

# 增发项目规模超预期 未来三年增长获得基本保证

## 事件:

联化科技公告拟公开增发不超过 3600 万股, 募集资金总额(含发行费用)不超过 68,500 万元, 募集资金净额(扣除发行费用后)不超过 65,123 万元。本次增发募集资金计划投资以下项目: (1) 投资 19,842 万元在浙江省化学原料药基地临海园区建设年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙噻啉酸项目。(2) 投资 45,281 万元在江苏省响水县陈家港化工园建设年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目。

## 研究结论

- **公司增发项目规模超预期, 未来三年增长获得基本保证。**联化科技此次拟增发项目完全达产后, 将新增销售收入 10.18 亿元, 净利润 1.40 亿元(假设 25%所得税率), 我们认为本次新增的项目规模超我们此前的预期, 而且从公司此前对 IPO 募投项目的评估来看, 公司对项目盈利的预估可能中性偏保守, 我们不排除项目达产后, 业绩增幅存在超预期的可能。我们认为, 公司现在产能将能保证公司未来两年的增速, 预计 2012 年下半年, 此次募投项目将开始贡献利润, 因此公司未来三年的增长获得基本保证。
- **联化科技医药部分将成为新的增长点, 从淳尼胺和氟唑菌酸分别为 300 吨的规模判断, 公司将成为沙坦类抗高血压药物和三唑类抗真菌药物中间体的主要供应商之一。**
- 淳尼胺是合成 ARB(非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂)沙坦类抗高血压药物的重要中间体。自 20 世纪 90 年代中期以来, 沙坦类药物的市场份额逐年稳步上升, 2008 年达到了 208 亿美元。未来数年内, 诺华公司的代文(缬沙坦、Diovan)、默沙东公司的科素亚(氯沙坦、Cozaar)、赛诺菲-安万特公司的厄贝沙坦(Irbesartan、Avapro)和勃林格殷格翰的美卡素(替米沙坦、Micardis)等沙坦类明星药物均将到期, 仿制药的竞争将为淳尼胺提供广阔的市场空间。
- 氟唑菌酸是三唑类抗真菌药的中间体, 目前在国内外抗真菌药物销售中, 以三唑类药物的临床用量最大, 但棘白霉素类药物近年已对三唑类抗真菌药物产生很大的竞争, 因此三唑类药物生产商对降低成本的需求也极为迫切, 联化科技有望在未来成为三唑类抗真菌药物中间体的主供应商之一。
- 风险提示: 公司增发被否, 经济二次探底。
- **维持买入投资评级:** 我们看好公司在定制生产产业转移大背景下的发展, 维持公司 10、11 年 EPS0.85 元, 1.10 元的预测, 并基于未来确定的成长性, 给予 2012 年 1.68 元的预测。由于公司未来两年仍将维持 50%的增速, 按 1 倍 PEG, 对应 10 年 0.85 元预测, 将公司目标价由 30 元上调至 42.5 元, 维持公司买入的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

公司评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价(2010年9月27日) 36.85 元

目标价格 42.5 元

总股本/A 股(万股) 24536.6/24536.6

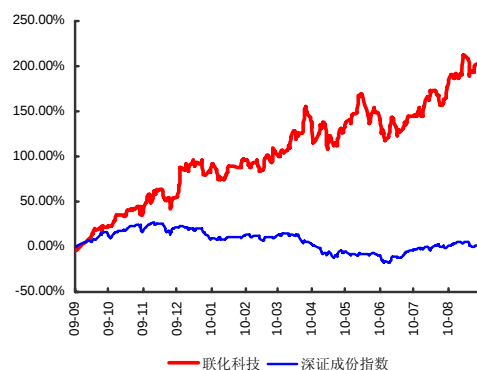
A 股市值(百万元) 9041.73

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2010 年 9 月 28 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月   |
|----------|--------|--------|---------|
| 绝对表现 (%) | 15.99% | 22.83% | 216.32% |
| 相对表现 (%) | 14.25% | 9.92%  | 210.58% |

资料来源: WIND

## 财务预测

| (单位: 百万元) | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1342  | 1943  | 2305  | 3124  |
| 同比(%)     | 24%   | 45%   | 19%   | 36%   |
| 净利润       | 133   | 214   | 274   | 414   |
| 同比(%)     | 77%   | 61%   | 28%   | 51%   |
| 毛利率(%)    | 30.1% | 30.0% | 30.9% | 0.0%  |
| ROE(%)    | 18.1% | 20.7% | 21.6% | 0.0%  |
| 每股收益(元)   | 1.02  | 0.87  | 1.11  | 1.68  |
| P/E (X)   | 38.92 | 45.90 | 35.80 | 23.71 |
| P/B(X)    | 7.02  | 9.43  | 7.70  | 6.00  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

**表. 公司三表预测**

| 会计年度           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度             | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 496         | 466         | 792          | 938          | 1870         | <b>营业收入</b>      | 1085        | 1342        | 1943         | 2305         | 3124         |
| 现金             | 166         | 49          | 253          | 336          | 1064         | 营业成本             | 809         | 938         | 1360         | 1592         | 2107         |
| 应收账款           | 126         | 148         | 194          | 231          | 312          | 营业税金及附加          | 3           | 3           | 5            | 6            | 8            |
| 其它应收款          | 14          | 27          | 39           | 46           | 62           | 营业费用             | 31          | 54          | 78           | 92           | 125          |
| 预付账款           | 23          | 42          | 54           | 64           | 84           | 管理费用             | 135         | 161         | 204          | 242          | 328          |
| 存货             | 165         | 188         | 231          | 239          | 316          | 财务费用             | 14          | 8           | 7            | 1            | 1            |
| 其他             | 3           | 13          | 19           | 23           | 31           | 资产减值损失           | 6           | 7           | 10           | 12           | 12           |
| <b>非流动资产</b>   | 610         | 737         | 710          | 677          | 248          | 公允价值变动收益         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 7           | 7           | 7            | 7            | 7            | 投资净收益            | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 388         | 690         | 654          | 616          | 219          | <b>营业利润</b>      | 87          | 171         | 279          | 360          | 543          |
| 无形资产           | 35          | 35          | 35           | 35           | 35           | 营业外收入            | 12          | 3           | 1            | 1            | 1            |
| 其他             | 180         | 4           | 13           | 19           | -13          | 营业外支出            | 1           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>    | 1106        | 1203        | 1501         | 1615         | 2118         | <b>利润总额</b>      | 98          | 173         | 279          | 360          | 543          |
| <b>流动负债</b>    | 449         | 451         | 562          | 444          | 588          | 所得税              | 23          | 40          | 65           | 86           | 129          |
| 短期借款           | 182         | 182         | 182          | 0            | 0            | <b>净利润</b>       | 75          | 133         | 214          | 274          | 414          |
| 应付账款           | 87          | 75          | 109          | 127          | 169          | 少数股东损益           | 0           | 1           | 1            | 2            | 2            |
| 其他             | 180         | 194         | 271          | 316          | 419          | <b>归属于母公司净利润</b> | 75          | 132         | 213          | 273          | 412          |
| <b>非流动负债</b>   | 19          | 20          | 20           | 20           | 20           | EBITDA           | 126         | 225         | 347          | 423          | 0            |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)          | 0.58        | 1.02        | 0.87         | 1.11         | 1.68         |
| 其他             | 19          | 20          | 20           | 20           | 20           |                  |             |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 468         | 471         | 582          | 463          | 607          | <b>主要财务比率</b>    |             |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 2           | 2           | 4            | 5            | 8            | <b>会计年度</b>      | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 129         | 129         | 245          | 245          | 245          | <b>成长能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 资本公积           | 285         | 285         | 285          | 285          | 285          | 营业收入             | 9.9%        | 23.7%       | 44.8%        | 18.6%        | 35.5%        |
| 留存收益           | 200         | 280         | 445          | 648          | 553          | 营业利润             | 7.5%        | 96.5%       | 63.7%        | 28.8%        | 50.9%        |
| 归属母公司股东权益      | 636         | 730         | 1032         | 1262         | 1620         | 净利润              | 28.5%       | 76.7%       | 61.1%        | 28.2%        | 51.0%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1106        | 1203        | 1618         | 1731         | 2235         | <b>获利能力</b>      |             |             |              |              |              |
|                |             |             |              |              |              | 毛利率              | 25.5%       | 30.1%       | 30.0%        | 30.9%        | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>   |             |             |              |              |              | 净利率              | 6.9%        | 9.9%        | 11.0%        | 11.9%        | 13.3%        |
|                |             |             |              |              |              | ROE              | 11.8%       | 18.1%       | 20.7%        | 21.6%        | 0.0%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROA              | 6.8%        | 11.0%       | 13.2%        | 15.9%        | 0.0%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 21          | 110         | 279          | 339          | 814          | <b>偿债能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 净利润            | 75          | 133         | 214          | 274          | 414          | 资产负债率            | 42.3%       | 39.2%       | 38.7%        | 28.7%        | 0.0%         |
| 折旧摊销           | 40          | 54          | 67           | 64           | 459          | 净负债比率            |             |             |              |              |              |
| 财务费用           | 14          | 8           | 7            | 1            | 1            | 流动比率             | 1.10        | 1.03        | 1.41         | 2.11         | 0.00         |
| 公允价值变动损失       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 速动比率             | 0.74        | 0.62        | 1.00         | 1.58         | 0.00         |
| 营运资金变动         | -104        | -85         | -10          | -0           | -60          | <b>营运能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 其它             | -4          | 0           | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 0.98        | 1.12        | 1.29         | 1.43         | 0.00         |
| <b>投资活动现金流</b> | -167        | -181        | -41          | -31          | -31          | 应收账款周转率          | -           | -           | -            | -            | -            |
| 资本支出           | 165         | -181        | -41          | -31          | -31          | 应付账款周转率          | 9.34        | 12.50       | 12.50        | 12.50        | 0.00         |
| 长期投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b>  |             |             |              |              |              |
| 其他             | -332        | 0           | 0            | 0            | -0           | 每股收益             | 0.58        | 1.02        | 0.87         | 1.11         | 1.68         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 229         | -46         | -34          | -226         | -56          | 每股经营现金流          | 0.19        | 0.85        | 1.14         | 1.38         | 3.32         |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0            | -182         | 0            | 每股净资产            | 4.94        | 5.67        | 4.22         | 5.17         | 6.63         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>      |             |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 32          | 0           | 116          | 0            | 0            | P/E              | 68.77       | 38.92       | 45.90        | 35.80        | 23.71        |
| 资本公积增加         | 282         | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B              | 8.06        | 7.02        | 9.43         | 7.70         | 6.00         |
| 其他             | -86         | -46         | -150         | -44          | -56          |                  |             |             |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>  | 127         | -116        | 204          | 83           | 728          |                  |             |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

---

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

---

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)