

定制业务空间依旧广阔

事件：公司调研，与公司管理层交流

研究结论

- 近期我们对公司进行了调研，通过与公司管理层的交流，我们对公司未来的发展更有信心。
- **危机没有影响公司农药业务：**公司今年业绩增长超出预期的主要原因是公司农药定制生产业务基本没有受到经济危机的影响。一方面公司主要定制生产的产品大部分为国际大公司的前沿产品，市场需求相对稳定；另一方面公司在全球农药生产产业链上的地位在不断的强化，新的定制生产业务开展顺利，欧盟等地区的销售收入增速很快。
- **定制生产的空间依旧广阔：**公司是定制生产模式创新的先行者，目前公司的定制生产规模为行业内同类产品国内领先，而且在世界上也位居前列，公司在国际产业链上的认同度较高。而且定制生产业务近期越来越得到国际大型企业的重视，专利药的到期和国际竞争的加剧使国际厂商改进工艺、降低成本、同时又保障商业秘密的压力不断加大，在中国选择技术先进经验丰富的定制生产厂商成为国际厂家的重要选择。我们认为这一过程还将继续深化，联化科技的市场空间非常广阔。目前公司定制生产客户已经扩大到了 8-9 家。
- **医药中间体值得期待：**与农药相似，医药产品在未来的 5 年也面临专利药不断过期，新药开拓愈发困难，产品降价压力加大等问题，国际的医药厂商未来也有很大的压力和动力选择定制生产厂商进行定制生产。公司目前已经独立了医药的研发和销售团队，以期更快更好的发展医药中间体的业务，虽然这需要一个过程，但公司已经有一些重要的中间体处于研发状态，我们仍然认为公司的医药业务是值得期待的。
- **募投项目进展顺利：**公司募投项目进展顺利，XDE 预计年底建设完成，卤代芳烃项目预计将于明年中期建成，届时将有望对公司业绩起到锦上添花的作用。
- **维持买入的投资评级：**我们维持前次做出的公司 09-10 年 0.91 元/股、1.13 元/股的盈利预测，继续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
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10月30日) 28.46元

目标价格(6个月) 33元

总股本/A股(万股) 12914/12914

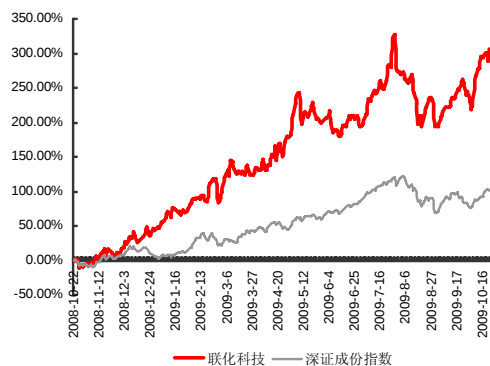
A股市值(百万元) 3675

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009年11月2日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	14.66%	-2.00%	344.85%
相对表现(%)	7.38%	8.53%	227.92%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1262	1503	1812
同比(%)	10%	16%	19%	21%
净利润	75	119	147	178
同比(%)	29%	58%	24%	21%
毛利率(%)	25.5%	29.4%	29.9%	29.6%
ROE(%)	11.8%	16.5%	17.4%	18.0%
每股收益(元)	0.58	0.91	1.13	1.37
P/E	48.81	30.96	25.04	20.65
P/B	5.72	5.08	4.34	3.69

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	438	632	689	营业收入	1085	1262	1503	1812
现金	166	44	215	211	营业成本	809	890	1054	1275
应收账款	126	139	150	181	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	14	25	30	36	营业费用	31	50	60	72
预付账款	23	40	42	51	管理费用	135	151	180	217
存货	165	178	179	191	财务费用	14	8	8	2
其他	3	13	15	18	资产减值损失	6	7	8	9
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	152	190	231
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	12	3	1	1
其他	180	4	13	19	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1106	1175	1342	1365	利润总额	98	154	190	231
流动负债	449	437	481	356	所得税	23	35	43	54
短期借款	182	182	182	0	净利润	75	119	147	178
应付账款	87	71	84	102	少数股东损益	0	1	1	1
其他	180	184	215	254	归属于母公司净利润	75	118	146	177
非流动负债	19	20	20	20	EBITDA	126	206	257	295
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.91	1.13	1.37
其他	19	20	20	20					
负债合计	468	457	501	376					
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	267	375	505					
归属母公司股东权益	636	715	838	985					
负债和股东权益	1106	1175	1342	1365					
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	105	243	240	成长能力				
净利润	75	119	147	178	营业收入	9.9%	16.3%	19.1%	20.6%
折旧摊销	40	54	67	64	营业利润	7.5%	74.6%	25.1%	21.9%
财务费用	14	8	8	2	净利润	28.5%	57.7%	23.6%	21.3%
公允价值变动损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-104	-76	22	-4	毛利率	25.5%	29.4%	29.9%	29.6%
其它	-4	0	0	0	净利率	6.9%	9.4%	9.8%	9.8%
投资活动现金流	-167	-181	-41	-31	ROE	11.8%	16.5%	17.4%	18.0%
资本支出	165	-181	-41	-31	ROA	6.8%	10.1%	10.9%	13.0%
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%	38.9%	37.3%	27.5%
筹资活动现金流	229	-46	-32	-214	净负债比率				
短期借款	0	0	0	-182	流动比率	1.10	1.00	1.31	1.93
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.74	0.60	0.94	1.40
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	1.07	1.12	1.33
其他	-86	-46	-32	-31	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	127	-121	171	-4	应付账款周转率	9.34	12.50	12.50	12.50
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.58	0.91	1.13	1.37
					每股经营现金流	0.19	0.81	1.88	1.86
					每股净资产	4.94	5.56	6.51	7.66
					估值比率				
					P/E	48.81	30.96	25.04	20.65
					P/B	5.72	5.08	4.34	3.69

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*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn