

盈利强化续高增长，收购光气拟新布局

——联化科技（002250）一季报点评

要点：

- **盈利能力强化，延续高成长。**公司一季度营收 5.68 亿，同比增长 32.3%，实现净利润 6710.6 万元，同比增长了 52.8%，实现摊薄后每股收益 0.25 元（本文中收益均为考虑增发后摊薄收益），基本符合预期。单季度来看，一季度营收有所下降，但净利润较四季度略有增加，系产品毛利率提升所致，可见公司整体盈利能力不断强化。公司同时公告上半年净利润同比增幅在 40%-60%，我们认为随着产品结构优化，加上募投项目增效，这一增幅实现难度不大。
- **收购光气向上控原料，向下拓业务。**公司同时公告投资山东永恒化工，增资后将持有 55% 的股权。永恒化工目前资产盈利能力不强，公司此次投资的主要目的是看中永恒化工拥有工业和信息化部批准的光气生产条件。由于光气是剧毒性气体，生产批文较难取得，而光气又是非常重要的医药、农药和聚氨酯新材料中间体，公司此次取得光气资源将为公司现有产品提供原料配套，同时也进一步展示了公司进入其他精细化学品业务的决心。
- **增发完成保证持续高增长。**目前公司已经完成 A 股公开增发，发行 1929.57 万股，募集 6.85 亿，用于建设包括淳尼胺等共计 6 个产品、1900 吨产能的新产品。这些产品中，新型降血压药物替米沙坦的中间体淳尼胺、新型抗真菌药物氟康唑和伏立康唑的中间体氟唑菌酸、兽药环虫脒和除草剂氯酯磺草胺的中间体环丙嘧啶酸、新型杀菌剂氟唑唑中间体联苯菌胺和杀虫剂甲氧虫酰肼的中间体甲虫胺均将受益于下游原料药专利到期带来的需求爆发性增长机会；另一产品唑草酮作为为美国 FMC 定制生产的品种，公司已与 FMC 公司关于该产品的销售签订了长期定制合同，销售和盈利得到保证；此外，联苯菌胺还可作为还可作为液晶材料中间体，公司目前也已与国外两家液晶公司取得初步联系，未来该领域的增长或超预期。我们预计项目投产后可实现营收 10.2 亿，新增净利 1.81 亿元，贡献摊薄后每股收益约 0.57 元。这一盈利规模与 2010 年净利 2.03 亿元的盈利基本相当，未来的持续高增长得到切实保障。
- **盈利预测：**我们预计公司未来三年净利润复合增长率高达 44.8%，未来高成长性十分确定，考虑到股本变动及增发项目盈利，调整 11、12 和 13 年摊薄 EPS 为 1.05 元、1.49 元和 2.33 元，对应当前股价 PE 为 33 倍、24 倍和 15 倍，当前 PE 在精细化工行业中偏低，股价安全边际较高，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**新项目建设进度不如预期

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：2011 年 4 月 20 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

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：强烈推荐

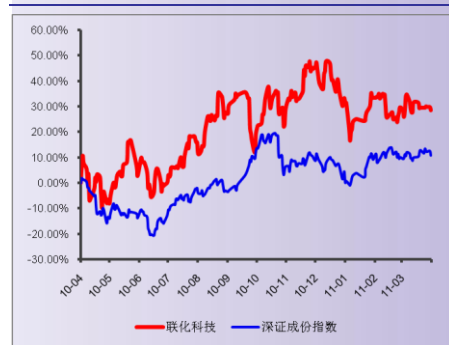
市场数据：当前股价 35.48

总市值（亿元）	93.90
流通市值（亿元）	41.90
总股本（万股）	26466
流通股本（万股）	11810
12 个月最高/最低	23.87/42.07 前复权

公司盈利预测（百万）

万元	11E	12E	13E
营业收入	254313	317965	443342
营业成本	183632	224844	305872
营业利润	34028	47968	75161
利润总额	34028	47968	75161
所得税	6125	8634	13529
净利润	27903	39333	61632
EPS	1.054	1.486	2.329

股价表现图



相关报告

- 1.《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
- 2.《医药将成未来亮点，持续高增长可期——联化科技（002250）动态点评》2010 年 9 月

盈利预测

我们预计公司未来三年净利润复合增长率高达 44.8%，未来高成长性十分确定，考虑到股本变动及增发项目盈利，调整 11、12 和 13 年摊薄 EPS 为 1.05 元、1.49 元和 2.33 元，对应当前股价 PE 为 33 倍、24 倍和 15 倍，当前 PE 在精细化工行业中偏低，股价安全边际较高，维持强烈推荐评级。

表 1：联化科技盈利预测

年份	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	197345	254313	317965	443342
营业成本	145833	183632	224844	305872
销售费用	2849	3815	4769	6650
管理费用	21796	30518	38156	53201
营业利润	24838	34028	47968	75161
利润总额	24810	34028	47968	75161
所得税	4513	6125	8634	13529
净利润	20298	27903	39333	61632
EPS	0.827	1.054	1.486	2.329

资料来源：公司公告、长城证券研究所

风险提示：

1. 新的拟投资项目建设进度不如预期

附录：三张报表预测摘要

利润表（万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	197345	254313	317965	443342	成长性				
营业成本	145833	183632	224844	305872	营业收入增长	47.2%	28.9%	25.0%	39.4%
销售费用	2849	3815	4769	6650	营业成本增长	55.1%	25.9%	22.4%	36.0%
管理费用	21796	30518	38156	53201	营业利润增长	47.2%	37.0%	41.0%	56.7%
财务费用	806	1450	1210	1072	利润总额增长	48.6%	37.2%	41.0%	56.7%
投资净收益	248	0	0	0	净利润增长	56.7%	37.5%	41.0%	56.7%
营业利润	24838	34028	47968	75161	盈利能力				
营业外收支	-28	0	0	0	毛利率	26.1%	27.8%	29.3%	31.0%
利润总额	24810	34028	47968	75161	销售净利率	10.3%	11.0%	12.4%	13.9%
所得税	4513	6125	8634	13529	ROE	23.0%	15.1%	17.6%	21.6%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	18.9%	19.2%	21.2%	27.1%
净利润	20298	27903	39333	61632	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
流动资产	78553	156517	183596	255596	管理费用/营业收入	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
货币资金	9891	75415	83358	117703	财务费用/营业收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.2%
应收帐款	24955	30518	38156	53201	投资收益/营业利润	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	366	509	636	887	所得税/利润总额	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
存货	32208	36726	44969	61174	应收帐款周转率	7.12	7.41	6.96	8.17
非流动资产	91980	122602	148603	165281	存货周转率	4.23	4.50	4.24	4.69
固定资产	82710	113472	139612	156429	流动资产周转率	1.68	1.50	1.45	1.74
资产总计	170533	279119	332199	420877	总资产周转率	0.88	0.83	0.84	1.00
流动负债	80716	92899	106645	133691	偿债能力				
短期借款	33991	33991	33991	33991	资产负债率	48.2%	33.8%	32.6%	32.1%
应付款项	29882	34890	42720	58116	流动比率	0.97	1.68	1.72	1.91
非流动负债	1519	1519	1519	1519	速动比率	0.57	1.29	1.30	1.45
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	82235	94418	108165	135211	EPS	0.827	1.054	1.486	2.329
股东权益	88298	184701	224034	285667	每股净资产	3.60	6.98	8.46	10.79
股本	24537	26466	26466	26466	每股经营现金流	0.76	1.38	1.74	2.50
留存收益	63762	158235	197568	259200	每股经营现金/EPS	0.9	1.3	1.2	1.1
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	170533	279119	332199	420877	PE	42.9	33.6	23.9	15.2
现金流量表（万元）					PEG	1.14	0.82	0.42	-
经营活动现金流	18619	36493	46090	66141	PB	9.9	5.1	4.2	3.3
其中营运资本减少	-14770	-258	-5389	-10609	EV/EBITDA	28.03	21.79	15.78	10.60
投资活动现金流	-30832	-39469	-38147	-31797	EV/SALES	4.59	3.83	3.06	2.20
其中资本支出	-31453	-39469	-38147	-31797	EV/IC	6.73	5.65	4.61	3.84
融资活动现金流	14249	68500	0	0	ROIC/WACC	2.41	2.44	2.70	3.45
净现金总变化	2026	65523	7943	34345	REP	2.79	2.31	1.70	1.11

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

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。

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。

研究员承诺:

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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

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。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>