

分析师： 李兴 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

预计 2010 年仍将稳定增长

事件描述

我们拜访了联化科技。我们的主要观点如下：

- 募投项目进展顺利。600 吨 XDE 建设基本完成，2500 吨卤代芳腈 2010 年 5 月份完工。
- 我们预计，公司 2010 年业绩仍将稳定增长。公司的产品（农药中间体和医药中间体）周期性不强，并且签订长期协议的定制收入比较稳定，再加上募投项目年中产生效益，我们认为，公司 2010 年业绩稳定增长可能性大。
- 我们维持对公司的盈利预测。我们预计，2009-2011 年，公司每股收益分别为 1.08、1.67 和 2.23 元。
- 我们依然按照 2010 年 30 倍市盈率估值，目标价 50.00 元，继续维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

公司 IPO 募集资金投资项目 2010 年将陆续投产 公司产品延伸至下游

公司 2008 年 IPO 募集资金投资的年产 600 万吨 XDE 生产线建设项目和 2500 吨卤代芳腈产业化技改项目将分别于 2009 年底和 2010 年 5 月底投产。我们在 2009 年 9 月 21 日的深度报告《联化科技：定制保稳定，新项目促增长》中对公司的这 2 个项目进行了深入研究。我们依然坚持我们当初的观点，看好公司这 2 个项目的发展前景。

表 1：公司 IPO 募集资金投资项目将陆续投产

项目	产品	2006 年产量(吨)	年新增产能(吨)	达产后总产量	预计投产时间
年产 2500 吨卤代芳腈产业化技改项目	对氯苯甲腈	445	2,000	2,445	2010 年 5 月
	2, 6-二氯苯甲腈	130	250	380	
	3, 4-二氯苯甲腈	80	250	330	
年产 600 吨 XDE 生产线建设项目	XDE	—	600	600	2009 年底

资料来源：公司公告

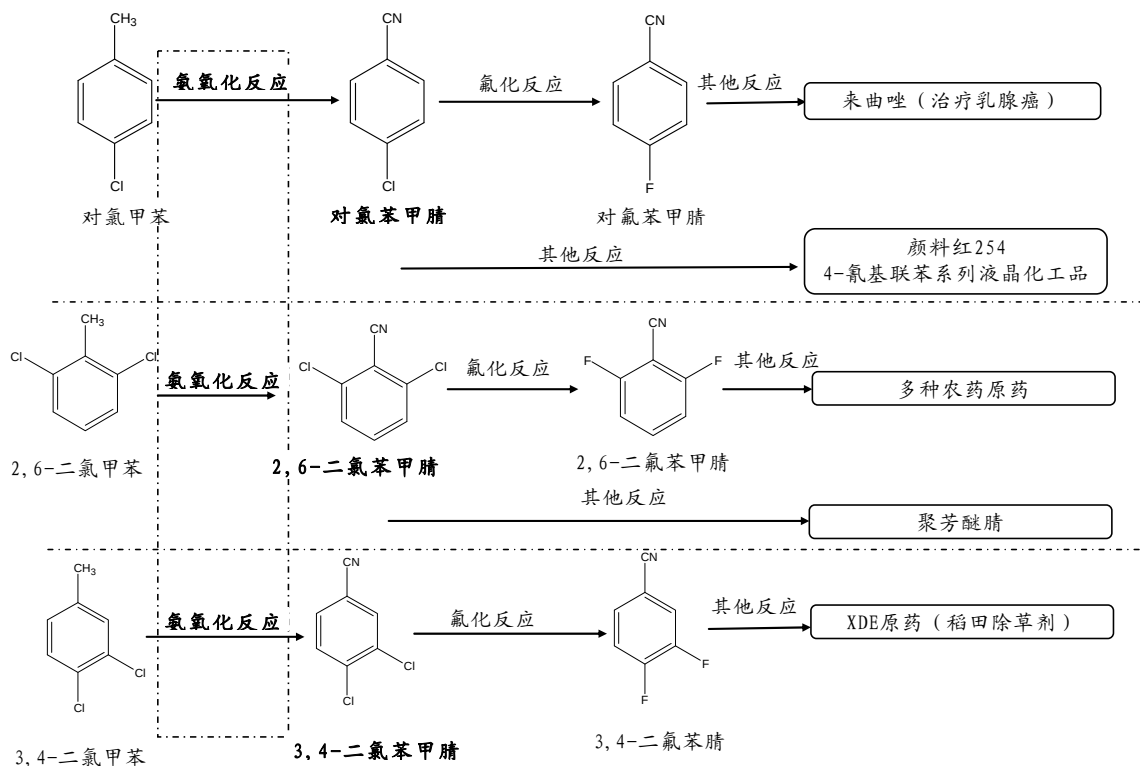
表 2：XDE 生产工艺对比

项目	联化科技	国内其他厂家
----	------	--------

工艺过程	以自产 3, 4-二氯苯甲腈为原料，以自有氟化技术合成 3, 4-二氟苯甲腈，再经过脂化、缩合而成。	以（S）-乳酸甲酯为原料，与对甲苯磺酰氯反应制备（S）-对甲苯磺酰乳酸甲酯，再与对苯二酚缩合，制得的中间体再与 3, 4-二氟苯腈反应合成目标产物。
收率	以 3, 4-二氯苯甲腈计，总收率为 84.5%。	以 3, 4-二氯苯甲腈计，总收率为 49%。
工艺特点	工艺简单，采用高效相转移催化剂。	工艺过程冗长，需要水解过程。
关键原料	采用公司自己拥有的氟化技术。	3, 4-二氟苯腈外购。
	废水少，对环境友好。	废水较多，“三废”处理成本高。
	3, 4-二氟苯甲腈用自有氟化技术以自产的 3, 4-二氯苯甲腈生产，成本低。	外购 3, 4-二氯苯甲腈，成本高。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：卤代芳腈和 XDE 生产流程



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们维持对公司的盈利预测和目标价

我们维持对公司的盈利预测。我们预计， 2009-2011 年，公司每股收益分别为 1.08、1.67 和 2.23 元。我们依然按照 2010 年 30 倍市盈率估值，目标价 50.00 元，继续维持对公司的“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1406	1902	2415	货币资金	166	237	601	1107
营业成本	809	984	1310	1647	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	276	422	592	768	应收账款	126	127	171	217
% 营业收入	25.5%	30.0%	31.1%	31.8%	存货	165	148	196	247
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	23	30	39	49
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	17	17	18	19
销售费用	31	61	83	105	流动资产合计	496	558	1026	1640
% 营业收入	2.9%	4.4%	4.4%	4.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	135	169	228	290	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%	长期股权投资	7	7	7	7
财务费用	14	7	6	8	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	1.3%	0.5%	0.3%	0.3%	固定资产合计	388	465	512	541
资产减值损失	6	0	0	0	无形资产	35	33	32	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	3	3	3
营业利润	87	182	270	360	其他非流动资产	176	252	249	235
% 营业收入	8.0%	12.9%	14.2%	14.9%	资产总计	1106	1320	1830	2457
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	182	0	0	0
利润总额	98	182	270	360	应付款项	87	98	131	165
% 营业收入	9.0%	12.9%	14.2%	14.9%	预收账款	113	254	444	685
所得税费用	23	42	54	72	应付职工薪酬	1	8	10	13
净利润	75	140	216	288	应交税费	7	6	8	10
归属于母公司所有者的净利润	74.7	139.8	216.2	287.6	其他流动负债	59	78	104	132
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	449	443	697	1004
EPS (元/股)	0.58	1.08	1.67	2.23	长期借款	0	80	120	152
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	21	381	430	562	其他非流动负债	19	19	19	19
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	468	543	836	1175
收回现金					归属于母公司	636	776	992	1280
长期股权投资	7	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	35	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
固定资产投资	0	-200	-100	-80	股东权益	638	778	994	1282
其他	-209	0	0	0	负债及股东权益	1106	1320	1830	2457
投资活动现金流净额	-167	-200	-100	-80	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.579	1.083	1.674	2.227
银行贷款增加 (减少)	-12	-102	40	32	BVPS	4.94	6.02	7.70	9.92
筹资成本	-14	-7	-6	-8	PE	61.95	33.11	21.42	16.10
其他	255	0	0	0	PEG	1.10	0.59	0.38	0.29
筹资活动现金流净额	229	-110	34	24	PB	7.26	5.95	4.66	3.61
现金净流量	83	72	364	506	EV/EBITDA	46.01	18.89	12.39	8.46
					ROE	11.8%	18.0%	21.8%	22.4%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。