产周转率	47.6%	49.0%	63.8%	71.4%
应收帐款周转率	405.0%	395.0%	431.4%	441.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.04	0.15	0.77	0.96
每股经营现金	0.58	0.97	1.85	2.04
每股净资产	6.16	6.42	7.14	7.84
估值比率(倍)				
PE	442.6	121.3	23.3	18.6
PB	2.9	2.8	2.5	2.3

分析师声明

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn