

稳定增长 符合预期

事件：公司公布中报，实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 12.7%，实现归属于上市公司净利润 4869 万元，同比增长 43.82%，实现基本每股收益 0.38 元。公司预计 1—9 月份净利润比上年同期增加 30%—50%。

研究结论

- **经营状况符合预期：**公司业绩符合预期，主营业务继续快速增长，市场开拓积极，毛利率较去年同期也显著提高，稳定的盈利能力得到充分的体现；同时募投项目的建设循序渐进，有望成为未来重要的利润增长点。
- **受经济危机影响小 业务快速增长：**公司业务受经济危机影响较小，继一季，公司工业业务收入继续快速增长，同比增加 26.2%，环比增加约 13%。分业务来看，公司农药中间体业务仍然是核心业务，下游需求良好，上半年收入同比增长 45.9%，占总业务收入 63.7%，较 08 年年末提高了 6.5 个百分点。分地域来看，公司国内销售略微下降 4.53%，但欧洲和美国的销售收入分别上涨 208.6%，21.02%，显示公司下游国际客户的开拓卓有成效。我们认为，公司未来将继续受益于国际农药产业的转移。
- **盈利能力稳定：**由于公司不断改进生产技术、降低贸易业务占比以及原材料成本的降低，公司主营业务毛利率同比提高幅度较大，1H09 综合毛利率为 29.92%，同比提高 7.68 个百分点，其中农药中间体毛利率提高 5.71 个百分点。虽然综合毛利率环比 1Q09 下滑 5.7 个百分点，但这主要是因为低毛利率的贸易业务占比由 1Q 的 10.45% 上升到了 2Q 的 18.3%。我们认为未来原材料的价格上升会一定程度上影响公司的毛利率，但公司通过不断的改进工艺，控制成本，盈利能力将得到保证。
- **费用率提高影响二季度业绩：**公司 2Q 毛利润 8800 万，环比增加 850 万，但净利润环比下降 200 万。这主要是因为公司计提半年度奖金、加大研发投入，从而导致管理费用环比大幅上升 500 万左右，同时 2 季度还计提了坏账损失 550 万。这是导致利润环比略降的主要原因
- **募投项目建设循序渐进：**根据公司中报披露，募投项目的建设符合预期，其中 XDE 项目将于年底达到投产要求，卤代芳烃项目有望于 10 年中期前投产。这些产品都具有较大的潜在市场空间，预计将在未来两年对公司的业绩增长提供有力的支撑。
- **维持买入的投资评级：**根据公司产品的盈利能力变化情况，我们略微调整公司 09—10 年的盈利预测至 0.77 元/股、0.92 元/股。考虑到公司稳健的经营模式和长期的发展潜力，我们维持其买入的投资评级
- **风险因素：**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。

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

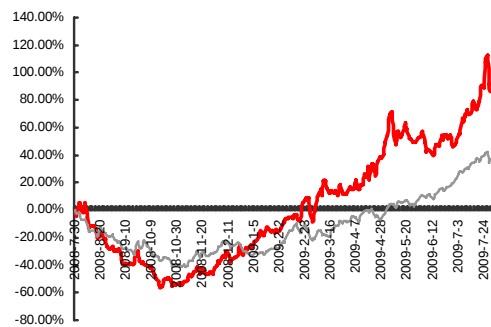
王晶(博士)

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

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价(2009年7月30日)	26.1元
目标价格(6个月)	27.5元
总股本/A股(万股)	12914/12914
A股市值(百万元)	3371
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2009年7月30日

股价表现



— 联化科技 — 深证成份指数

评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	26.64%	33.17%	79.55%
相对表现(%)	14.62%	-8.28%	37.98%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1127	1333	1562
同比(%)	10%	4%	18%	17%
净利润	75	100	120	145
同比(%)	29%	33%	20%	21%
毛利率(%)	25.5%	29.9%	29.7%	29.7%
ROE(%)	11.8%	14.3%	15.0%	15.7%
每股收益(元)	0.58	0.77	0.92	1.11
P/E	45.10	34.02	28.31	23.46
P/B	5.28	4.82	4.22	3.67

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	496	394	559	572	营业收入	1085	1127	1333	1562
现金	166	43	189	161	营业成本	809	790	937	1097
应收账款	126	124	133	156	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	14	23	27	31	营业费用	31	45	53	62
预付账款	23	35	37	44	管理费用	135	147	171	200
存货	165	158	159	165	财务费用	14	8	8	3
其他	3	11	13	16	资产减值损失	6	6	7	8
非流动资产	610	737	710	677	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	0	0	0	0
固定资产	388	690	654	616	营业利润	87	129	154	188
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	12	1	1	1
其他	180	4	13	19	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1106	1131	1269	1249	利润总额	98	129	154	188
流动负债	449	412	451	310	所得税	23	29	35	43
短期借款	182	182	182	0	净利润	75	100	120	145
应付账款	87	63	75	88	少数股东损益	0	1	1	1
其他	180	166	193	222	归属于母公司净利润	75	99	119	144
非流动负债	19	20	20	20	EBITDA	126	183	222	251
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.77	0.92	1.11
其他	19	20	20	20					
负债合计	468	432	470	330					
少数股东权益	2	2	3	4					
股本	129	129	129	129					
资本公积	285	285	285	285					
留存收益	200	251	338	443					
归属母公司股东权益	636	697	796	916					
负债和股东权益	1106	1131	1269	1249					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流	21	104	214	211	成长能力				
净利润	75	100	120	145	营业收入	9.9%	3.9%	18.3%	17.1%
折旧摊销	40	54	67	64	营业利润	7.5%	48.4%	19.8%	21.4%
财务费用	14	8	8	3	净利润	28.5%	32.6%	20.1%	20.7%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-104	-58	20	0	毛利率	25.5%	29.9%	29.7%	29.7%
其它	-4	0	0	0	净利率	6.9%	8.8%	9.0%	9.3%
投资活动现金流	-167	-181	-41	-31	ROE	11.8%	14.3%	15.0%	15.7%
资本支出	165	-181	-41	-31	ROA	6.8%	8.8%	9.4%	11.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-332	0	0	0	资产负债率	42.3%	38.2%	37.0%	26.4%
筹资活动现金流	229	-46	-28	-209	净负债比率				
短期借款	0	0	0	-182	流动比率	1.10	0.96	1.24	1.85
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.74	0.57	0.89	1.32
普通股增加	32	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	282	0	0	0	总资产周转率	0.98	1.00	1.05	1.25
其他	-86	-46	-28	-26	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	127	-122	146	-28	应付账款周转率	9.34	12.50	12.50	12.50

每股指标 (元)					估值比率				
2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E	
每股收益	0.58	0.77	0.92	1.11	P/E	45.10	34.02	28.31	23.46
每股经营现金流	0.19	0.80	1.66	1.64	P/B	5.28	4.82	4.22	3.67
每股净资产	4.94	5.41	6.19	7.12					

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。

杨云：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