

联化科技 (002250)

募投项目保证今后继续高增长

任静
 010-59312820
 renjing@gjtas.com
 S0880200010302

本报告导读:

上半年净利润同增 77.82%，EPS0.35 元。募投项目逐渐达产增效以及强大的研发能力、独特的定制模式与与国际大客户的稳定关系将始终是公司持续发展的保证。

投资要点:

- 联化科技上半年实现营业收入9.3亿元、同增66.10%，其中实现工业业务收入5.68亿元、同增24.23%；实现利润总额1.14亿元、归属母公司净利润8658万元，分别同增78.84%和77.82%，全面摊薄EPS0.35元、每股净资产3.12元，ROE 11.49%，同比上升3.97个百分点。经营现金流1.6亿元、同增112.09%。不分配不转增。
- 公司业绩继续保持大幅度增长主要源自新产品的投入和农药中间体盈利水平的提高。上半年，占总收入61%的工业业务收入同增24.23%，而只占39%的贸易业务则在原料行情复苏中同比大幅增长了253.49%，其中医药中间体的工业收入（占比22%）和贸易收入（占28%）分别同增70.54%和90.22%。而收入占比较高的农药中间体的工业收入和贸易收入则分别增加了16%和34%。盈利方面，工业业务毛利率41.1%、同比提高5.33个百分点，而贸易业务毛利率仅2.82%同比略降0.95个百分点，其中农药中间体的工业业务毛利率42.79%、同比提高了6.57个百分点，而其贸易业务毛利率10.01%、同比提高了9.3个百分点。
- 分地区看，公司工业业务在美洲地区的销售收入为3.13亿元、同比增加了50%，国内收入1.1亿元、同比增加了23.69%，而欧洲市场基本持平。国外贸易收入2.23亿元、同比大幅增加了639%，国内贸易收入也达到了1.39亿元、同比增加93%。
- 公司的费用控制一向较好，管理费用虽然因为研发费用加大、折旧提高等原因增加了3141.05万元、同增44%但依然小于收入增幅，而资金计划管理的强化，则使财务费用同比下降了26%。
- 公司的募投项目XDE 生产线、卤代芳腈产业化项目和研发中心已在试用期，上半年尚未贡献利润，但今后将为公司提供新的收入和利润增长点。而强大的研发能力、独特的定制模式与与国际大客户的稳定关系将始终是公司持续发展的保证。
- 公司预告1-9月净利润将同比增加50%-80%，我们预计全年净利润将达到1.88亿元，同比增长45%，EPS0.77元，动态PE38X。募投项目的逐步达产见效，将使未来两年业绩保持40%以上的复合增长，11年动态PE26X。建议谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,085	1,341	2,126	2,611	3,141
(+/-)%	9.9%	23.6%	58.6%	22.8%	20.3%
经营利润 (EBIT)	101	177	251	367	482
(+/-)%	9.4%	75.5%	41.8%	46.2%	31.2%
净利润	75	130	188	277	367
(+/-)%	28.3%	73.4%	44.9%	47.7%	32.5%
每股净收益 (元)	0.30	0.53	0.77	1.13	1.50
每股股利 (元)			-	-	-
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	9.3%	13.2%	11.8%	14.1%	15.3%
市盈率	97	55	38.3	26.0	19.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **33.00**

上次预测: 28.00

当前价格: 29.41

2010.07.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	20.15-59.47
总市值 (百万元)	7,216
总股本/流通 A 股 (百万股)	245/96
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	39%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	69

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	769
每股净资产	3.13
市净率	9.4
资产负债率	47%

52周内股价走势图



相关报告

《业绩稳定增长》	2009.08.02
《工业业务表现继续超预期》	2009.04.19
《工业业务表现好于预期》	2009.03.19
《定制保障稳定，创新迎来增长》	2009.02.16
《贸易业务逐步减少，盈利能力结构性提升》	2008.08.22

图 1 联化科技收入利润 (百万元) 逐季提高

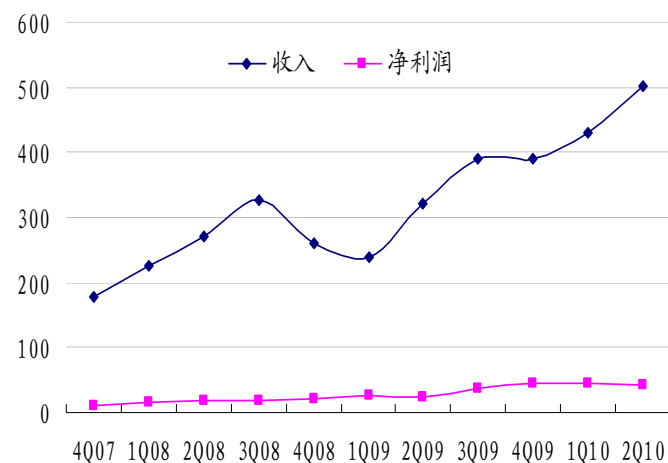
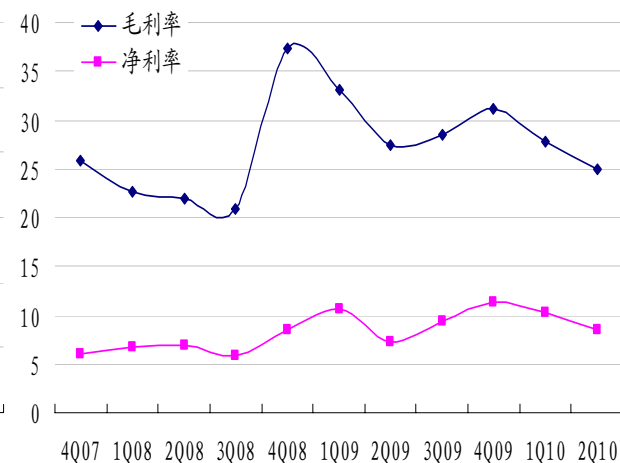


图 2 今年来盈利水平有逐季下滑趋势



数据来源: wind, 国泰君安销售交易总部

图 3 联化科技工业业务有远高于贸易的毛利率 (%)

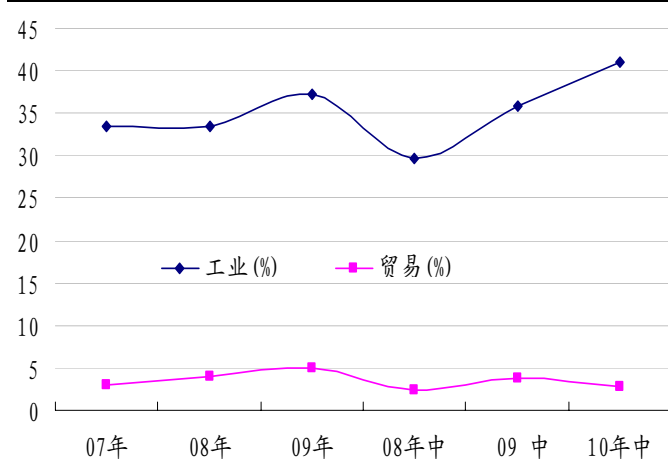
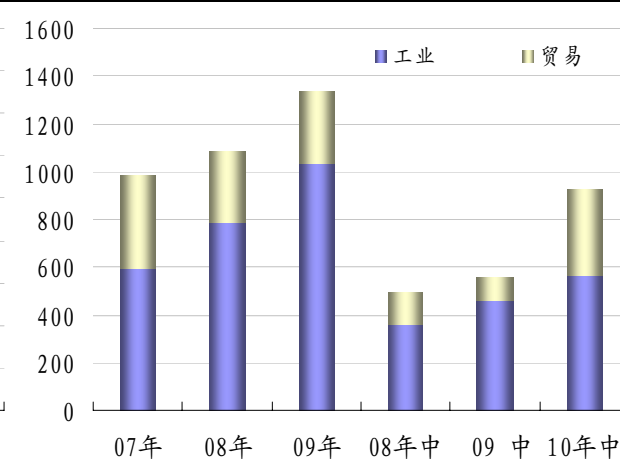


图 4 今年中期贸易收入明显提高 (百万元)



数据来源: wind, 国泰君安销售交易总部

图 5 医药中间体和其他业务收入占比提高 (百万元)

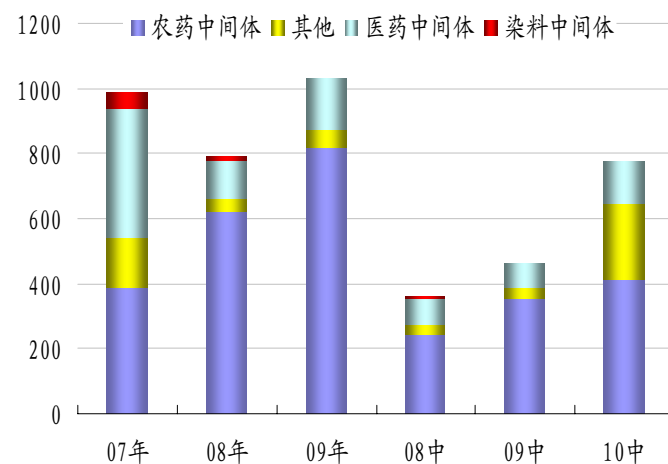
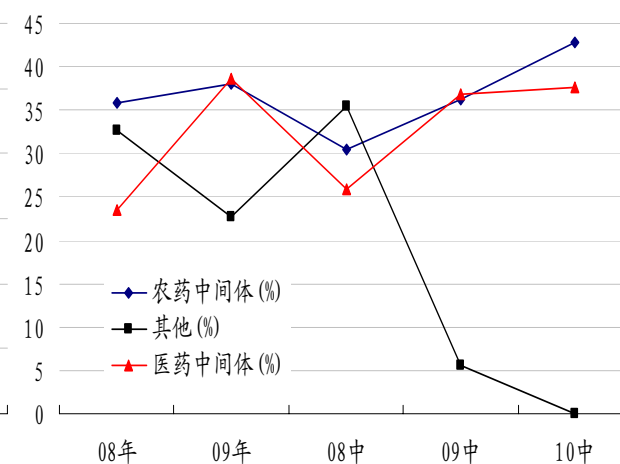


图 6 其他业务较低的毛利率影响整体盈利水平 (%)



数据来源: wind, 国泰君安销售交易总部

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		