

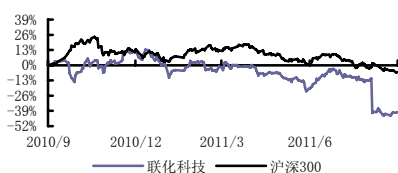
原材料 - 化工

2011 年 9 月 22 日

市场数据	2011 年 9 月 21 日
当前价格 (元)	22.11
52 周价格区间 (元)	20.65-41.00
总市值 (百万)	8614.74
流通市值 (百万)	4874.36
总股本 (百万股)	396.99
流通股 (百万股)	224.62
日均成交额 (百万)	39.17
近一月换手 (%)	9.79%
第一大股东	年金香
公司网址	http://www.hlchem.com/

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	26.10%	18.9%
净利率	10.29%	4.43%
净资产收益率	22.99%	15.21%
总资产收益率	11.90%	6.92%
资产负债率	48.22%	54.33%
市盈率	26.14	19.07%
市净率	6.03	2.66%

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
联化科技	5.09%	14.60%	-5.54%
沪深 300	-1.48%	-4.8%	-1.22%

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

精细化工中间体龙头，竞争优势显著

—联化科技 (002250) 深度研究报告

评级: 增持

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1973	2598	3456	5009
净利润 (百万元)	203	279	405	685
每股收益 (摊薄)	0.51	0.70	1.02	1.73
净利润增长率%	56.67%	37.48%	45.24%	69.04%
每股净资产 (元)	2.22	4.34	5.36	7.09
市盈率	43.24	31.46	21.66	12.81
市净率	9.94	5.10	4.13	3.12

资料来源: 世纪证券研究所

- **国内精细化工中间体龙头。**公司主要产品为医药和农药精细化学中间体产品，大部分产品处于成长或上升期，产品附加值较高；在细分产品市场上，公司的主要产品国际市场占有率处于精细化工行业前列。
- **研发、客户、经营模式优势显著。**公司拥有自主研发八大核心技术，位于国际、国内领先水平；公司的主要客户群集中为大型跨国农药、医药及综合化工企业，其中 5 家客户与公司战略合作超过 10 年；公司立足核心客户资源，根据其不同需求选择不同的经营模式，定制生产和自产自销有效互补。
- **国内精细化工中间体行业发展前景良好。**中国已是世界上重要的精细化工原料及中间体的加工与出口基地，将持续受益于全球分工趋势下精细化产能转移；目前国内精细化工率不足 50%，与发达国家 60%-70%水平比较，有较大差距；在需求和政策支持的双驱动下，预计精细化工行业将保持 15%以上的年均复合增长率。
- **新项目保障业绩增长。**2011 年 4 月，公司公开增发 A 股项目产品多为含氟或杂环类品种，是未来医药中间体和农药中间体的主流发展方向，市场需求空间大，将在未来 3 年逐渐释放业绩。项目预计分别将 2012-2013 年达到可使用状态，达产后合计每年将增加公司销售收入约 10.18 亿元，贡献利润总额约 2.19 亿元。
- **盈利预测及评级。**根据我们的预测，2011-2013 年公司归属母公司净利润年均复合增长率约为 50%，每股收益分别为 0.70 元、1.02 元、1.73 元，对应 9 月 21 日收盘价的市盈率分别为 31.46 倍、21.66 倍、12.81 倍。与国内中间体上市公司比较，具有一定的估值优势，考虑到公司综合竞争优势显著，给予公司“增持”评级，建议长期关注。
- **风险提示：**募集资金项目实施进度低于预期；新产品适应市场变化的风险。

公司概况-精细化工中间体龙头

公司是国内生产精细化工中间体产品的龙头企业之一。公司主要产品为医药和农药精细化学品，大部分产品处于成长或上升期；公司的主要客户群集中为大型跨国农药、医药及综合化工企业，如全球前 6 大农药跨国集团已有 5 家成为公司的客户，通过多年来持续服务于以世界级企业构成的核心客户群体，公司在市场竞争中处于优势地位。根据 2010 年 CNCIC 的市场调研，在细分产品市场上，公司的主要产品国际市场占有率处于精细化工行业前列。

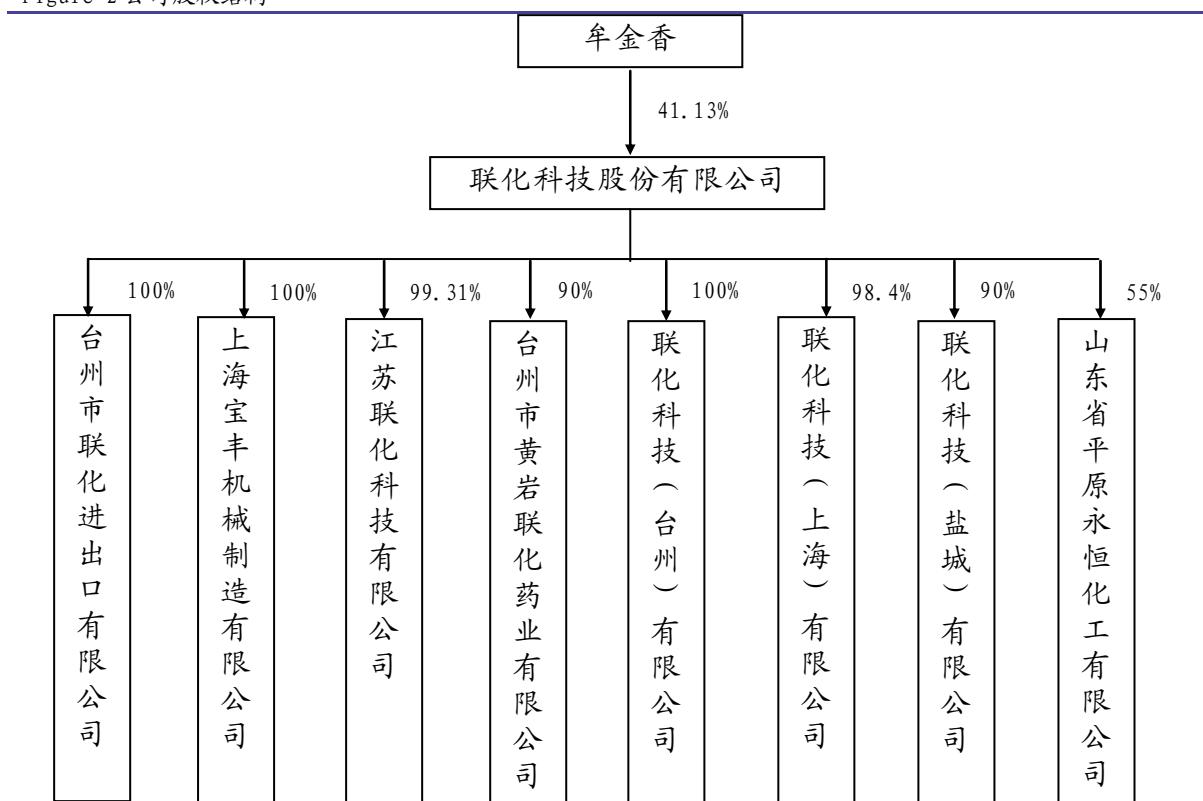
Figure 1 公司主要产品和所在细分市场的占有率及排名

经营模式	产品类别	主要产品	用途	所处生命周期	国际市场占有率（排名）	
					2009 年	2008 年
自产自销	医药中间体	邻氯苯甲腈	用于合成心血管系统药物的中间体，如 2-氟基-4-甲基联苯等，而 2-氟基-4-甲基联苯主要生产抗高血压沙坦类原料药。	成长期	56.8% (第 1)	52.6% (第 1)
		对氯苯甲腈	用于合成治疗乳腺癌类药物来曲唑。对氯苯甲腈经氟化反应制得对氟苯腈，而对氟苯腈是制备来曲唑的关键中间体。亦可用在颜料领域，对氯苯腈主要用来生产汽车用高性能颜料颜料红 254。	上升期	28.7% (第 2)	36.5% (第 2)
	农药中间体	2-氟基-4-硝基苯胺	是一种农药中间体，用于杀菌剂氟唑啉唑和新杀虫剂 Pyrifluquinazon。亦可作为合成分散染料的中间体。	成长期	70.4% (第 1)	69.6% (第 1)
		2,6-二氟苯腈	新型含氟农药中间体，主要用于生产高效、低毒、广谱的含氟苯甲酰脲类杀虫剂及三唑并嘧啶磺酰胺除草剂。	上升期	22.3% (第 3)	15.9% (第 3)
定制生产	农药中间体	氟唑磺酰胺	一种除草剂中间体，适用于除去玉米、高粱、大豆、花生田中 1 年生阔叶杂草、禾本科杂草和莎草等。	上升期	83.1% (第 1)	80.8% (第 1)
		联苯菊酯	是一种低毒高效的拟除虫菊酯类杀虫剂，主要用于防治棉花、蔬菜、果树、茶树等的害虫，具有击倒作用快、易被植物吸收等特点。	上升期	47.4% (第 1)	43.4% (第 1)
		异恶草松	是一种高效低毒、属于噁唑酮类的选择性苗前除草剂，用于防除大豆、花生等作物田的阔叶杂草和禾本科杂草。	上升期	59.3% (第 1)	55.3% (第 1)
		双磺吡啶	双磺吡啶主要作为中间体合成磺酰脲类除草剂，该类除草剂具有高选择性、高效、低毒等优点，是一种重要的玉米、马铃薯等作物田用除草剂。	上升期	24.0% (第 2)	90.0% (第 1)
		三氟氯菊酸	三氟氯菊酸是合成拟除虫菊酯类杀虫剂的重要中间体菊酸的品种之一，可以合成高效的拟除虫菊酯如功夫菊酯、七氟菊酯等。	上升期	13.4% (第 3)	21.1% (第 3)
		碳五联苯醚	主要用于合成一种新型高效、广谱性、非内吸性杀菌剂。	上升期	7.6% (第 2)	1.0% (第 2)
	医药中间体	氟代甲基咪唑	主要用于合成抗肿瘤药物及杀菌剂。	导入期	24.5% (第 2)	33.9% (第 2)
		三甲吡唑酸	主要用于合成新型化疗止吐药和新型杀螨剂。	导入期	45.9% (第 2)	37.5% (第 2)

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司控股股东即实际控制人为牟金香女士，持股比例为 41.13%。

Figure 2 公司股权结构



资料来源：公司 2011 年中报、世纪证券研究所

公司竞争力分析 - 研发、客户、经营模式优势显著

技术研发优势奠定业务发展基础

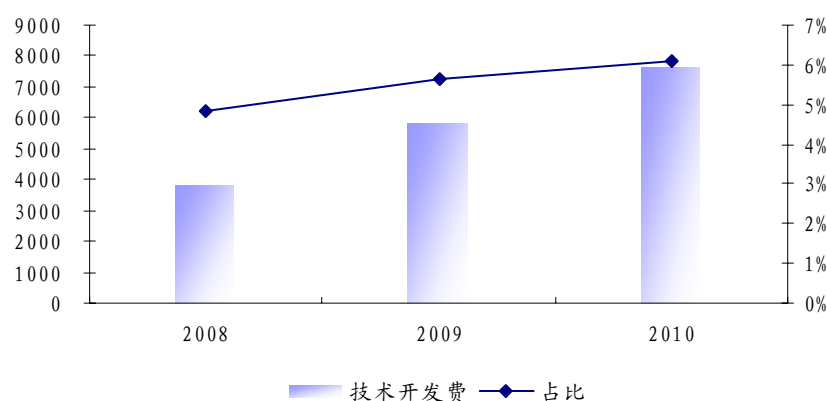
技术的创新及不断优化能力是精细化工行业核心竞争力的体现。公司以核心技术为载体，以技术研发实力为依托，加强自主研发，持续进行新产品开发，从而在业务发展过程中对产品结构进行不断优化，持续推出具备市场潜力的高附加值新产品，不断为公司形成新的利润增长点，为公司业务快速增长奠定基础。

公司拥有自主研发的氨氧化技术、氟化技术、加氢还原技术、环化合成技术、核苷类系列产品合成技术、格氏反应技术、铃木偶合技术、超低温反应技术等八大核心技术。经过专家鉴定，氨氧化技术处于国际先进水平，氟化、加氢还原、环化合成、核苷类系列产品合成技术处于国内领先水平。格氏反应、铃木偶合、超低温反应技术为报告期内新形成的核心技术，目前处于国内领先水平。

公司共新申请 12 项发明专利，其中 3 项为国际发明专利；公司共有 6 个产品技术被鉴定为填补国内空白，27 个产品技术被浙江省科技厅鉴定为国内领先水平，20 个新产品被认定为“高新技术产品”，13 个新产品被认定为“省级科学技术成果”。

公司持续加大研发投入，通过高比例的研发投入巩固在行业内的技术优势，为拓展客户，最终形成生产能力的研发项目，并通过产业化形成新的利润增长点。自 2008 年以来，公司共开展业务性研究项目 131 个，其中已有 71 个项目进入中试阶段，中试率为 54.20%，投产项目数量为 39 个，投产率为 29.77%。近三年，公司工业业务中新产品销售收入占工业业务收入的比例平均在 16%以上；2008-2010 年，公司研发费用占工业收入比重逐年提高，分别为 4.81%、5.62%、6.08%。

Figure 3 公司研发费用工业收入占比 单位：万元



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

核心客户资源优势

公司现有的核心客户群资源优势以及良好的市场品牌形象，是公司的核心竞争优势，**将确保公司在精细化工行业的国际市场产业转移中获得更多的市场机会。**公司客户在世界化工领域占有重要地位，对合作供应商的选择是按国际化的标准对其技术、环保、质量等各方面进行综合衡量，一旦双方确定合作关系后，合作具备稳定和长期性。

在合作国际客户中，10 家客户与公司战略合作年限 5 年以上，**其中 5 家客户与公司战略合作超过 10 年**；在农药领域，目前全球六大农药跨国公司中已有 5 家成为公司的重要客户，分别为先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏化学和杜邦。这 5 家公司占据了全球农药市场约 65% 的份额，2009 年农药销售额合计为 296.09 亿美元。

Figure 4 公司合作客户简介

客户名称	国家	客户简介	合作产品类别	已合作年限
陶氏化学 (Dow Chemical)	美国	1897 年成立，是一家多元化的跨国化学公司，在全球 160 个国家和地区经营特种化学、高新材料、农业科学和塑料等业务。2009 年营业收入为 449 亿美元，世界 500 强。	农药中间体	10 年以上
FMC 公司	美国	1883 年成立，世界最著名的多元化跨国化学公司之一，在全球农药领域具领先地位，全球十大农药公司之一，在农业、工业、消费品市场一直处于领先地位。FMC 主要有三个运营部门，分别是农产品部、生物聚合物部以及锂业部。2009 年营业收入 28 亿美元。	农药原药/中间体	10 年以上
蝶理 (Chori)	日本	1861 年成立，是一家拥有百年历史的上市日本商社，最大股东是日本东丽株式会社。主要从事纺织原料、面料、辅料、服装、化工品、机械设备等的批发及进出口贸易。2009 财年销售额为 1,911 亿日元。	农药中间体	10 年以上
住友公司 (Sumitomo Chemical)	日本	1913 年成立，主营业务有基础化工、石油和塑料化工、精细化工、农药及医药等。在全世界拥有 143 家子公司。2009 财年销售额为 1.62 万亿日元，其中，药物部门收入占 16%。	医药中间体	10 年以上
巴斯夫 (BASF)	德国	1865 年成立，一家全球领先的化工公司，产品范围包括化学品、塑料、特性化学品、农用产品、精细化学品以及原油和天然气等，在欧洲、亚洲、美洲等的 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或合资公司。2009 年营业收入为 705 亿美元，世界 500 强。巴斯夫于 2008 年收购了瑞士汽巴公司，瑞士汽巴公司自 1992 年起即与本公司开始合作。	农药、医药中间体	10 年以上
拜耳 (Bayer)	德国	1863 年成立，一家在医药保健、作物营养、高科技材料领域居领先地位的全球性企业，业务由拜耳医药保健、拜耳作物科学和拜耳材料科技 3 个子集团经营，产品包括药品、诊断技术设备、作物保护产品、塑料、合成橡胶、纤维等，拥有几乎遍布全球的 350 家分支机构。2009 年营业收入为 433 亿美元，世界 500 强。	农药中间体	5-10 年
杜邦 (DuPont)	美国	1802 年成立，一家以科研为基础的全球性企业，在全球 70 余个国家经营农业、营养、家居、建筑、电子和交通等业务，2002 年组建电子和通讯技术、高性能材料、涂料和颜料技术、安全防护、农业与营养五个业务集团。2009 年营业收入为 273 亿美元，世界 500 强。	农药原药/中间体	5-10 年
先正达 (Sygenta)	瑞士	2000 年成立，世界领先的、以研发为基础的农业科技公司，世界第一大植保公司、第三大种子公司。2009 年营业收入为 109.9 亿美元。	农药原药/中间体	5-10 年
日产化学 (Nissan Chemical)	日本	1887 年成立，一家日本大型企业集团，业务范围覆盖基础化学品、无机材料、特殊材料、定制化学品、电子材料、农业化学品、制药等。2009 财年营业收入为 16.01 亿美元。	农药中间体	5-10 年
三菱化学 (Mitsubishi Chemical)	日本	1950 年成立，是日本最大的化学公司，全球领先的大型综合化工公司，主营业务包括石油化工、功能商品、卫生保健等。在全球 17 个国家拥有 371 家企业。	医药、农药中间体	5-10 年
诺华 (Novartis)	瑞士	1996 年成立，专注于医药保健的增长领域，拥有创新药品、成本节约型非专利药品、预防性疫苗和诊断试剂，以及消费者保健产品等多元化的业务组合，业务遍及全球 140 个多个国家和地区。2009 年销售收入 443 亿美元，世界 500 强。	医药中间体	5 年以下
柯达公司 (Kodak)	美国	1880 年成立，是“信息影像”行业的主要参与者之一，业务领域包括摄影、医疗影像、商业影像、元器件以及显示器等。2009 年销售额为 76.06 亿美元。	其他精细化学品	5 年以下

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

经营模式有效互补，增强核心竞争力

公司实行大客户战略，立足核心客户资源，根据其不同需求选择不同的经营模式。因此，公司工业业务采用了定制生产和自产自销相结合的经营模式。定制生产和自产自销有效互补，双轮驱动公司业务快速发展，将持续增强公司在精细化学高级中间体行业的核心竞争力。

定制生产属于承接国际大型企业客户中间业务的产业转移，产品全部定向销售给定制客户，在定制生产产品方面，公司具有技术、综合管理、生产成本等方面的比较优势；定制生产的开展有效促进了自产自销的发展，公司已有部分定制产品在定制生产期满后，经定制客户同意用于自产自销。通过与国际大型公司开展定制生产合作，公司自身技术工艺水平和管理能力大幅提升，可以掌握国际新产品研发的最新进展，把握行业发展趋势，积蓄和提升公司的研发实力，从而促进自产自销新产品的研发。同时，可以根据客户的产品研发和市场拓展情况及时进行相应的中间体产品研发，从而快速响应客户需求，实现利益与资源的共享。

自产自销则根据客户需求灵活销售公司具有核心技术优势的系列自主产品，在自产自销产品方面，公司则具有较强的核心技术优势和市场优势，部分产品在细分市场占据了较大的份额；自产自销业务的开展则有利于拓宽营销渠道，扩大营销网络，进一步积累优质客户，丰富公司的核心客户资源，同时通过自产自销业务可以及时掌握市场信息，从而促进定制生产业务的发展。

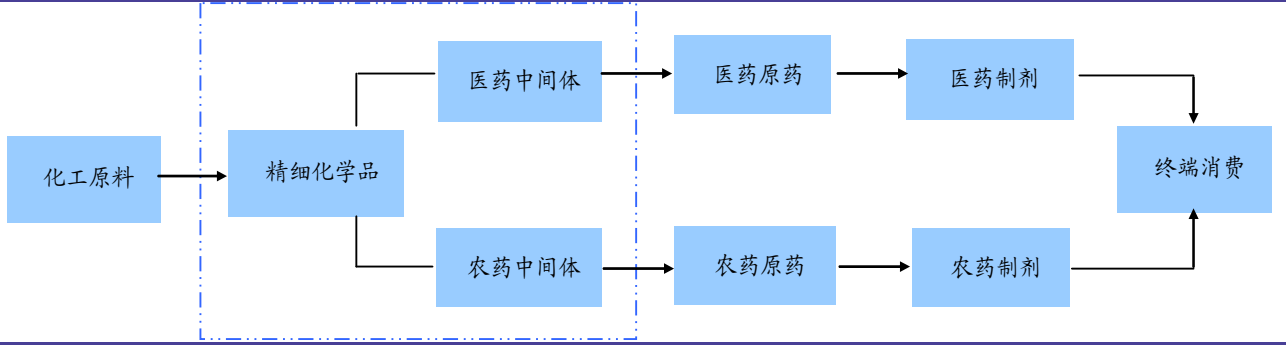
国内精细化工中间体行业发展前景良好

行业简介

精细化工产品种类多、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高新技术产业的各个领域。大力发展精细化工已成为世界各国调整化学工业结构、提升一化学工业产业能级和扩大经济效益的战略重点。

中间体生产属于精细化工产品行业，指用基础化工产品为原料，制造农药、医药、染料等最终产品的中间产物的产业。基础化工产品主要经过乙烯通道、丁烯通道、苯通道和甲醇通道转化为精细化工产品。以医药和农药中间体为例，其上游为化工原料，下游为制剂成品的生产厂家（医药、农药企业）。

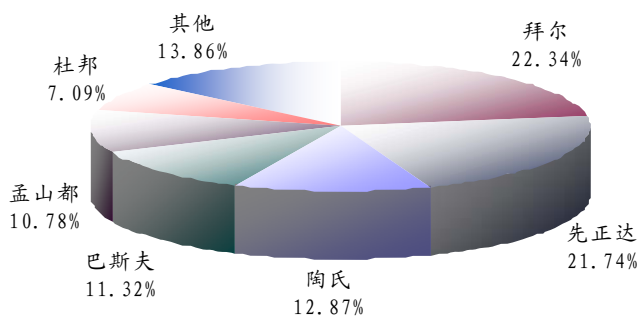
Figure 5 医药和农药中间体产业链



资料来源：世纪证券研究所

精细化工中间体行业受益于全球分工趋势。全球农药和医药市场均呈现出明显的寡头垄断格局，（以 2007 年为例，全球六大农药企业的农药销售收入占世界农药总销售额的比重达到 86.13%；2009 年全球十六大医药企业的药品销售收入占世界药品总销售额的比重达到 50.64%）。国际跨国公司充分利用全球资源的流动性，重新定位、配置产业链资源，将主要精力放在研发和销售上，而将产业链中的生产环节转移到有相对成本优势和技术基础的国家（如中国、印度），随之在这些国家产生了专注于中间体生产的企业。

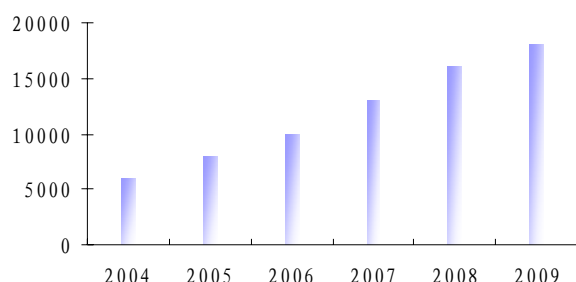
Figure 6 2007 年世界 6 大农药企业销售额及占比情况



资料来源：“2007 年世界农药市场概述”，《农药》

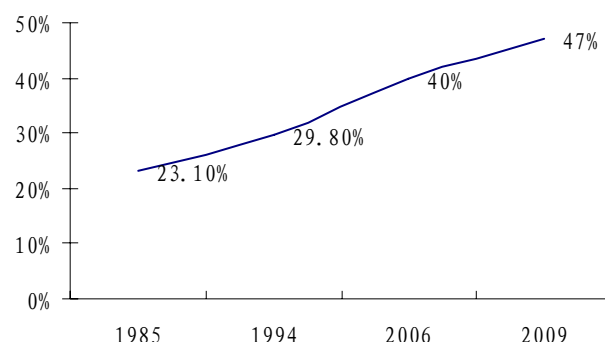
中国已是世界上重要的精细化工原料及中间体的加工与出口基地。根据国家统计局数据，截至 2009 年底，全国国有及规模以上非国有精细化工企业已超过 1.7 万家，可生产十六大类 2 万余种精细化学品，年产值近 1.8 万亿元。2009 年我国化工行业的精细化率为 47%，但与美国、西欧和日本等化学工业发达国家 60-70%精细化工率比较，仍有较大差距。预计精细化工行业将保持 15%以上的年均复合增长率。

Figure 7 近年来国内精细化工行业总产值 单位: 万亿元



资料来源: CNCIC《精细化工行业现状及发展趋势》(2010)

Figure 8 近年来国内化工行业精细化率变化情况



资料来源: CNCIC《精细化工行业现状及发展趋势》(2010)

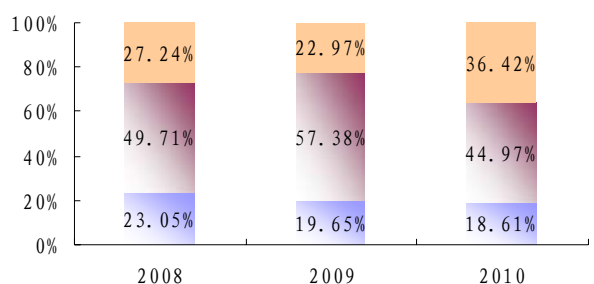
从医药和农药行业市场发展和国内产业政策来看, 中间体行业发展面临机会。根据 IMS HEALTH 报告全球医药行业市场规模在未来 5 年内将增长近 3000 亿美金, 2014 年将达到 1.1 万亿美元, 并在未来的 5 年内将保持 5%-8% 的年复合增长率。同时根据国家从“十一五”开始组织实施“重大新药创制”科技重大专项, 实施年限将持续到 2020 年, “十一五”国家投入资金达到 64 亿元, “十二五”将进一步扩大到 124 亿元。

农药行业经历过 2009 年的小年后, 2010 年全球处于稳步向上趋势, 预计在未来 3 年继续保持较快的增长, 其增速有望在 2013 年达到 16%。2010 年 8 月 26 日, 工业和信息化部、环境保护部、农业部、国家质量监督检验检疫总局联合印发的《农药产业政策》工联产业政策[2010]第 1 号文明确: “大力推动产业集聚, 加快农药企业向专业园区或化工聚集区集中, 降低生产分散度, 减少点源污染。到 2015 年, 力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的 50% 以上, 2020 年达到 80% 以上。”

主营业务分析: 中间体定制业务附加值高, 稳定业绩

从行业来看, 公司主营业务根据行业可分为工业业务和贸易业务。其中工业业务的经营模式包括定制生产和自产自销。从营业收入和营业利润占比来看, 工业业务比重较大, 其中定制生产贡献大部分利润。2008-2010 年, 工业收入占比分别为 72.76%、77.03%、63.58%。定制生产业务由于毛利水平较高, 分别为 37.87%、39.49%、42.59%, 营业利润占比分别为 73.91%、75.84%、73.38%。

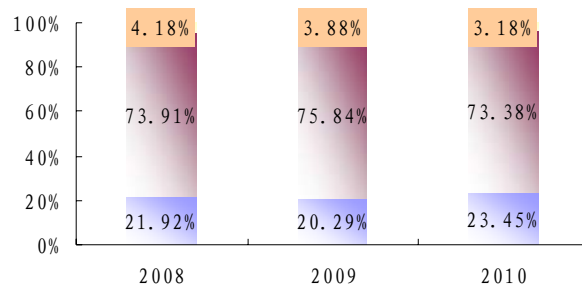
Figure 9 公司营业收入占比



■ 工业业务 自产自销 ■ 工业业务 定制生产 ■ 贸易业务

资料来源: wind、世纪证券研究所

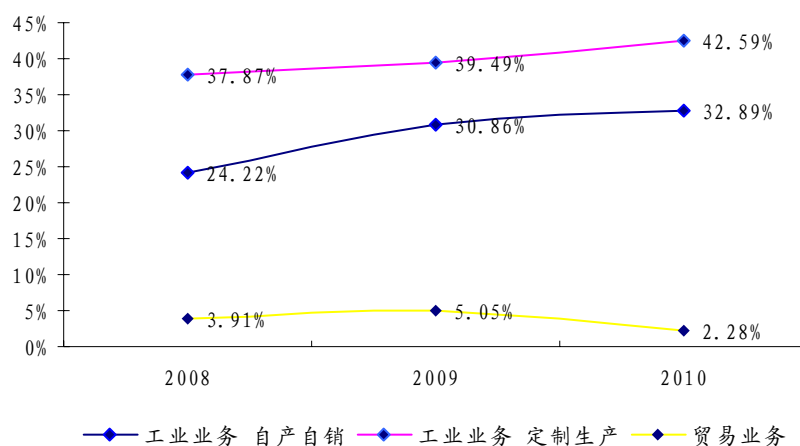
Figure 10 公司营业利润占比



■ 工业业务 自产自销 ■ 工业业务 定制生产 ■ 贸易业务

资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 11 公司业务毛利率水平



◆ 工业业务 自产自销 ◆ 工业业务 定制生产 ◆ 贸易业务

资料来源: wind、世纪证券研究所

从产品来看, 农药中间体产品收入和利润贡献较大, 2008-2011 年, 营业收入占比分别为 57.21%、61.04%、46.36%; 营业利润占比分别为 80.39%、77.83%、75.11%, 其中定制生产利润占比分别为 71.97%、68.42%、69.40%。

Figure 12 公司产品收入占比和毛利率

业务	模式	产品	2008		2009		2010	
			收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
工业	自产自销	医药中间体	7.54%	27.69%	6.64%	33.52%	9.44%	35.60%
		农药中间体	10.94%	19.63%	8.50%	33.08%	4.75%	31.37%
		其他	4.57%	29.45%	4.51%	22.74%	4.41%	28.74%
		小计	23.05%	24.22%	19.65%	30.86%	18.61%	32.89%

	定制生产	医药中间体	3.44%	14.37%	4.84%	45.78%	3.36%	30.84%
		农药中间体	46.27%	39.61%	52.54%	38.91%	41.61%	43.53%
		小计	49.71%	37.87%	57.38%	39.49%	44.97%	42.59%
	合计	72.76%	33.54%	77.03%	37.29%	63.58%	39.75%	
贸易			27.24%	3.91%	22.97%	5.05%	36.42%	2.28%
计			100.00%	25.47%	100.00%	29.88%	100.00%	26.10%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

与国内上市同类公司比较，近年来，公司中间体业务毛利率水平大多高于国内可比上市公司平均水平。主要原因是公司通过不断优化产品结构，淘汰市场竞争激烈、毛利率低的产品，加大市场前景看好的产品的生产，主要产品为高级中间体，产品附加值较高，另外公司掌握的核心技术处于领先水平，通过不断调整部分产品的生产工艺，有效降低了生产成本。

公司的医药中间体产品主要为心血管系统药物对应的高级医药中间体，目标市场主要为高端市场，其下游产品在国际市场上需求量较大，产品的附加值较高。并且该类药物属于国家支持生产的药品，国家有定量的政府采购政策。由于该类产品本身利润空间较大，原材料价格的上涨和最终药品价格的下降对此类医药中间体利润水平的影响十分有限。

公司农药中间体产品主要为新型含氟及杂环类中间体，符合未来市场发展方向，市场潜力较大，目前产品正处于上升期。同时，公司拥有八大核心技术，在降低生产成本方面有自身独特优势；由于定制生产业务模式的特殊性，在农药中间体定制生产业务中，定制客户提供定制产品所需的主要原材料，公司在核算定制生产产品成本时，不包括定制客户所提供的来料加工原材料，在产品销售价格中也不涉及这部分来料加工原材料。

Figure 13 国内可比上市公司中间体业务比较

产品	可比上市公司	2008	2009	2010
医药中间体	天马精化	27.54%	30.54%	19.17%
	九九久	14.82%	14.42%	14.76%
	雅本化学	37.59%	25.83%	36.98%
	平均	26.65%	23.60%	23.63%
	联化科技	23.52%	38.69%	34.35%
农药中间体	九九久			14.57%
	雅本化学	17.95%	34.24%	40.42%
	平均	22.70%	32.17%	28.24%
	联化科技	35.80%	38.10%	42.29%

资料来源: wind、世纪证券研究所

公司财务分析 - 成长、盈利能力良好

成长、盈利能力良好。近三年来,公司利用技术和客户优势,产销规模不断扩大,公司营业收入和净利润年复合平均增长率分别为 22.07%和 39.52%,保持强劲增长;公司技术实力不断增强,使公司的农药中间体和医药中间体产品具有较高的附加值,毛利率较高,使公司的综合毛利率保持在较高水平,净利率呈上升趋势,2010 年为 10.29%,相比 2008 年提升 3.35 个百分点。

Figure 14 公司 2008-2010 年主要财务指标

财务指标		2008	2009	2010
盈利能力	毛利率%	25.47	29.88	26.10
	净利率%	6.93	9.67	10.29
	ROE	16.92	19.03	25.24
营运能力	存货周转率(次)	5.79	5.13	5.57
	应收账款周转率(次)	10.82	9.56	9.77
	总资产周转率(次)	1.14	1.13	1.32
偿债能力	流动比例	1.10	1.01	0.97
	速动比例	0.74	0.63	0.57
	资产负债率%	42.33	43.09	48.22
成长能力	营业收入增长率	9.93%	23.56%	47.21%
	营业利润增长率	7.53%	94.20%	47.24%
	净利润增长率	28.30%	73.36%	56.67%

资料来源: wind、世纪证券研究所

营运能力较好，财务政策稳健。 公司的主要客户为国际大型化工企业，如杜邦、巴斯夫、FMC 公司等定制生产客户，公司与上述客户具有良好的长期业务关系，且上述客户实力雄厚，具有良好的商业信誉，发生坏账的可能性较小。公司对三年以上的应收账款已全额计提坏账准备，公司坏账准备计提充分，会计政策稳健；公司各年的应收账款周转率始终高于同行业上市公司平均水平，公司应收账款整体上回笼速度较快，资产流动性较好，近 3 年来，应收账款周转率分别为 10.82 次、9.56 次、9.77 次。

公司采取“以销定产、以产定购”的经营模式，库存商品和在产品主要是按订单和采购意向组织生产。公司存货周转率略低于同行业上市公司水平，主要是根据市场预测公司与战略合作伙伴约定发货需要增加一定数量的安全库存。近 3 年来，公司存货周转率保持稳定，分别为 5.79 次、5.13 次、5.57 次。

Figure 15 国内中间体上市公司营运指标比较

存货周转率（次）				
证券代码	证券简称	2008	2009	2010
002453.SZ	天马精化	11.49	7.80	7.85
002326.SZ	永太科技	2.76	2.94	2.31
002411.SZ	九九久	11.01	8.56	13.15
002010.SZ	传化股份	11.40	6.81	6.05
002054.SZ	德美化工	4.36	4.63	5.72
002581.sz	万昌科技	8.29	9.95	13.45
300261.sz	雅本化学	3.56	4.42	3.15
平均		7.55	6.44	7.38
002250.SZ	联化科技	5.79	5.13	5.57
应收账款周转率（次）				
002453.SZ	天马精化	5.47	5.31	6.12
002326.SZ	永太科技	7.09	7.46	5.85
002411.SZ	九九久	27.75	13.50	13.66
002010.SZ	传化股份	11.47	7.88	9.23
002054.SZ	德美化工	4.16	4.15	4.65
002581.sz	万昌科技	24.58	13.04	12.17
300261.sz	雅本化学	3.71	5.87	4.74
平均		12.03	8.17	8.06
002250.SZ	联化科技	10.82	9.56	9.77

资料来源：wind、世纪证券研究所

新项目保障业绩增长

新项目产品市场需求空间大

2011 年 4 月，公司完成公开增发 A 股，募集资金投资于以下两个项目的建设。一是年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目；二是年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目。

此次募投项目的产品多为含氟或杂环类品种，这两类产品代表了未来医药中间体和农药中间体的主流发展方向。其中唑草酮为农药原药，联苯菌胺和甲虫胺主要为高级农药中间体，淳尼胺、氟唑菌酸和环丙嘧啶酸则为高级医药中间体。其中，唑草酮产品全部为战略客户 FMC 公司定制生产，该项目是公司与 FMC 公司战略合作的进一步加深；其余产品销往包括但不限于战略客户在内的国内外大客户。

募投产品将受益于下游产品专利到期，市场需求空间较大。随着下游相关医药、农药产品的专利陆续到期，许多非专利厂家都将参与生产，竞争将导致下游医药、农药产品价格的下降，带来市场需求增加。募投产品的市场需求将发生如下变化：（1）由于产品价格下降，原研厂家的成本压力增大，需要将自产自用产能转移给外部具有质量保障、综合竞争能力强、成本优势明显的供应商；（2）原研厂家的销售增加，带来的中间体产品的需求增加；（3）非专利厂家的产品需求开始快速增长。

Figure 16 新项目产品用途、专利、需求概况

产品	用途	下游相关产品专利及需求概况
淳尼胺	主要用于合成替米沙（要用于治疗心血管病、高血压、脑卒中、糖尿病、保护心脏等）	替米沙坦系由德国勃林格殷格翰制药公司原研，其基本专利为 1992 年 1 月 31 日申请的欧洲专利， 将于 2013 年 12 月到期 ；其在美国的专利将于 2014 年 1 月到期 ；德国勃林格殷格翰制药公司未在中国申请替米沙坦的专利和行政保护。根据 CNCIC 预计，仅考虑替米沙坦所对应的淳尼胺需求量的情况下，CNCIC 预计今后几年淳尼胺需求量也将呈现年均 20% 以上的增长态势，其未来市场容量广阔。
氟唑菌酸	用于合成三唑类抗真菌药物，目前主要用于合成抗真菌药物氟康唑和伏立康唑。	A. 伏立康唑专利到期带来的需求。伏立康唑专利已于 2009 年到期，由于专利的到期，许多非专利厂家都可以生产该药品。B. 艾滋病接受治疗人数增长。真菌感染在 HIV 感染人群中具有相当高的患病率。美国感染病学会 2009 年出版的治疗指南推荐氟康唑为治疗艾滋病患者念珠菌感染和隐球菌感染的首选药物。C. 氟康唑、伏立康唑替代咪唑类抗真菌药物酮康唑；D. 伏立康唑适应症扩大带来的需求增长。
环丙嘧啶酸	是新型嘧啶酮类和嘧啶胺类兽药和杀虫剂的重要中间体，目前主要用于合成兽药环虫脒（昆虫生长调节剂），另外环丙嘧啶酸的中间体可用于合成除草剂氟酯磺草胺（乙酰乳酸合成酶抑制剂）。	环虫脒专利已于 2007 年到期，氟酯磺草胺专利已于 2009 年到期 。相同剂量下环虫脒的杀虫作用是环丙氨嗪和双氟苯隆的 10 倍以上，因此，环虫脒今后可能逐渐替代环丙氨嗪和双氟苯隆等，获取更多的市场份额。

唑草酮	唑草酮是美国 FMC 公司开发的新型三唑啉酮类除草剂，具有杀草速度快、在土壤中的半衰期短、对下茬作物安全的特点。	由于 FMC 公司的唑草酮 专利刚刚到期 ，目前国内还没有厂家正式生产唑草酮原药。目前，唑草酮已在美国等 26 个国家登记，唑草酮登记国家的作物收获面积为 20,461 万公顷，占世界作物收获面积的 16.28%。随着唑草酮系列除草剂逐渐在各国陆续登记，其市场需求将逐渐增大。
联苯菌胺	联苯菌胺作为农药中间体，可与其它杂环类化合物反应合成性能优异的新型杀菌剂氟唑唑；联苯菌胺作为液晶材料中间体，主要用于正性及负性液晶材料。	由于氟唑唑的优良杀菌效果，其市场前景看好，预计年需求量 650-1,000 吨左右。CNCIC 预计，在杀菌剂中间体领域，联苯菌胺需求量将会快速增长；NCIC 预计 2010 年液晶电视及液晶电脑行业对联苯菌胺的需求约为 45 吨，2014 年约为 64 吨，年均增长率在 7.3% 左右。
甲虫胺	主要作为农药中间体，用于合成第二代双酰胺类杀虫剂甲氧虫酰胺（具有低药量、持效长、稳定高效、对人畜禽安全的特点）。	罗门哈斯公司于 1993 年 9 月在美国申请专利保护甲氧虫酰胺化合物，随后分别在欧洲、加拿大、巴西、澳大利亚和中国等国申请专利，这些专利将随美国专利在 2013 年 9 月的到期 而陆续到期，其中在中国的专利保护将于 2013 年 11 月到期 。甲氧虫酰胺作为第二代双酰胺类杀虫剂，活性比虫酰胺更强，杀虫谱和作物保护范围更广。

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

新项目保障未来 3 年业绩增长。“年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目”达产后预计年均销售收入为 44,000 万元，年均利润总额为 9,352 万元，预计将于 2013 年 4 月底达到可使用状态；“年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目”达产后预计年均销售收入为 57,778 万元，年均利润总额为 12,580 万元，预计将于 2012 年 6 月底达到可使用状态。**这两个项目达产后合计每年将增加公司销售收入约 10.18 亿元，贡献利润总额约 2.19 亿元。**

Figure 17 公司募集资金项目

单位：万元

项目	总投资	年均销售收入	年均利润总额	投资利润率	投资回收期（年）	日期(达到预订可使用状态)
年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目	19,842	44,000	9,352	47.13%	4.24	2013/4/30
年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目	45,281	57,778	12,580	27.78%	5.37	2012/6/30
合计	65,123	101,778	21,932			

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 18 募投产品市场有效需求缺口预测表

单位: 吨

产 品		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	公司设计产能 (吨/年)
噻尼胺	市场总需求量 (1+2+3)	270	335	420	510	630	300
	1、市场有效需求缺口 (①+②)	8	33	83	313	483	
	①原研药厂自产自用产能转移	0	10	50	250	360	
	②非原研药厂未来新增需求	8	23	33	63	123	
	2、原研药厂自产自用量	215	255	290	150	100	
	3、现有供应商产量 (2009 年)	47	47	47	47	47	
氟唑菌酸	市场总需求量 (1+2+3)	750	950	1200	1400	1650	300
	1、市场有效需求缺口 (①+②)	175	375	655	805	1045	
	①原研药厂自产自用产能转移	90	200	400	500	700	
	②非原研药厂未来新增需求	85	175	255	305	345	
	2、原研药厂自产自用量	360	360	330	380	390	
	3、现有供应商产量 (2009 年)	215	215	215	215	215	
环丙嘧啶酸	市场总需求量 (1+2+3)	495	560	600	640	675	200
	1、市场有效需求缺口 (①+②)	45	110	150	290	475	
	①原研药厂自产自用产能转移	45	80	90	190	325	
	②非原研药厂未来新增需求	0	30	60	100	150	
	2、原研药厂自产自用量	450	450	450	350	200	
	3、现有供应商产量 (2009 年)	0	0	0	0	0	
联苯菌胺	市场总需求量 (1+2+3)	995	1150	1306	1410	1514	500
	1、市场有效需求缺口 (①+②)	20	190	546	950	1254	
	①原研药厂自产自用产能转移	0	140	466	830	1094	
	②非原研药厂未来新增需求	20	50	80	120	160	
	2、原研药厂自产自用量	715	700	500	200	0	
	3、现有供应商产量 (2009 年)	260	260	260	260	260	
甲虫胺	市场总需求量 (1+2+3)	1150	1200	1250	1350	1450	300
	1、市场有效需求缺口 (①+②)	20	40	120	390	550	
	①原研药厂自产自用产能转移	0	0	50	300	430	
	②非原研药厂未来新增需求	20	40	70	90	120	
	2、原研药厂自产自用量	500	530	500	330	270	
	3、现有供应商产量 (2009 年)	630	630	630	630	630	

资料来源: 中国化工信息中心、公司公告

拓展产业链，提升产业发展布局

2011 年 4 月，公司拟以增资入股方式获得**永恒化工** 55%的股权，可以使**公司拥有光气及光气化生产基地，为公司的产品提供原料配套**，形成与公司核心技术的协同作用，同时为现有客户群提供较为稀缺的光气业务，从而进一步扩展定制生产业务，形成潜在的高性能材料市场机会，并增加进入其他精细化学品业务的机会。

2011 年 8 月，公司拟以受让股权及增资方式获得**天予化工** 80.70%股权，可以使公司拥有氟化工生产基地，从而利用投资公司先进的氟化技术，拓展和延伸公司主营业务的产业链，为发展下游产品创造良好的便利条件。含氟化学品在农药、医药产品、电子化学品高分子材料等多个领域中有重要的应用，且所占比例逐年增加。**建立氟化工生产基地可为公司产品提供原材料配套，降低成本，为公司在相关领域中发展创造良好条件。**

盈利预测、估值

盈利预测关键假设条件如下：

- 1) 预计 “年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目” 预计将于 2012 年 6 月底达到可使用状态，2012-2013 年产能利用率分别为 20%、80%；
- 2) “年产 300 吨噁尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目” 将于 2013 年 4 月底达到可使用状态，2013 年产能利用率为 40%。

Figure 19 公司主营业务预测 单位：百万元

主营业务	指标	2010	2011E	2012E	2013E
工业业务	收入	1254.69	1750.14	2463.98	3848.42
	同比	21.50%	39.49%	40.79%	56.19%
	毛利率	39.75%	38.00%	37.50%	38.00%
贸易业务	收入	718.76	848.14	992.32	1161.01
	同比	133.39%	18.00%	17.00%	17.00%
	毛利率	2.28%	2.20%	2.20%	2.20%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

根据我们的预测, 2011 - 2013 年公司归属母公司净利润年均复合增长率约为 50%, 每股收益分别为 0.70 元、1.02 元、1.73 元, 对应 9 月 21 日收盘价的市盈率分别为 31.46 倍、21.66 倍、12.81 倍。与国内中间体上市公司比较, 具有一定的估值优势, 考虑到公司综合竞争优势显著, 给予公司“增持”评级, 建议长期关注。

Figure 20 国内可比中间体上市公司估值比较

证券简称	收盘价	EPS				PE			
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
天马精化	29.62	0.48	0.92	1.52	2.09	61.94	32.23	19.54	14.18
永太科技	27.77	0.24	0.59	1.06	1.49	114.42	46.83	26.20	18.62
九九久	13.19	0.17	0.25	0.39	0.00	78.14	52.76	33.44	/
雅本化学	22.00	0.44	0.55	0.83	1.04	50.30	40.21	26.46	21.06
平均						76.20	43.01	26.41	17.95
联化科技	22.11	0.51	0.70	1.02	1.73	43.24	31.46	21.66	12.81

资料来源: wind、世纪证券研究所

风险因素分析

- 1) 募集资金项目实施进度低于预期;
- 2) 新产品适应市场变化的风险。

附件：三大财务报表

Figure 21 公司盈利预测三大财务报表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	786	1208	1713	2592	营业收入	1973	2598	3456	5009
现金	99	322	535	916	营业成本	1458	1915	2510	3521
应收账款	250	314	421	613	营业税金及附加	5	7	9	13
其他应收款	41	61	82	117	营业费用	28	38	50	72
预付账款	70	91	120	168	管理费用	218	287	382	553
存货	322	413	546	766	财务费用	8	4	2	4
其他流动资产	4	7	9	12	资产减值损失	10	8	8	8
非流动资产	920	1214	1587	1729	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	29	29	29	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	635	913	1293	1482	营业利润	248	341	495	837
无形资产	56	56	56	56	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	199	216	209	162	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	1705	2423	3299	4321	利润总额	248	341	495	837
流动负债	807	684	1156	1492	所得税	45	62	90	152
短期借款	340	0	300	300	净利润	203	279	405	685
应付账款	201	243	325	458	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	266	441	530	734	归属母公司净利润	203	279	405	685
非流动负债	15	16	16	16	EBITDA	316	423	616	1001
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.70	1.02	1.73
其他非流动负债	15	16	16	16	主要财务比率				
负债合计	822	700	1172	1508	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	245	397	397	397	营业收入	47.2%	31.7%	33.0%	44.9%
资本公积	167	625	625	625	营业利润	47.2%	37.3%	45.2%	69.0%
留存收益	470	700	1105	1791	归属于母公司净利润	56.67%	37.48%	45.24%	69.04%
归属母公司股东权益	883	1722	2128	2813	获利能力				
负债和股东权益	1705	2423	3299	4321	毛利率(%)	26.1%	26.3%	27.4%	29.7%
现金流量表					净利率(%)	10.29%	10.74%	11.73%	13.68%
					ROE(%)	23.0%	16.2%	19.0%	24.4%
					ROIC(%)	19.2%	20.8%	21.9%	31.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	186	367	415	685	资产负债率(%)	48.2%	28.9%	35.5%	34.9%
净利润	203	279	405	685	净负债比率(%)	41.3%	0.0%	25.6%	19.9%
折旧摊销	59	78	119	159	流动比率	0.97	1.77	1.48	1.74
财务费用	8	4	2	4	速动比率	0.57	1.16	1.01	1.22
投资损失	-2	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-93	11	-132	-179	总资产周转率	1.32	1.26	1.21	1.31
其他经营现金流	12	-6	21	16	应收账款周转率	9.12	8.61	8.78	9.05
投资活动现金流	-308	-359	-500	-300	应付账款周转率	9.27	8.62	8.83	8.99
资本支出	315	360	500	300	每股指标(元)				
长期投资	1	-1	0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.70	1.02	1.73
其他投资现金流	7	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.92	1.05	1.73
筹资活动现金流	142	216	298	-4	每股净资产(最新摊薄)	2.22	4.34	5.36	7.09
短期借款	185	-340	300	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	43.24	31.46	21.66	12.81
普通股增加	116	152	0	0	P/B	9.94	5.10	4.13	3.12
资本公积增加	-116	458	0	0	EV/EBITDA	28.48	21.25	14.59	8.98
其他筹资现金流	-42	-53	-2	-4					
现金净增加额	20	223	213	381					

资料来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.