

原材料/化学产品

2009 年 5 月 5 日



公司研究

投资价值分析

投资评级：短期-推荐，长期-A

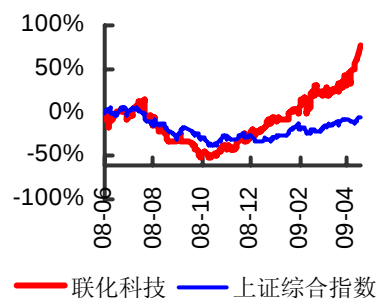
细分市场 大有作为

——联化科技（002250）投资价值分析报告

核心观点：

- 世界和我国人口总数保持持续增长,对于食品需求的压力将长期存在。我国人口众多,粮食需求巨大,要保证粮食安全必须立足于粮食自给。我国依靠有限的土地资源实现粮食自给,必须不断增加单位土地面积的产出量。
- 农药行业是重要的支农产业之一,投入产出比高达 6~10 倍。在制约农业生产的自然条件日显突出的情况下,农药的广泛使用以提高单位面积产量是解决的粮食问题的重要出路。农药在农业生产总成本中占比较低,需求刚性强。
- 世界农业行业处于稳定期。尽管受到金融危机的冲击,2009 年农化子行业依旧是欧洲化工业的亮点,反映出农药行业的抗风险能力。
- 世界农药行业呈现出市场和产能转移、农药开发和应用向“绿色”方向发展和转基因作物市场挤占传统农业市场的趋势。
- 我国已经发展成为世界农药生产大国和主要出口国,2000~2005 年均增长 10.5%,不但满足国内需求,还有大量出口。
- 多项因素推动我国农药行业景气度上升。
- 公司是我国精细化工行业的龙头企业,技术和管理水平先进,拥有国内外领先的六大核心技术,农药中间体和医药中间体是公司的主要业务,多项产品的产销量位居世界同行业前列,并已形成竞争对手难以模仿的独特经营模式——定制生产,抗风险能力突出,矩阵式产品结构是公司抗风险能力的重要保障。募集资金项目的逐步投产将进一步增强公司的盈利能力。
- 我们预计公司 09-11 年每股收益将分别达到 0.82 元、0.97 元和 1.10 元。鉴于公司领先的技术和管理水平、超稳定的定制业务模式、矩阵式产品结构,都赋予了公司领先于同行业的抗风险能力和突出的成长性,我们认为可给予公司超出同行业的估值水平,30 倍市盈率应是可接受的估值水平。
- 以 2010 年每股收益 0.97 元和 30 倍市盈率计算,公司 12 个月的股价水平应在 29.04 元,仍有 27.40%的上涨空间。因此,我们给予公司的投资评级为:短期强烈推荐,长期 A。

股价走势



相关报告：

《联化科技：细分市场魅力凸显》
强力推荐 A, 20090420。

研究员：徐文峰

电话：010—84183312

E-mail: xuwenfeng@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

1、世界农产品需求持续增长.....	4
1.1 世界和我国人口变化趋势.....	4
1.2 世界粮食储备处于历史低位.....	5
1.3 我国的农业生产状况.....	5
2、农药是农业增产的重要保障.....	7
2.1 农药产业对于农业增产的保障作用.....	7
2.2 农药在农业生产总成本中占比较低，需求刚性强.....	7
3、世界农药市场概况.....	8
3.1 世界农业行业处于稳定期.....	8
3.2 世界农药行业的发展趋势.....	9
4、我国农药行业的发展.....	10
4.1 我国农药行业发展状况.....	10
4.2、多项因素推动我国农药行业景气度上升.....	11
5、公司是我国精细化工行业的龙头企业.....	12
5.1 农药中间体和医药中间体是公司的主要业务.....	12
5.2 公司已形成竞争对手难以模仿的独特的经营模式.....	14
5.2.1 公司是国内精细化工中间体行业的龙头企业，多项产品产销量位居世界同行业前列....	14
5.2.2 六大核心技术奠定公司竞争优势.....	15
5.2.3 定制生产模式是公司的特色和稳定器.....	16
5.2.4 矩阵式产品结构是公司抗风险能力的重要保障.....	17
5.3 募集资金项目的逐步投产将进一步增强公司的盈利能力.....	18
6、盈利预测.....	19
6.1 公司经营预测.....	19
6.2 公司盈利预测.....	20
7、估值与投资建议.....	20

图表目录

图 1、世界人口展望（亿人）	4
图 2、我国人口展望（亿人）	4
图 3、全球粮食库存量与使用量的比率	5
图 4、我国土地利用状况（2000 年）	5
图 5、我国耕地面积和有效灌溉面积	6
图 6、我国历年主要农产品产量（万吨）	6
图 7、影响农产品产量的自然因素	7
图 8、影响农产品产量的人为因素	7
图 9、我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成（2005 年）	7
图 10、全球常规作物保护市场销售额（单位：亿美元）	8
图 11、全球常规作物保护市场实际增长率（单位：%）	9
图 12、我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成（2005 年）	12
图 13、公司 08 年主要业务收入构成	13
图 14、公司 08 年主要业务利润构成	13
图 15、公司 08 年工业业务收入构成	13
图 16、公司 08 年工业业务利润构成	13
图 17、公司历年主营产品销售收入（单位：百万元）	13
图 18、我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成（2005 年）	14
图 19、公司 05-07 年工业业务收入构成	16
图 20、公司 08-07 年工业业务毛利构成	16
表 1、2000~2007 年我国农药产量（单位：万吨（折纯）、%）	10
表 2、近年我国农药工业主要经济指标统计（单位：亿元，%）	11
表 3、近年我国农药进出口统计（单位：万吨（实物）、亿美元、%）	11
表 4、主要产品的市场竞争地位	15
表 5、公司主要核心技术	15
表 6、公司主要产品一览	17
表 7、公司 IPO 募集资金项目	18
表 8、公司经营预测	19
表 9、盈利预测表	20
表 10、农药类上市公司投资价值比较	21

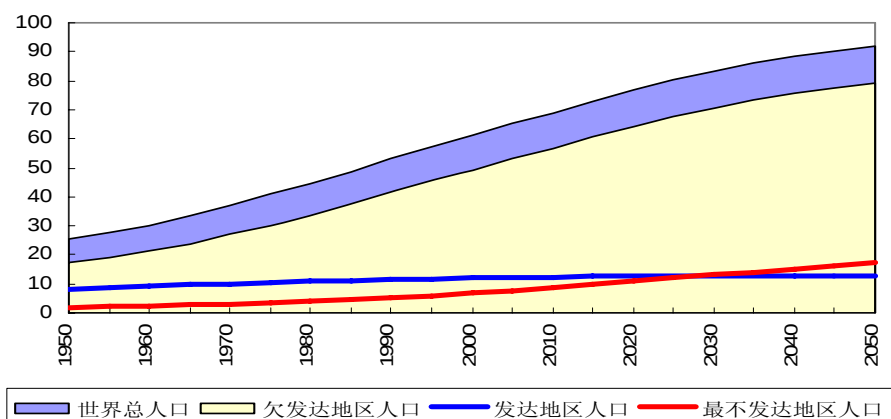
1、世界农产品需求持续增长

1.1 世界和我国人口变化趋势

1950 年以来，世界人口从 25 亿增加至当前的 66 亿，亚非等不发达地区人口增长尤其显著。根据联合国人口司的预测，到 2050 年世界人口将超过 90 亿。世界人口的持续增长使得对于食品需求的压力将长期存在。

2008 年中期，石油价格的大幅上涨，诱发了二战以来最严重的全球粮食危机，粮食安全和农业生产作为影响国计民生和社会稳定的重大课题，其重要性日益凸显。

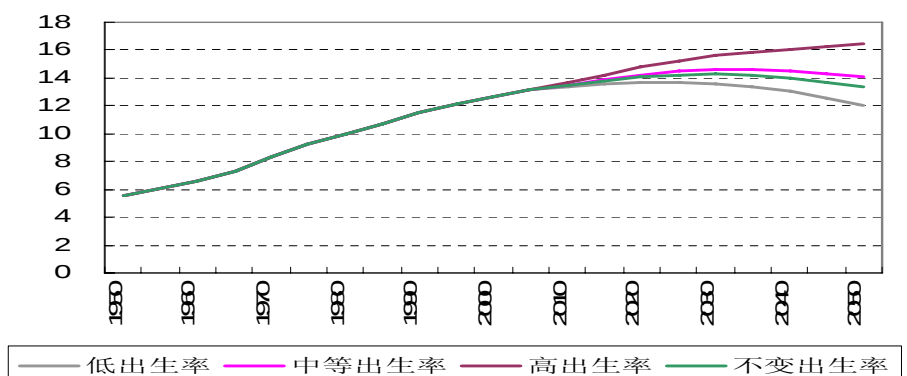
图 1、世界人口展望（亿人）



资料来源：联合国人口司，国都证券研究所

从我国的人口趋势来看，人口增长趋势将延续到 2030 年前后。我国以世界 7% 左右的有限耕地面积养活持续增长约占世界 22% 的人口总数，庞大的粮食需求显然难以依赖剧烈震荡的国际粮食市场，而必须立足于国内粮食自给。

图 2、我国人口展望（亿人）

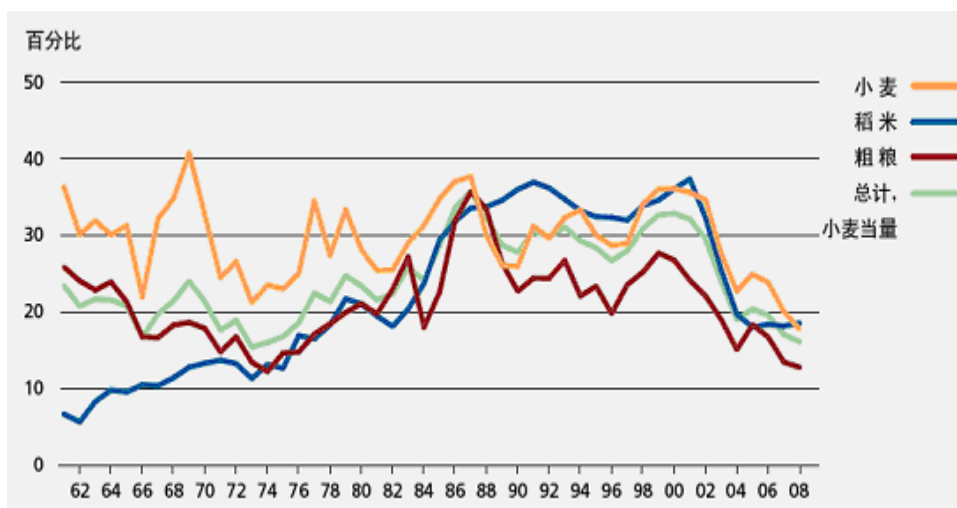


资料来源：联合国人口司，国都证券研究所

1.2 世界粮食储备处于历史低位

由于人口持续增加、耕地面积减少、消费升级、粮食工业用途的开发，以及各国对于农业重要性的忽视等因素的影响，世界粮食库存量和使用量的比率自2000年以后持续下降，到2007/08年全球粮食库存量与使用量的比率已下降到历史最低水平，诱发了世界性的粮荒。

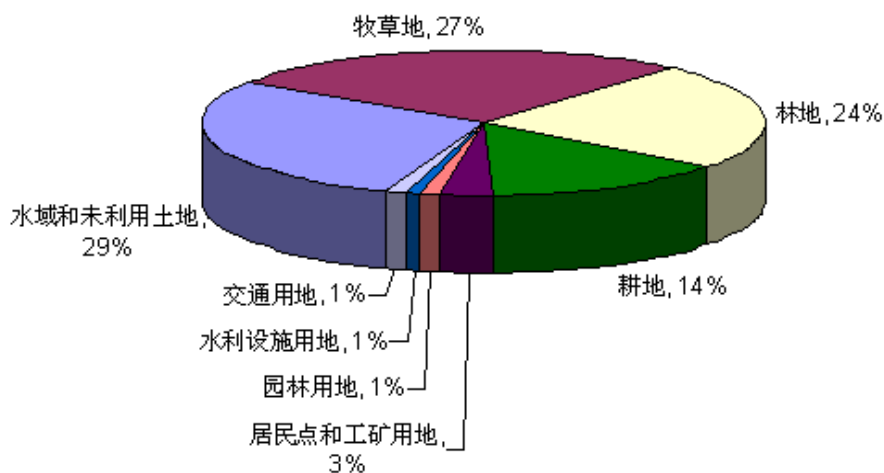
图3、全球粮食库存量与使用量的比率



资料来源：联合国粮农组织 FAO，国都证券研究所

1.3 我国的农业生产状况

图4、我国土地利用状况（2000年）



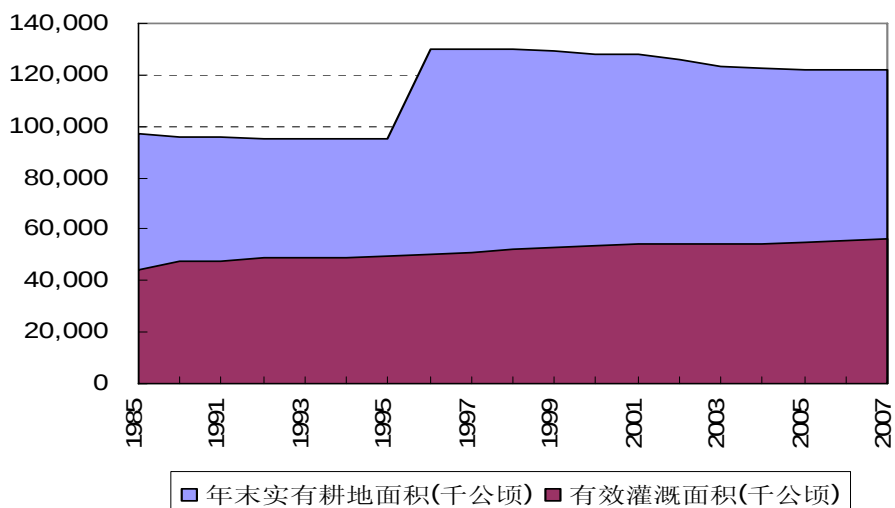
资料来源：联合国粮农组织 FAO，国都证券研究所

在我国有限的土地资源中，耕地面积仅占国土面积的约14%，而且，随着工业化和城市化进程的不断推进，宝贵的农业用地资源不可避免地受到侵蚀。为确保农业生产和粮食安全，我国政府在“十一五”规划纲要指出，到2010年末全国

耕地面积必须确保不低于 18 亿亩的“红线”。而根据 2007 年国土资源公报，当年我国耕地面积净减少达 61 万亩。

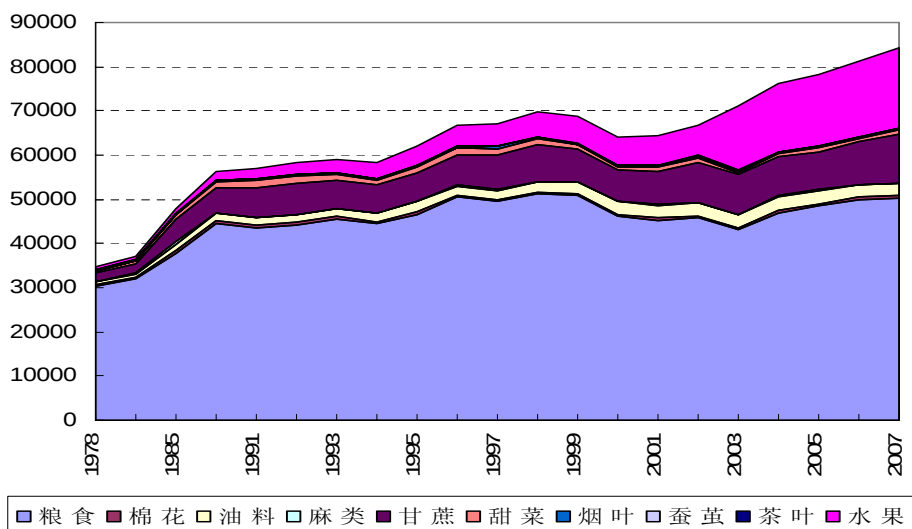
耕地面积的持续减少和食品需求不断增长的矛盾，要求我国不断增加单位土地面积的产出量。

图 5、我国耕地面积和有效灌溉面积



资料来源：农业部、国家统计局，国都证券研究所

图 6、我国历年主要农产品产量 (万吨)

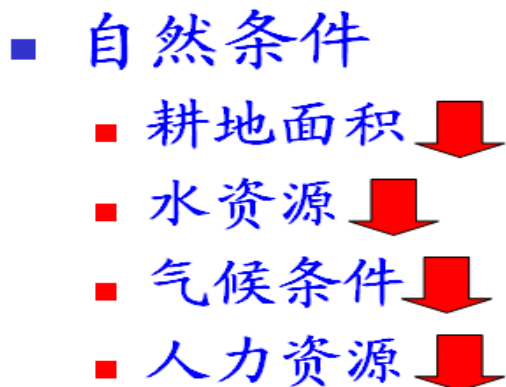


资料来源：农业部、国家统计局，国都证券研究所

2、农药是农业增产的重要保障

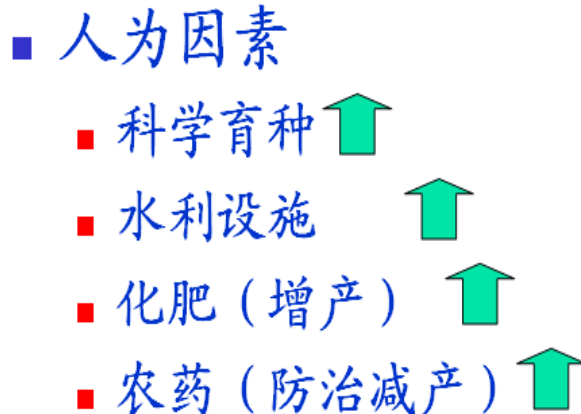
2.1 农药产业对于农业增产的保障作用

图 7、影响农产品产量的自然因素



资料来源：国家统计局，国都证券研究所

图 8、影响农产品产量的人为因素

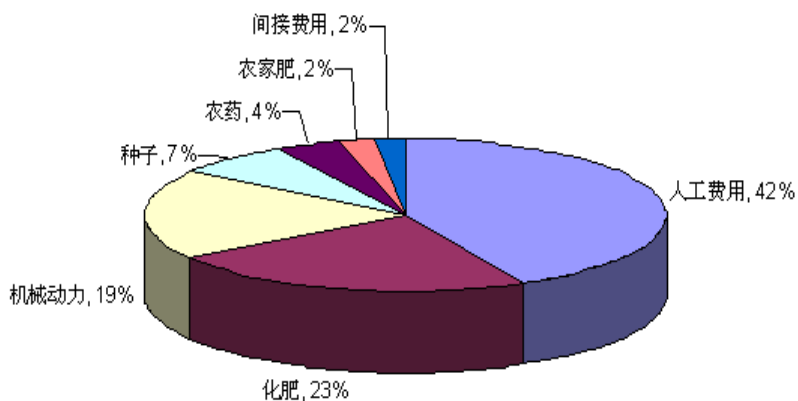


资料来源：国家统计局，国都证券研究所

农药行业是重要的支农产业之一，投入产出比高达 6~10 倍。在制约农业生产的自然条件日显突出的情况下，农药的广泛使用以提高单位面积产量是解决的粮食问题的重要出路。

2.2 农药在农业生产总成本中占比较低，需求刚性强

图 9、我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成（2005 年）



资料来源：发改委价格司，国都证券研究所

根据我国发改委价格司的数据，2005 年我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）的生产成本构成中，农药仅占 4%，远低于人工费用和化肥、机械动力成

本占比。而且，据相关研究，不使用农药，农作物当年会减产 40%，第二年会减产 60%以上，农药的投入产出比在 6 倍以上。因此，农药需求具有刚性需求的特点。

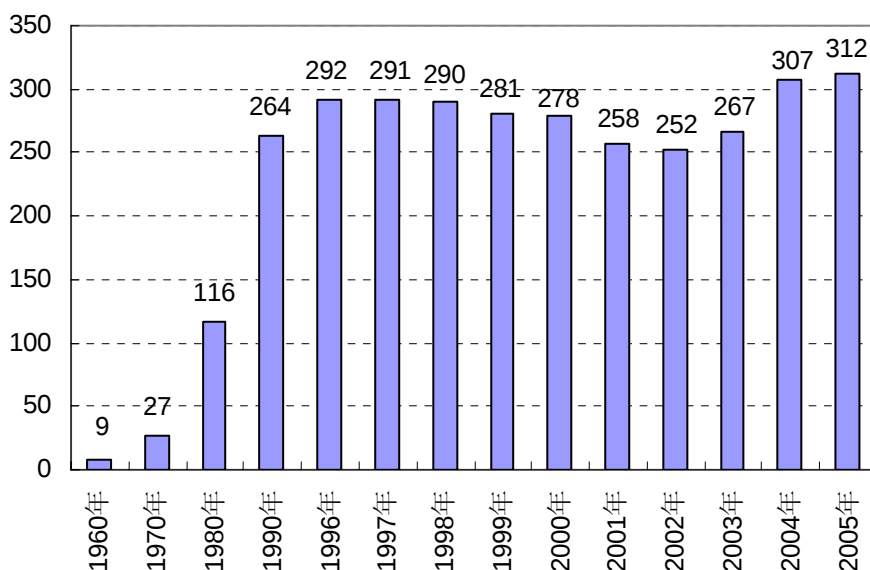
3、世界农药市场概况

3.1 世界农业行业处于稳定期

在上个世纪 60-90 年代，农药行业经过了快速的发展，繁荣后的萎缩，2003 年世界农药市场才实现在产品结构变化上的实际增长，而后逐渐步入一个销售市场的稳定期，近几年销售额稳定在 310 亿美元左右。

根据 Phillips McDougall 公司的统计，全球常规作物保护市场（Conventional crop protection market, 包括农作物和森林作物用农药，不包括非作物市场用农药，不包括农业生物技术产品）在 1990—2005 年的 15 年间，以美元计的名义增长率是 18.14%，年复合增长率 1.12%，扣除通胀和汇率因素，实际年复合增长率为 -0.77%。

图 10、全球常规作物保护市场销售额（单位：亿美元）



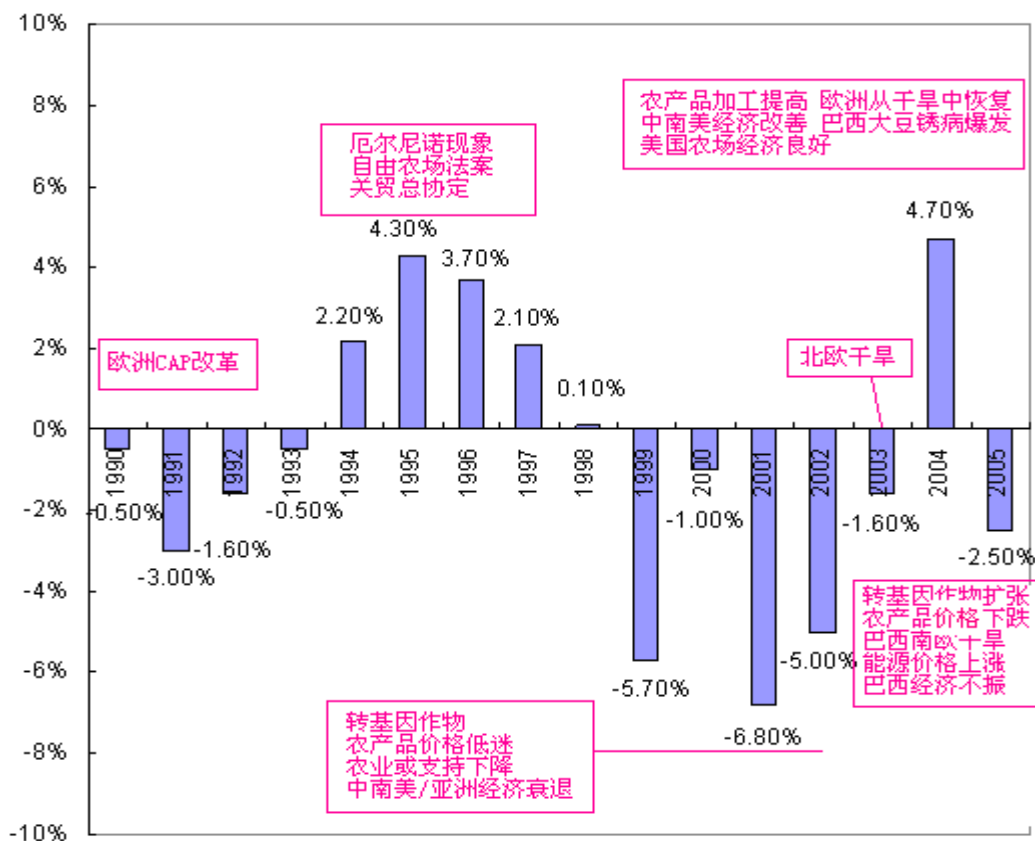
资料来源：Philips McDougall，国都证券研究所

2009 年农化子行业依旧是欧洲化工业的亮点

根据欧洲化工委员会预测，绝大多数化工子行业 2009 年将呈现向下趋势，只有少数几个行业例外，今年最大亮点还将是农用化学品行业。虽然近期粮价下跌在某种程度上对农化品利润率会产生不利影响，但与其他产品相比，经济增长

放缓对该行业的影响最小，今年从事农用化学品业务的公司有望取得可靠的收益。显示了农化行业良好的抗风险能力。

图 11、全球常规作物保护市场实际增长率（单位：%）



资料来源：Philips McDougall，国都证券研究所

3.2 世界农药行业的发展趋势

近年来世界农药行业呈现以下趋势：

1、市场和产能的转移

发达国家农药工业已走过高速发展期，市场趋于饱和。世界农药市场的增长主要集中在 中国、印度、亚太地区 和南美洲的部分国家。发展中国家的农业发展已成为全球农药行业增长的驱动力，世界农药的产能也在向相关国家转移。

2、农药开发和应用向“绿色”方向发展

农药开发向高效、低毒、低残留、高生物活性和高选择性等“绿色”方向发展，这是发达国家农药需求量趋于下降的主要原因。产业结构调整和产品结构调整给农药行业带来新的机遇。

3、转基因作物市场挤占传统农药市场

据统计, 2005 年全球 44% 的大豆、42% 的玉米和 10% 的棉花均采用转基因种子种植。全球农药市场有向农业生物技术市场转移的趋势。草甘膦、草铵膦等非选择性除草剂的发展使其他的选择性除草剂市场受到严重影响。

4、我国农药行业的发展

我国是一个有 13 亿人口的发展中国家, 农业是国民经济基础。农药是防治农业病虫害鼠害、保证农作物优质高产丰收的重要生产资料。耕地面积 2.7~3.0 亿公顷, 播种面积 3.3 亿~3.7 亿公顷, 常年重大病虫害发生面积 4.0 亿~4.3 亿公顷次, 防治面积 4.2 亿~5.0 亿公顷次。植物保护方针是“预防为主、综合治理”。但目前化学防治以其快速、高效、经济和方便的优点, 在有害生物综合治理体系中仍占主导地位。

我国每年使用农药约 45 万~50 万吨(100%有效成分), 可挽回粮食损失 5800 万吨、棉花损失 150 万吨、油料损失 230 万吨、蔬菜损失 5000 万吨、水果损失 600 万吨, 每使用价值 1 元的农药, 农业获益达数元至数十元。农药行业为农业丰收和粮食安全做出积极贡献。

4.1 我国农药行业发展状况

目前我国农药生产能力为 130 万吨/年(100%有效成分计, 下同), 居世界首位, 可生产 300 多个品种, 3000 多种制剂。2007 年农药产量为 173 万吨, “十五”末年(2005 年)较“九五”末年(2000 年)农药产量增长 60.4%, 2000~2005 年均增长 10.5%, 不但满足国内需求, 还有大量出口。

表 1、2000~2007 年我国农药产量(单位: 万吨(折纯)、%)

年份	农药总产量	杀虫剂		杀菌剂		除草剂	
		产量	比例	产量	比例	产量	比例
2000	64.8	39.7	61.3	6.9	10.6	11.7	17.9
2001	69.6	41.2	59.1	6.7	9.7	13.8	20.0
2002	82.2	45.9	55.9	7.5	9.1	20.2	24.6
2003	86.3	47.8	55.4	8.0	9.3	21.1	24.4
2004	87.0	42.5	48.9	9.1	9.3	23.0	26.4
2005	103.9	43.4	41.8	10.5	10.1	29.7	28.6
2005 年比 2000 年增长	60.4	9.3		52.8		154.7	
2000-2005 年均增长	10.5	1.3		12.1		20.9	
2006	129.6	50.5	39.0	11.2	8.6	38.7	30.0
2007	173.6	60.0	34.7	13.7	7.9	56.2	32.5

资料来源: 中国农药协会, 国都证券研究所

表 2、 近年我国农药工业主要经济指标统计（单位：亿元，%）

年份	现价工业总产值	产品销售收入	利润总额	出口交货值
2000	232.1	259.9	9.2	40.9
2001	298.3	275.4	10	44
2002	336.1	309.2	11.2	53.5
2003	374.3	355.9	12.9	67.5
2004	473.2	468.9	19.2	96
2005	642.2	624.5	33.2	120
2005 年比 2000 年增长	127	140.3	262.1	195.6
2000-2005 年均增长	21.2	22.7	35.1	27.3
2006	752.8	729.5	41.6	135.6
2007	937.97	913.31	59.1	187.53

资料来源：中国农药协会，国都证券研究所

目前我国已成为世界农药主要出口国，出口 300 余种产品，至 100 多个国家地区。2007 年出口农药 47.7 万吨（实物），出口贸易额 13.5 亿美元。“十五”末期较“九五”末期国产农药出口数量增长 164.9%，金额增长 202.4%，2000～2005 年均增长分别为 22.4%和 26.9%。

表 3、 近年我国农药进出口统计（单位：万吨（实物）、亿美元、%）

年份	进口		出口	
	数量	金额	数量	金额
2000	4.1	1.9	16.2	4.6
2001	3.5	1.7	19	5.4
2002	2.7	1.4	22.2	5.9
2003	2.8	1.3	27.4	7.3
2004	2.8	1.5	39.1	11.9
2005	3.7	1.8	42.8	14
2005 年比 2000 年增长	-9.8	-5.1	164.9	202.4
2000-2005 年均增长	-		22.4	26.9
2006	4.3	2.13	39.8	10.4
2007	4.14	2.31	47.7	13.5

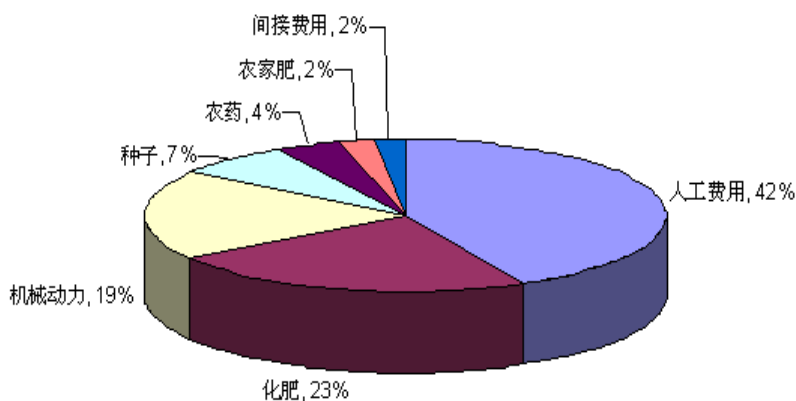
资料来源：中国农药协会，国都证券研究所

4.2、多项因素推动我国农药行业景气度上升

- 国际农药产能向我国转移，增强我国农药企业出口能力；

- 国家大力强农惠农的系列政策(较大幅度提高今年生产的粮食最低收购价格等), 增加农民收入, 增强其支付能力和加大农业生产投入的积极性;
- 土地流转, 大型商品粮基地建设, 扩大农药需求;
- 提高出农药口退税率, 增强农药行业盈利能力;
- 自然气候条件: 暖冬、气温偏高, 病虫害加剧, 农药需求增加;
- 化肥大幅跌价, 降低农产品生产总成本(化肥占比约 24%), 有利于扩大农药支出(农药占比约 4%);
- 禁止高毒农药的生产和流通, 为新型高效低毒环保农药提供市场空间;
- 行业节能减排效果逐步显现, 增强优势企业竞争优势;
- 取消农药产品商品名, 降低市场混乱度, 优势企业的品牌优势更加突出。

图 12、我国三大粮食作物(水稻、小麦、玉米)生产成本构成(2005 年)



资料来源：发改委价格司，国都证券研究所

5、公司是我国精细化工行业的龙头企业

5.1 农药中间体和医药中间体是公司的主要业务

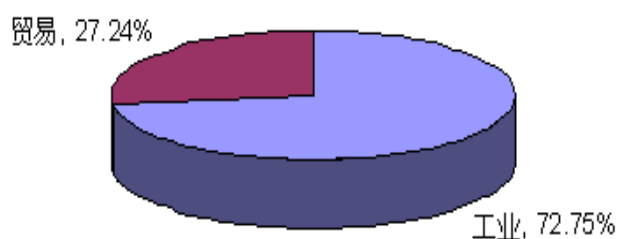
公司位于浙江台州市黄岩区，主要从事各类精细化学品的研究、开发和产业化生产，2004 年公司改制为股份有限公司，并于 2008 年 6 月在深交所中小企业板上市。

公司产品主要包括医药中间体和农药中间体系列产品，主要销往销往美国、欧洲和日本等国际市场。主要产品均占据了同类产品的较大市场份额，排名均居

于全球同业厂商前列。公司科技人员占到员工总数的 24%，近年来完成多项省级以上科技开发项目，其中 3 个产品被列为国家级新产品。公司被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，浙江省“五个一批”企业、省级高新技术企业。

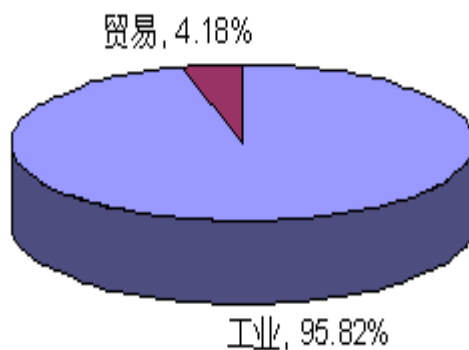
目前，公司产品主要包括医药中间体和农药中间体系列产品，其中农药中间体收入是公司最主要的利润来源。

图 13、公司 08 年主要业务收入构成



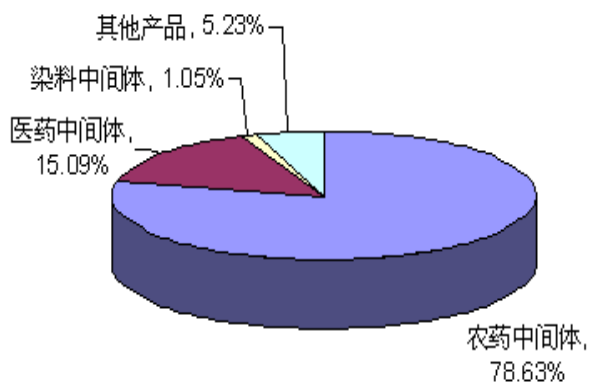
资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

图 14、公司 08 年主要业务利润构成



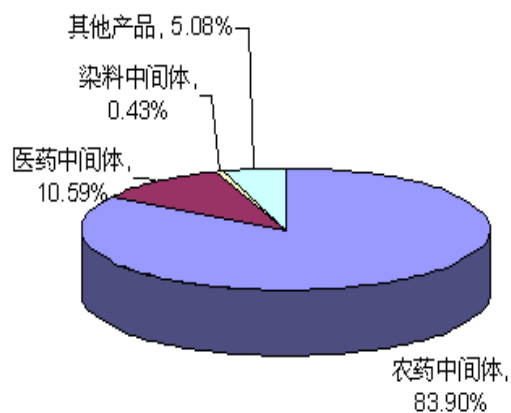
资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

图 15、公司 08 年工业业务收入构成



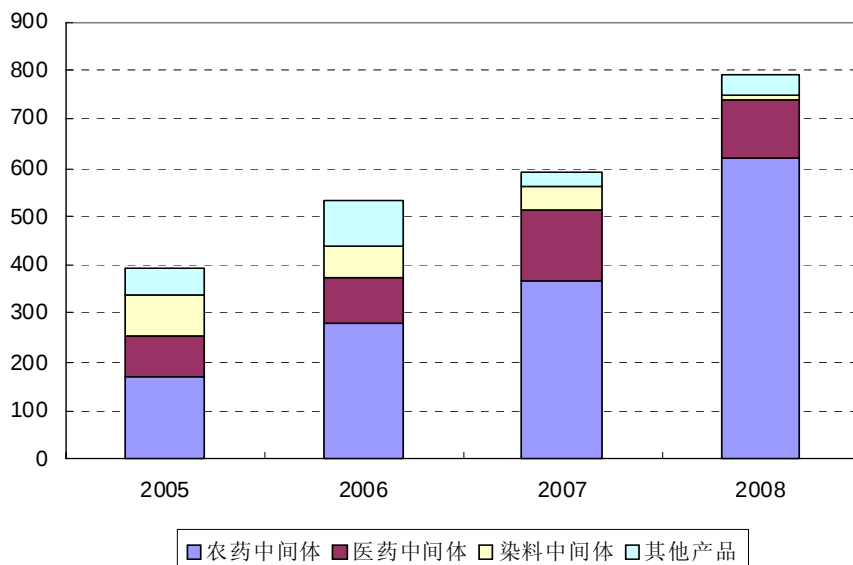
资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

图 16、公司 08 年工业业务利润构成



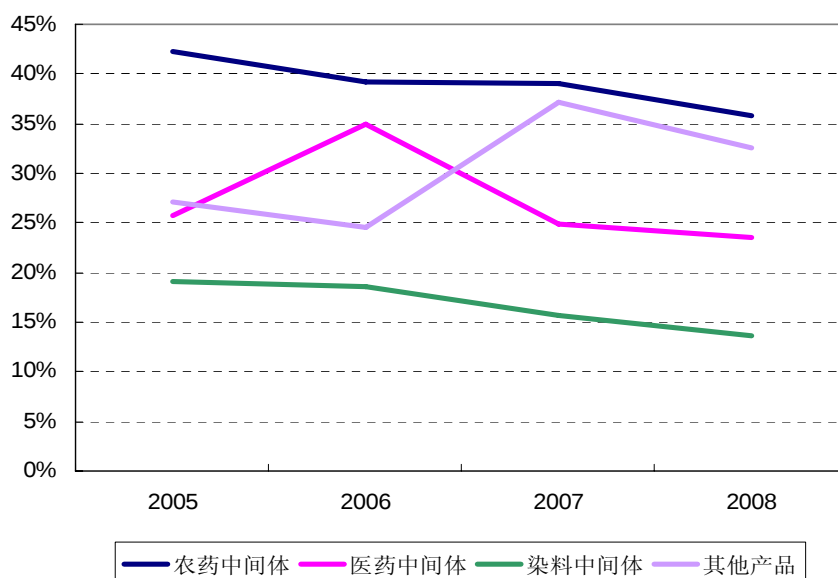
资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

图 17、公司历年主营产品销售收入（单位：百万元）



资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

图 18、我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成（2005 年）



资料来源：发改委价格司，国都证券研究所

5.2 公司已形成竞争对手难以模仿的独特的经营模式

5.2.1 公司是国内精细化工中间体行业的龙头企业，多项产品产销量位居世界同行业前列

公司是国内生产精细化工中间体产品的龙头企业。根据CNCIC的市场调研，

在细分产品市场上，公司的主要产品均占据了较大市场份额，国际市场占有率处于精细化工行业前列，2006年，其中5种产品市场占有率排名世界第一，4种产品的市场占有率排名世界第二，1种产品市场占有率排名世界第三，1种产品市场占有率排名世界第四。

公司主要产品均占据了同类产品的较大市场份额。根据CNCIC的市场调研，2004-2006年公司主要产品的市场占有率及市场排名细分情况如下表：

表4、主要产品的市场竞争地位

经营模式	产品类别	主要产品名称	2004年(市场占有率)	2005年(市场占有率)	2006年(市场占有率)
自产自销	医药中间体	(1) 对氯苯甲腈	1.09% (第4)	16.40% (第3)	24.38% (第2)
		(2) 邻氯苯甲腈	42.68% (第1)	35.06% (第1)	31.67% (第1)
		(3) 2-氨基-5-硝基苯酚	51.96% (第1)	61.54% (第1)	59.10% (第1)
	农药中间体	(4) 2,6-二氟苯腈	18.70% (第3)	10.86% (第4)	11.11% (第4)
		(5) 3,4-二氯苯甲腈	33.33% (第2)	24.00% (第2)	22.86% (第2)
		(6) 邻氟苯胺	—	36.09% (第1)	43.93% (第1)
		(7) 2-氨基-4-硝基苯胺	73.50% (第1)	75.71% (第1)	67.70% (第1)
	染料中间体	(8) 30#橙	31.00% (第2)	27.09% (第2)	12.13% (第3)
定制生产	农药中间体	(1) N3	—	61.54% (第1)	63.35% (第1)
		(2) 广灭灵	1.20% (第7)	21.03% (第2)	19.05% (第2)
		(3) 联苯菊酯	—	—	27.93% (第2)

数据来源：公司招股说明书

注：以上数据来源于 CNCIC《精细化工行业现状及发展趋势》(2007)。市场占有率的统计口径是国际市场占有率(包括国内和国外)。

5.2.2 六大核心技术奠定公司竞争优势

经过二十余年的专业化发展，公司积累了丰富的产业化管理经验，拥有了在国内领先的六大核心技术，形成了能满足客户差异化需求的快速反应能力，目前，公司已发展成为一个拥有多系列产品研发和生产能力的专业精细化工生产厂家，并形成了与美国 FMC、杜邦、陶氏化学等世界性大型化工企业开展定制生产合作的基础。

表5、公司主要核心技术

主要核心技术	来源	是否拥有所有权	技术水平
氮氧化技术	自主开发	有	国际先进水平
氟化技术	自主开发	有	国内领先水平

加氢还原技术	自主开发	有	国内领先水平
苯骈噻唑类产品的环化合成技术	自主开发	有	国内领先水平
核苷类系列产品合成技术	自主开发	有	国内领先水平
新型染料合成技术	自主开发	有	国内领先水平

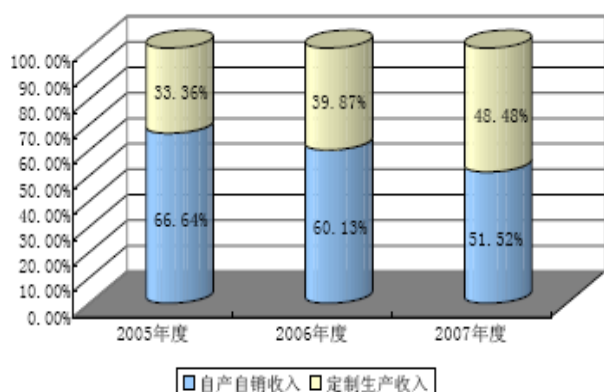
数据来源：公司招股说明书

5.2.3 定制生产模式是公司的特色和稳定器

随着世界工业分工的细化，精细化工行业的产业链也出现了阶段性分工。精细化工行业技术烦杂、环节冗长、更新速度快，即使大型化工企业也无法全部掌握研发、生产所有技术、环节。因此，大部分精细化工企业已渐由“大而全”类型向“小而精”方向发展，力求纵向深化其在产业链的位置。在此行业背景下，部分大型化工企业逐渐将研发、生产阶段或其中某个环节委托给技术更先进、生产更经济的企业。随着发展中国家技术水平的提升、生产成本的降低及对专利保护意识的加强，国外大型化工企业也越来越多地与发展中国家的企业采用定制生产模式进行合作。

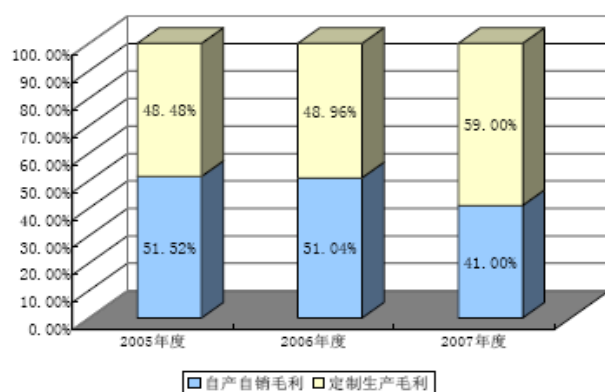
公司顺应精细化工行业的发展趋势，积极与美国杜邦公司、FMC 公司等国际大型化工企业展开合作，经过长期的考察和评价，建立定制生产关系，并由此建立了具有公司特色、在国内精细化工行业上市公司中罕见的以定制生产为主的经营模式。公司的重要客户有美国 FMC、杜邦、陶氏、柯达公司，德国的 Dystar、巴斯夫、拜耳公司，瑞士的科莱恩、汽巴公司，韩国的 LG 公司，日本的化药、住友、蝶理公司及台湾永光公司等国际性的大型医药、农药及化工企业。

图 19、公司 05-07 年工业业务收入构成



资料来源：公司招股说明书

图 20、公司 08-07 年工业业务毛利构成



资料来源：公司招股说明书

2005 年度、2006 年度和 2007 年度，公司工业业务中定制生产的营业收入近三年占工业营业收入的比重分别为 33.36%、39.87%和 48.48%，对公司工业业务

毛利的贡献为 48.48%、48.96%和 59.00%，定制生产已成为公司最重要的利润来源。

由于定制生产的客户具有专一性和排他性，合作关系具有长期性和精密性，使得公司的业务具有较强的稳定性。在全球金融危机和国内宏观经济欠佳的背景下，这种稳定性尤其难能可贵。

5.2.4 矩阵式产品结构是公司抗风险能力的重要保障

精细化工行业具有品种多、批量小、技术高、环节多、更新快等特点。公司产品在淘汰了盈利能力逐步下降的染料中间体业务后，产品主要有农药中间体和医药中间体两大类，但是，由于具体品种较多，尚无一种产品的主营业务收入和主营业务利润的占比超过 10%。众多的产品呈现矩阵式格局，也是公司抗风险能力突出的一个重要原因。

表6、 公司主要产品一览

产品名称	指标	2007年	2006年	2005年
对氯苯甲腈	产量(吨)	844	445	260
	销量(吨)	840	448	253
	产销率(%)	99.53	100.67	97.31
邻氯苯甲腈	产量(吨)	1324	649	540
	销量(吨)	1294	651	532
	产销率(%)	97.73	100.31	98.52
2,6-二氟苯腈	产量(吨)	48	45	38
	销量(吨)	48	45	38
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
3,4-二氯苯甲腈	产量(吨)	35	80	60
	销量(吨)	35	80	60
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
邻氟苯胺	产量(吨)	144	94	48
	销量(吨)	144	94	48
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
2-氟基-4-硝基苯胺	产量(吨)	1152	1153	1060
	销量(吨)	1155	1155	1051
	产销率(%)	100.26	100.17	99.15
2-氨基-5-硝基苯酚	产量(吨)	429	224	240
	销量(吨)	417	226	230
	产销率(%)	97.20	100.89	95.83

N3	产量（吨）	842	605	560
	销量（吨）	840	605	560
	产销率（%）	99.76	100.00	100.00
广灭灵	产量（吨）	2835	800	820
	销量（吨）	2745	785	815
	产销率（%）	96.83	98.13	99.39
联苯菊酯	产量（吨）	535	310	—
	销量（吨）	523	310	—
	产销率（%）	97.76	100.00	—

数据来源：公司招股说明书

5.3 募集资金项目的逐步投产将进一步增强公司的盈利能力

公司募集资金项目的产品均为市场需求旺盛的中间体，其中，卤代芳腈是用途十分广泛的精细化工品，可用于生产染料、农药、医药、聚酯、建材、绝缘材料、纺织助剂、油品及燃料添加剂等化工产品，卤代芳腈产品在国际市场销售势头兴旺，平均年增长率在 20% 以上。卤代芳腈产业化技改项目是根据目前精细化工市场的需求状况，扩大现有卤代芳腈系列产品的产能，巩固和强化公司现有产品的市场占有率，提高公司的盈利能力。

XDE 属于含氟除草剂，是当今世界农药工业发展重点之一，也是国内亟需开发生产的新型除草剂。新型含氟、含杂环农药中间体由于其下游农药产品具有高效、低毒、低残留等特点，正处于成长期，利润将比较丰厚。

募集资金项目的逐步投产将进一步增强公司的盈利能力。

表7、公司IPO募集资金项目

项目名称	产品名称	原有产量	年新增产能	达产后总产量	建设期	达产后年利润（万元）
年产2500吨卤代芳腈产业化技改项目	对氯苯甲腈	445吨	2000吨	2445吨	23个月	2224
	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	18个月	2198
高新技术研究开发中心技改项目	对现省级研发中心进行升级改造，计划将研发中心建成国家级高新技术研究开发中心。					

资料来源：公司招股说明书

6、盈利预测

6.1 公司经营预测

表 8、公司经营预测

单位：百万元		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总计	营业收入	908.90	986.98	1084.94	1344.24	1606.22	1845.67
	YOY		8.59%	9.93%	23.90%	19.49%	14.91%
	营业成本	720.89	777.04	808.60	988.22	1183.99	1363.51
	毛利率	20.69%	21.27%	25.47%	26.48%	26.29%	26.12%
其中：							
工业	营业收入	532.54	591.19	789.38	974.79	1199.83	1398.64
	YOY		11.01%	33.52%	23.49%	23.09%	16.57%
	营业成本	354.72	392.96	524.59	635.39	793.85	934.36
	毛利率	33.39%	33.53%	33.54%	34.82%	33.84%	33.19%
贸易	营业收入	376.36	395.79	295.56	369.45	406.40	447.03
	YOY		5.16%	-25.32%	25.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	366.16	384.07	284.01	352.82	390.14	429.15
	毛利率	2.71%	2.96%	3.91%	4.50%	4.00%	4.00%
工业细分：							
农药中间 体	营业收入	305.38	385.22	620.67	788.25	985.31	1162.67
	YOY		26.14%	61.12%	27.00%	25.00%	18.00%
	营业成本		235.10	398.5	496.60	630.60	749.92
	毛利率		38.97%	35.80%	37.00%	36.00%	35.50%
医药中间 体	营业收入	369.7	398.47	119.15	137.02	157.58	173.33
	YOY		7.78%	-70.10%	15.00%	15.00%	10.00%
	营业成本		299.13	91.12	104.14	120.55	134.33
	毛利率		24.93%	23.52%	24.00%	23.50%	22.50%
染料中间 体	营业收入	65.46	48.89	8.3	0.00	0.00	0.00
	YOY		-25.31%	-83.02%	-100.00%	0.00%	0.00%
	营业成本		41.18	7.17	0.00	0.00	0.00
	毛利率		15.76%	13.70%			
其他	营业收入	168.36	154.4	41.26	49.51	56.94	62.63
	YOY		-8.29%	-73.28%	20.00%	15.00%	10.00%
	营业成本		96.90	27.80	34.66	42.70	50.11
	毛利率		37.24%	32.61%	30.00%	25.00%	20.00%

资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

6.2 公司盈利预测

在前述假设前提下,我们预计公司 09-11 年每股收益将分别达到 0.82 元、0.97 元和 1.10 元。

表 9、 盈利预测表

单位:百万元	2007-12-31	2008-12-31	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	986.98	1,084.94	1,344.24	1,606.22	1,845.67
增长率	8.59%	9.93%	23.90%	19.49%	14.91%
二、营业总成本	905.22	998.07	1,216.47	1,456.73	1,676.91
营业成本	777.02	808.61	988.22	1,183.99	1,363.51
毛利率	21.27%	25.47%	26.48%	26.29%	26.12%
营业税金及附加	2.08	2.96	3.76	4.50	5.17
销售费用	23.89	31.34	40.33	48.19	55.37
管理费用	88.98	135.33	168.03	200.78	230.71
财务费用	11.54	14.11	16.13	19.27	22.15
资产减值损失	1.71	5.73	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	80.78	86.87	127.77	149.50	168.76
加:营业外收支净额	0.46	11.07	1.00	2.00	3.00
五、利润总额	81.24	97.94	128.77	151.50	171.76
减:所得税	22.73	22.75	19.31	22.72	25.76
六、净利润	58.51	75.19	106.23	124.99	146.00
减:少数股东损益	0.26	0.46	0.66	0.77	0.88
归属于母公司所有者的净利润	58.25	74.74	108.79	128.00	141.71
七、每股收益:	0.45	0.58	0.82	0.97	1.10
总股本(百万股)		129.14	129.14	129.14	129.14
最新股价			22.79	22.79	22.79
市盈率			27.70	23.55	20.77

资料来源: wind 资讯, 国都证券研究所

7、估值与投资建议

从与当前两市具有可比性的四家上市公司的市盈率比较情况来看,公司的市盈率略高于行业平均水平。但是,我们必须注意到扬农化工、华星化工的主营业务中产能严重过剩的草甘膦业务占据相当的比重,随着金融危机的持续和能源价格的低迷,国内严重过剩的草甘膦产能有可能导致恶性价格战,进一步压低产品价格,导致其盈利能力低于预期。与公司业务最相近,同是以农药中间体为主营业务的利尔化学的市盈率水平大大高于公司的水平。同时,公司领先的技术和管理水平、超稳定的定制业务模式、矩阵式产品结构,都赋予了公司领先于同行业的抗风险能力和突出的成长性,有鉴于此,我们认为可给予公司超出同行业的

估值水平，30 倍市盈率应是可接受的估值水平。

以 2010 年每股收益 0.97 元和 30 倍市盈率计算，公司 12 个月的股价水平应在 29.04 元，居 5 月 5 日收盘价 22.79 元，仍有 27.40% 的上涨空间。因此，我们给予公司的投资评级为：短期强烈推荐，长期 A。

表 10、 农药类上市公司投资价值比较

代码	简称	每股收益			市盈率 PE		
		TTM	09E	10E	TTM	09E	10E
002258	利尔化学	0.72	0.82	1.01	40.04	35.39	28.64
002215	诺普信	0.62	0.76	0.99	38.07	30.93	23.66
600486	扬农化工	1.58	1.80	2.28	22.21	19.43	15.33
002018	华星化工	0.82	0.95	0.99	19.90	17.17	16.46
平均					30.06	25.73	21.02
002250	联化科技	0.58	0.82	0.97	34.57	27.79	23.02

资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。