

以定制生产为后盾 以募投项目为契机

——联化科技（002250）调研报告

要点：

- **确立研发实力、客户资源的双优势。**联化科技是国内精细化工行业的龙头企业，主营农药、医药中间体。公司利用自有的六大核心技术，通过不断加大研发投入，确立公司的技术优势；通过发展定制生产的经营模式，与世界大型跨国企业紧密合作，确立公司的客户资源优势。
- **定制生产模式是公司腾飞的基石。**近年来，公司定制生产模式已经和全球前十大农药、医药生产企业达成合作协议；同时，定制生产模式的营业收入占公司工业收入的比例不断提升，2009年达到70%左右。定制生产的协商定价模式带来的高毛利率保证了公司稳定的高利润空间；而定制生产的长期稳定性、互相依赖性使得高利润空间得以维持和延续。公司和大型跨国企业的合作不断深化，使公司的研发实力不断提升。定制生产模式的长期稳定性决定了合作双方的专一性和排他性，使得同业竞争者难以通过简单模仿进行模式复制，大大增强了公司的市场竞争能力。因此，定制生产模式在为公司提供长期可持续发展的平台的同时，也为竞争者的进入设置了技术和市场的高壁垒，使公司在市场竞争的优势地位得以确保。
- **募投项目创造公司跨越式增长的契机。**预计2011年公司2500吨卤代芳腈项目达产后，涉及的3个产品市场需求缺口依然明显：对氯苯甲腈缺口达1600吨；2,6-二氯苯甲腈缺口达500吨；3,4-二氯苯甲腈只能满足市场一半需求。公司XDE原药产品具有先进的生产工艺，产品质量高、成本低，具备较强的市场竞争力，同时XDE作为新型稻田芽后除草剂，具有高效、低毒、施药期宽等优点，对现有部分除草剂具有替代优势，未来市场前景广阔，预计公司600吨产能投产后市场需求缺口仍将有1600吨左右。
- 我们预计公司10、11和12年业绩将分别达到0.819元、1.181元和1.622元，相当于未摊薄前每股1.556、2.244、3.082元。对应当前股价市盈率分别为32倍、22倍和16倍，与同属精细化工中小板的其他上市公司相比，属于成长性好、估值相对偏低的品种，给予公司强烈推荐投资评级。

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060—8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

凌学良

☎ (86-10) 88366060—8886

✉ lxl@cgws.com

投资评级：强烈推荐

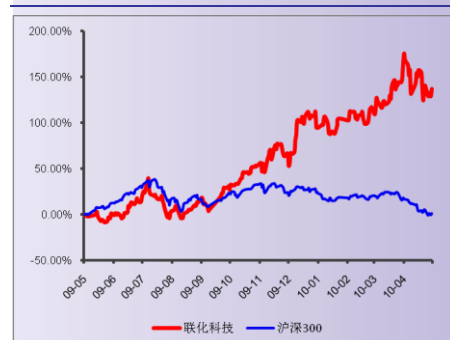
市场数据：当前股价 26.41

总市值（亿元）	67.67
流通市值（亿元）	24.27
总股本（万股）	24500
流通股本（万股）	8799
12个月最高/最低	19.45 / 59.47

公司盈利预测（百万）

万元	10E	11E	12E
营业收入	175063	231362	299552
营业成本	121195	157541	201466
营业利润	25902	37345	51273
利润总额	25902	37345	51273
所得税	5698	8216	11280
净利润	20103	28984	39793
EPS	0.819	1.181	1.622

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

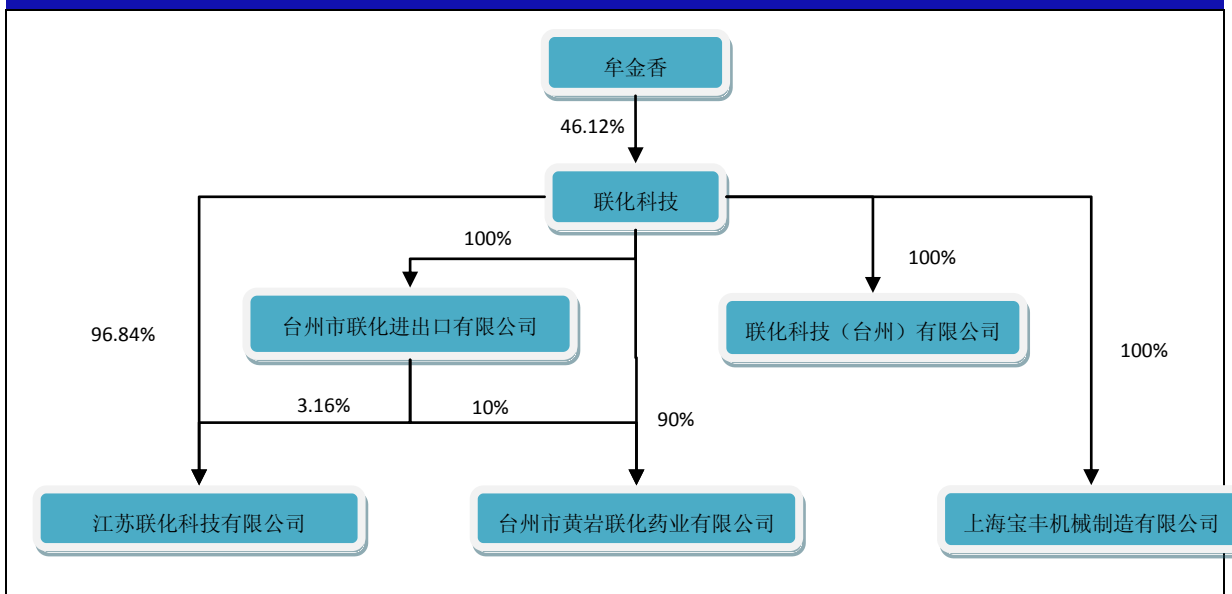
投身精细化工 20 年

联化科技是国内精细化工行业的龙头企业，公司的前身是黄岩县城关联合化工厂，设立于 1985 年，公司自设立初期开始便涉足精细化工行业，具有丰富的行业经验。在 20 多年的发展中，公司产品从低壁垒、低附加值的香精、染料等初级产品逐渐向高壁垒、高附加值的高级中间体过渡，通过加大研发力度和发展特有的经营模式，掌握核心技术优势和核心客户资源，发展成为内业领先、成长迅速的行业领头羊。

公司的主营业务包括工业业务和贸易业务，以工业业务为主，贸易业务为辅，为工业业务做必要的补充和服务。公司工业业务是精细化工高级中间体的研发、生产和销售，现有产品主要包括农药中间体、医药中间体两大类；贸易业务经营企业生产、科研所需要的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务等。

公司的实际控制人为牟金香女士，持股比例为 46.12%。牟金香女士自 1998 年公司改制设立浙江联化集团有限公司后一直担任董事长一职，未参股其他公司。从股权关系来看，母公司与各子公司之间分工明确又不可分割、紧密联系。另外，公司于 2010 年 4 月新出资设立全资子公司联化科技（台州）有限公司，将入驻浙江省化学原料药基地临海园区，主要经营精细化工中间体的生产，为公司未来的进一步发展打下新的基础。我们认为公司实际控制人稳定专注，公司股权结构简单，业务明晰，有利于公司整体联动和长远发展。

公司与子公司股权结构情况



资料来源：公司公告、长城研究所

公司及子公司主营业务介绍

子公司名称	主营业务情况
联化科技	新产品的研发及医药中间体的生产和销售
江苏联化科技有限公司	农药中间体及原料药的生产及销售
台州市黄岩联化药业有限公司	原料药的生产及销售
台州市联化进出口有限公司	各类商品及技术的进出口业务
上海宝丰机械制造有限公司	主营机械设备、制冷及空调设备，其中工业制冷设备可用于化工生产线
联化科技（台州）有限公司	精细化工中间体的生产

资料来源：公司公告、长城研究所

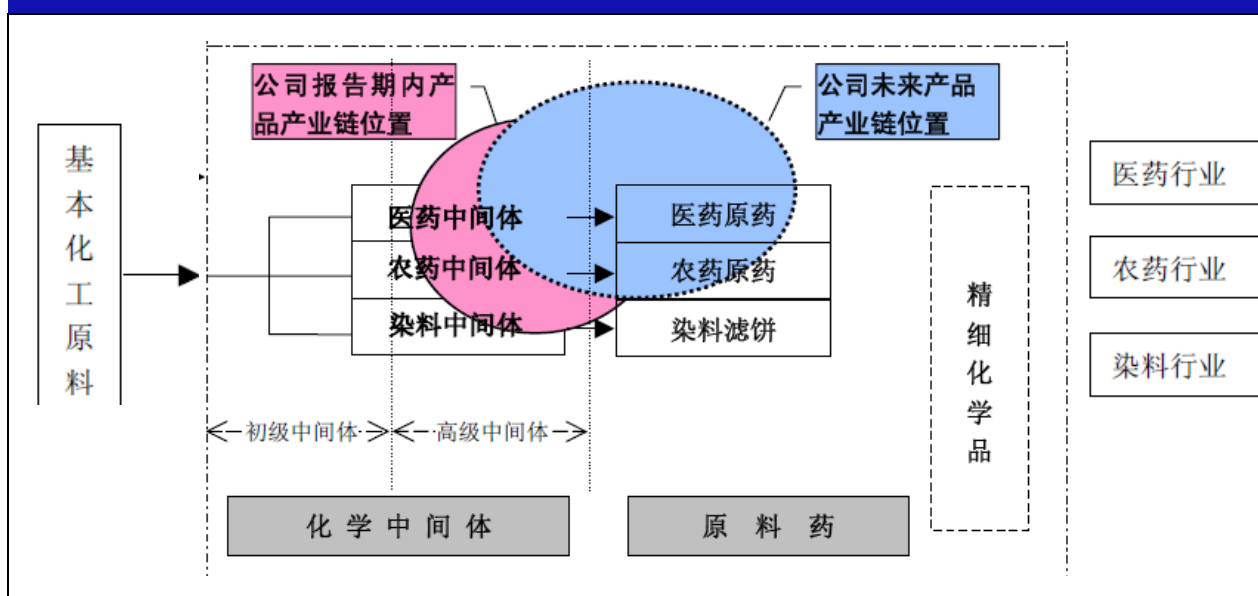
专注于精细化工 着眼于高端产品

1. 立足高端 不断强化

公司所处行业为精细化工行业，与通常所说的基础化工行业不同，精细化工行业技术密集度高、专业化程度高、产品附加值高，而相对于基础化工产品，精细化工产品产量少，品种多，且多为用量有限却不可或缺的功能化、专门化产品。

立足高端产品。公司的主要产品为处于精细化工产业链高端的精细化工高级中间体，也涉及部分原药产品。与初级中间体相比，高级中间体在产业链的位置中更接近原药，产品分子结构更为复杂，合成工艺要求更高，相对应的技术标准也更严格，因此技术壁垒较高，被模仿的可能性较低，产品的附加值和利润率也较高。

公司产品产业链位置



资料来源：公司公告、长城研究所

精细化工行业最大的特点是技术壁垒高，因而精细化工企业最核心的竞争力则主

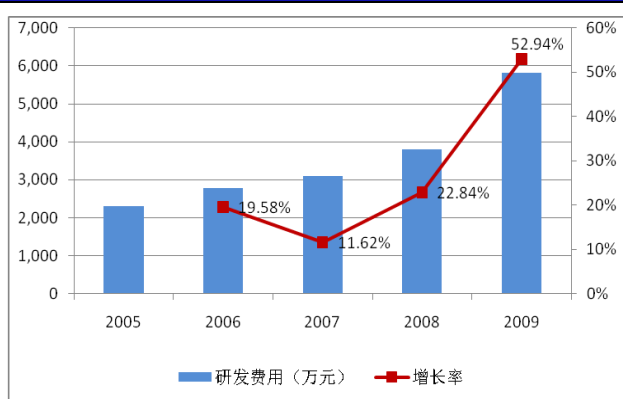
要表现为技术创新能力和产品研发能力。行业的高技术壁垒主要表现在两个方面：（1）对新产品研发速度和配套工艺的开发能力的高要求：由于精细化工行业下游通常为医药、农药、染料等产品更新快、变化快、市场需求芜杂等特点，这就要求精细化工行业的企业要对现有产品进行及时的技术改进、更新换代和产品升级；（2）对部分产品的生产技术条件的高要求：精细化学品工艺流程长，制造过程复杂，合成技术要求高，产品多以间歇性小批量方式生产，对设备的精密性要求高。因此，拥有自主研发的核心技术并且占据技术优势的企业通常能够迅速应对市场需求的变化，牢牢把握市场最前沿的发展趋势，灵活调整产品结构以获得稳定的高额利润，并快速占领市场控制市场主导权。

公司在产品研发和技术创新领域，一直走在行业前列。

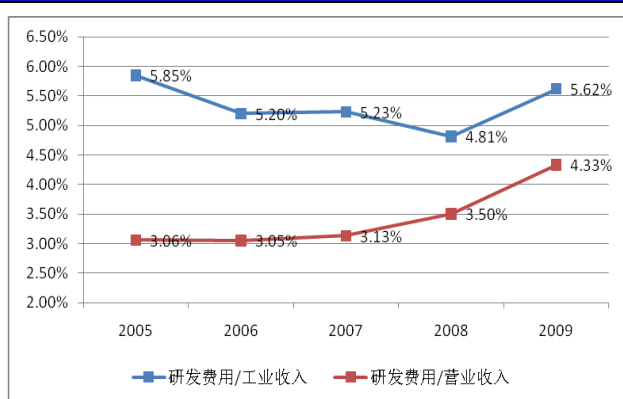
以六大核心技术平台为基础。公司目前拥有氨氧化、氟化、加氢还原、苯并噻唑类产品的环化合成、核苷类系列产品合成、新型染料合成等六大核心技术，已达到国内领先水平，其中氨氧化技术已经达到国际先进水平。我们认为，六大核心技术为公司的持续发展提供了可靠的基础和保障。

持续高比例研发投入。2009 年公司研发费用投入金额达 5806.96 万元，同比增长 52.94%，占工业业务收入比重从 2008 年的 4.81% 增加到 2009 年的 5.62%。此外我们发现，公司自 2006 年以来保持研发费用每年大幅增长，年均复合增长率为 25.84%。而研发费用占工业销售收入的比例一直维持在 5% 左右，研发费用占营业收入的比例则稳步上升，尤其是近三年以来，增速明显，公司对于研发的投入力度继续加大。我们认为，如此持续的高比例的研发投入，为公司将来的发展提供了源源不断的动力。

公司研发费用增长情况



公司研发费用占收入比例情况



资料来源：公司公告、长城研究所

高投入带来高产出。公司通过加大研发投入、创新研发模式、创新生产工艺等方式取得了良好回报：2009 年全年开题项目 121 个，10 个老产品进行了工艺技术改造，6 项专利申请取得或者获得受理，5 个产品被评为省级新产品。三年来，公司共研发成功省级新产品 10 个，市级新产品 2 个，已获授专利 3 项，8 项专利申请获得受理或初审合格。

近三年来公司取得或申请的专利情况

序号	专利名称	现 况	申请或取得时间
1	一种取代苯酚的制备方法	受 理	2009. 12. 4
2	一种 3-溴-5-氯苯酚的制备方法	受 理	2009. 10. 16
3	2-溴-2-硝基-1, 3-丙二醇的制备方法	取 得	2009. 8. 5
4	对硝基苯磺酰氯的合成方法	受 理	2009. 6. 10
5	3, 3-二甲基丁酰氯的合成方法	受 理	2009. 6. 10
6	一种利奈唑胺的制备方法及其中间体	初步审查合格	2009. 1. 13
7	一种 3-溴-5-氯苯酚的制备方法	受 理	2008. 11. 27
8	一种氨甲基联苯四氮唑及其盐的合成方法及其中间体及中间体的合成方法。	初步审查合格	2008. 03. 14
9	坎地沙坦酯的中间体化合物及其合成方法	初步审查合格	2008. 08. 18
10	2-脱氧-N-苯基戊糖胺的生产方法	取 得	2007. 09. 14
11	β -胸苷的生产方法	取 得	2007. 09. 07

资料来源：公司公告、长城研究所

柔性工艺灵活应对市场需求。为了更好地适应下游行业产品品种多、需求变化快的特点，公司生产装置采取了柔性设计，即通过简单的改装和灵活的管道连接，同一套生产装置可以迅速地改造成不同产品的生产线，以满足快速适应市场需求的变化。这样，有助于公司提高资产的利用效率，同时增强了公司在市场面前快速反应的能力。

2. 下游市场空间巨大

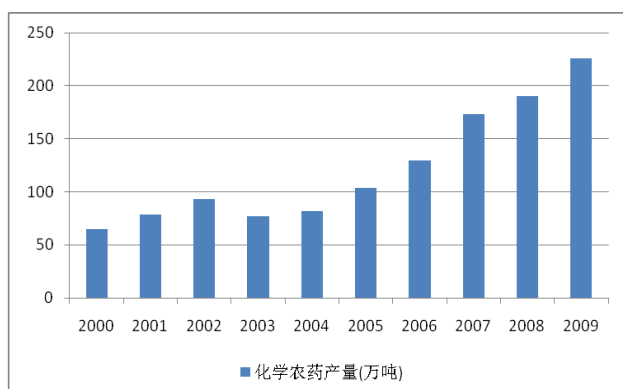
公司的主要产品是农药和医药中间体，对应的下游行业是农药和医药行业。

农药是重要的生产和救灾物资。由于全球人口的不断增加以及耕地面积不断萎缩，提高单位面积粮食作物产量是未来农业生产的重中之重，因此，农业对于农药的依赖

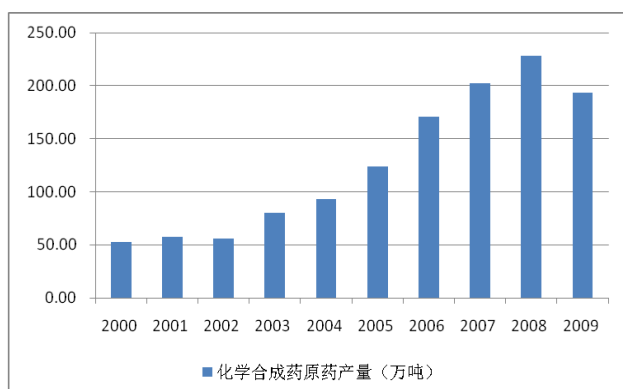
将持续加强。我国农药行业发展迅速，目前共有 2000 多家农药生产企业，600 多家农药原药制造企业，2009 年农药产量达到 226.24 万吨，同比增长了 12.32%，2000 年至 2009 年年均复合增长率为 14.91%。我们预计，随着气候异常导致全球病虫害发生几率增加，惠民政策下农民用药积极性提高，农药产量将持续稳定增长。

医药行业方面，随着经济发展，社会竞争的加剧，生活节奏的加快，部分疾病的发病率也明显增加，医药行业关系到国民身心健康和生活质量，势必将长期稳定发展。我国医药行业中，化学合成药占行业比重最大，并且仍在以快速发展，2009 年，化学合成药原药产量为 193.59 万吨，2000 年至 2009 年年均复合增长率为 15.57%。随着医疗体制改革的深化，中国在人力、资源和基础设置等方面的优势的凸现，国内的医药市场将越来越具有吸引力，未来 3 到 5 年中国的原料药及医药中间体的研发和生产将获得更大的成长空间。

我国农药产量增长情况



我国医药产量增长情况



资料来源：Wind、长城研究所

3. 公司产品符合行业发展趋势

农药方面，我国已经从 2007 年开始全面禁止了甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷胺等 5 种高毒农药的使用。农药未来的发展方向是逐步停止高毒高残留的农药的生产和使用，大力发展低毒、高效、光谱、低残留的新型农药。因而，作为原药上游的关键原料农药中间体未来的发展方向主要是含杂环农药中间体、含氟农药中间体和手性农药中间体。医药方面，最具潜力的医药中间体产品主要是以下几大类：核苷类中间体、心血管类中间体、含氟类中间体和杂环类中间体。公司的主要产品多数为含氟中间体或者含氟中间体的原料，部分产品则别杂环类中间体或其原料，符合农药、医药行业发展的趋势，这些产品不仅占据了较大的市场份额，同时具有良好的发展前景。



公司主要产品

产品类别	子公司名称	2006 年全球市场占有率及排名	趋势
农药中间体	邻氟苯胺	43.93%（第一）	含氟农药中间体
	2,6-二氟苯腈	11.11%（第四）	含氟农药中间体
	广灭灵	19.05%（第二）	杂环农药中间体
	对氯苯甲腈	24.38%（第二）	含氟中间体对氯苯腈原料
医药中间体	对氯苯甲腈	24.38%（第二）	含氟中间体对氯苯腈原料
	邻氯苯甲腈	31.67%（第一）	心血管类中间体

资料来源：公司招股说明书、长城研究所

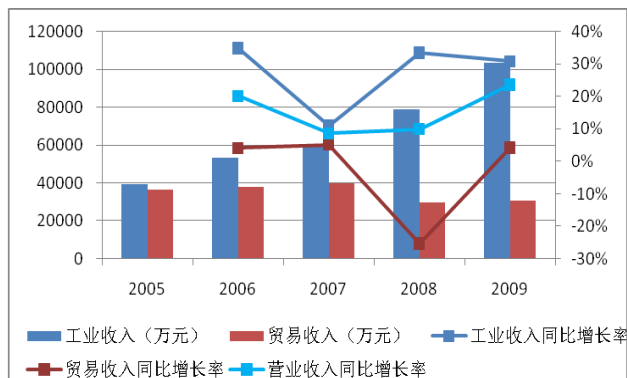
打造健康稳健的业务结构

1. 工业为主 贸易为辅

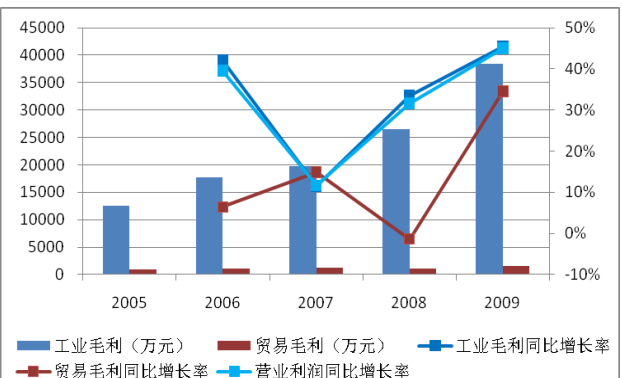
公司业务从总体上说，分为工业业务和贸易业务两大块。近年来，公司不断强化工业业务，提高工业业务占营业收入的比例，而贸易业务定位为为工业业务发展提供必要的辅助功能，主要为进口贸易，即公司根据客户需要从国外大型化工企业进口给类化工原料，然后销售给国内客户。

收入毛利齐增长、双丰收。公司 2009 年实现营业收入 13.41 亿元，同比增长 23.56%，营业收入连续 4 年保持较高水平增长，2005 年至 2009 年年均复合增长率为 15.38%；其中公司工业收入 10.33 亿元，同比增长 30.81%，连续 4 年保持两位数增长，2005 至 2009 年年均复合增长率达到 27.17%。毛利方面，2009 年公司毛利润总额为 4.01 亿元，同比大幅增长 44.99%，2005 年至 2009 年年均复合增长率达到 31.33%；其中工业业务毛利额为 3.85 亿元，占比 80.96%，工业业务毛利额同比增长了 45.44%，2005 至 2009 年年均复合增长率高达 32.46%。如此快速的增长在同类企业中是较为罕见的。

营业收入增长情况（工业和贸易业务）



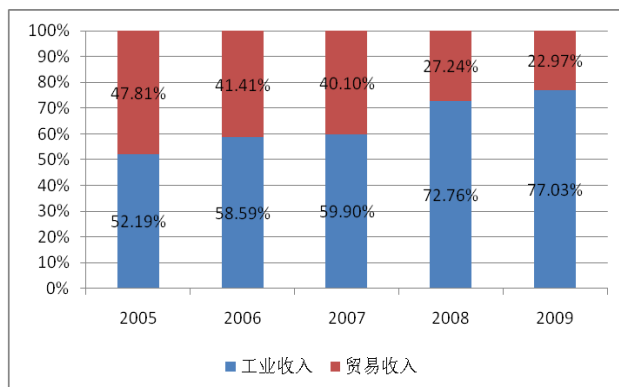
毛利增长情况（工业和贸易业务）



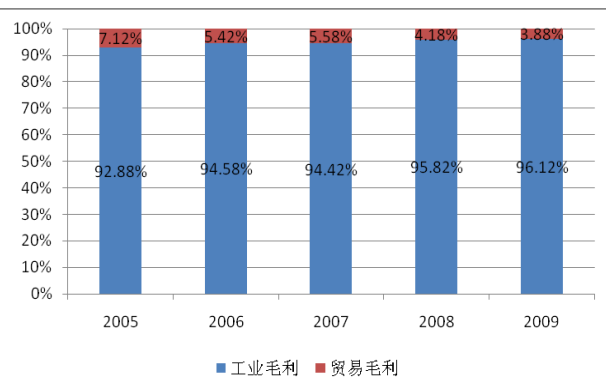
资料来源：公司公告、长城研究所

紧紧围绕工业，贸易为工业服务。公司始终坚持走工业为主、贸易为辅的道路，并不断强化工业业务在公司主营业务中的地位，体现了公司主打工业业务，贸易为工业服务的经营策略。工业业务占营业收入的比例由 2005 年的 52.19% 逐年提高到 2009 年的 77.03%；工业业务毛利额占公司总毛利额的 92.88% 提高到 2009 年的 96.12%，工业业务是公司收入和利润的主要来源。

营业收入构成情况（工业和贸易业务）



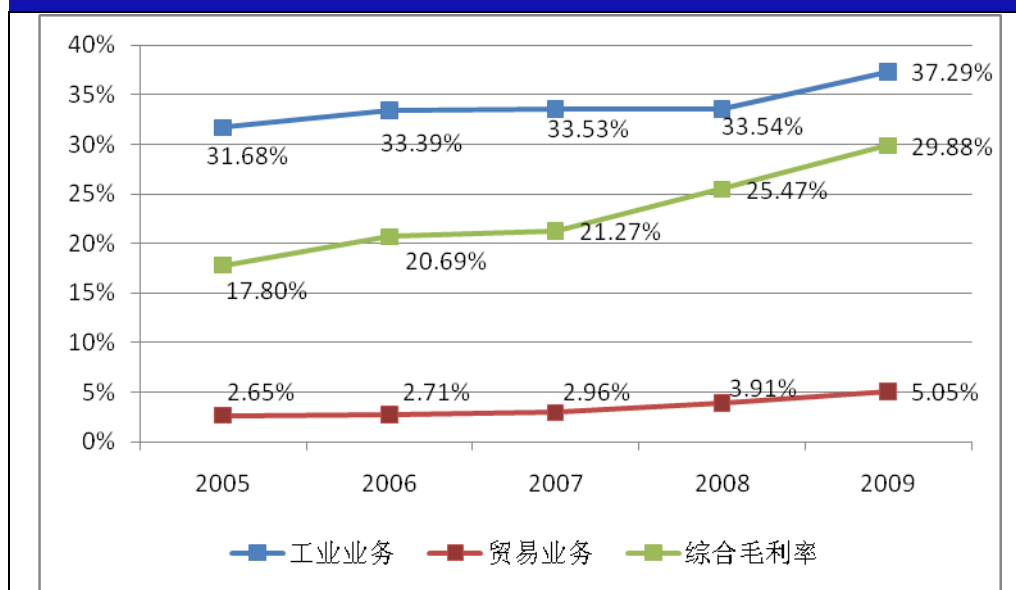
毛利构成情况（工业和贸易业务）



资料来源：公司公告、长城研究所

工业业务毛利率高位持稳，贸易业务毛利率稳中有升。公司综合毛利率逐年稳步提升，从 2005 年的 17.80% 增长到 2009 年的 29.88%。其中，工业业务的毛利率更是常年维持在 30% 以上，并且呈现逐年递增的态势，2009 年工业业务毛利率高达 37.29%；而贸易业务的毛利率也常年稳定在 2.5%-5% 区间。

公司业务毛利率变化情况（工业和贸易业务）

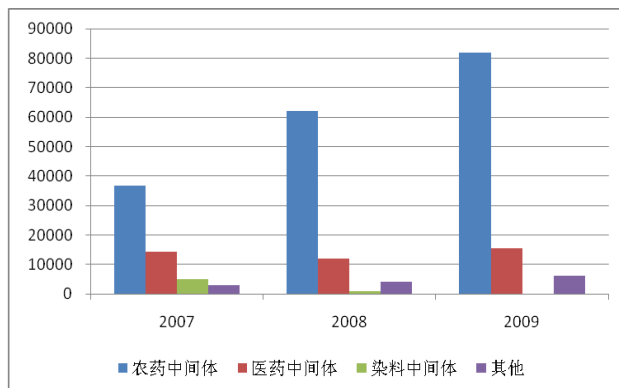


资料来源：公司公告、长城研究所

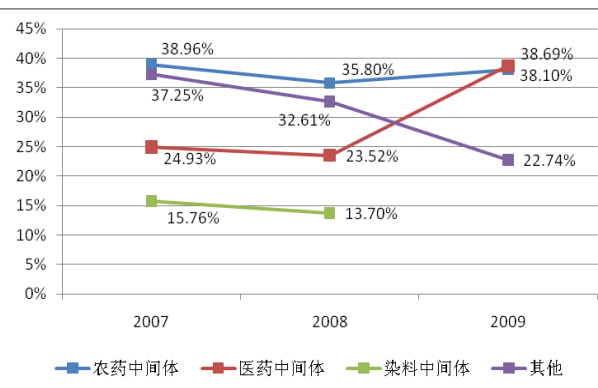
2. 强化高利润产品 剥离低附加值产品

公司的工业业务主要包括农药中间体、医药中间体、染料中间体和其他产品等四大类产品。公司始终坚持大力发展高附加值、高利润的农药中间体产品，2009 年农药中间体业务实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 31.84%；毛利率为 38.69%，较 2008 年增加 1.08 个百分点。按照产品分，农药中间体业务是公司最大的业务和最主要的收入和利润来源，2009 年占工业业务收入的 79.24%，比例呈现逐年提高态势，同时 2007 至 2009 年，农药中间体产品毛利率一直保持在 35%以上的高水平。同时，公司自 2008 年初果断终止了毛利率较低（仅为 15%左右，与其他产品相比存在较大差距）的染料中间体业务。剥离染料中间体业务后，公司产品结构更为合理和健康，公司将紧跟高附加值高利润产品领域不断发展壮大。

工业业务收入增长情况（分产品）



工业业务毛利率变化情况（分产品）

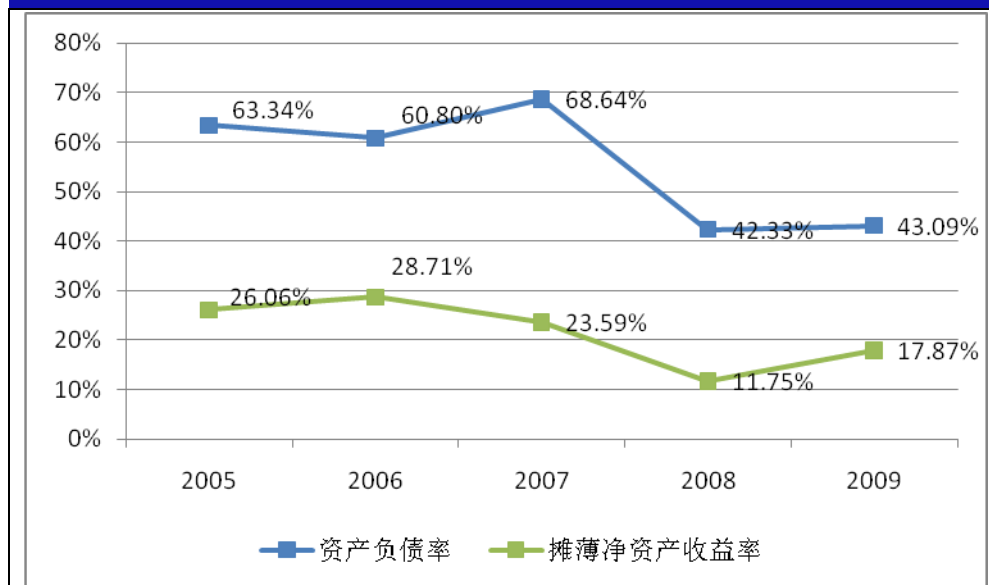


资料来源：公司公告、长城研究所

3. 健康稳健的财务结构

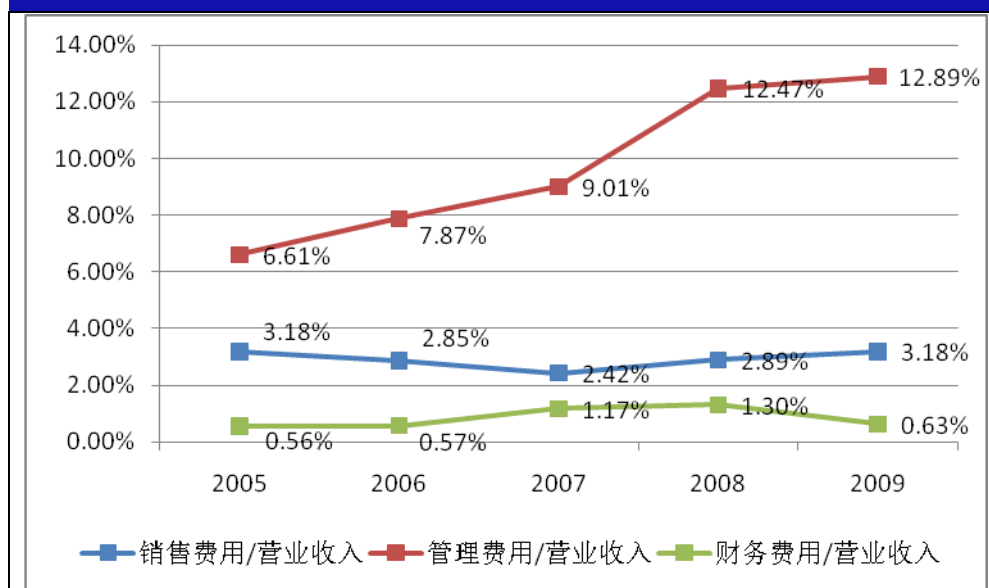
从偿债能力分析，公司自 2008 年上市之后，改变了上市前单纯通过银行贷款的单一融资渠道，资产负债率由原先的 60%以上的较高水平回落至 40%的水平，并基本维持稳定，降低了债务风险。从盈利能力看，摊薄净资产收益率由于上市募集资金在 08 和 09 年暂时不能产生效益，有所下降，但 2009 年已经回升至 17.87%的水平，2010 年一季度显示，公司一季度摊薄净资产收益率为 5.71%，同比提升 1.88 个百分点，并回升到 2008 年一季度未上市前水平。公司三项费用方面，财务费用由于偿还银行贷款利息的需要，在 2007 年和 2008 年占比有所提升，2009 年随着募集资金的到位，已经回到较低水平；管理费用近年来增长明显是近年来公司不断加大研发投入和提升管理人员薪资水平所致；销售费用基本稳定。随着募集资金到位后逐渐发挥效益，公司有望形成低负债、高收益、稳费率的更加健康的财务结构。

公司偿债能力及盈利能力情况



资料来源：公司公告、长城研究所

公司三项费用情况



资料来源：公司公告、长城研究所

定制生产：奠定公司腾飞的基石

1. 经营模式走在行业前列

除了传统的自产自销模式外，公司拥有行业内独特的定制生产业务模式。公司自2001年起，便在国内引入定制生产模式，成为国内第一家成功引入该模式的精细化工



生产企业。定制生产模式是国际上企业间常用的一种分工合作方式，一般为大型跨国企业根据自身业务的需要，将其生产环节中的一个或多个产品通过合同的形式委托给更加专业化、更具有比较竞争优势的厂家生产，受托厂家按照客户指定的特定产品标准，受托生产并将产品全部销售给客户的一种模式。

定制生产是精细化工的发展趋势。由于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、生产等所有技术和环节，因此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。定制生产逐渐成为精细化工行业的发展方向。公司目前已经与全球前 10 大农医药化工企业均建立了合作，走在了其他竞争对手的前列。

2. 定制生产合作不断得到强化和深化

定制生产具有长期稳定性。对于定制生产的客户而言，产品质量标准、程序控制能否不断满足客户需求尤为重要，频繁更换供货商对于客户而言会导致产品质量参差不齐、客户成本增加、技术外泄风险增加，因而客户对于生产厂家的选择通常非常谨慎，一旦建立合作，通常能够长期持续。通常客户需要对供应商的硬件设施、研发能力、生产管理能力、产品质量控制能力、安全环保措施等进行严格考察，才能最终订立长期的定制生产合同，考察时间一般都在 1-2 年，甚至几年。在合同订立前进行如此长周期的互相考察决定了双方合作的长期稳定性。

定制生产的互赢性决定了相互依赖性。通过定制生产模式，对于客户而言，可以节约和控制运营成本，强化业务重点和核心竞争力，分散风险和获取全球资源；对于供应商而言，可以通过与国际知名企业的合作，扩大公司品牌的国际知名度，掌握全球市场发展趋势，提高公司研发能力。定制生产模式的互赢性决定了合作双方的相互支持和相互依赖。

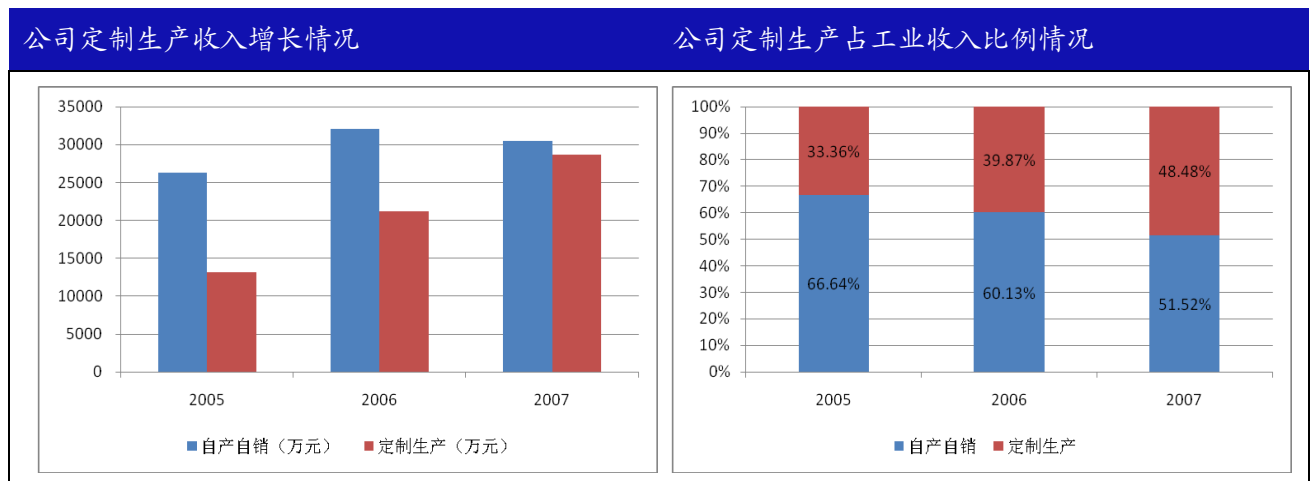
合作具有不断延伸性和自我强化性。定制生产模式的长期稳定性和互相依赖性，使合作双方一般会不断强化合作关系。这种强化过程一般表现为，从最初的第三层次（大生产阶段的定制生产）逐渐发展到涵盖第一层次（小试阶段的定制生产）、第二层次（中试阶段的定制生产）和第三层次的阶梯式结构。三个层次的比较可见下表。目前公司的定制生产业务已经发展到涵盖三个层次的高级阶段，未来的发展方向将是与客户进行全方位的、从新产品研发到生产到营销共享的战略合作。

定制生产模式的三个层次			
比较内容	第一层次 (小试阶段的定制生产)	第二层次 (中试阶段的定制生产)	第三层次 (大生产阶段的定制生产)
科研要求	强大的研发创新能力 持续工艺改进能力	较强的技术消化能力 较强的技术改进能力	技术消化吸收能力
产品特点	新用途/新替代产品 客户开发/共同开发 专利申请起步阶段 市场登记起步阶段	新用途/新替代产品 客户已开发工艺路线 专利已申请 市场登记进行阶段	成熟产品 专利快过期/已过期
市场优势	高附加值 产品生命周期前期 共同分享高利润回报	高附加值 产品生命周期前期 共同分享高利润回报	较强市场竞争优势 产品市场已形成

资料来源：公司招股说明书、长城研究所

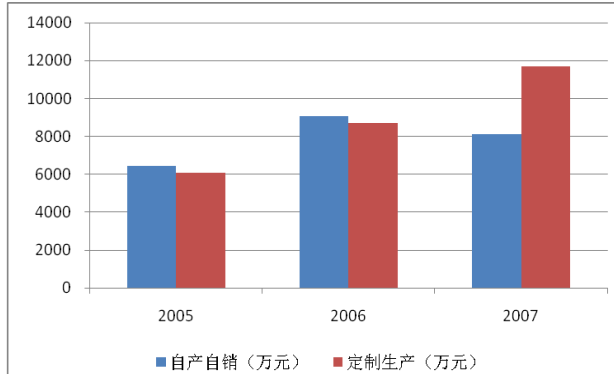
3. 定制生产占比不断提升

公司定制生产模式发展迅速，收入和毛利占工业收入比重不断提升。2007 年，定制生产模式创造营业收入 2.87 亿元，较 2006 年同比增长 34.99%，占工业收入接近一半的份额。据了解，目前该业务营业收入占公司工业收入比例已经高达 70%左右，2005 年至今，连续 4 年保持高速增长态势。毛利方面，2007 年定制生产模式创造毛利额 1.17 亿元，同比增长 34.34%，占工业毛利额的比例也从 2005 年的 48.48%逐渐提高到 2007 年的 59.00%。由于定制生产的客户稳定性以及高毛利，定制生产比重的不断提升有助于公司进一步提高盈利能力，降低生产经营带来的市场风险。

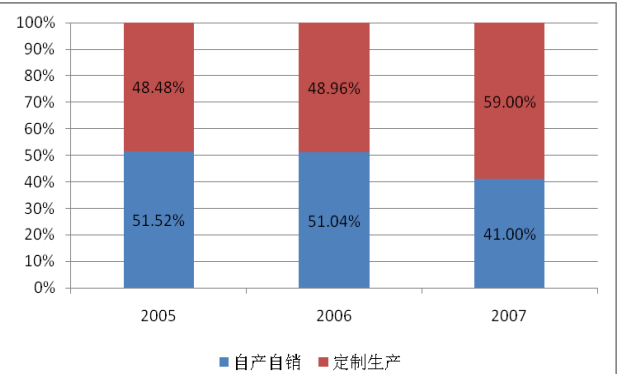


资料来源：公司招股说明书、长城研究所

公司定制生产毛利增长情况



公司定制生产毛利占工业业务比例情况

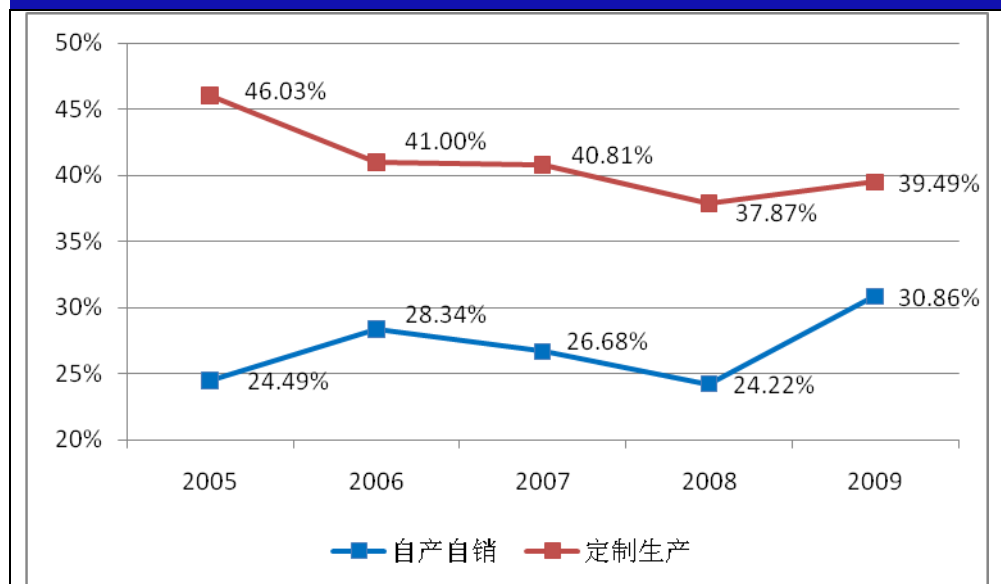


资料来源：公司招股说明书、长城研究所

4. 定制生产模式锁定高毛利

公司定制生产模式毛利率高位稳定。尽管 2008 年受到金融危机的影响，但公司定制生产的毛利率仍高达 37.87%，较同年的自产自销模式高出近 14 个百分点，而且随着经济回暖，2009 年，定制生产毛利率已经回升至近 40% 的水平。我们发现，相对于自产自销模式的 25%-30% 的毛利率，定制生产产品的毛利率普遍锁定在 40% 左右，这为公司提供可持续高速度发展的基础。

公司定制生产和自产自销毛利率情况



资料来源：公司公告、长城研究所

定制生产的高毛利是由协商定价模式决定的。在协商定价模式下，产品价格主要取决于公司自行采购的原材料成本、生产过程中的成本及合理的利润，并不包括部分



定制客户自己提供的主要原材料成本。公司自行采购的原材料成本全部由定制客户按照票据进行支付，价格波动均由客户承担。此外，由于定制生产是满足客户的个性化需求，且产品附加值较高，定价过程参考国际市场同类产品价格情况，公司有一定的议价能力。因此，在定制生产的定价过程中，公司在回避原材料价格风险的同时，也规定了合理的利润空间，使产品的高毛利得以锁定在一个合理的高位。

5. 定制生产模式有助于降低风险

原材料供应方面，公司定制生产模式已经较为成熟，在定制生产模式中，产品的主要原材料由客户提供，其他部分公司自行采购的原材料也由客户利用票据进行支付，这样原材料价格波动均由客户负担，因此原材料价格波动对公司的经营业绩几乎不存在实质性影响。

汇率方面，公司定制生产客户主要为国外大型农药、医药制造企业，进口原料因为汇率变动带来的风险也自然得到消化。此外，公司在定制生产业务的合同制定中，已经和客户约定，当汇率波动超过一定幅度后，公司将与定制客户进行协商调整产品价格，汇率波动带来的损益由定制客户与公司协商承担，这也大大降低了汇率波动带来的风险。

6. 定制生产是公司未来起飞的平台

定制生产的协商定价模式带来的高毛利率保证了公司稳定的高利润空间；而定制生产的长期稳定性、互相依赖性使得高利润空间得以维持和延续，这给公司未来的发展提供了强有力的保障。公司不断深化和强化和大型跨国企业的合作，使得公司得以不断提高自身的研发实力，给公司未来的成长提供强有力的动力。定制生产模式的长期稳定性决定了合作双方的专一性和排他性，使得同业竞争者难以通过简单模仿进行模式复制，大大增强了公司的市场竞争能力。因此，定制生产模式在为公司提供长期可持续发展的平台的同时，也为竞争者的进入设置了技术和市场的高壁垒，使公司在市场竞争的优势地位得以确保。我们看好公司定制生产模式的发展前景。

募投项目：创造跨越式增长的契机

公司 2008 年上市的募投项目主要包括 3 个部分：年产 2500 吨卤代芳腈产业化技改项目、年产 600 吨 XDE 生产线建设项目和高新技术研究开发中心技改项目，新增产能具体信息如下表所示。



公司募投项目简介

项目	产品	2006年产量（吨）	达产后产量（吨）	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	2445	2010 年 8 月
	2,6-二氯苯甲腈	130	380	
	3,4-二氯苯甲腈	80	330	
年产 600 吨 XDE 生产线建设项目	XDE	-	600	2010 年 5 月
高新技术研究开发中心技改项目	对现有省级技术开发中心进行改造，计划建成国家级高新技术研究开发中心			2009 年底

资料来源：公司公告、长城研究所

公司年产 2500 吨卤代芳腈项目和年产 600 吨 XDE 项目将于今年内正式投产，我们认为，这将给公司未来实现跨越式增长提供良好的契机，同时也给公司 2010 年业绩带来一定的超额收益。

1. 卤代芳腈技改项目：需求缺口明显

卤代芳腈是对一系列含有卤素和氰基官能团的芳香族化合物的统称，通常包括对氯苯甲腈、邻氯苯甲腈、2,6-二氯苯甲腈、3,4-二氯苯甲腈、对氟苯甲腈等产品。这些产品是十分重要的精细化工中间体，广泛应用于农药、医药、染料等行业。公司 2500 吨卤代芳腈技改项目主要包括 3 个产品：对氯苯甲腈、2,6-二氯苯甲腈和 3,4-二氯苯甲腈。

对氯苯甲腈：供给严重不足状况将持续。对氯苯甲腈广泛应用于颜料、农药、液晶、医药等下游行业。随着下游市场的发展，预计 2011 年的全球需求量约为 5500 吨左右。2006 年全球产量仅为 1825 吨，其中最大的供应商为德国赛公司，产量 900 吨，占接近一半的份额。国内目前共有联化科技、武汉银冠和江苏新业三家企业生产对氯苯甲腈，国内厂家在生产工艺和技术上与德国赛相当，但成本优势明显，在国际市场具有较强的市场竞争力。据估计，加上公司新增产能，到 2011 年，全球对氯苯甲腈市场的需求缺口仍将达到 1600 多吨，供不应求的现状仍将持续。



对氯苯甲腈市场需求情况

下游领域	主要产品及用途	市场前景	2011 年预计需求量（吨）
颜料	颜料红 254：用于汽车涂料、塑料和高档工业涂料	1. 全球汽车行业年均 8% 增长 2. 汽巴公司专利 2003 年到期 3. 工业领域得到较快发展	4900
农药	唑虫酰胺：新型吡唑杂环类杀虫剂，具有高效性和安全性	1. 国内需求将大幅增长 2. 三菱公司专利 2008 年到期	200
液晶	4-氟基联苯：重要的液晶中间体，用于扭曲向列相液晶材料	1. 液晶材料市场快速增长	240
医药及其他	来曲唑：治疗绝经后晚期乳腺癌的首选药物；耐受性好、药理作用强、选择性高	1. 乳腺癌发病率明显增高 2. 诺华公司行政保护 2006 年 期满	160
合计			5500

资料来源：公司公告、长城研究所

2,6-二氯苯甲腈：工艺确立优势，缺口引导增长。2,6-二氯苯甲腈的主要用途是生产 2,6-二氟苯腈，后者是一种重要的农药中间体，用于生产氟铃脲、氟幼脲等苯甲酰脲类的含氟农药。随着各国纷纷加大对含氟农药的推广力度，2,6-二氟苯腈的市场前景十分广阔，从而带动 2,6-二氯苯甲腈产业的快速发展。预计到 2011 年，2,6-二氯苯甲腈的市场需求量将在 2050 吨以上，而届时（加上公司新增产能）市场供应能力仅为不到 1600 吨，市场仍有接近 500 吨缺口。此外，公司的生产工艺主要采取氨氧化法，和全球最大供应商美国科聚亚公司相同，与国内其他供应商的氯化氧化水解法相比，具有反应路线短、选择性高、节能环保等优势，使公司能在市场竞争中确立有利位置。

2,6-二氯苯甲腈市场需求情况

下游领域	主要产品及用途	市场前景	2011 年预计需求量（吨）
农药	2,6-二氟苯腈：含氟农药氟铃脲、氟幼脲等杀虫剂的重要中间体	1. 马克西姆-阿甘化学品的双苯氟脲 2005 年上市 2. 陶氏公司氟虫酰胺 2003 年上市 3. 国内大力推广氟铃脲等苯甲酰脲类农药	2050
工程塑料	聚芳醚腈：重要的特种工程塑料		
合计			>2050

资料来源：公司公告、长城研究所



3,4-二氯苯甲腈：主要用于 XDE 的生产。3,4-二氯苯甲腈的主要用途是生产新型稻田芽后除草剂 XDE。目前全球仅有德固赛和联化科技两家公司采用氯化氨的方法生产 3,4-二氯苯甲腈，形成一定的生产规模，其他企业均为落后工艺小批量生产，不具备大规模生产能力。根据中国化工信息中心的预测，到 2011 年，3,4-二氯苯甲腈的需求量将为 1450 吨，加上公司新增产能，也仅能满足一半的需求。公司的 3,4-二氯苯甲腈主要用于生产下游产品 XDE，与 600XDE 项目配套，根据生产计划小部分实行外销。由于除草剂通常受到季节性因素的影响，存在一定的淡旺季，公司可以通过淡季增加 3,4-二氯苯甲腈的外销、旺季增加自用的方式灵活调整生产计划，从而提高资产的使用效率。

3,4-二氯苯甲腈市场需求情况

下游领域	主要产品及用途	市场前景	2011 年预计需求量（吨）
农药	XDE：新型稻田芽后除草剂： 高活性、高选择性、低毒性、 低残留	XDE 市场前景广阔 具体分析见 XDE 部分	1450
液晶	液晶材料的中间体	液晶材料市场快速增长	
合计			>1450

资料来源：公司公告、长城研究所

2. XDE 项目：确立性价比优势

XDE 除草剂市场前景广阔。XDE 是一种新型的稻田芽后除草剂，由美国陶氏公司开发，并于 1996 年在日本和菲律宾上市。我们认为 XDE 除草剂市场前景广阔，主要基于以下几点：

- （1）水稻播种面积稳定，稻田除草剂需求平稳。世界水稻种植面积常年稳定在 15000 万公顷，而我国水稻种植面积则常年稳定在 2800-3000 万公顷。稻田杂草种类繁多，危害期长，人工防除比较困难，对除草剂的依赖性比较强。因此，除草剂市场需求稳定。
- （2）XDE 解决传统稻田除草剂的应用局限。传统的稻田苗前除草剂包括以敌稗、丁草胺为代表的酰胺类除草剂和以禾大壮、杀草丹为代表的硫代氨基甲酸酯除草，传统除草剂使用年限长，杂草已有相当的抗药性，并且部分产品毒性较大；而 XDE 具有低毒、高活性、施药适期宽、适应范围广等优点，

并对稗草和千金子有特效，具有替代优势。

- (3) 专利到期有助推广 XDE 应用。陶氏日本公司在我国申请的行政保护已于 2006 年 6 月到期，随着专利及相关行政保护的到期，部分农药生产企业将参与 XDE 的生产，产量的提高导致价格的下降，从而推动 XDE 的需求进一步释放。

根据中国化工信息中心的调查，预计到 2011 年，全球 XDE 的需求将在 2900 吨左右，而目前全球能够规模化生产 XDE 的厂家仅有陶氏公司，产能为 700 吨，需求缺口在 2200 吨左右，即使公司 XDE 生产线投产后，需求缺口仍然达到 1600 吨左右，市场前景十分广阔。

公司 XDE 产品竞争优势明显。公司 XDE 产品的生产工艺由公司自主开发，以自产 3,4-二氯苯甲腈为原料，通过公司自有的氨氧化和氟化技术，经氟化、酯化、缩合而成，最终产品收率为 84.5%，具有产品收率高、质量好和产物易分离等优点。与竞争对手相比，公司产品质量好，成本低，性价比较高，具有明显的市场竞争优势。

公司 XDE 产品竞争优势

项目	国外		国内	联化科技
	陶氏公司		温州康达、江苏众意	
产品质量	95%以上原药		90%原药	95%以上原药
成本	规模效益	具有规模效益（700 吨） 不具规模效益（10 吨左右）		具有规模效益（600 吨）
	环保成本	国外环保成本较高 三废较多，成本较高		环境友好，成本较低
	原料成本	- 外购，成本高		自供，成本低
	生产效益	较高 水解过程副产物高，收率低（49%），成本高		高效催化剂副产物少，收率高（84.5%），成本低

资料来源：公司公告、长城研究所

产业链延伸符合行业发展趋势。XDE 项目的投产是公司在自产自销模式上向下游原药领域进军的重大战略举措，产业链的延伸将给公司带来更高的毛利，提升公司整体盈利能力。同时，对精细化工行业来说，其技术壁垒高、产品更新快等特点也决定了行业未来将向“小而精”的方向发展，即专注于某一类产品，力求纵向深化，通过产业链的延伸，把该类产品做小做精做强。



盈利预测

由于公司属于精细化工子行业，产品种类繁多，并且产品产量通常会根据客户的实际需求而发生变化，因此我们将按照工业业务和贸易业务进行盈利预测。

- 1) 工业业务：得益于公司定制生产模式的不断巩固和强化，公司工业业务收入的增长率和毛利率一直维持在较高水平。分析历史数据可见，公司工业业务2008年和2009年的增长率分别为33.53%和30.81%；而2007-2009年的毛利率一直维持在30-40%水平。考虑到公司募投项目将于今年内陆续投产产生收益，我们综合各类产品的增长假设以及考虑到募投项目收益，估计2010-2012年公司工业业务收入的增长率分别为38.22%、38.31%和33.68%，业务综合毛利率分别为36.84%、36.88%和36.90%。
- 2) 贸易业务：公司贸易业务收入受到外围经济环境的影响，波动较大。我们预计随着全球经济的复苏以及定制生产模式的业务量持续增长，公司贸易业务将会有所增长，保守估计，2010-2012年，该业务增长率维持在5%水平，而参考历史毛利率值，我们给予公司2010-2012年贸易业务毛利率分别为3%、3%和2%。

经过我们的测算，公司10、11和12年业绩将分别达到0.819元、1.181元和1.622元，相当于未摊薄前每股1.556、2.244、3.082元。对应当前股价市盈率分别为32倍、22倍和16倍，与同属精细化工中小板的其他上市公司相比，属于成长性好、估值相对偏低的品种，给予公司强烈推荐投资评级。



联化科技盈利预测假设							
年份		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
工业-农药 中间体	营业收入	36754.00	62067.26	81828.92	114560.48	160384.68	216519.32
	同比增长率	NA	68.87%	31.84%	40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	38.96%	35.80%	38.10%	38.00%	38.00%	38.00%
工业-医药 中间体	营业收入	14424.92	11914.77	15387.95	20004.34	26005.64	32507.05
	同比增长率	NA	-17.40%	29.15%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	24.93%	23.52%	38.69%	35.00%	35.00%	35.00%
工业-染料 中间体	营业收入	4889.10	830.31	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长率	NA	-83.02%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	15.76%	13.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
工业-其他	营业收入	3050.52	4125.80	6045.68	8161.66	11018.24	14874.63
	同比增长率	NA	35.25%	46.53%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	37.25%	32.61%	22.74%	25.00%	25.00%	25.00%
工业合计	营业收入	59118.54	78938.13	103262.54	142726.48	197408.56	263900.99
	同比增长率	NA	33.53%	30.81%	38.22%	38.31%	33.68%
	毛利率	33.53%	33.55%	37.29%	36.84%	36.88%	36.90%
贸易合计	营业收入	39579.41	29555.66	30796.76	32336.60	33953.43	35651.10
	同比增长率	NA	-25.33%	4.20%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	2.96%	3.91%	5.05%	3.00%	3.00%	2.00%
总营业收入		98697.95	108493.79	134059.31	175063.08	231361.99	299552.09
营业收入增长率		NA	9.93%	23.56%	30.59%	32.16%	29.47%
综合毛利率		21.27%	25.47%	29.88%	30.59%	31.91%	32.74%
销售费用/营业收入		2.42%	2.89%	3.18%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用/营业收入		9.01%	12.47%	12.89%	12.00%	12.00%	12.00%
财务费用/营业收入		1.17%	1.30%	0.63%	0.50%	0.75%	0.75%
实际税率		27.98%	23.23%	22.34%	22.00%	22.00%	22.00%

联化科技盈利预测				
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	134059	175063	231362	299552
营业成本	93998	121195	157541	201466
销售费用	4260	5252	6941	8987
管理费用	17277	21008	27763	35946
营业利润	16870	25902	37345	51273
利润总额	16695	25902	37345	51273
所得税	3730	5698	8216	11280
净利润	12956	20103	28984	39793
EPS	1.003	0.819	1.181	1.622

风险提示:

1. 公司产能扩张后，能否成功开拓市场存在不确定性。

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	134059	175063	231362	299552	成长性				
营业成本	93998	121195	157541	201466	营业收入增长	23.6%	30.6%	32.2%	29.5%
销售费用	4260	5252	6941	8987	营业成本增长	16.2%	28.9%	30.0%	27.9%
管理费用	17277	21008	27763	35946	营业利润增长	94.2%	53.5%	44.2%	37.3%
财务费用	849	682	578	482	利润总额增长	70.5%	55.1%	44.2%	37.3%
投资净收益	51	0	0	0	净利润增长	73.4%	55.2%	44.2%	37.3%
营业利润	16870	25902	37345	51273	盈利能力				
营业外收支	-175	0	0	0	毛利率	29.9%	30.8%	31.9%	32.7%
利润总额	16695	25902	37345	51273	销售净利率	9.7%	11.5%	12.5%	13.3%
所得税	3730	5698	8216	11280	ROE	17.9%	21.7%	23.8%	24.6%
少数股东损益	9	101	146	200	ROIC	15.0%	21.3%	26.3%	28.9%
净利润	12956	20103	28984	39793	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
流动资产	53747	74740	107498	138859	管理费用/营业收入	12.9%	12.0%	12.0%	12.0%
货币资金	8873	23770	40768	53063	财务费用/营业收入	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%
应收帐款	15458	17506	23136	29955	投资收益/营业利润	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	502	875	1157	1498	所得税/利润总额	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
存货	20176	24239	31508	40293	应收帐款周转率	8.13	8.61	8.72	9.80
非流动资产	73687	81337	91927	117757	存货周转率	4.23	4.35	4.39	4.63
固定资产	65431	73427	84364	110541	流动资产周转率	2.09	1.92	1.88	2.17
资产总计	127434	156077	199425	256617	总资产周转率	0.95	0.98	1.01	1.10
流动负债	53207	61646	75865	93064	偿债能力				
短期借款	15500	15500	15500	15500	资产负债率	43.1%	40.6%	38.9%	36.9%
应付款项	19143	24682	32084	41030	流动比率	1.01	1.21	1.42	1.49
非流动负债	1707	1707	1707	1707	速动比率	0.63	0.82	1.00	1.06
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	54914	63353	77572	94770	EPS	1.003	0.819	1.181	1.622
股东权益	72520	92724	121853	161846	每股净资产	5.62	3.78	4.97	6.60
股本	12914	24537	24537	24537	每股经营现金流	1.40	1.15	1.41	1.92
留存收益	59606	68086	97070	136863	每股经营现金/EPS	1.4	1.4	1.2	1.2
少数股东权益	0	101	247	447					
负债和权益总计	127434	156077	199425	256617					
现金流量表（万元）					估值	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	18080	28304	34504	47000	PE	27.4	32.4	22.5	16.4
其中营运资本减少	-789	2343	-1542	-1867	PEG	0.48	0.73	0.60	-
投资活动现金流	-15619	-13406	-17506	-34704	PB	4.9	7.0	5.3	4.0
其中资本支出	-16106	-13406	-17506	-34704	EV/EBITDA	16.25	20.36	14.75	10.94
融资活动现金流	-7388	0	0	0	EV/SALES	2.77	3.82	2.89	2.23
净现金总变化	-5016	14898	16997	12296	EV/IC	3.95	6.40	5.42	4.20
					ROIC/WACC	1.41	2.62	3.25	3.56
					REP	2.80	2.44	1.67	1.18

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。