

联化科技 (002250)

公司研究/调研报告

定制生产先锋, 高增长仍将保持三年

—大客户需求为导向的产品独享低风险高利润

民生精品---调研报告/化工行业

2011年09月19日

一、事件概述

联化科技主要从事医药、农药和其它精细化工品的生产和定制生产。主要产品用于生产心血管类、抗癌类和抗艾滋病类药物, 高选择性的除草剂以及低毒低残留的杀虫剂, 我们于近期对联化科技进行了调研, 对公司募投项目以及未来的成长性与公司高层进行了交流, 给出最新的评价。

二、分析与判断

定制生产模式深深植根于公司的经营理念, 大客户需求为研发导向推动公司业绩保持 30%以上增长

联化科技目前与全球前五大农药公司先正达、拜耳、巴斯夫、FMC、杜邦均有定制生产的长期合同, 占上述公司定制产品全球采购份额的50%以上, 客户资源优势明显, 国内无竞争对手。定制产品处于导入期、成长期, 未来仍将保持30%以上的增长, 毛利率锁定在30%-40%。联化科技与大客户的发展理念趋同, 研发实力可以保证与客户在新品推出之前即与之进行小批量的生产合作, 保证与大客户的产品结构调整同步。即新产品独享低风险高利润, 不断贡献新的利润增长点。

募投项目 2012 年和 2013 年陆续投产, 分别增厚 EPS0.19 元和 0.38 元

300吨唑草酮、500吨联苯菌胺、300吨甲虫胺2012年6月份投产, 平均售价50万元/吨, 2012年可增加营收2.2亿元, 净利润0.5亿元。2013年稳定生产营收达5亿元, 净利润1亿元以上。300吨噁尼胺、300吨氟唑菌酸、200吨环丙嘧啶酸2013年4月份投产, 平均售价50万元/吨, 2013年可增加营收2.0亿元, 净利润0.4亿元。2012年增厚EPS约0.19元, 2013增厚EPS约0.38元。

收购光气资源及氟化工基地, 与大客户合作研发的领域拓宽

光气点属稀缺资源, 公司取得光气资源将为公司与大客户合作开发新产品提供原料配套, 在原有8大核心技术的基础上又增加了新的产品线。拥有氟化工生产基地, 可利用公司先进的氟化技术, 拓展和延伸主营业务的产业链。保证公司未来高增长率和高利润率。

三、盈利预测与投资建议

未来公司的复合增长达到30%以上, 由于新产品的投产维持较高的毛利率, 11-13年利润翻番。2011-2013 年全面摊薄EPS为0.74、1.03元和1.42元, 相应动态市盈率分别为28.96、20.91、15.19倍, 我们给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示:

汇率风险。医药中间体的发展低于预期。成熟产品毛利率下降。

盈利预测与财务指标

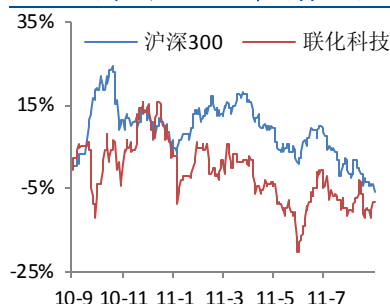
项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,973	2,800	3,790	5,250
增长率(%)	47.21%	41.88%	35.36%	38.52%
归属母公司股东净利润(百万元)	203	295	409	562
增长率(%)	56.67%	45.36%	38.47%	37.64%
每股收益(元)	0.51	0.74	1.03	1.42
PE	42.09	28.96	20.91	15.19
PB	5.98	5.22	4.18	3.27

强烈推荐 首次评级

交易数据 (2011-09-19)

收盘价(元)	21.52
近 12 个月最高/最低	28.05/18.59
总股本(百万股)	396.99
流通股本(百万股)	224.62
流通股比例%	56.58
总市值(亿元)	85.43
流通市值(亿元)	48.34

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师: 巨国贤

执业证书编号: S0100511070005

联系人: 方巍

电话: (8610) 8512 7532

手机: 13911168334

Email: fangwei@mszq.com

相关研究

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,973	2,800	3,790	5,250
减：营业成本	1,458	2,072	2,808	3,917
营业税金及附加	5	7	9	13
销售费用	28	56	84	99
管理费用	218	280	379	525
财务费用	8	20	24	29
资产减值损失	10	7	7	8
加：投资收益	2	2	2	2
二、营业利润	248	361	481	662
加：营业外收支净额	(0)	0	0	0
三、利润总额	248	361	481	662
减：所得税费用	45	66	72	99
四、净利润	203	295	409	563
归属于母公司的利润	203	295	409	562
五、基本每股收益（元）	0.51	0.74	1.03	1.42

主要财务指标				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	23.64	21.54	16.75	12.53
成长能力：				
营业收入同比	47.21%	41.88%	35.36%	38.52%
营业利润同比	47.2%	45.3%	33.3%	37.6%
净利润同比	56.56%	45.46%	38.47%	37.6%
营运能力：				
应收账款周转率	9.77	9.28	9.10	9.19
存货周转率	7.53	7.18	7.03	7.07
总资产周转率	1.32	1.33	1.29	1.39
盈利能力与收益质量：				
毛利率	26.1%	26.0%	25.9%	25.4%
净利率	10.3%	10.5%	10.8%	10.7%
总资产净利率 ROA	13.6%	14.0%	13.9%	14.9%
净资产收益率 ROE	25.2%	23.4%	22.2%	24.2%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.97	1.42	1.35	1.54
资产负债率	48.2%	39.3%	42.1%	40.5%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.51	0.74	1.03	1.42
每股经营现金流量	0.76	0.66	0.94	1.23
每股净资产	3.60	4.12	5.15	6.57

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	99	420	569	788
应收票据	4	5	7	10
应收账款	250	354	479	664
预付账款	70	100	135	187
其他应收款	41	58	79	109
存货	322	458	620	865
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	786	1,395	1,889	2,622
长期股权投资	30	32	35	37
固定资产	635	746	944	1,083
在建工程	192	292	442	442
无形资产	56	50	45	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	920	1,120	1,466	1,601
资产总计	1,705	2,515	3,354	4,223
短期借款	340	328	527	487
应付票据	98	139	188	263
应付账款	201	286	387	540
预收账款	145	207	280	391
其他应付款	22	22	22	22
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	807	981	1,404	1,702
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	822	988	1,411	1,709
股本	245	397	397	397
资本公积	167	475	475	475
留存收益	470	765	1,174	1,736
少数股东权益	0	0	0	1
所有者权益合计	883	1,637	2,046	2,609
负债和股东权益合计	1,705	2,626	3,458	4,318

现金流量表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	186	263	374	487
投资活动现金流量	(308)	(250)	(400)	(200)
筹资活动现金流量	142	308	174	(68)
现金及等价物净增加	20	321	149	219

分析师与行业专家简介

巨国贤，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验，2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。