



陈志斌
021-53519888-1971
zhbin_chen2005@126.com

09 年最大亮点仍在农药中间体

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	16.46
12mth A 股价格区间 (元)	6.18/17.94
总股本 (百万股)	129.14
无限售 A 股/总股本	25.01%
流通市值 (百万元)	531.62
每股净资产 (元)	4.93
PBR (X)	3.34
DPS (Y08, 元) 每 10 股派 3 元 (税前)	

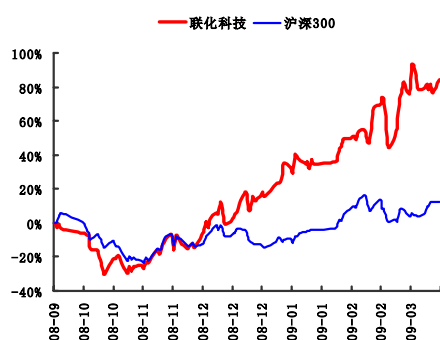
主要股东 (Y08)

牟金香	46.12%
陈建郎	7.50%
张有志	4.72%

收入结构 (Y08)

医药中间体	15.09%
农药中间体	78.63%
其它	6.27%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: CZB09—CT05

主要观点:

08 年业绩保持增长态势

公司近日发布 08 年年报: 全年实现收入 10.85 亿元, 净利润 0.75 亿元, 分别同比增长 9.93% 和 28.3%, 每股净收益 0.58 元。分配预案每 10 股派 3 元。业绩增长主要原因: 公司业绩增长主要动力来自于农药中间体业务的大幅增长。08 年公司农药中间体的销售收入达到 6.2 亿元, 占公司收入 57.14%, 同步增长 68.87%。

09 年募投项目确保继续增长

09 年公司最大亮点还是在农药中间体。一方面公司现有产品受经济危机影响较小, 我们认为仍然能保持良好的增长态势。另一方面, 根据公司规划, 09 年的募投项目低毒选择性除草剂 XDE 将完成, 该项目产品主要用于水稻田。对这一项目我们认为如能顺利达产, 09 年会成为公司新的利润增长点。

投资建议:

未来六个月内, 维持“跑赢大市”;

预计公司 09, 10 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.75 元; 对应的动态市盈率为 24.93 倍和 21.95 倍。考虑到公司在农药中间体细分市场的领先地位以及强大的研发、技术储备能力, 产品的高毛利率特点, 未来成长前景看好, 维持“跑赢大市”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	986.98	1084.94	1139.19	1253.11
年增长率 (%)	8.59	9.93	5.00	10.00
归属于母公司的净利润	58.25	74.74	85.23	96.86
年增长率 (%)	0.94	28.3	14.04	13.65
每股收益 (元)	0.60	0.58	0.66	0.75
PER (X)	27.43	28.38	24.93	21.95

注: 有关指标按最新总股本为 129.14 百万股计算

一、08 年业绩保持增长态势

公司近日发布 08 年年报: 全年实现收入 10.85 亿元, 净利润 0.75 亿元, 分别同比增长 9.93% 和 28.3%, 每股净收益 0.58 元。分配预案每 10 股派 3 元。

业绩增长主要原因:

公司业绩增长主要动力来自于农药中间体业务的大幅增长。08 年公司农药中间体的销售收入达到 6.2 亿元, 占公司收入 57.14%, 同步增长 68.87%。

虽然受金融危机影响, 农药中间体自产自销模式的产品毛利率有所降低, 从 07 年的 31.91% 降至 08 年 21.34%, 但是在定制生产方面公司保持了盈利的稳定性, 08 年毛利率为 41.44%, 略增 0.04%。

表1 08年主营产品构成比例(百万元, %)

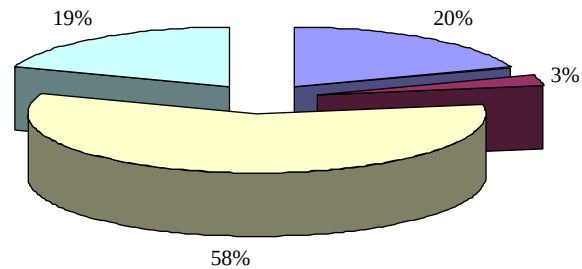
产品分类	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
医药中间体	119.15	91.12	23.52%	-17.40%	-15.84%	-1.41%
农药中间体	620.67	398.50	35.80%	68.87%	77.64%	-3.17%
染料中间体	8.30	7.17	13.70%	-83.02%	-82.60%	-2.06%
其他	41.26	27.80	32.61%	35.22%	45.19%	-4.63%
合计	789.38	524.59	33.54%	33.53%	33.50%	0.01%

资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

由于公司主要定位在为国外公司提供定制农药产品, 而且主要为发达市场提供高附加值产品, 因此, 公司在销售地区分布上呈现明显特征: 美国 (如 FMC 公司) 为其主要市场, 08 年销售收入的 58% 来自美国, 其次是亚洲、国内和欧盟。

图 1 2008 公司销售国别占比 (%)

■ 国内 ■ 欧盟 ■ 美国 ■ 亚洲



资料来源：公司年报，上海证券研究所

二、09 年募投项目确保继续增长

09年公司最大亮点还是在农药中间体。一方面公司现有产品受经济危机影响较小，我们认为仍然能保持良好的增长态势。另一方面，根据公司规划，09年的募投项目低毒选择性除草剂XDE将完成，该项目产品主要用于水稻田。对这一项目我们认为如能顺利达产，09年会成为公司新的利润增长点。

我们认为公司在农药中间体细分市场已经初步具备较强的研发优势，同时技术储备较为丰富，而下游需求较为稳定，未来产能的释放将进一步增强公司的实力。

三、投资建议

预计公司 09，10 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.75 元；对应的动态市盈率为 24.93 倍和 21.95 倍。考虑到公司在农药中间体细分市场的领先低位以及强大的研发、技术储备能力，产品的高毛利率特点，未来成长前景看好，维持“跑赢大市”评级。

四、附表

附表 1 联化科技损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008	2009 E	2010 E
营业总收入	1084.94	1139.19	1253.11
营业总成本	998.07	1026.88	1125.65
营业税金及附加	2.96	3.00	3.00
营业费用	31.34	35.00	35.00
管理费用	135.33	145.00	150.00
财务费用	14.11	5.00	5.00
投资收益	0	-	-
营业外收入	12.35	-	-
营业外支出	1.27	-	-
利润总额	97.94	112.31	127.46
所得税费用	22.75	26.08	29.60
净利润	75.19	86.23	97.86
归属于母公司所有者的净利润	74.74	85.23	96.86
少数股东权益	0.45	1.00	1.00
每股收益（元）	0.58	0.66	0.75

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 129.14 万股摊薄计

分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。