

医药将成未来亮点 持续高增长可期

——联化科技（002250）动态点评

要点：

- 事件：联化科技近日发布董事会决议公告，拟向不特定对象公开发行不超过 3600 万股，募集资金（扣除发行费用后）不超过 65123 万元。主要用于投资 6 个项目：年产 300 吨淳尼胺、年产 300 吨氟唑菌酸、年产 200 吨环丙嘧啶酸、年产 300 吨唑草酮、年产 500 吨联苯菌胺、年产 300 吨甲虫胺。
- 巩固农药优势地位，扩大医药中间体业务，进军液晶中间体领域。本次公开增发项目中，唑草酮为农药原药，环丙嘧啶酸、联苯菌胺和甲虫胺为农药中间体之外，淳尼胺（最主要的抗高血压药物——沙坦类药物的重要中间体）、氟唑菌酸（抗真菌药物的重要中间体）均为医药中间体，其中联苯菌胺还可用于合成液晶材料，公司在巩固农药中间体和原药领域的传统优势的同时，不断扩大医药中间体业务占比，同时适时进军附加值更高的液晶中间体领域，不断丰富产品种类，进一步完善业务结构。此外，本次增发项目中的产品多为含氟或杂环类品种，这两类产品代表了未来医药和农药中间体/原药的主流发展方向，均为需求增长明确、未来空间巨大、产品附加值高的品种。
- 研发实力和技术优势，创造新增长点。除了唑草酮生产技术由公司定制生产客户 FMC 公司提供以外，其他产品均为公司利用现有技术优势开发的新型精细化工品种，主要工艺采用了公司自主研发的加氢还原、偶合、格式反应、闭环反应等核心技术。公司牢牢把握研发实力确立精细化工行业优势地位的道理，将技术优势转化为新的利润增长点。我们认为，公司具有强大的研发实力和成熟的核心技术优势，能确保公司在精细化工领域立于领先地位。
- 坚持定制生产模式，继续业绩稳定器作用。本次 6 个产品中，唑草酮为美国 FMC 公司最新开发的新型除草剂，公司已经和 FMC 公司签订了定制生产唑草酮的相关合同，项目生产的唑草酮产品将全部销售给 FMC 公司。我们认为，定制生产作为公司目前最主要的生产销售模式，十年以来保证了公司较高的毛利率和较为稳定的收益，同时也有助于公司在同国外巨头的合作中不断加强自身研发实力。未来，定制生产模式仍然将为公司未来可持续发展提供良好保证。
- 预计新项目将在 2013 年初投入生产，新项目达产后，估计将为公司带来 10.1 亿元的年均收入和 2.2 亿元的年均利润总额，按照增发后总股本计算，将增厚公司 EPS0.61 元。我们维持公司 10 年和 11 年 0.819 元和 1.181 元的盈利预测，对应目前股价 PE 为 46 倍和 32 倍，相对于精细化工其他上市公司永太科技、九九久、建新股份和天马精化相比，公司估值仍处最低，维持“推荐”评级。
- 风险提示：公司增发计划存在被否可能。

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。

报告日期：2010 年 9 月 29 日

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060—8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人：凌学良

☎ (86-10) 88366060—8886

✉ lxl@cgws.com

执业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐（维持）

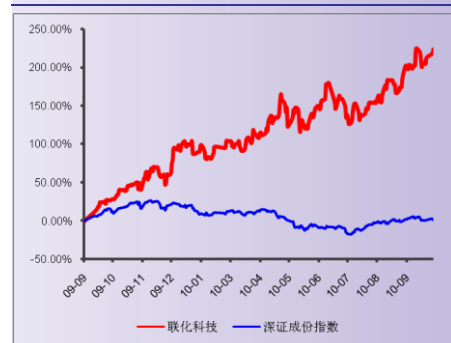
市场数据：最新股价 37.50

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（前复权）	11.50 / 37.92

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

- 《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》2010 年 5 月
- 《增长符合预期，募投项目需等明年——联化科技（002250）中报点评》2010 年 7 月

公司盈利预测表									
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	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	127434	156077	199425	256617	PE	27.4	32.4	22.5	16.4
现金流量表（万元）					PEG	0.48	0.73	0.60	-
经营活动现金流	18080	28304	34504	47000	PB	4.9	7.0	5.3	4.0
其中营运资本减少	-789	2343	-1542	-1867	EV/EBITDA	16.25	20.36	14.75	10.94
投资活动现金流	-15619	-13406	-17506	-34704	EV/SALES	2.77	3.82	2.89	2.23
其中资本支出	-16106	-13406	-17506	-34704	EV/IC	3.95	6.40	5.42	4.20
融资活动现金流	-7388	0	0	0	ROIC/WACC	1.41	2.62	3.25	3.56
净现金总变化	-5016	14898	16997	12296	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。