

业绩稳定增长 抗周期性较强

事件：公司公布 2008 年年报，报告期实现销售收入 10.85 亿元，同比增长 9.93%，利润总额 9794 万元，同比增长 20.55%，归属于母公司的净利润 7474 万元，同比增长 28.30%。实现每股收益(摊薄)0.58 元，分配预案为每 10 股派 3 元。

研究结论

- **净利润稳定增长：**虽然 2008 年化工企业的经营环境大起大落，但公司的主要产品农药与医药中间体需求相对稳定，公司业绩也实现了稳定增长。2008 年公司实现净利润 7474 万元同比增长 28.3%，实现扣除非经常性损益净利润 6537 万元，同比增长 13.14%。但由于公司经营性项目占用资金增多，公司经营性现金流下滑明显，同时由于募投项目尚未达产，财务杠杆降低，使得公司 ROE 水平有较大下降。
- **毛利率提升与政府补助增加是业绩提高主因：**公司销售收入的增长主要来自于农药中间体业务的快速增长，但由于公司放弃了染料中间体业务，同时为了规避风险缩小了贸易业务规模，使营业收入仅小幅增加 9.93%。由于毛利较高的农药中间体业务占比变大，财政补助资金等营业外收入增多，抵消了公司三项费用率提高 4.1 个百分点的影响，使公司利润总额的增速高于销售收入增长。公司获得高新技术企业使实际所得税率降低是净利润增速大于利润总额增速的主要原因。
- **农药中间体增长迅速，占比加大：**分业务来看，报告期公司农用中间体继续快速增长，销售收入 6.2 亿元，同比增加 68.87%，占全部销售收入的近 60%，但受上半年成本上升等因素影响，农药自产自销部分毛利率下降较快，导致农药中间体综合毛利率下降 3.17%；由于自产自销比例较高，医药中间体销售收入下滑 17.4%，毛利率下降 1.41 个百分点；公司为了规避原材料大幅波动的风险，减少了贸易业务 25.33%，但毛利率上涨 0.95 个百分点；同时根据公司的发展规划，公司停止了染料中间体的生产。
- **四季度业绩环比增长，抗周期性强：**四季度公司实现销售收入 2.61 亿元，同比增加 46%，实现净利润 2200 万，同比增长 104%，受经济危机影响较小。根据其下游大客户的近期表态来看，预计公司 09 年农药产品需求仍能保持稳定增长。
- **募投项目潜在市场较大：**公司的募投项目中低毒选择性除草剂 XDE 是公司向农药原药生产扩展的尝试，主要应用于水稻田，潜在市场较大，预计将在明年上半年投产；农药及医药中间体对氯苯甲腈预计也在 2010 年投产；项目全部达产后有望提高公司 EPS0.28 元左右。
- **维持增持投资评级：**公司具有较强的技术能力，长期的发展值得期待。而且公司的下游产品农药和医药中间体需求较为稳定，抗风险能力较强。我们维持公司 09—10 年 EPS0.60，0.74 元的预测，目前股价属于合理估值水平，维持公司增持的投资评级

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

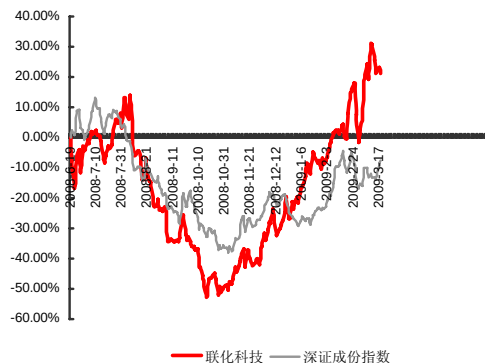
庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

王晶 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价(2009年3月18日)	16元
目标价格(6个月)	17元
总股本/A股(万股)	12914/12914
A股市值(百万元)	2066
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2009年3月19日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	21.01	59.13	-
相对表现(%)	20.94	46.11	-

资料来源：WIND

财务预测

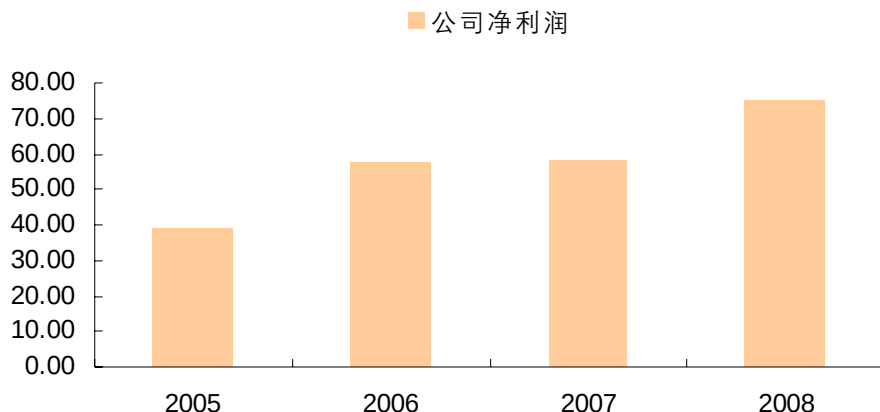
主要财务指标	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	987	1085	1097	1238
同比(%)	9%	10%	1%	13%
归属母公司净利润	58	75	77	95
同比(%)	1%	28%	3%	24%
毛利率(%)	21.3%	25.5%	25.1%	25.0%
ROE(%)	23.6%	11.7%	11.3%	12.4%
每股收益(元)	0.45	0.58	0.60	0.74
P/E	35.47	27.65	26.88	21.69
P/B	8.37	3.25	3.03	2.68

资料来源：东方证券研究所预测

净利润稳定增长

虽然 2008 年化工企业的经营环境大起大落，但公司的主要产品农药与医药中间体需求相对稳定，公司业绩也实现了稳定增长。2008 年公司实现净利润 7474 万元同比增长 28.3%，实现扣除非经常性损益净利润 6537 万元，同比增长 13.14%。

图 1. 公司净利润变化图 百万元

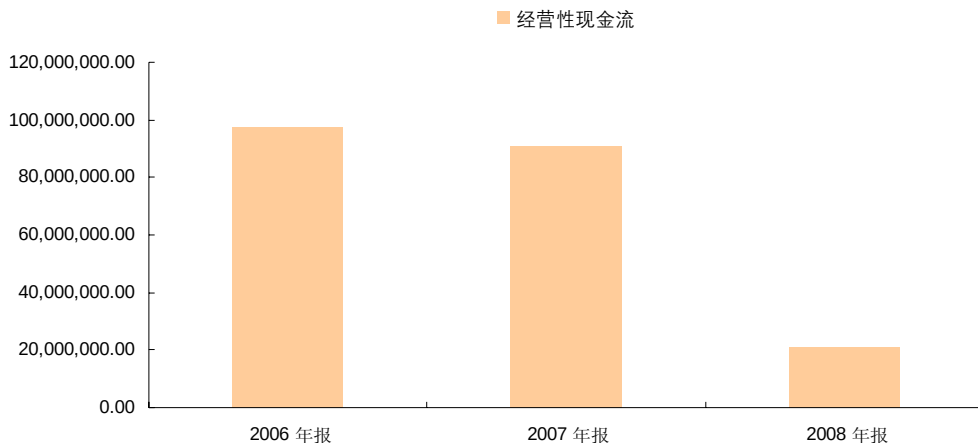


资料来源：公司公告，东方证券研究所

但由于公司经营性项目占用资金增多，公司经营性现金流下滑明显。首先，应收账款周转率下降 2.29，主要原因系公司由于工业业务产销规模的扩大，同时在确保资金安全的前提下，部分重点优质大客户每批发货量增大且至年末尚处在货款约定结算帐期内，而致应收帐款余额大幅上升；其次存货周转率比去年同期降低 2.31，主要原因系公司由于工业业务产销规模的扩大，同时根据确定的订单情况，对部分原料提前批量采购和及时生产增加库存而使存货上升，其中产成品库存上升 3700 万元，原材料库存上升 1200 万元；第三，经营性应付项目没有随销售收入同比增加。三者导致公司经营性项目占款较多。

由于公司的营运资金并不非常充裕，随着公司经营规模的扩大，公司如果能有效的提高营运资金管理，将对公司的经营产生积极的影响。

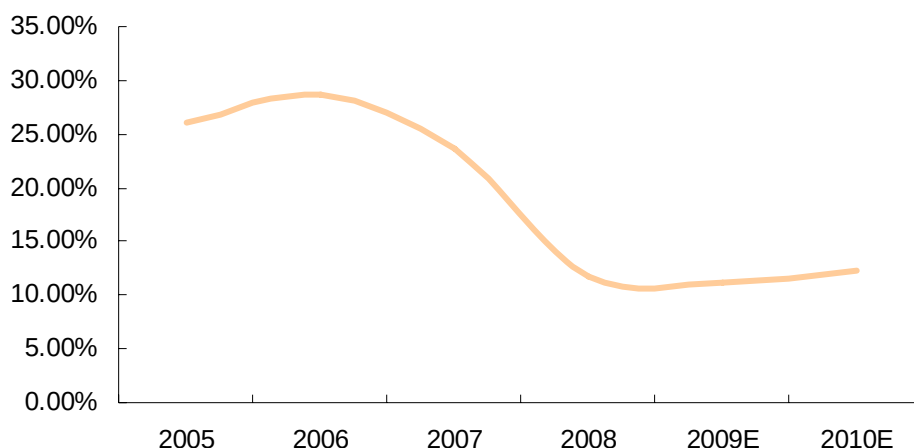
图 2. 公司经营性现金流 元



资料来源：公司年报

由于募投项目尚未达产，财务杠杆降低，使得公司 ROE 水平有较大下降。公司 2008 年通过 IPO 使股东权益扩大了 157% 至 6.38 亿。而公司的两个募投项目将于 2010 年投产，因此在 08-09 年将无法贡献利润。同时公司的资产负债率由 2007 年的 68.6 下降到 2008 年底 42.33%，财务杠杆大幅降低。因此短期内使 ROE 出现了较大幅度的下降。

图 3. 公司 ROE 变化



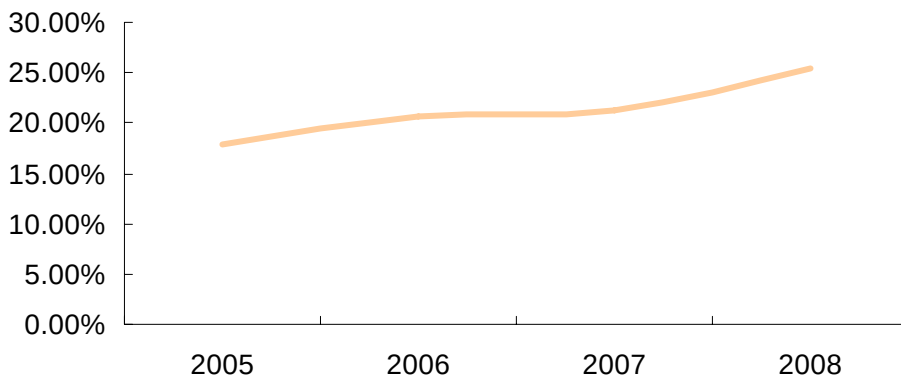
资料来源：公司公告，东方证券研究所

毛利率提升与政府补助增加是业绩提高主因

销售收入上涨 9.93%: 公司销售收入的增长主要来自于农药中间体业务的快速增长，但由于公司放弃了染料中间体业务，同时为了规避风险缩小了贸易业务规模，使营业收入仅小幅增加 9.93%。

综合毛利率提高 3.8 个百分点: 虽然公司农药中间体和医药中间体的毛利率均略有下降，但由于毛利较高的农药中间体业务占比变大，而毛利率微薄的贸易业务占比大幅下降，使公司 2008 年的总和毛利率达到 25.47%，比去年同比提高 3.8 个百分点。

图 4. 公司综合毛利率变化图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

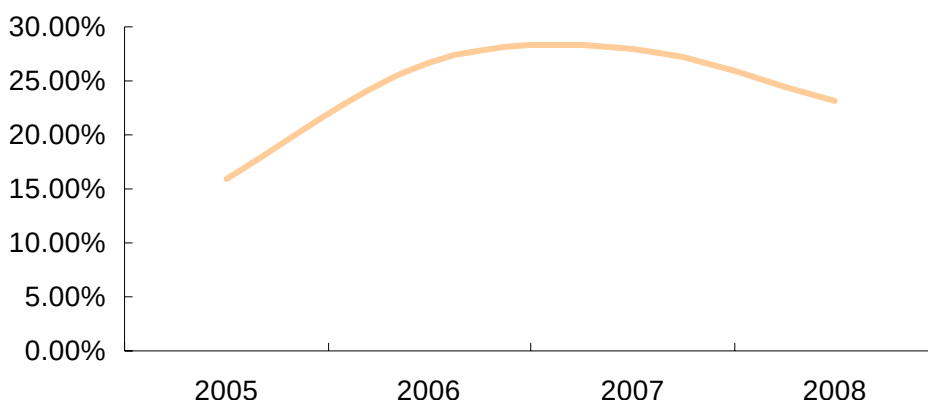
管理费用大幅上升：2008 年公司的管理费用率大幅升高 4.1 个百分点。主要由于产销规模的增长，同时新增员工及提高了职工的工资和福利水平增支 2,320.33 万元；由于固定资产的增加而使计提的折旧费用增加 470.23 万元。

营业外收入大幅增加：报告期公司营业外收入同比增加近 1000 万元，主要由于收到黄岩区技术改造财政补助资金和黄岩产业集群专项发展奖励基金等多项政府补贴所致。

公司综合毛利率的提升和营业外收入的大幅增加抵消了公司三项费用率提高 4.1 个百分点的影响，使公司利润总额的增速高于销售收入增长。

所得税税率降低：公司获得高新技术企业使实际所得税率降低到 23.2%是净利润增速大于利润总额增速的主要原因。

图 5. 公司近几年所的税税率变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

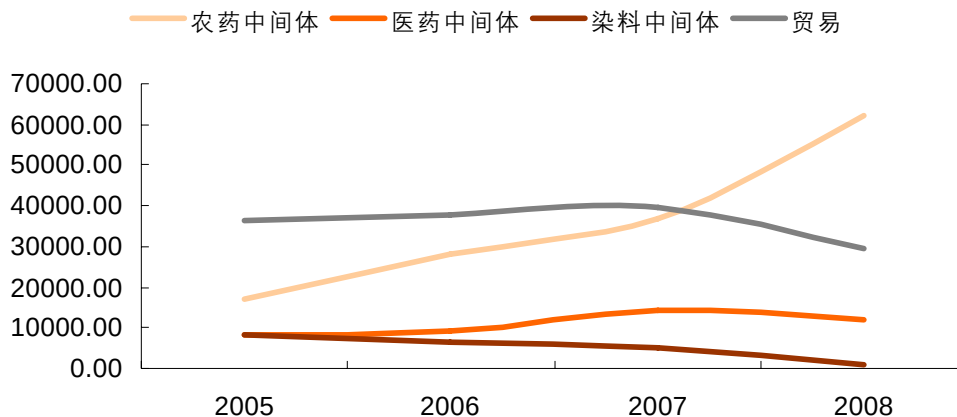
农药中间体增长迅速，占比加大

分业务来看，报告期公司农用中间体继续快速增长，销售收入 6.2 亿元，同比增加 68.87%，占销售收入比重由 2007 年的近 37% 上升到今年的 57%，其中农药定制加工业务占大部分，受上半年成本上升等因素影响，农药自产自销部分毛利率下降较快，下半年随着原材料价格下跌，毛利率有所回升，全年农药自产自销毛利率 21.34%，下降近 10 个百分点，预计 2009 年毛利率水平将逐渐回归历史正常水平。而农药定制生产主要原材料由客户提供，收取的加工费用较为稳定，因此毛利率较为稳定，达到 41.44%，增加 0.4 个百分点。农药中间体综合毛利率为 35.8%，下降 3.17%。

由于自产自销比例较高，医药中间体销售收入下滑 17.4%，毛利率也受到一定影响下降 1.41 个百分点。今年上半年，根据公司的发展规划，公司停止了染料中间体的生产。

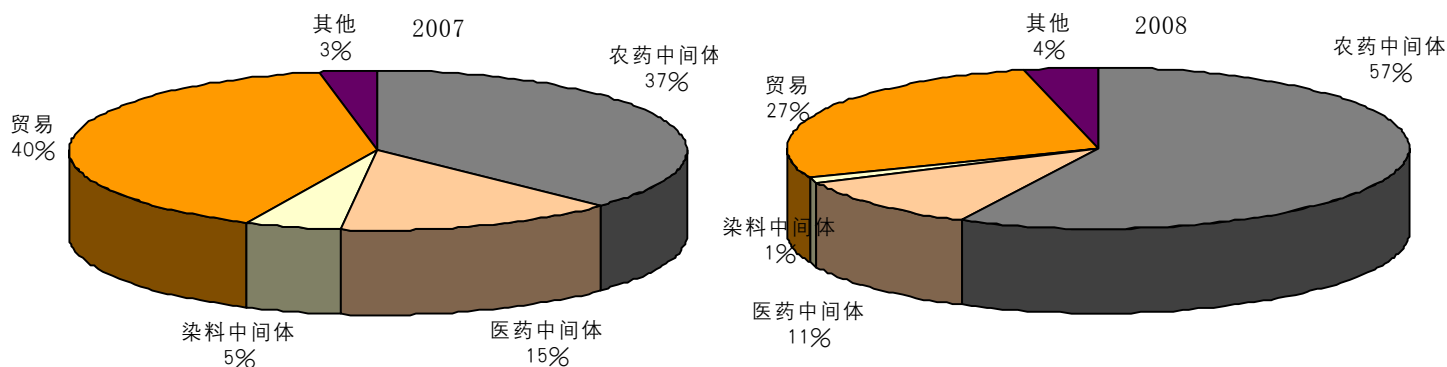
同时，公司为了规避原材料大幅波动的风险，减少了贸易业务 25.33%，但毛利率上涨 0.95 个百分点；

图 6。公司主要产品的营业收入变化 万元



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7。公司主要产品的营业收入占比变化 2007-2008



资料来源：公司公告，东方证券研究所

四季度业绩环比增长，抗周期性强

公司四季度公司实现销售收入 2.61 亿元，同比增加 46%，实现净利润 2200 万，同比增长 104%，受经济危机影响较小。根据公司下游大客户 FMC 公司 2009 年 2 月 11 日的一次报告中的分析，FMC 公司对今年的农化事业部的增长表示了充分的信心，预测增长幅度在 5-10%。此外 FMC 公司在近期还收购了美国私营公司 Waterbury 以含菊酯成分杀虫喷雾剂为主的产品线，显示 FMC 将继续谋求在菊酯领域的发展，扩大市场份额，延伸销售渠道，因此我们认为，近期 FMC 对联化科技的产品如联苯菊酯的需求应能保持稳定。预计公司 09 年农药产品需求仍能保持稳定增长。

募投项目潜在市场较大：

公司的募投项目中低毒选择性除草剂 XDE 是公司向农药原药生产扩展的尝试,主要应用于水稻田,潜在市场较大,预计将在明年上半年投产;农药及医药中间体对氯苯甲腈预计也在 2010 年投产;项目全部达产后有望提高公司 EPS0.28 元左右。

表 5. 公司主要募投项目

项目名称	产品名称	2006 年 产量	年新增 产能	达产后总 产量	完全达产 后预计净 利润
年产 2500 吨卤代芳腈对氯苯甲腈产业化技改项目	对氯苯甲腈	445 吨	2000 吨	2445 吨	1900 万
	2,6-二氯苯甲腈	130 吨	250 吨	380 吨	
	3,4-二氯苯甲腈	80 吨	250 吨	330 吨	
年产 600 吨 XDE 生产线建设项目	XDE	—	600 吨	600 吨	1650 万
高新技术研究开发中心对现省级研发中心进行升级改造,计划将研发中心建成技改项目	国家级高新技术研究开发中心。				

资料来源：东方证券研究所

维持增持投资评级

公司具有较强的技术能力,长期的发展值得期待。而且公司的下游产品农药和医药中间体需求较为稳定,抗风险能力较强,预计销售额在 2009 年能够稳定增长,而且随着原材料价格回落,公司自产自销业务成本压力降低,农药和医药中间体的综合毛利率水平也将逐渐恢复。2010 年,公司的募投项目卤代芳烃和 XDE 将逐渐投产,并在 10-11 年逐渐释放业绩。总体来看,公司短期需求稳定,长期仍有较好的发展机会,我们维持公司 09-10 年 EPS0.60, 0.74 元的预测,目前股价属于合理估值水平,维持公司增持的投资评级。

风险提示

公司经营的主要风险是：

下游客户的财务状况或市场需求情况出现急剧恶化,被迫中止与公司的合同

竞争对手开发出部分中间体新合成技术,大幅削弱公司的成本优势

公司新产品的投产日期和推广进度低于预期

表. 公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008A	2009E	2010E	会计年度	2007	2008A	2009E	2010E
流动资产	270	496	320	335	营业收入	987	1085	1097	1238
现金	39	166	30	30	营业成本	777	809	822	928
应收账款	75	126	83	93	营业税金及附加	2	3	3	3
其它应收款	14	14	20	22	营业费用	24	31	32	37
预付账款	26	23	37	37	管理费用	89	135	130	137
存货	115	165	140	139	财务费用	12	14	6	5
其他	2	3	11	12	资产减值损失	2	6	3	4
非流动资产	521	610	949	996	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	307	388	904	952	营业利润	81	87	100	123
无形资产	36	35	36	36	营业外收入	3	12	2	2
其他	171	180	2	2	营业外支出	2	1	0	0
资产总计	791	1106	1269	1331	利润总额	81	98	102	125
流动负债	522	449	445	419	所得税	23	23	25	31
短期借款	238	182	100	69	净利润	59	75	76	94
应付账款	78	87	107	93	少数股东损益	0	0	1	1
其他	206	180	239	257	归属于母公司净利润	58	75	77	95
非流动负债	21	19	21	21	EBITDA	92	117	151	201
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.58	0.60	0.74
其他	21	19	21	21	主要财务比率				
负债合计	543	468	466	440	会计年度	2007	2008A	2009E	2010E
少数股东权益	1	2	2	3	成长能力				
股本	97	129	129	129	营业收入	8.6%	9.9%	1.1%	12.9%
资本公积	2	285	293	293	营业利润	-6.8%	7.5%	14.9%	23.6%
留存收益	148	223	261	348	归属于母公司净利润	0.9%	28.3%	2.9%	23.9%
归属母公司股东权益	247	636	683	770	获利能力				
负债和股东权益	791	1106	1151	1213	毛利率	21.3%	25.5%	25.1%	25.0%
现金流量表					净利率	5.9%	6.9%	7.0%	7.7%
单位:百万元					ROE	23.6%	11.7%	11.3%	12.4%
会计年度	2007	2008A	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	91	21	252	163	资产负债率	68.6%	42.3%	40.5%	36.3%
净利润	59	75	76	94	净负债比率				
折旧摊销	0	40	45	73	流动比率	0.52	1.10	0.72	0.80
财务费用	12	15	6	5	速动比率	0.30	0.74	0.40	0.47
投资损失	1	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	0	-113	121	-11	总资产周转率	1.40	1.14	0.92	0.95
其它	20	4	3	3	应收账款周转率	13	10	10	13
投资活动现金流	-175	-167	-239	-120	应付账款周转率	10.15	9.85	8.50	9.30
资本支出	191	204	240	120	每股指标 (元)				
长期投资	6	-0	-1	0	每股收益	0.45	0.58	0.60	0.74
其他	22	37	-1	0	每股经营现金流	0.71	0.82	1.95	1.26
筹资活动现金流	71	229	-82	-43	每股净资产	1.91	4.93	5.29	5.96
短期借款	104	547	-83	-31	估值比率				
长期借款	-12	0	0	0	P/E	35.47	27.65	26.88	21.69
普通股增加	43	32	0	0	P/B	8.37	3.25	3.03	2.68
资本公积增加	0	282	8	0	EV/EBITDA	25	19	15	11
其他	-64	-632	-8	-12					
现金净增加额	-11	85	-70	0					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn