

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

执业证书编号: S0490209080266

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

定制生产模式和研发力度加大保未来高增长

事件描述

我们拜访了联化科技,其主要内容和我们的主要观点如下:

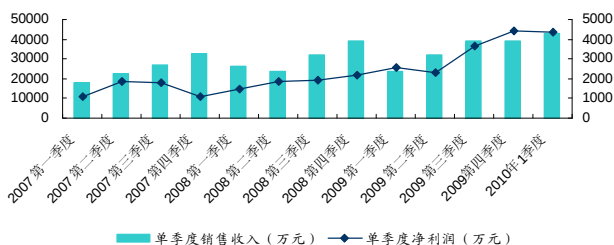
- 台州子公司和江苏子公司的建设将是公司未来 3 年成长动力之一。台州子公司已经注册成立,将来主要从事精细化工产品及其中间体(医药中间体和电子化学品)的研究、开发和制造;江苏子公司原有土地基本建设完毕,产能将逐步释放,并且预计未来厂区将继续扩张。
- 募投项目进展顺利,2010 年下半年有望贡献利润。公司 600 吨/年 XDE 已经试生产,2500 吨/年卤代芳腈项目预计也将于 2010 年下半年完成试运行。我们预计,这 2 个募投项目对收益的贡献有望在 2010 年下半年开始体现。
- 维持“推荐”评级。我们预计,2010 和 2011 年,公司每股收益分别为 0.90 和 1.32 元。我们继续维持“推荐”评级。

事件评论

公司定制生产模式保证公司收入稳定增长

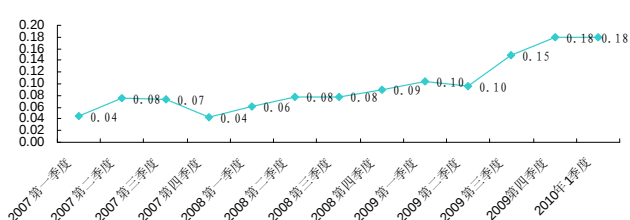
联化科技是目前国内定制生产最为成功的公司之一。公司定制生产客户从刚开始只有 FMC 一家已经发展到目前的 8 家;与客户合作程度也在不断加深,公司与主要客户实施战略联盟,不仅仅在生产环节合作进行定制生产,还要在部分产品的研发阶段合作。我们预计,通过定制生产模式,公司历史上的高增长有望得到延续。

图 1: 公司单季度营业收入和净利润(万元)



资料来源: 长江证券研究部

图 2: 公司单季度每股收益



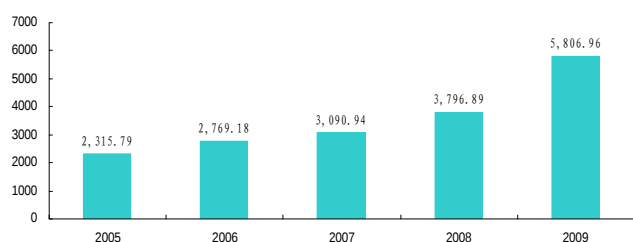
资料来源: 长江证券研究部

重视研发 不断生产新产品

精细化工企业的研发对企业成长非常重要，联化科技对研发非常重视。多年来，公司研发投入占公司工业收入的比重基本维持在 5% 以上；2005-2009 年，公司的研发投入由 2300 万元左右增加到近 6000 万元。

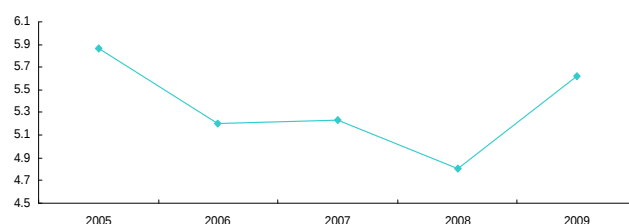
在高额投入的支持下，公司新产品和新工艺不断取得突破。仅 2009 年一年，公司开题项目就有 121 个，10 个老产品进行了工艺改进，6 项专利申请取得或获得受理，5 个产品被评为省级新产品。这些举措有效提升了公司产品的技术含量和附加值，强化了公司在行业中的技术研发优势，为公司成长提供保证。

图 3：公司研发投入逐年增加（万元）



资料来源：百川资讯

图 4：研发投入占工业收入比重基本维持在 5% 以上（%）



资料来源：长江证券研究部

募投项目和子公司新项目的建设未来将推动公司业绩继续高增长

公司的募投项目进展顺利，2010 年下半年有望贡献利润。公司 600 吨/年 XDE 已经试生产，2500 吨/年卤代芳腈项目预计也将于 2010 年下半年完成试运行。我们预计，这 2 个募投项目对收益的贡献有望在 2010 年下半年开始体现。

台州子公司和江苏子公司的建设将是公司未来 3 年成长动力之一。台州子公司已经注册成立，将来主要从事精细化工产品及其中间体（医药中间体和电子化学品）的研究、开发和制造；江苏子公司原有土地基本建设完毕，产能将逐步释放，并且预计未来厂区将继续扩张。

维持“推荐”评级

我们预计，2010 和 2011 年，公司每股收益分别为 0.90 元和 1.32 元。我们继续维持“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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1341	1762	2451	3066	货币资金	89	156	701	1343
营业成本	940	1223	1606	1878	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	401	539	845	1187	应收账款	155	203	272	321
% 营业收入	29.9%	30.6%	34.5%	38.7%	存货	202	245	241	282
营业税金及附加	3	4	6	7	预付账款	43	37	48	56
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	其他流动资产	49	48	49	50
销售费用	43	51	68	81	流动资产合计	537	688	1311	2052
% 营业收入	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	173	194	260	306	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.9%	11.0%	10.6%	10.0%	长期股权投资	27	27	27	27
财务费用	8	5	2	2	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产合计	489	554	589	607
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	50	47	45	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	4	4	4	4
营业利润	169	284	418	511	其他非流动资产	165	244	243	230
% 营业收入	12.6%	16.1%	17.0%	16.7%	资产总计	1274	1566	2220	2964
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	155	0	0	0
利润总额	167	284	418	511	应付款项	114	122	161	188
% 营业收入	12.5%	16.1%	17.0%	16.7%	预收账款	155	331	567	846
所得税费用	37	64	93	114	应付职工薪酬	1	10	13	15
净利润	130	221	324	397	应交税费	13	7	9	11
归属于母公司所有者的净利润	129.6	220.8	324.4	397.2	其他流动负债	94	93	123	144
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	532	563	873	1203
EPS (元/股)	1.00	0.90	1.32	1.62	长期借款	0	40	60	76
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	181	387	627	708	其他非流动负债	17	17	17	17
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	549	620	950	1297
收回现金					归属于母公司	725	946	1270	1668
长期股权投资	27	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	50	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	0	-200	-100	-80	股东权益	725	946	1270	1668
其他	-233	0	0	0	负债及股东权益	1274	1566	2220	2964
投资活动现金流净额	-156	-200	-100	-80	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.003	0.900	1.322	1.619
银行贷款增加 (减少)	0	-115	20	16	BVPS	5.62	3.86	5.18	6.80
筹资成本	-8	-5	-2	-2	PE	29.71	33.12	22.55	18.42
其他	-65	0	0	0	PEG	0.66	0.73	0.50	0.41
筹资活动现金流净额	-74	-120	18	14	PB	5.31	7.73	5.76	4.39
现金净流量	-49	67	545	642	EV/EBITDA	22.10	20.66	13.65	10.24
					ROE	17.9%	23.3%	25.5%	23.8%

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。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。