

评级：审慎推荐

化工原材料

公司年报点评报告

第一创业研究所
 巨国贤 S1080209110062
 联系人：张伟保
 电话：0755-82485029
 邮件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	24-59.47
总市值（百万元）	8,462.67
流通股本（百万股）	98.80
流通股比率（%）	40.3%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	816.95
每股净资产	3.33
市净率	10.36
资产负债率	47.2%

相关报告

联化科技（002250）

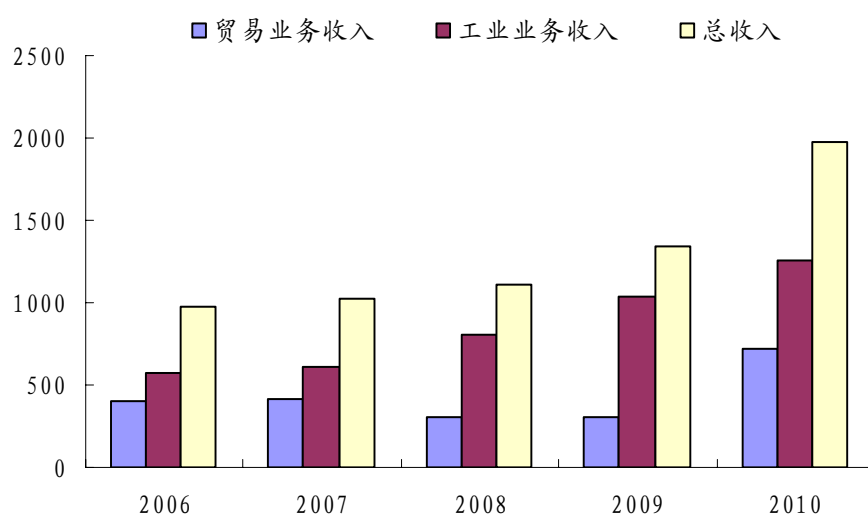
——业绩符合预期，未来高速增长有保证

事件：联化科技发布 2010 年年报，年报中公告 2010 年度公司实现营业收入 197,344.91 万元，比上年同期增长 47.21%；利润总额 24,810.42 万元，比上年同期增长 48.61%；归属于母公司所有者的净利润 20,297.87 万元，比上年同期增长 56.67%，摊薄后每股收益 0.83 元，比上年同期增长 56.6%。公司实现了连续五年收入和净利润持续增长，复合增长率分别达到 21.67% 和 33.46%。

点评

● **工业业务和出口贸易业务双轮驱动公司收入大幅增长。**2010 年度公司实现营业收入 197,344.91 万元，比上年同期增长 47.21%，主要原因如下：一，公司募投项目 2500 吨/年卤代芳腈产业化技改项目和 600 吨/年 XDE 生产线建设项目建成投产，以及优化客户结构、拓展市场，为公司的工业业务收入带来 2.2 亿元的增量，同比增长 21.51%；二，随着国际金融危机影响的进一步减少，国外经济形势好转，带动了公司的化工品出口贸易需求，使得公司贸易业务较上年同期增加 41,078.89 万元，增长比例为 133.39%。

图 1：公司 10 年主营业务收入大幅增长（单位：百万元）



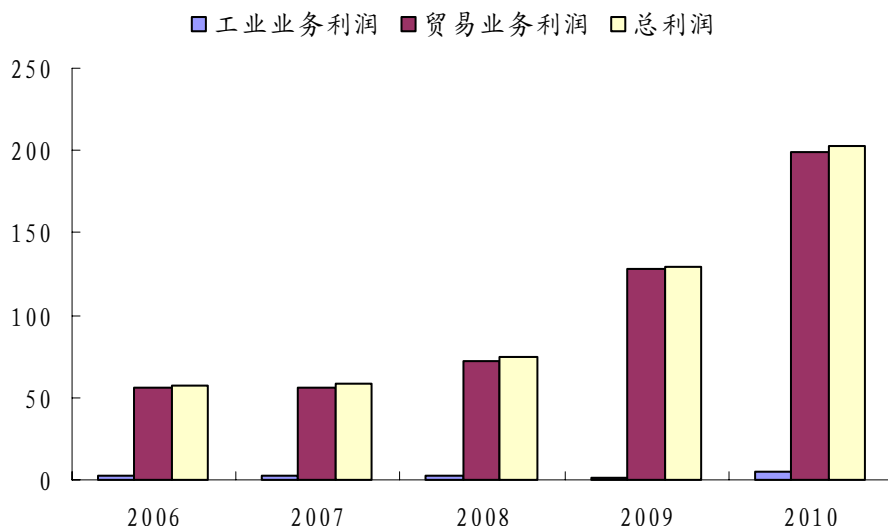
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

● **工业业务毛利率提高是公司利润增长的主要动力。**2010 年度公司实现利润总额 2.48 亿元，比上年同期增长 48.61%，其中工业业务利润贡献占



比高达 98.89%，是公司的主要利润来源。报告期内，公司加大对新产品研发投入和市场开拓，加强老产品的工艺改进和创新；同时加强内控力度，细化采购、生产环节管理，降低相关成本费用，使得工业业务销售毛利率达到 39.75%，较上年同期增长 2.46%，成为公司利润增长的主要动力。

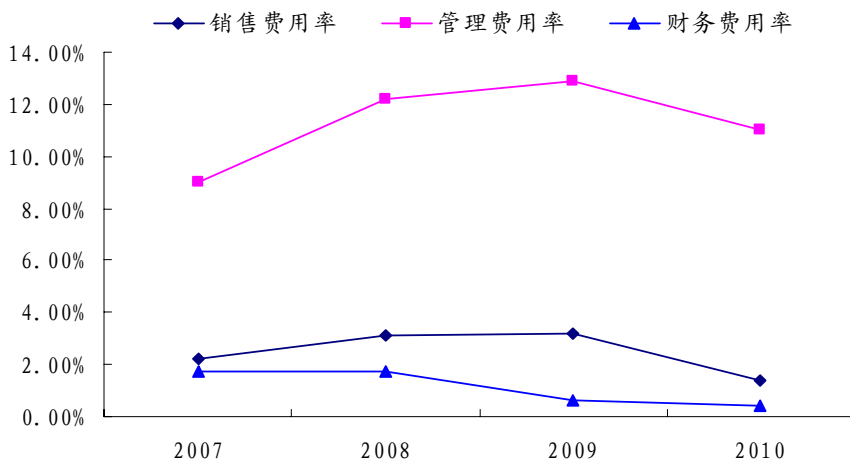
图 2：公司主营业务利润稳步增长 （单位：百万元）



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

- **三项费用率不断下降，公司管理、成本控制能力以及规模优势不断增强。**
公司销售费用、管理费用和财务费用率分别由 2009 年的 3.18%、12.89% 和 0.63 下降至现在的 1.44%、11.04% 和 0.41%，其中销售费用率下降的主要原因是公司与大客户的合作规模逐渐扩大，对营销管理进一步加强，以致营销费用减少所致；管理费用下降的主要原因是公司的贸易业务收入增速较快所致。三项费用率的下降，体现了公司管理、成本控制能力以及规模优势不断增强，公司的盈利能力不断提升。

图 3：公司三项费用率不断下降



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



- **募投项目顺利投产为公司未来高速增长提供有力保障。**公司 2008 年 IPO 募投项目 600 吨/年 XDE 生产线建设项目和 2500 吨/年卤代芳腈产业化技改项目分别于 2010 年 8 月和 10 月顺利建成投产，并在 2010 年分别贡献净利润约 460 万元和 278 万元，预计 2011 年完全达产后可为公司贡献净利润 2050 万和 1789 万元，两者将增厚 2011 年 EPS0.154 元。除此之外，公司拟公开发行股票，募集 6.5 亿元投资于 300 吨淳尼胺、300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺等，也将成为未来公司高速成长的支撑点。

表 1：公司募投项目进展及预计未来收益情况

募投项目汇总	投资额（百万元）	进展情况	投产后增收（百万元）	预计净利润（百万元）	预计贡献 EPS
600 吨/年 XDE 生产线建设项目	86.69	2010 年 8 月投产	149.98	20.5	0.082
2500 吨/年卤代芳腈产业化技改项目	108.24	2010 年 10 月投产	99.87	17.89	0.072
年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌胺、200 吨环丙嘧啶酸项目	198.42	建设期 23 个月，未开工	439.31	68.39	0.273
年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目	452.81	建设期 23 个月，未开工	578.13	95.14	0.381

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

- **继续维持“审慎推荐”投资评级** 公司 10 年实现 EPS0.83 元，和我们预测的 0.86 元基本一致，预计 2011-2012 年公司每股收益分别为 1.24 元和 1.68 元，最新股价 34.65 元，对应最近三年的 PE 分别为 42 倍、28 倍、21 倍，维持“审慎推荐”的投资评级。

盈利预测

表 2：联化科技盈利预测



资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	537.5	785.5	1,366.5	2,004.6	一、营业收入	1,340.6	1,973.4	2,348.4	2,818.1
货币资金	88.7	98.9	658.9	1,159.4	减: 营业成本	940.0	1,458.3	1,720.8	2,065.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.4	4.9	5.2	6.3
应收款项	159.6	253.2	304.2	364.7	销售费用	42.6	28.5	-6.3	-7.6
预付款项	43.1	70.3	103.3	128.8	管理费用	172.8	218.0	253.0	278.3
存货	201.8	322.1	259.0	310.8	财务费用	8.5	8.1	-14.0	-33.4
其他流动资产	44.3	41.0	41.0	41.0	资产减值损失	5.2	9.8	0.7	1.5
非流动资产	736.9	919.8	840.3	760.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	27.5	30.0	30.0	30.0	投资收益	0.5	2.5	8.4	8.4
债权与公允价值资产	1.2	0.6	0.6	0.6	其中: 联营企业收益	0.0	2.5	8.4	8.4
固定资产	489.3	635.5	549.7	464.0	二、营业利润	168.7	248.4	397.3	516.4
在建工程	165.1	191.6	197.8	204.1	加: 营业外收入	6.4	7.4	7.6	7.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	8.2	7.7	30.2	34.0
无形及递延性资产	49.5	55.8	55.8	55.8	三、利润总额	167.0	248.1	374.7	490.3
其它非流动资产	4.3	6.4	6.4	6.4	减: 所得税费用	37.3	45.1	71.2	78.4
资产总计	1,274.3	1,705.3	2,206.7	2,765.4	四、净利润	129.7	203.0	303.5	411.8
流动负债	532.1	807.2	1,005.0	1,151.8	归属母公司净利润	129.6	203.0	303.5	411.8
短期借款	155.0	339.9	339.9	339.9	少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	191.4	298.8	397.6	485.3	五、总股本(百万股)	129.1	245.4	245.4	245.4
预收帐款	154.9	145.4	234.0	293.2	EPS (元)	1.00	0.83	1.24	1.68
其它流动负债	30.7	23.0	33.6	33.4					
非流动负债	17.1	15.2	15.2	15.2	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	7.7	7.7	7.7	7.7	成长能力				
其它非流动负债	9.4	7.5	7.5	7.5	营业收入	23.6%	47.2%	19.0%	20.0%
负债合计	549.1	822.4	1,020.2	1,167.0	营业毛利	45.0%	28.6%	21.8%	20.0%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	70.4%	45.1%	42.4%	26.7%
股本	129.1	245.4	245.4	245.4	母公司净利	73.4%	56.7%	49.5%	35.7%
资本公积与其它	311.3	211.9	211.9	211.9	获利能力				
留存收益	284.8	425.7	729.3	1,141.1	毛利率	29.9%	26.1%	26.7%	26.7%
股东权益合计	725.2	883.0	1,186.5	1,598.3	主业盈利/收入	13.6%	13.4%	16.0%	16.9%
负债和股东权益	1,274.3	1,705.3	2,206.7	2,765.4	ROS	9.7%	10.3%	12.9%	14.6%
					ROE	17.9%	23.0%	25.6%	25.8%
					ROIC	14.6%	16.5%	19.8%	21.2%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	43.1%	48.2%	46.2%	42.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	15.3	25.2	-21.7	-12.3
经营活动现金流	180.8	186.2	544.2	464.9	速动比率	0.55	0.52	1.06	1.43
净利润	129.7	203.0	303.5	411.8	经营现金净额/当期债务	1.17	0.55	1.60	1.37
折旧摊销	52.1	69.0	86.5	87.2	营运能力				
财务费用	8.8	7.9	-14.0	-33.4	总资产周转率	1.05	1.16	1.06	1.02
投资损失	-0.5	-2.5	-8.4	-8.4	应收款天数	42.86	46.19	46.63	46.58
营运资金变动	-15.1	-93.2	176.5	7.6	存货天数	77.27	79.51	54.19	54.19
其它变动	5.9	2.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-156.2	-308.3	2.2	2.2	主业盈利/股本	1.41	1.08	1.53	1.94
资本支出	-158.4	-308.9	-6.2	-6.2	每股经营现金流	1.40	0.76	2.22	1.89
长期投资	-20.0	0.5	0.0	0.0	每股净资产	5.62	3.60	4.84	6.51
其它变动	22.2	0.0	8.4	8.4	估值比率				
筹资活动现金流	-73.9	142.5	13.7	33.4	P/E	34.38	41.69	27.88	20.55
债务融资	-27.3	184.9	0.0	0.0	P/B	6.14	9.58	7.13	5.29
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.32	4.29	3.60	3.00
其它变动	-46.6	-42.4	13.7	33.4	EV/EBITDA	19.68	26.43	17.85	13.79
汇率变动影响	-0.9	-0.1	0.0	0.0					
现金净增加额	-50.2	20.3	560.0	500.4					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120