

证券研究报告



精细化工

联化科技（002250）

推荐（维持）

定制生产规模持续扩大，增长动力依然充沛

市场数据

报告日期	2011-1-31
收盘价(元)	34.40
总股本(百万股)	245.37
流通股本(百万股)	96.16
总市值(百万元)	8440.59
流通市值(百万元)	3308.08
净资产(百万元)	816.95
总资产(百万元)	1547.92
每股净资产	3.33

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1973	2422	2917	3512
同比增长(%)	47.2%	22.7%	20.4%	20.4%
净利润(百万元)	203	290	376	488
同比增长(%)	56.7%	42.8%	29.6%	29.9%
毛利率(%)	26.1%	27.2%	27.6%	28.0%
净利率(%)	10.3%	12.0%	12.9%	13.9%
净资产收益率(%)	23.0%	25.8%	26.1%	26.3%
每股收益(元)	0.83	1.18	1.53	1.99
每股经营现金流(元)	0.76	1.35	1.56	1.95

相关报告

《联化科技（002250）：拟增发投资新项目，竞争优势强化》2010-9-27

《联化科技（002250）：承接产业转移之路，越行越宽广》2010-7-28

《联化科技（002250）：承接产业转移，创新驱动成长》2010-2-22

分析师

郑方铤

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

SAC: S0190510120005

联系人

刘曦

021-3856 5754

liuxi@xyzq.com.cn

投资要点

事件：

联化科技发布 2010 年报，报告期内实现营业总收入 19.73 亿元，同比增长 47.2%；实现营业利润 2.48 亿元，同比增长 46.7%；归属于母公司所有者的净利润为 2.03 亿元，同比增长 56.7%。按 2.45 亿股的总股本计，实现每股收益 0.83 元，每股经营性净现金流量为 0.76 元。

其中四季度实现营业总收入 6.26 亿元，同比增长 60.0%；归属于上市公司股东的净利润 6603 万元，同比增长 49.1%，实现每股收益 0.27 元。公司同时公布 2010 年度利润分配预案，拟以总股本 2.45 亿股为基数，按每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

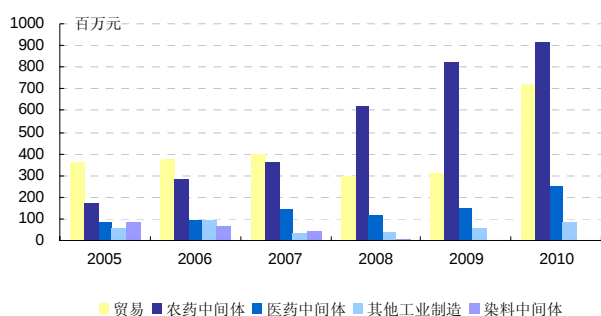
点评：

联化科技的年报与我们 EPS 0.86 元的预期基本一致，其 2010 年净利润增长幅度也与公司三季报中预告的 50%-80%同比增幅一致，公司的高速成长态势仍在延续。

- 工业业务平稳增长，贸易业务快增带动收入增长。2010 年公司实现营业总收入 19.73 亿元，同比增长 47.2%，主要原因在于：1、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，带动工业业务收入同比增长 21.5%，贡献收入增量 2.22 亿元，其中欧洲、美国地区的营业收入分别增长 37.5%、24.2%，较上年同期分别增加 0.54、1.53 亿元。

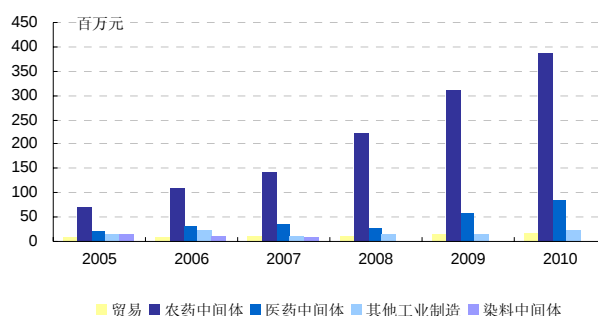
2、伴随金融危机影响逐步消除，国内外化工品需求趋于正常，公司化工品贸易业务收入同比增长 133.4%，较上年同期增加 4.11 亿元，其中进口业务同比增长 202.4%，贡献收入增量 2.53 亿元。

图 1 联化科技分业务收入增长情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 2 联化科技分业务毛利增长情况

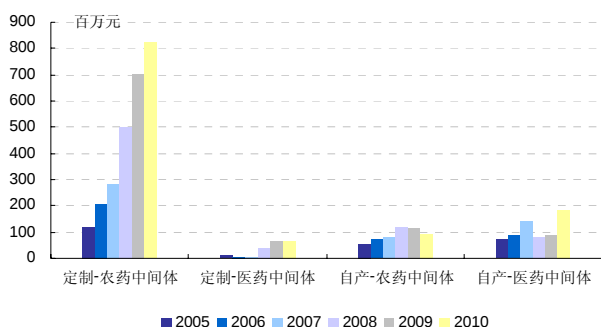


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **农药中间体定制生产规模持续扩大。**根据我们的测算，2010 年公司农药中间体定制生产业务收入和毛利分别为 8.22、3.58 亿元，同比分别增长 16.6%、30.6%，占公司收入和毛利的比例分别为 41.7%、69.5%，是公司最主要的收入和利润来源，并自 05 年以来始终保持了快速增长态势，显示出公司与国外化工巨头的合作规模不断扩大并走向深入。

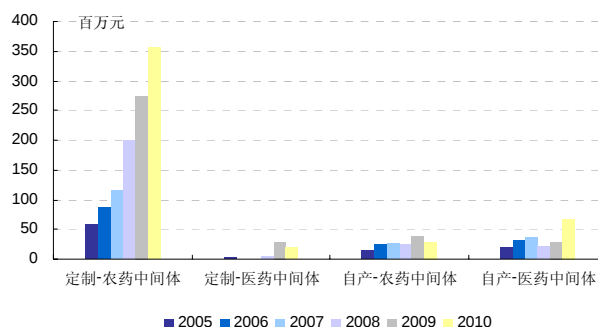
此外，公司自产自销的医药中间体业务收入和毛利分别为 1.86、0.66 亿元，同比分别增长 109.0%、120.0%。

图 3 联化科技两种生产模式收入增长情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所整理

图 4 联化科技两种生产模式毛利增长情况



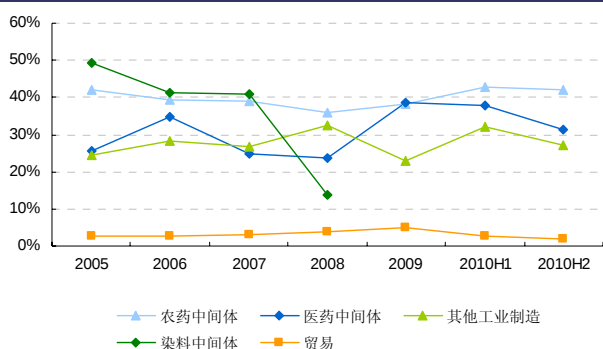
资料来源：公司公告，兴业证券研究所整理

- **工业业务毛利率稳中有升。**报告期内，公司工业业务毛利率较上年同期增长 2.5%，其中农药中间体、医药中间体的毛利率分别为 42.3%、34.3%，同比分别增加 4.1%、-4.3%，我们推测主要是由于定制生产和自产自销产品比例的变化所致。公司贸易业务的毛利率为 2.3%，同比下降 2.7%。
- 下半年伴随原料价格上涨，公司各项业务毛利率均有不同程度的下滑，

其中农药中间体、医药中间体的毛利率分别由上半年的 42.8%、37.7% 下滑至 41.9%、31.2%（当然，两种生产模式产品比例的变化也是毛利率变化的重要原因）。

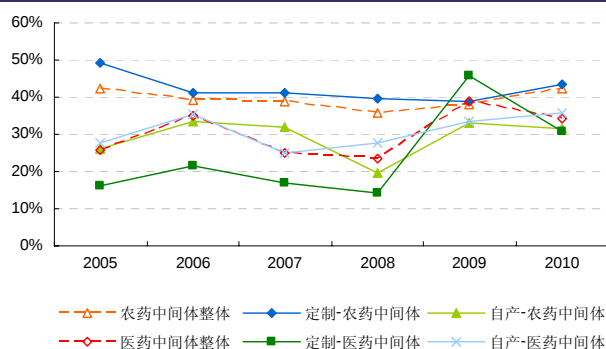
整体来看，通过新品研发、市场开拓和工艺持续改进（2010 全年公司开题项目共 131 个，对 16 个老产品进行了工艺技术改造，2 项专利申请取得或获得受理，4 个产品被评为省级新产品），公司的工业业务在周期波动中始终保持了较为稳定、丰厚的毛利率，公司毛利额增速低于收入增速的主要原因是贸易业务占比的提升及其毛利率的下滑。

图 5 联化科技分业务毛利率变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所整理

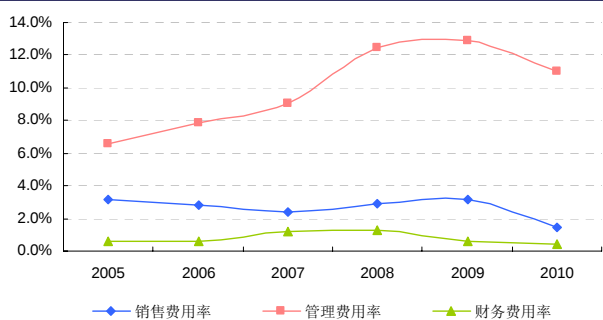
图 6 联化科技两种生产模式毛利率变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所整理

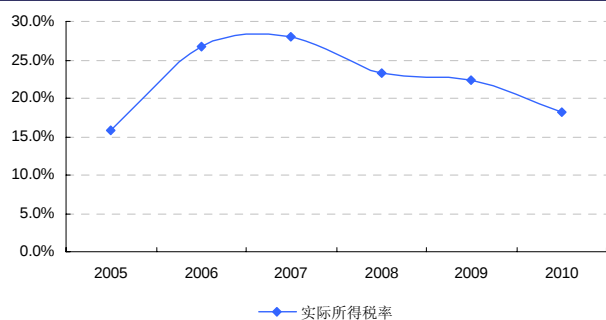
- **营销效率提升，规模优势显现。**报告期内，公司三项费用率分别由 09 年的 3.2%、12.9%、0.6% 下降至 1.4%、11.0%、0.4%，主要原因是：1、贸易业务提升较快造成收入基数增长较多；2、公司与大客户合作规模逐渐扩大，对营销管理进一步加强，使得销售费用同比减少 33.1%。期间费用压缩使得公司在整体毛利率下降的情况，其营业利润仍保持了 46.7% 的同比增速，与收入增速相当。

图 7 联化科技期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 6 联化科技实际所得税率变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **整体所得税率降低助益净利润增长。**报告期内，随着控股子公司江苏联

化被认定为高新技术企业（于 2010-2012 年享受 15% 的优惠税率），公司整体所得税率由 09 年的 22.3% 下降为 18.2%（江苏联化 2008、2009 年的实际税率分别为 27.9%、26.1%），对公司的净利润增长起到了推进作用：报告期内公司实现净利润 2.03 亿元，同比增长 56.7%。

- **未来增长动力依然充沛。**联化科技的募投项目“600 吨/年 XDE 项目”和“2500 吨/年卤代芳腈项目”分别于 2010 年的 8 月和 10 月正式投产，目前运转正常，并在 2010 年分别贡献净利润 460、278 万元，完全达产预计将分别新增收入 1.54、1.05 亿元，新增利润总额为 0.22、0.22 亿元。

公司于 2010 年 9 月 27 日发布公告，拟公开发行不超过 3600 万股，募集资金净额不超过 6.5 亿元，投资于：1、年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目；2、300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目。上述项目完全达产预计将分别新增收入为 4.40、5.78 亿元，新增利润总额为 0.94、1.26 亿元。按照三年左右的建设期计算，该项目将在 2013 年逐步贡献利润。

借助募投项目开工负荷的逐步提升，和公开增发项目的建成投产，公司未来数年的增长动力依然充沛。

- **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对国内精细化工产业的发展提出了客观要求，国内精细化工行业正处于快速增长期。

在上述过程中，联化科技通过与客户的持续深化合作了解行业需求变化，紧跟行业趋势，围绕主流、畅销产品不断培育新的利润增长点，并对核心技术和反应进行持续突破、优化，而新建项目则为公司未来数年的增长奠定了基础，我们暂不考虑增发因素对盈利能力和总股本的影响，维持公司 2011-2012 年 EPS 为 1.18、1.53 元的预测，并引入 2013 年 EPS 为 1.99 元的预测，维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	786	888	1141	1725
货币资金	99	121	220	620
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	250	291	350	421
其他应收款	41	48	58	70
存货	322	353	422	505
非流动资产	920	988	942	892
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	30	27	27	27
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	635	753	777	763
在建工程	192	146	78	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	56	55	54	53
资产总计	1705	1876	2083	2618
流动负债	807	744	632	753
短期借款	340	212	0	0
应付票据	98	106	127	152
应付账款	201	212	253	303
其他	168	214	252	298
非流动负债	15	8	9	10
长期借款	0	0	0	0
其他	15	8	9	10
负债合计	822	752	641	763
股本	245	245	245	245
资本公积	167	167	167	167
未分配利润	426	652	951	1340
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	883	1124	1442	1855
负债及权益合计	1705	1876	2083	2618

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	203	290	376	488
折旧和摊销	59	49	57	61
资产减值准备	-16	0	0	0
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	14	3	-8
投资损失	-2	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	131	23	53	63
经营活动产生现金流量	117	330	384	479
投资活动产生现金流量	-180	-118	-12	-12
融资活动产生现金流量	131	-191	-273	-67
现金净变动	68	22	99	400
现金的期初余额	89	99	121	220
现金的期末余额	157	121	220	620

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1973	2422	2917	3512
营业成本	1458	1764	2111	2527
营业税金及附加	5	7	9	11
销售费用	28	34	41	49
管理费用	218	262	309	355
财务费用	8	14	3	-8
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	248	342	444	578
营业外收入	7	9	11	13
营业外支出	8	10	13	17
利润总额	248	341	442	574
所得税	45	51	66	86
净利润	203	290	376	488
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	203	290	376	488
EPS (元)	0.83	1.18	1.53	1.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.2%	22.7%	20.4%	20.4%
营业利润增长率	47.2%	37.8%	29.9%	30.2%
净利润增长率	56.7%	42.8%	29.6%	29.9%
盈利能力(%)				
毛利率	26.1%	27.2%	27.6%	28.0%
净利率	10.3%	12.0%	12.9%	13.9%
ROE	23.0%	25.8%	26.1%	26.3%

偿债能力(%)

资产负债率	48.2%	40.1%	30.8%	29.1%
流动比率	0.97	1.19	1.80	2.29
速动比率	0.57	0.72	1.14	1.62

营运能力(次)

资产周转率	1.32	1.35	1.47	1.49
应收帐款周转率	9.50	8.97	9.11	9.10

每股资料(元)

每股收益	0.83	1.18	1.53	1.99
每股经营现金	0.76	1.35	1.56	1.95
每股净资产	3.60	4.58	5.88	7.56

估值比率(倍)

PE	41.6	29.1	22.5	17.3
PB	9.6	7.5	5.9	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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。