

联化科技（002250）

推荐（维持）

承接产业转移之路，越行越宽广

市场数据

报告日期	2010-7-28
收盘价(元)	29.38
总股本(百万股)	245.37
流通股本(百万股)	96.16
总市值(百万元)	7216.21
流通市值(百万元)	2828.21
净资产(百万元)	769.11
总资产(百万元)	1461.44
每股净资产	3.13

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1341	2074	2504	2976
同比增长(%)	23.6%	54.7%	20.7%	18.9%
净利润(百万元)	130	211	290	376
同比增长(%)	73.4%	62.5%	37.9%	29.4%
毛利率(%)	29.9%	26.6%	28.3%	29.3%
净利率(%)	9.7%	10.2%	11.6%	12.6%
净资产收益率(%)	17.9%	23.6%	25.5%	25.8%
每股收益(元)	0.53	0.86	1.18	1.53
每股经营现金流(元)	0.74	0.72	1.27	1.57

相关报告

《联化科技（002250）：承接产业转移，创新驱动成长》
2010-2-22

投资要点

事件：

联化科技公布 2010 年半年报，1-6 月实现营业总收入 9.30 亿元，同比增长 66.10%；营业利润 1.12 亿元，同比增长 82.05%；归属于上市公司股东的净利润 8658 万元，同比增长 77.82%，按 2.4537 亿股的总股本计，实现每股收益 0.35 元，每股经营活动产生的净现金流量为 0.65 元。公司同时预计 2010 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 50%-80%。

点评：

联化科技 2010 年中期业绩符合我们的预期，在大宗化工品需求不振持续低迷之际，以联化科技为代表的精细化工企业体现了优秀的成长性和较强的盈利能力。

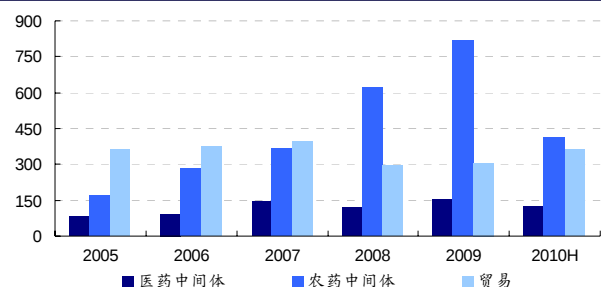
- **贸易收入大增提升营业收入。**报告期内公司营业收入较去年同期增长 66.10%，主要原因有两点：1、随着国内部分化工原料市场的逐渐复苏，公司的进口贸易业务也随之迅速增加，贸易业务收入较去年同期大幅增长 253.49%，贡献收入增量 2.59 亿元。2、公司新产品产出增加，持续拓展老产品市场并调整、优化客户结构，因此工业业务收入较去年同期增长 24.23%，贡献收入增量 1.09 亿元。

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

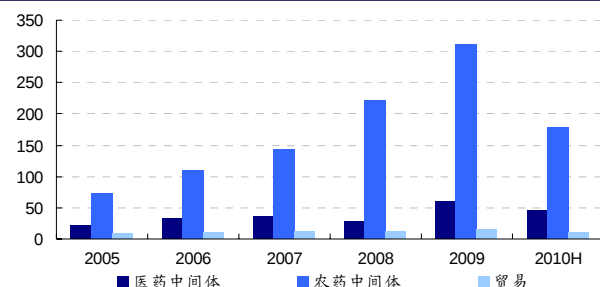
刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

图1 联化科技主营业务历年收入情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

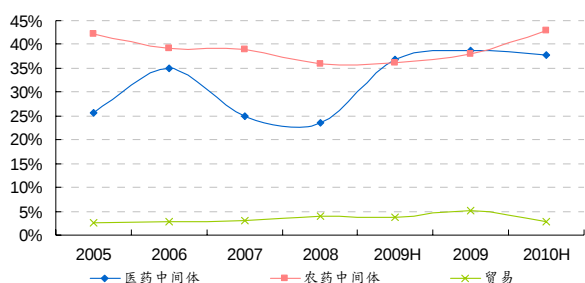
图2 联化科技主营业务历年毛利情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

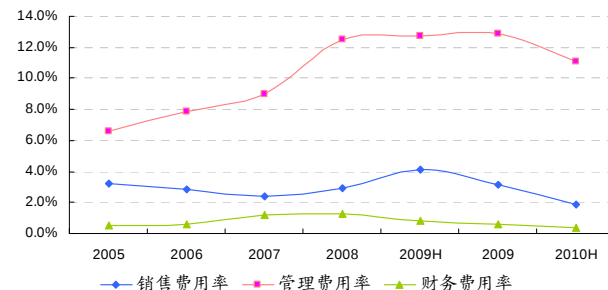
- **工业业务毛利率提升推动利润增长。**2010年上半年，联化科技的农药中间体和医药中间体工业业务的毛利率分别为37.67%、42.79%，同比分别增长0.76%、6.57%，而贸易业务毛利率由3.77%下滑至2.82%。报告期内，公司不断加强技术创新和工艺改进，并积极开拓国内外市场、优化客户结构，实现了新老产品的共同发展；同时细化采购、生产环节管理，降低相关成本费用，从而实现了工业业务毛利率的全面提升，进而推动公司营业利润同比增长82.05%，超过收入增速。

图3 联化科技各项业务历年毛利率变化



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

图4 联化科技历年期间费用率变化



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

- **期间费用控制有力。**2010年上半年，联化科技的期间费用率为13.27%，同比大幅下降4.44%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降2.28%、1.69%、0.47%。销售费用率和管理费用率是由于公司收入水平提升较快（尤其是贸易业务）造成的比率下降，实际数额处于合理范围（其中管理费用比上年同期增加3141万元，主要原因系公司本期员工工资及奖金、技术开发费、折旧费等增加所致），而财务费用率下降则是因为公司强化资金的计划管理使得财务费用较上年同期下降26.30%。
- **依托创新承接产能转移。**通过承接国际产能，联化科技的医药、农药中间体业务保持了较快增长，产品层次合理并仍在不断优化之中，市场也在持续开

拓，先发优势逐步确立。而包括募投项目带来产品结构的改善和定制生产规模的不断扩大将进一步提升公司盈利水平，目前公司的 XDE 项目试生产工作已进入尾声，卤代芳腈项目已进入试生产阶段，高新技术研究开发中心项目已完工，江苏联化新区和联化（台州）公司的规划设计也正在有序推进。

- **维持“推荐”评级。**目前国际精细化工产业正在持续向中国转移，而消费升级、经济增长方式转变也为国内精细化工产业的发展提出了客观要求。我们认为，在上述过程中，生产经营规范化水平高、工艺和技术优势突出的企业将迎来市场持续扩张、占有率不断提升的发展良机。我们维持联化科技 2010-2012 年 0.86、1.18、1.53 元的 EPS 预测，公司仍然处于快速成长阶段，维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	537	806	963	1347
货币资金	89	207	250	507
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	155	195	235	280
其他应收款	44	28	34	40
存货	202	304	359	421
非流动资产	737	818	784	745
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	27	27	27	27
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	489	604	632	626
在建工程	165	133	71	41
油气资产	0	0	0	0
无形资产	50	49	48	47
资产总计	1274	1624	1747	2092
流动负债	532	723	596	623
短期借款	155	273	65	0
应付票据	78	91	108	126
应付账款	114	122	144	168
其他	186	237	280	328
非流动负债	17	10	11	12
长期借款	0	0	0	0
其他	17	10	11	12
负债合计	549	733	608	635
股本	129	245	245	245
资本公积	284	167	167	167
未分配利润	285	440	673	973
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	725	891	1139	1457
负债及权益合计	1274	1624	1747	2092

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	130	211	290	376
折旧和摊销	47	38	46	50
资产减值准备	5	-0	3	4
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	9	5	-6
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	14	83	36	40
经营活动产生现金流量	173	176	310	385
投资活动产生现金流量	-126	-120	-12	-12
融资活动产生现金流量	-75	62	-255	-117
现金净变动	-28	119	43	256
现金的期初余额	166	89	207	250
现金的期末余额	137	207	250	507

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1341	2074	2504	2976
营业成本	940	1521	1796	2105
营业税金及附加	3	1	1	1
销售费用	43	41	50	60
管理费用	173	228	275	327
财务费用	8	9	5	-6
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	169	273	377	489
营业外收入	6	8	9	11
营业外支出	8	11	14	18
利润总额	167	270	372	482
所得税	37	59	82	106
净利润	130	211	290	376
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	130	211	290	376
EPS (元)	0.53	0.86	1.18	1.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.6%	54.7%	20.7%	18.9%
营业利润增长率	94.2%	61.8%	38.1%	29.7%
净利润增长率	73.4%	62.5%	37.9%	29.4%
盈利能力(%)				
毛利率	29.9%	26.6%	28.3%	29.3%
净利率	9.7%	10.2%	11.6%	12.6%
ROE	17.9%	23.6%	25.5%	25.8%

偿债能力(%)

资产负债率	43.1%	45.2%	34.8%	30.4%
流动比率	1.01	1.11	1.61	2.16
速动比率	0.63	0.69	1.01	1.49

营运能力(次)

资产周转率	1.13	1.43	1.49	1.55
应收帐款周转率	8.93	11.11	10.94	10.86

每股资料(元)

每股收益	0.53	0.86	1.18	1.53
每股经营现金	0.74	0.72	1.27	1.57
每股净资产	2.96	3.63	4.64	5.94

估值比率(倍)

PE	51.3	31.6	22.9	17.7
PB	9.2	7.5	5.8	4.6

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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。