

联化科技 (002250)

业绩超预期，明天会更好

任静
010-59312820
renjing@gtjas.com
S0880511010014

本报告导读:

2010 年净利润增长达到 56.67%，募投项目达产扩大生产规模，主要客户集中度加强有利于公司定制业务稳定增长，计划增发项目一旦成功，业绩 2013 年现井喷。

投资要点:

- 联化科技 2010 年营业收入 19.73 亿元，同比增 47.21%，营业利润 2.48 亿元，同比增 48.61%，实现净利润 2.03 亿元，同比增 56.67%，EPS0.83 元，ROE22.99%，略高于我们 0.81 元的业绩预测，拟按每 10 股派发现金红利 2 元(含税)
- 募投项目投产扩大公司生产规模是公司业绩增长的主要原因。IPO 项目“年产 2500 万吨卤代芳腈产业化技改项目、年产 600 吨 XDE 生产线项目”于 2010 年 10 月份全面投产，四季度营业收入达到 6.26 亿元，同比增 60%，环比增 50%，毛利率 23.88%。
- 主要客户集中度提高，前五大客户销售额占销售总额比例不断提高。公司工业业务收入自 2006 年以来保持着 26.35%的复合增长率，而公司前五大客户销售金额占比从 2005 年的 20.52%增加到 2010 年的 70.2%，与客户建立的长期稳定的合作关系对于定制业务比重超过 5 成的联化科技来说无疑是业绩长期稳定增长的助推器。
- 随着国际金融危机影响减弱、人民币汇率走强以及公司以进口业务为主的特性，公司 2010 年贸易业务营业收入达到 7.19 亿元，同比增 133.39%，其中国内市场增幅高达 202.49%。
- 公司计划公开增发募集 6.5 亿元建设年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目和年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目，一旦进展顺利 2013 年公司业绩将有大幅增长。
- 假设公开增发在 2011 年上半年完成，2013 年达产，在此基础上(未计入股本变动)我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年公司的 EPS 分别为 1.13、1.48 和 1.87 元，对应 PE 为 30、23 和 18，我们维持公司 40 元的目标价，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,341	1,973	2,569	3,054	4,546
(+/-)	24%	47%	30%	19%	49%
经营利润 (EBIT)	182	264	356	464	639
(+/-)%	70%	45%	35%	30%	38%
净利润	130	203	278	363	458
(+/-)%	73%	57%	37%	30%	26%
每股净收益 (元)	0.53	0.83	1.13	1.48	1.87
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	13.6%	13.4%	13.9%	15.2%	14.0%
市盈率	65.1	41.6	30.4	23.2	18.4
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

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: 40.00

上次预测: 40.00

当前价格: 34.70

2011.02.09

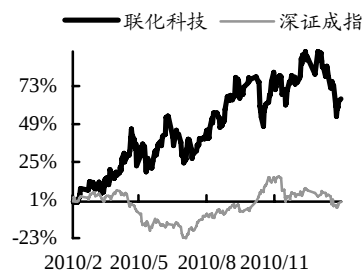
交易数据

52 周内股价区间 (元)	24.00-59.47
总市值 (百万元)	8,514
总股本/流通 A 股 (百万股)	245/99
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	40%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	50

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	883
每股净资产	3.60
市净率	9.6
资产负债率	48%

52 周内股价走势图



相关报告

《明显低估的成长性公司》	2007.12.06
《江南高纤调研报告》	2007.06.07

图 1: 2008 年至 2010 年个季度营业收入和毛利率比较

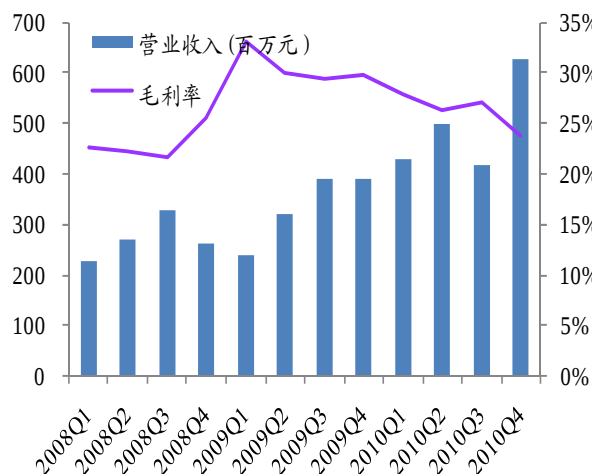
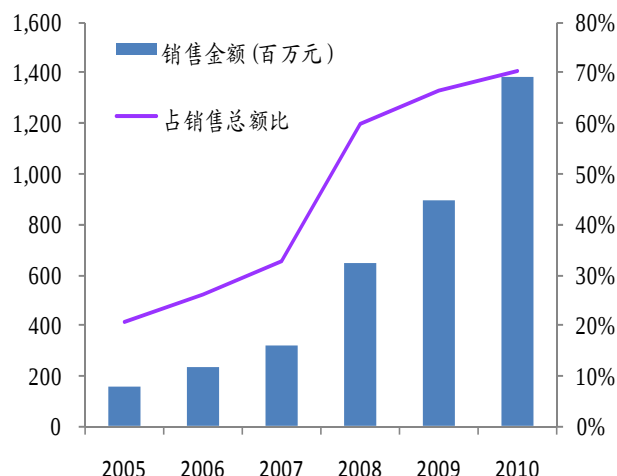
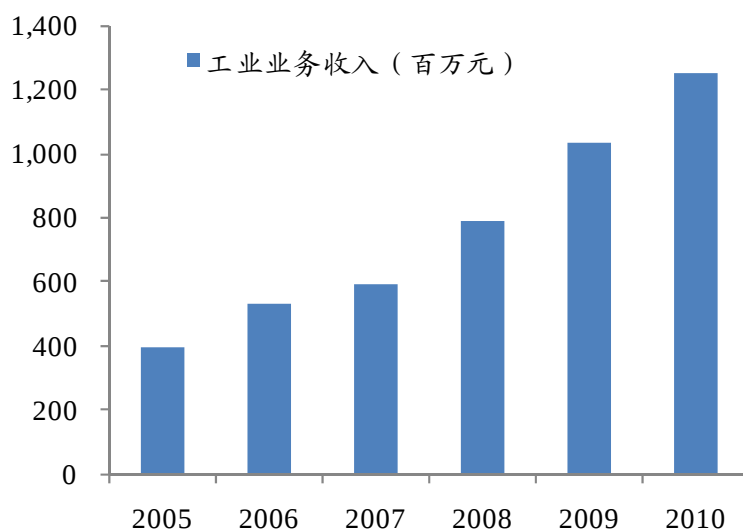


图 2: 2005 年至 2010 年前五大客户销售额情况



数据来源: wind, 国泰君安销售交易总部

图 3: 联化科技 2005 年至 2010 年前五大客户销售额情况



数据来源: 国泰君安销售交易总部

表 1: 联化科技利润表预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,340.59	1,973.45	2,569.27	3,054.15	4,545.98
增长率	23.56%	47.21%	30.19%	18.87%	48.85%
营业成本	939.98	1,458.33	1,845.45	2,143.97	3,236.33
%销售收入	70.12%	73.90%	71.83%	70.20%	71.19%
毛利	400.61	515.12	723.82	910.18	1,309.65
%销售收入	29.88%	26.10%	28.17%	29.80%	28.81%
营业税金及附加	3.39	4.87	5.40	6.72	10.00
%销售收入	0.25%	0.20%	0.21%	0.22%	0.22%
营业费用	42.60	28.49	44.52	58.21	87.51
%销售收入	3.18%	1.44%	1.73%	1.91%	1.92%

管理费用	172.77	217.96	317.71	381.44	573.44
%销售收入	12.89%	13.02%	12.37%	12.49%	12.61%
财务费用	8.49	8.06	15.40	18.48	27.79
%销售收入	0.63%	0.54%	0.60%	0.61%	0.61%
投资收益	0.51	2.48	3	3	3
资产减值及公允价值变动	5.17	9.83	5	5	5
营业利润	168.70	248.38	338.80	443.32	608.91
营业利润率	12.58%	12.59%	13.19%	14.52%	13.39%
营业外收支	-1.75	-0.28	2	2	3
税前利润	166.95	248.10	340.80	445.32	611.91
利润率	12.45%	12.57%	13.26%	14.58%	13.46%
所得税	37.30	45.13	62.61	82.62	152.98
所得税率	22.34%	18.19%	18.37%	18.55%	25.00%
少数股东损益	0.09	0.00	0.00	0.00	1.00
归属于母公司的净利润	129.56	202.98	278.20	362.70	457.93
净利率	9.66%	10.29%	10.83%	11.88%	10.07%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.83	1.13	1.48	1.87
总股本(万股)	24536.6	24536.6	24536.6	24536.6	24536.6

数据来源：国泰君安销售交易总部

作者简介:**任静:**

S0880511010014

010-59312820

renjing@gtjas.com

博士，化纤、农药研究员。2010 年卖方分析师水晶球奖基础化工入围，第八届新财富最佳分析师评选中基础化工入围。

陈辉（贡献作者）:

S0880110050077

021-38674637

chenhui008095@gtja.com

国泰君安证券化纤、农药行业助理研究员，英国赫特福德大学理学硕士学位。2009 年 7 月加入国泰君安证券，从事化纤、农药行业研究。

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		