

内生增长强劲 成长空间巨大

研究结论

- 定制生产是近几年在农药、医药领域悄然兴起的一种新的商业模式，联化科技开创了国内农药、医药定制生产的先河，并将这种商业模式的内涵不断衍深和提升，近 10 年的探索和积累构筑了企业发展的“护城河”
- 定制生产商业模式产生的背景：近几年随着国外原研药企一批重磅型明星药专利的到期，企业降低自身成本的压力骤增，急需将农药、医药产业链上一些非核心专利的生产逐渐向中国、印度等国家转移，形成了继劳动密集型、资本密集型产业转移后以国际分工改变为基础的第三次大的以知识技术密集为特征的产业转移，符合中国竞争优势的转变和产业升级的需求。据国外咨询公司预测，2010 年医药生产定制市场在 460 亿美元，到 2016 年医药定制生产市场容量将增长到 640.7 亿美元左右。同时农药及电子品化学中间体市场容量在 200 亿美元左右
- 定制生产商业模式的内涵：定制生产是近几年随着全球产业链合作分工的深化，在农药、医药领域兴起的一种新的商业模式，其特点是服务提供商通过专业化的技术服务获取产业链上特定业务的利润，它的本质是在不断加深与客户合作的黏度、广度和深度的基础上实现各自利益的最大化，这种商业模式下，供应商与客户的关系定位并非纯粹的“买卖关系”，而是谋求建立长期稳定共赢的战略合作关系，因此客户转换供应商的成本比较高，而供应商提供的产品和服务具有高且稳定的毛利率。联化科技凭借其在化工合成技术方面的优势于 2001 年开始与美国 FMC 企业合作，开创了国内农药、医药定制生产的先河，至今在战略制定、客户积累、开拓等方面拥有绝对领先的优势
- 定制生产商业模式内涵的衍深和提升：联化科技借助农药、医药中间体转移的行业趋势，不断提升与客户合作的广度和深度，除了到期专利药，仍有大量保护期专利药、甚至在研药相关的中间体生产，合作不断向纵深发展，定制生产商业模式的内涵也在“成本压力导致产业转移”的基础上得到了进一步衍深和提升
- 联化科技主要看点：1) 2008 年以来，公司在金融危机等诸多不利背景下，实现了业绩季度的环比增长，显示了强劲的内生性增长动力 2) 通过收购光气厂、氟化技术公司等不断丰富有机合成技术单元，为延伸产品链和提升产品等级做好准备。3) 募投项目为未来业绩增长提供有力支撑。4) “大客户战略”夯实发展基础，目前公司有拥有 12 家全球顶级的农药、医药合作伙伴，其中 FMC、先正达等农化业务均预期在高基数的基础上实现 10% 以上的增长，发展势头强劲，为联化科技业务的拓展提供了好的外部环境
- 我们预计联化科技 2011、2012 年的每股收益为 0.80 元/股和 1.13 元/股，11、12 年的动态市盈率 26 倍和 19 倍，作为稳定高增长的公司，公司估值具有极大的吸引力，维持买入评级

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

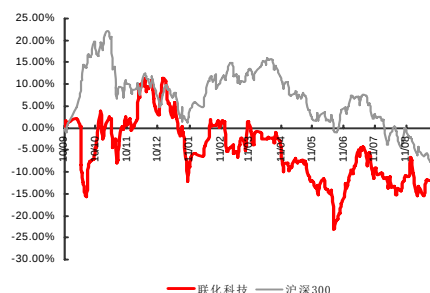
王晶(博士)
8621-63325888 × 6072
执业证书编号：
S0860200010013
杨云
执业证书编号：
8621-63325888 × 6071
S0860108121215

联系人

赵辰
8621-63325888 × 5101
虞小波
8621-63325888 × 6065

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年9月23日)	20.90 元				
目标价格	27.00 元				
总股本/A股(万股)	39699 / 22462				
A股市值(百万元)	82.97 亿元				
国家/地区	中国				
行业	化学原料				
报告发布日期	2011年10月13日				

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1341	1973	2448	3124
同比(%)	24%	47%	24%	28%
归属母公司净利润	130	203	318	452
同比(%)	72%	57%	57%	42%
毛利率(%)	29.9%	26.1%	30.8%	33.2%
ROE(%)	17.9%	23.0%	17.9%	20.8%
每股收益(元)	0.33	0.51	0.80	1.13
P/E (倍)	64.35	41.07	26.34	18.54
P/B (倍)	3.74	5.84	4.68	3.84

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《抗经济周期波动能力强，自上而下选股的优质标的》

目 录

1	公司基本情况简介	3
2	全球医药、农药行业研发生产外包是必然趋势	3
2.1	全球医药行业研发效率下降是医药行业面临最大的问题	3
2.2	药品销售增速趋缓也为医药行业的发展带来压力	4
2.3	政府医疗开支不断增加，药品限价给药企盈利带来压力	4
2.4	诸多农药、医药产品专利将到期加大原研药企利润下行压力	5
3	定制生产商业模式特点及市场容量	7
3.1	定制生产服务商业模式是一种互利共生的战略协作关系	7
3.2	公司进一步提升定制生产商业模式内涵	7
3.3	农药、医药定制生产行业市场容量大，增速快	8
4	公司主要看点	9
4.1	看点一：内生增长强劲	9
4.2	看点二：收购光气、氟化技术公司延伸公司主营业务产业链	9
4.3	看点三：未来三年增发项目实施将实现营收、净利的翻番	10
4.4	看点四：主要客户业务增长迅速，提供良好外部环境	14
5	盈利预测和投资建议	16

图表目录

图 1 全球医药行业研发效率下降	4
图 2 全球医药行业销售增速放缓给企业盈利带来压力	4
图 3 大部分国家政府医疗开支不断上升	5
图 4. 生产成本占大型原研药厂药品成本的 30%.....	7
图 5 公司定制业务产品历年毛利率保持稳定	8
图 6 定制生产企业通跨国企业合作历程	8
图 7. 2010 年医药行业定制生产市场容量在 460 亿美元左右	8
图 8 2014 年全球农药市场的规模将达到 783 亿美元	9
图 9 联化科技单季度净利润和每股收益变化	9
图 10 公司收购辽宁天予将进一步完善氟化技术来拓展公司主营业务产业链.....	10
图 11 2010-2015 全球替米沙坦对应缬尼胺需求量	11
图 12 2010-2015 氟康唑和伏立康唑对应的氟唑菌胺需求量	12
图 13 2010-2015 氯酯磺草胺和环虫腈对环丙嘧啶酸需求	13
图 14 2010-2015 氯酯磺草胺和环虫腈对环丙嘧啶酸需求	13
图 15 2010-2015 甲氧虫酰肼对甲虫胺需求	14
图 16: FMC 农药产品销售收入及营业利润率（单位：百万美元）	15
图 17: FMC 农药产品销售构成.....	15
附表：财务报表预测与比率分析	17

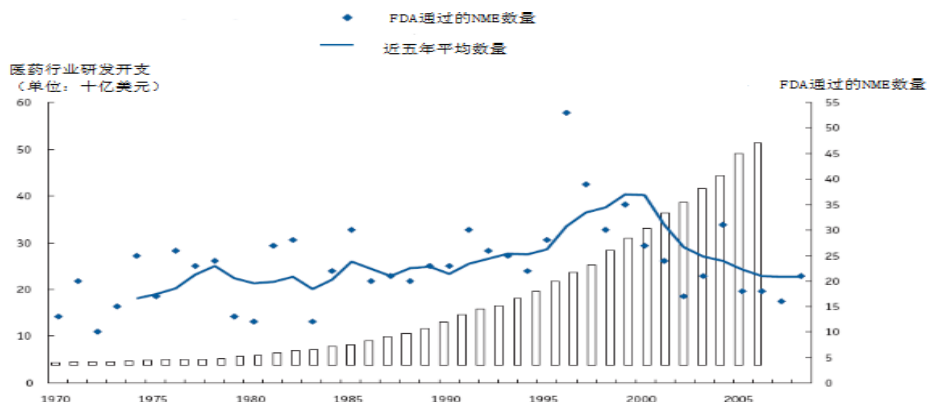
1 公司基本情况简介

联化科技公司主营业务为精细化学高级中间体的研发、生产和销售，即工业研发生产和贸易两部分。其中工业业务包括医药中间体和农药中间体及其它业务。2011 年上半年，公司实现营业收入 12.3 亿元，同比增长 42.43%；实现利润 1.5 亿元，同比增长 49.53%。在主营收入构成方面，2011 年中期，农药中间体的营业收入达到 6.03 亿元，占总收入的 49.02%；医药中间体的营业收入达到 1.45 亿元，占总收入的 11.79%；贸易收入达到 4.23 亿元，占总收入的 34.39%。营业利润构成方面，2010 年，农药中间体营业利润达到 2.40 亿元，占总营业利润的 78%；医药中间体营业利润达到 0.46 亿元，占总营业利润的 15%；贸易的营业利润达到 0.06 亿元，占总营业利润的 1.9%。公司

2 全球医药、农药行业研发生产外包是必然趋势

2.1 全球医药行业研发效率下降是医药行业面临最大的问题

医药行业面临巨大的研发开支，研发开支逐年增加。同时 FDA 通过的 NME 数量近年来出现明显的下降趋势。

图 1 全球医药行业研发效率下降


资料来源：FDA, PhRMA, 东方证券研究所整理

2.2 药品销售增速趋缓也为医药行业的发展带来压力

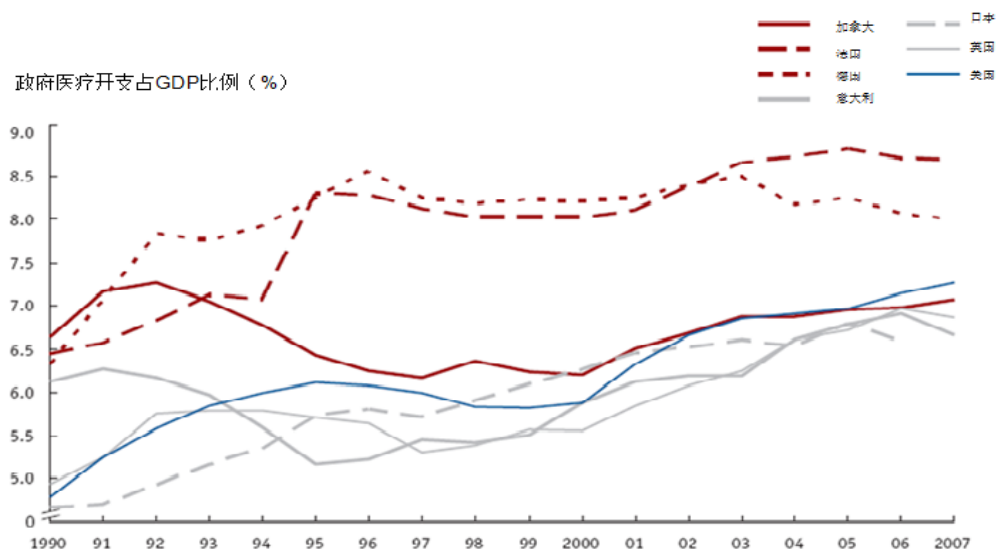
据 IMS 2010 年健康市场预测报告显示，2010 年到 2013 年复合增长率下降为 5-8%。医药行业市场销售的下降给医药企业利润增长带来前所未有的压力，控制成本成为企业发展的必然趋势。

图 2 全球医药行业销售增速放缓给企业盈利带来压力


资料来源：IMS Health Market Prognosis 2010, 东方证券研究所整理

2.3 政府医疗开支不断增加，药品限价给药企盈利带来压力

政府医疗开支不断上升,如图所示,G7 经济体从 1990 年以来政府医疗支出不断增加。据预测到 2018, 美国医疗支出将达到 9000 亿美元。政府医药开支的不断增加, 加剧了政府财政负担, 各国政府纷纷出台限制高价药品的政策, 这些政策对药企利润同样带来压力。

图 3 大部分国家政府医疗开支不断上升


资料来源：OECD Health Data, 东方证券研究所整理

2.4 诸多农药、医药产品专利将到期加大原研药企利润下行压力

未来几年是专利药到期的高峰，大量仿制药会进入市场，届时原研药企业会出现利润下滑。2010年至2014年，就有像降血脂药立普妥这样在美零售额超过60亿美元的重磅药品到期。在此期间在美零售额排名前十的专利即将到期的产品零售总额超过300亿美元。

表 1 近几年专利即将过期的在美零售额前十大专利药

Year	Period	Brand Name	2008 US Retail Sales: (in millions)
2011	4Q(Nov)	立普妥(atorvastatin calcium 包衣片)<降血脂药>	\$6,392
2014	2Q (May)	Nexium	\$5,080
2012	2Q (May)	Plavix	\$3,971
2012	1Q (Mar)	思瑞康, 舍罗库尔	\$3,236
2012	3Q (Aug)	顺尔宁(含 montelukast sodium)<平喘药>	\$3,204
2010	3Q (Jul)	文拉法辛制剂	\$2,791
2011	3Q(Aug)	Actos 一种降血糖药	\$2,569
2012	1Q (Mar)	Lexapro	\$2,554
2013	4Q (Dec)	Cymbalta	\$2,294
2011	4Q (Oct)	再普乐(含 olanzapine)<抗精神病药>	\$1,853

资料来源：东方证券研究所整理

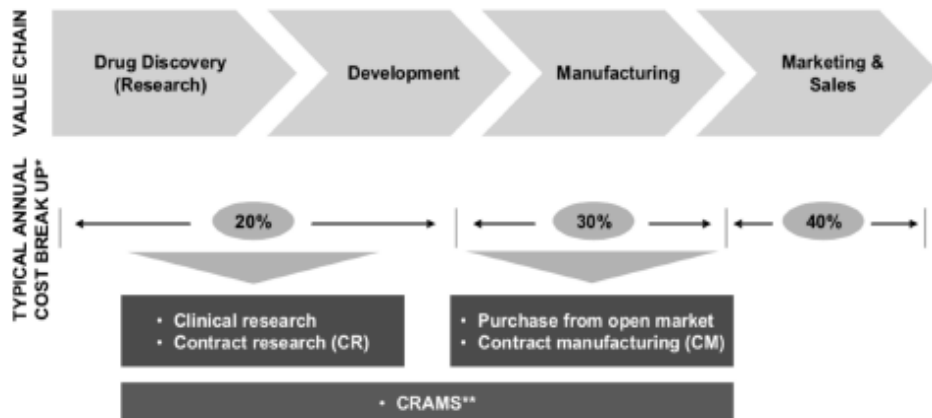
在农药方面，2009 年到 2013 年共有 41 个农药产品到期。其中杀虫剂产品有 10 个，除草剂有 16 个，杀菌剂有 15 个。原研药企业会面临更大的盈利压力，利润空间会不断受到来自仿制药的冲击。因此，原研药企业为保证一定的利润水平，把生产等环节外包到制造低成本地区是其必然选择。同时仿制药产品数量的增加也会推动中间体和原料药的需求。

表 2 2009 年-2013 年期间专利保护过期的 41 个农药品种

序号	中文名称	英文名称	类型	序号	中文名称	英文名称	类型
1	啶虫咪	acetamiprid	杀虫剂	21	苯酰菌胺	Zoxamide	杀菌剂
2	苯并噻二唑	Acibenzolar-S-methyl	杀虫剂	22	环酰菌胺	Fenhexamid	杀菌剂
3	联苯肼酯	Bifenazate	杀虫剂	23	氨唑草酮	Amicarbazone	除草剂
4	噻虫胺	Clothianidin	杀虫剂	24	苯酮唑	Cafenstrole	除草剂
5	甲维盐	Emamectin benzoate	杀虫剂	25	氟唑草酮	Amicarbazone	除草剂
6	噻虫啉	Thiacloprid	杀虫剂	26	吲哚草酮酯	Carfentrazone-ethyl	除草剂
7	茚虫威	Indoxacard	杀虫剂	27	环丙嘧磺隆	Cyclosulfamuron	除草剂
8	多杀菌素	Spinosad	杀虫剂	28	乙氧嘧磺隆	ethoxysulfuron	除草剂
9	嘧菌素	Azoxystrobin	杀虫剂	29	双氟磺草胺	Florasulam	除草剂
10	氰唑嘧菌胺	Cyazofamid	杀虫剂	30	氟噻草胺	Flufenacet	除草剂
11	嘧菌环胺	Cyprodinil	杀菌剂	31	氟啶嘧磺隆	Flupyr-sulfuron-methyl-sodium	除草剂
12	恶唑菌酮	Famoxadone	杀菌剂	32	茚草酮	Indanofan	除草剂
13	咪唑菌酮	Fenamidone	杀菌剂	33	异恶唑草酮	Isoxaflutole	除草剂
14	丙森锌	Iprovalicarb	杀菌剂	34	醚菌酯	Kresoxim-methyl	除草剂
15	啶氧菌酯	Picoxystrobin	杀菌剂	35	吡唑解草酯	Mefenpyr-diethyl	除草剂
16	啶氧灵	Quinoxifen	杀菌剂	36	硝草酮	Mesotrione	除草剂
17	硅噻菌胺	Silthiofam	杀菌剂	37	氟吡草胺	Picolinafen	除草剂
18	螺环菌胺	spiroxamine	杀菌剂	38	丙苯磺隆	Propoxycarbazone	除草剂
19	菌酯	Trifloxystrobin	杀菌剂	39	吡草醚	Pyraflufen-ethyl	除草剂
20	灭菌唑	Triticonazole	杀菌剂	40	磺酰氨基唑草酮	Sulfentrazone	除草剂
				41	三氟甲磺隆	Tritosulfuron	除草剂

资料来源：农药研究与应用 东方证券研究所整理 注：有部分产品可允许延长专利保护期，专利保护期时间在 2011 年-2015 年

综合上述四方面因素，医药、农药行业削减成本成为企业发展的必然选择。在发达国家通过大规模的裁员来削减成本会面临工会和相关一系列法律的障碍，因此选择将生产外包到低成本区域生产成为跨国医药公司发展的必然选择。

图 4. 生产成本占大型原研药厂药品成本的 30%


资料来源：Chemical Weekly 东方证券研究所整理

根据 Chemical Weekly，生产环节约占原研药全部成本的 30%左右，而在低成本国家进行外包生产，这部分成本有望下降 40-60%以上，合计可以减少总成本 15%左右。

3 定制生产商业模式特点及市场容量

3.1 定制生产服务商业模式是一种互利共生的战略协作关系

定制生产服务其商业模式本质是一种互利共生的战略协作关系,而非一般的订单生产模式。研发成本压力不断上升，国际医药、农药公司把研发生产向低成本制造的国家转移的。定制生产服务是发挥中国企业在化学合成技术、人力资源、税收优惠等方面的比较优势，参与到医药和农药全球产业链当中。医药行业的外包不同于其他行业的外包模式，其供应商的选择必须要符合药品监管部门严格的要求，需要经过数年严格的认证和审计。定制生产服务企业在同国外医药和农药企业合作的历程经常经历三个阶段，分别是一般供应商、重要供应商和战略供应商。从一般供应商到战略供应商需要经过多年合作才能够确立，公司同 FMC 等企业的最初合作到现在已经超过十年，合作关系不断升级。通常跨国医药公司为保证产品质量通常选择 1-2 家供应商作为其长期的战略供应商。战略供应商纳入到客户的战略体系当中，双方分享定制产品的相关市场数据。定制产品供应商能够按照客户对产品制剂的调整作出相应的改变，从而延长客户产品的生命周期。

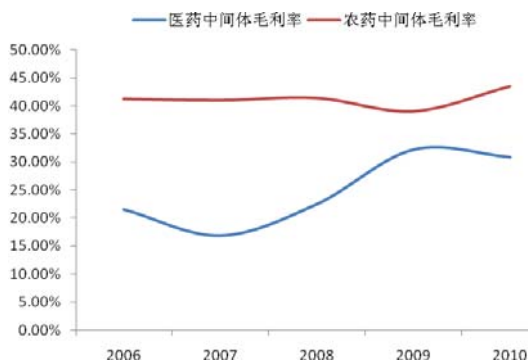
定制生产服务这种商业模式最主要的特点是双方关系比较稳定，客户转移成本很大，定制产品的毛利率高且稳定。近几年来，公司农药定制产品的毛利率基本稳定在 40%左右；而医药产品毛利率也稳定在 20%至 30%之间。单个定制产品毛利率波动较小，其整体波动也主要来自于定制产品结构

3.2 公司进一步提升定制生产商业模式内涵

公司抓住农药、医药中间体生产向中国转移的机遇，不断加强同跨国公司合作的深度和广度。除了到期专利药的定制生产，仍有大量保护期专利药、甚至在研药相关的中间体生产，合作不断向纵深

发展，融入到国外企业的战略供应管理体系当中。定制生产商业模式的内涵也在“成本压力导致产业转移”的基础上得到了进一步衍深和提升。

图 5 公司定制业务产品历年毛利率保持稳定



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 6 定制生产企业通跨国企业合作历程

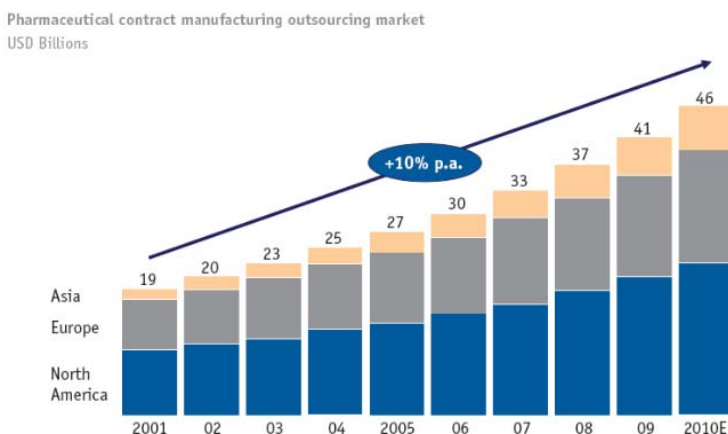


数据来源：东方证券研究所

3.3 农药、医药定制生产行业市场容量大，增速快

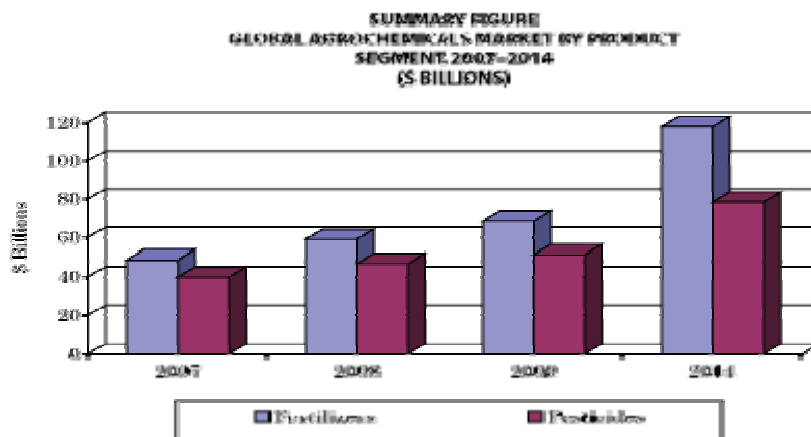
据 Frost & Sullivan 报告显示，2010 年全球医药行业定制生产市场容量在 460 亿左右。近十年 CAGR 达到 10%。同时据英国著名的商业资讯公司 Visiongain 公司预计，到 2016 年全球医药定制生产市场容量将达到 640.7 亿美元。

图 7. 2010 年医药行业定制生产市场容量在 460 亿美元左右



资料来源：Frost & Sullivan 东方证券研究所整理

而农药市场方面，根据 BBC Research 的统计，2009 年全球农药销售规模为 512 亿美元。BBC Research 预测，2014 年这个规模将达到 783 亿美金。

图 8 2014 年全球农药市场的规模将达到 783 亿美元


数据来源：BCC Research, 东方证券研究所整理

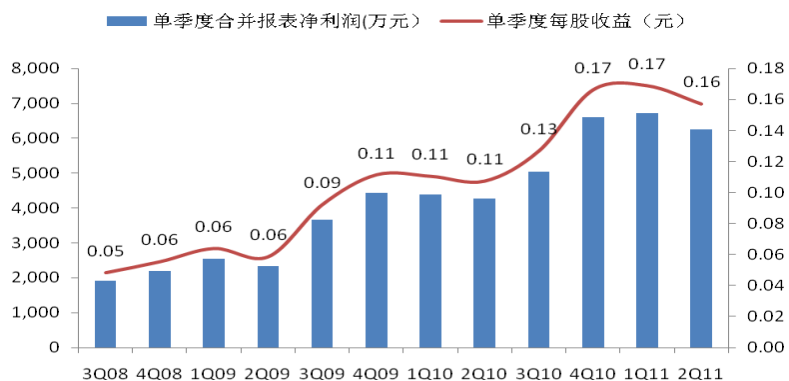
我们假设未来跨国企业的 20% 农药生产都将委托第三方进行，则该部分市场规模将在 100 亿美元以上。

若我们假设至 2012 年，农药和电子化学品定制生产部分的市场规模为 200 亿美元。那么到 2012 年，医药、农药和电子化学品的定制生产市场规模至少在 600 亿美元左右。

4 公司主要看点

4.1 看点一：内生增长强劲

公司内生增长依旧强劲。公司在 2008 年全球金融危机、人民币升值以及近期欧债危机的诸多不利经济情况下，主营业务和净利润几乎实现持续的季度环比增长，显示了公司强劲的内生增长动力。

图 9 联化科技单季度净利润和每股收益变化


资料来源：WIND 东方证券研究所整理

4.2 看点二：收购光气、氟化技术公司延伸公司主营业务产业链

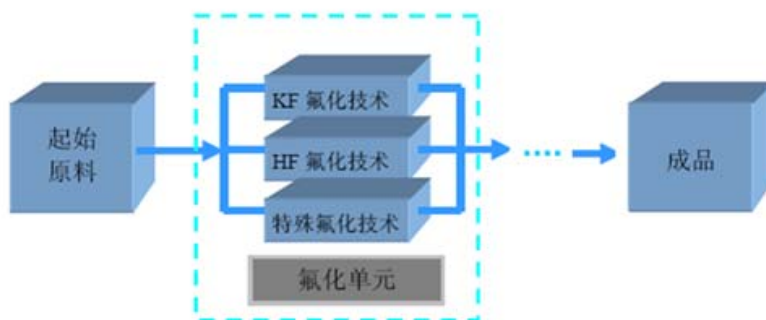
收购永恒化工为公司生产高附加值产品提供光气战略资源

公司已增资入股方式投资山东省平原永恒化工有限公司，持有永恒化工 55%的股权。永恒化工经过国家工业和信息化部批准具有光气生产条件，拥有光气生产的监控化学品生产特别许可证书。永恒化工拟将光气生产装置能力从目前年产 3000 吨扩大到 20000 吨。光气是一种主要的有机中间体，在农药、医药等领域中有重要用途。收购光气资源将使公司具备生产更多高附加值的医药和农药中间体的生产能力，有利于实现长期发展。

收购氟化技术天予化工帮助公司拓展延伸产业链

公司拥有自主研发的氨氧化技术、氟化技术、加氢还原技术、还化合成技术、核苷类系列产品合成技术、格式反应技术、铃木偶合技术、超低温反应技术等八大核心技术。其中氟化技术在医药和农药中间体合成中有着重要应用。在今后几年医药农药行业近三分之一原药建立在氟化技术基础上合成。公司通过收购辽宁天予，利用天予化工先进的氟化技术，进一步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条件。

图 10 公司收购辽宁天予将进一步完善氟化技术来拓展公司主营业务产业链



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

4.3 看点三：未来三年增发项目实施将实现营收、净利的翻番

公司于四月份推出增发项目，计划投资 19842 万元在浙江化学原料药基地临海园区建设年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目；投资 45281 万元在江苏建设年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目。下表统计了增发项目下游药品类型以及原药专利到期情况，同时也统计了增发项目预期带来的年销售收入和税前利润。

表 3 公司增发项目介绍

	项目名称	下游药品类型	原药专利到期时间	产能 (吨/年)	销售收入 (万元)	利润 (万元)
医药中间体	淳尼胺	沙坦类药物	默沙东的氯沙坦 (2010)	300	44000	9352
			诺华的缬沙坦 (2012)			
			百时美施贵宝的伊贝沙坦 (2012)			
	氟唑菌酸	三唑类抗真菌药物	伏立康唑(2009)	300		

农药原药及农药中间体	环丙嘧啶酸	新型嘧啶酮类和嘧啶胺类	环虫脒 (2007)		
		兽药和杀虫剂	氯酯磺草胺 (2009)	200	
	唑草酮	原药		300	
	联苯菌胺	杀菌剂氟啶唑及液晶材料		500	57778 12580
	甲虫胺	双酰胺类杀虫剂甲氧虫酰胺	甲氧虫酰胺 (2013)	300	
合计				1900	101778 21932

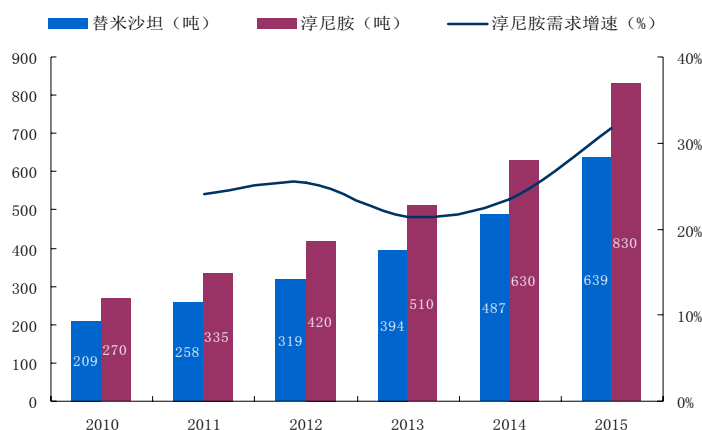
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

淳尼胺项目一重磅沙坦类药物专利即将到期，重要中间体淳尼胺市场前景广阔

淳尼胺是合成替米沙坦药物（非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂类抗高血压药物）的重要中间体，据 CNCIC 预计，到 2015 年全球替米沙坦的需求量将达到 639 吨而淳尼胺 2009 年全球商品量仅为 47 吨，淳尼胺项目市场前景广阔。

自 20 世纪 90 年代中期以来，沙坦类药物的市场份额逐年稳步上升，2008 年达到了 208 亿美元，2009 年将达到最高峰——214 亿美元，但在接下来的 5 年内，勃林格殷格翰公司的“美卡素”、诺华公司的“代文”、默沙东公司的“科素亚”和赛诺菲-安万特公司的厄贝沙坦等 5 只销售最好的沙坦类药物的专利都将陆续期满，这将导致沙坦类原研药企在接下来的时间内陆续将一些重要中间体、原药甚至部分制剂外包转移以缓解竞争压力，国内相关企业将迎来极好的发展契机。公司凭借与国际一流医药和农药合作过程积累的丰富经验，也将在沙坦类药物陆续到期的背景下抓住这一市场机遇。

图 11 2010-2015 全球替米沙坦对应淳尼胺需求量



资料来源：CNCIC，东方证券研究所整理

表 4 主要沙坦类药物专利到期情况

商品名	通用名	原研企业	2010 年收入 (亿美元)	上市时间	美国专利到期时间
Teveten	依普沙坦	雅培	1.8	1998	2010/2/9
Cozaar/Hyzaar	氯沙坦钾及其复方制剂	默克	21.04	1994	2010/4/6
Avapro	厄贝沙坦	百时美/赛诺菲	11.76/13.27	1997	2012/3/30
Diovan (代文)	缬沙坦	诺华	60.53	1996	2012/9/21
Atacand	坎地沙坦	阿斯利康/武田制药	14.83/2.5	1997	2012/12/4

Micardis	替米沙坦	勃林格殷格翰/拜耳	15.55/2.92	1999	2014/1/7
Benicar	奥美沙坦	第一三供制药	9.58	2003	2016/10/25
		合计	153.78		

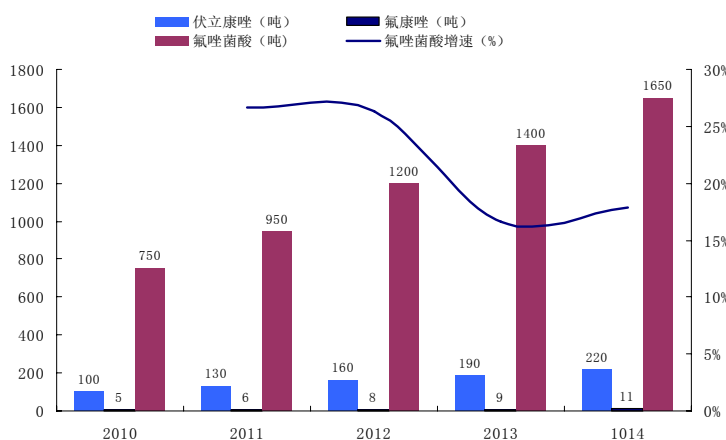
资料来源：FDA，公司年报 东方证券研究所整理

氟唑菌酸项目——剑指第三代抗真菌药物中间体

氟唑菌酸是合成三唑类抗真菌药物的重要医药中间体。目前主要用于合成第三代抗真菌药物氟康唑和伏立康唑。其中伏立康唑专利于 2009 年到期，专利期后会有大量的制药企业会介入该药品的生产。根据 Belstein 等医药数据库氟康唑和伏立康唑的合成方法专利显示，氟唑菌酸制备氟康唑的平均单耗为 7.2 吨，氟唑菌酸制备伏立康唑的平均单耗为 5.2 吨。据此预计氟唑菌酸的需求如下图所示。

在国内外抗真菌药物销售中，以三唑类药物的临床用量最大。它们大多为 20 世纪 70~90 年代开发的产品，其中最成功的三唑类药为辉瑞公司在 1990 年上市的“大扶康”（氟康唑），它既能用于治疗浅表性真菌病，也能用于全身性真菌病。在其销售高峰年间，大扶康的年销售额曾高达 11.3 亿美元，从而创下了单一抗真菌药销售之最，但大扶康的专利已在 2004 年到期，年销量已猛跌至 3.86 亿美元，辉瑞公司已在 3 年前推出一只欲取代大扶康地位的抗真菌新药伏立康唑，至去年伏立康唑的销售额 3.8 亿美元。

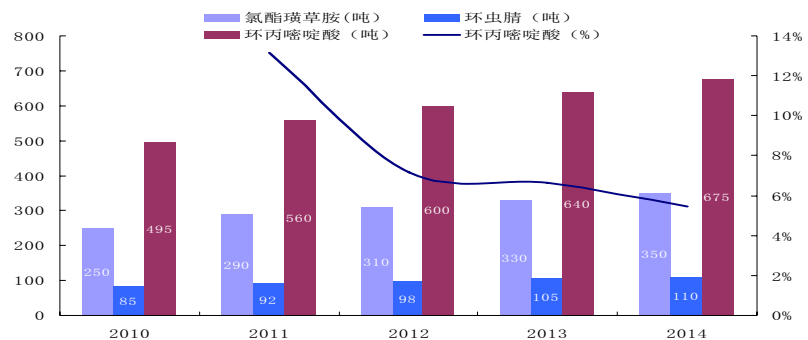
图 12 2010-2015 氟康唑和伏立康唑对应的氟唑菌酸需求量



资料来源：CNCIC，东方证券研究所整理

环丙嘧啶酸——合成环虫脒和氯酯磷草胺的重要中间体

嘧啶酸是新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，此外磷丙嘧啶酸的中间体用于合成除草剂氯酯磷草胺。环虫脒由瑞士诺华制药开发，其专利于 2007 年到期。氯酯磷草胺专利已于 2009 年到期。因此，大量的发制药企业会进入这两类产品的制作，届时对中间体环丙嘧啶酸需求会大量增加。

图 13 2010-2015 氯酯磺草胺和环虫腈对环丙嘧啶酸需求


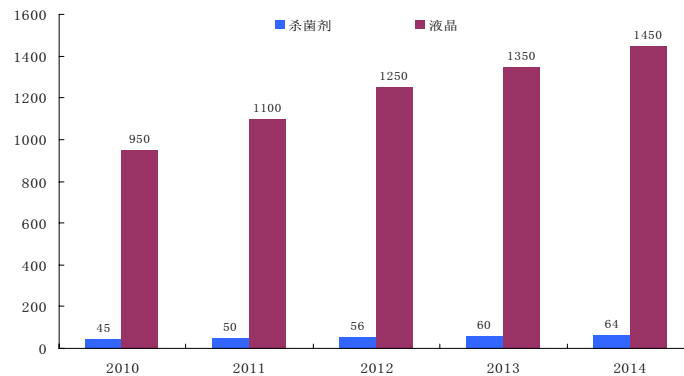
资料来源：CNCIC，东方证券研究所整理

唑草酮项目一同 FMC 定制生产合作关系再次升级，项目投产有望迅速放量

FMC 公司授权下，为其定制生产唑草酮农药。2010 年公司已与 FMC 签订定制生产合同，为其子公司提供每年不少于 250 吨。唑草酮为选择性苗后茎叶处理剂，广泛适用于小麦、大麦、水稻、玉米等禾本科作物田防除阔叶杂草和莎草。该项目全部为 FMC 定制生产，考虑到联化科技与 FMC 多年以来良好的合作背景，该项目有望在建成后迅速放量，为联化科技带来可观的收益。

联苯菌胺一下游农药和液晶材料需求旺盛

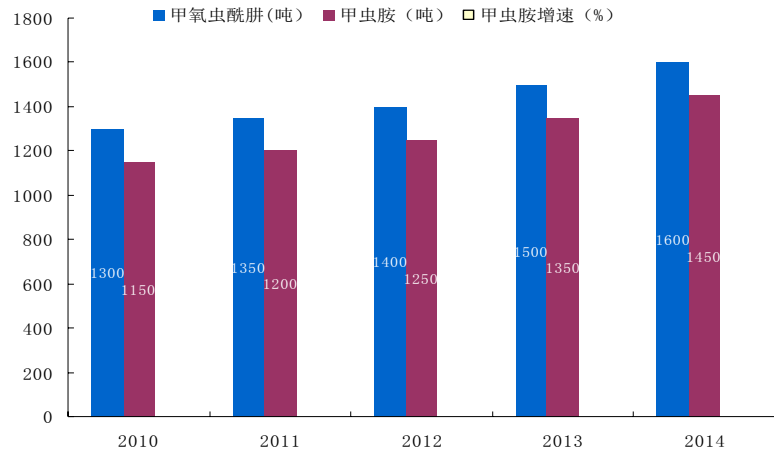
联苯菌胺可作为农药中间体和液晶材料中间体，由图显示 2010 年至 2014 年联苯菌胺需求量。据 CNCIC 报告统计 2009 年国内外生产联苯菌胺企业产量仅在 260 吨。

图 14 2010-2015 氯酯磺草胺和环虫腈对环丙嘧啶酸需求


资料来源：CNCIC，东方证券研究所整理

甲虫胺—甲氧虫酰肼专利即将过期，仿制药对中间体需求将大增

甲虫胺用于合成第二代双酰肼类杀虫剂甲氧虫酰肼。甲氧虫酰肼在美国专利将在 2013 年 9 月到期，在中国的专利保护也将在 2013 年 11 月到期。据 CNCIC 调查，2009 年甲氧虫酰肼的全球实际年消费量在 1200 吨，2008 年为 1100 吨，这算为甲虫胺的年实际消费量分别是 1100 吨和 1000 吨。

图 15 2010-2015 甲氧虫酰胺对甲虫胺需求


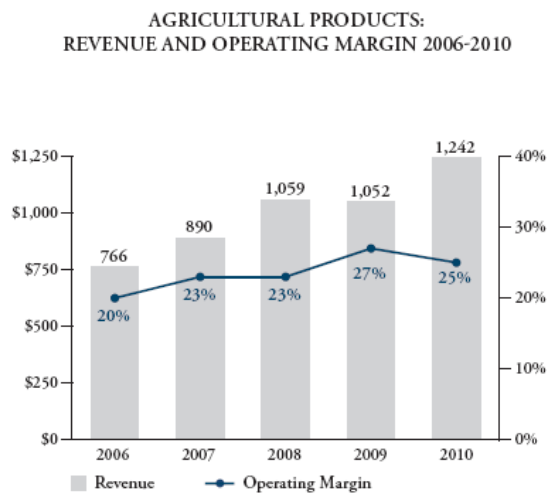
资料来源：CNCIC，东方证券研究所整理

4.4 看点四：主要客户业务增长迅速，提供良好外部环境

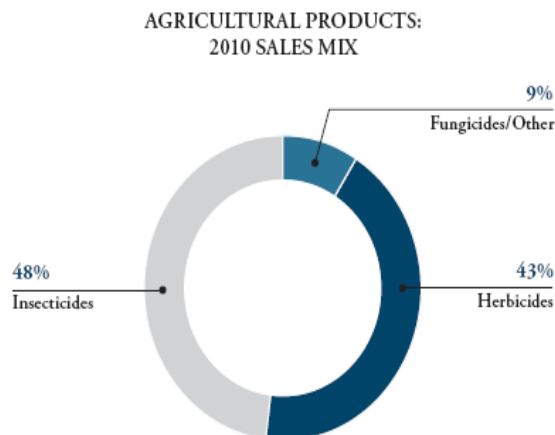
主要客户有农药全球排名前几位的 FMC、巴斯夫、先正达、陶氏，以及医药著名原研药企诺华等。

FMC 维持今年农化业务全年二位数增长

受拉美和亚洲销售大幅增加的带动，FMC 二季度农药业务实现营业收入 3.29 亿美元，同比增长 12%。并且公司预计 2011 年全年农药业务收入将实现 10% 左右增长。FMC 的农药产品涵盖了杀虫剂、除草剂和杀菌剂三大类。其中杀虫剂产品组合中包括了拟除虫菊酯和氨基甲酸酯类产品；除草剂产品组合包括了三唑啉酮类；杀菌剂产品为苯胺类。其中大部分产品已过专利保护期，为控制成本，FMC 一直采取将中间体外包到中国、印度和墨西哥等低成本生产国家的战略。在 2010 年年报管理层讨论中，在 2010 年全年公司的生产外包策略为公司节约成本超过 0.9 亿美元。

图 16: FMC 农药产品销售收入及营业利润率（单位：百万美元）


资料来源：FMC2010 年年报，东方证券研究所

图 17: FMC 农药产品销售构成


资料来源：FMC2010 年年报，东方证券研究所

表 5 FMC 农化产品组合

	化学结构类别	品种	上市时间
杀虫剂	拟除虫菊酯	氯菊酯	1977
		氯氰菊酯	1978
		联苯菊酯	1986
除草剂	氨基甲酸酯	克百威	1967
		丁硫克百威	1979
	其它	硫线磷	
		三唑啉酮	1997
	三唑啉酮	三唑酮草酯	1987
		广灭灵	
		甲酰草胺	
杀菌剂	苯胺类	噻草酸甲酯	
		苯霜灵	1982

资料来源：FMC 2010 年报 世界农药新进展 东方证券研究所

Syngenta 农保业务上半年收入增长超过 10%

先正达 2011 年中报显示其农保业务销售收入达到 56.34 亿美元，同比增长 13%。其中杀虫剂实现同比增长 16%，杀菌剂同比增长 23%。先正达农药产品覆盖了除草剂、杀菌剂和杀虫剂，且每一类产品内品种组合丰富。

表 6 Syngenta 2011 年上半年各农药品种营业收入

单位：百万美元	2010H	2011H	同比增幅(%)
选择性除草剂	1620	1747	8%
非选择性除草剂	548	565	3%
杀菌剂	1488	1729	16%
杀虫剂	700	858	23%

资料来源：Syngenta 2011 年二季报 东方证券研究所

表 7 Syngenta 农药产品组合

		先正达明星产品	品种	结构类型
除草剂	选择性	金都尔	精-异丙甲草胺	酰胺类
		扫弗特	丙草胺	酰胺类
		百草特	麦草畏	苯甲酸类
		禾大壮	禾草敌	(硫代) 氨基甲酸酯类
	非选择性	克无踪		
		克瑞踪	百草枯	联吡啶类
		百草枯		
杀菌剂		阿米西达	啉菌酯	甲氧基丙烯酸酯类
		世高	苯醚甲环唑	三唑类
		达克宁	百菌清	其它多作用点类
		金雷多米尔	代森锰锌	二硫代氨基甲酸酯类
			精甲酸灵	苯胺类
		敌力脱	丙环唑	三唑类
		工夫	氯氟氰菊酯	拟除虫菊酯类
杀虫剂		阿克泰	-	烟碱类
		速朴杀	杀扑磷	有机磷
		库龙	丙秀磷	有机磷

资料来源：Syngenta 2011 年二季报 世界农药新进展 东方证券研究所

5 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年归属母公司所有者净利润为 3.16 亿和 4.49 亿，摊薄后每股收益为 0.80 元/股和 1.13 元/股，对应 11、12 年的动态市盈率 26 倍和 19 倍，作为稳定高成长的公司，公司目前股价具有极大吸引力，维持买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	537	792	1811	2271	营业收入	1341	1973	2448	3124
现金	89	253	1106	1386	营业成本	940	1458	1694	2088
应收账款	155	194	310	395	营业税金及附加	3	5	6	8
其它应收款	44	39	49	62	营业费用	43	28	69	109
预付账款	43	54	68	84	管理费用	173	218	250	328
存货	202	231	254	313	财务费用	8	8	6	-10
其他	5	19	24	31	资产减值损失	5	10	12	12
非流动资产	737	710	886	946	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	7	32	32	投资净收益	1	2	3	3
固定资产	489	654	686	726	营业利润	169	248	416	592
无形资产	50	35	56	56	营业外收入	6	7	1	1
其他	171	13	113	133	营业外支出	8	8	1	1
资产总计	1274	1705	2696	3218	利润总额	167	248	416	592
流动负债	532	807	899	1032	所得税	37	45	98	140
短期借款	155	339	340	340	净利润	130	203	318	452
应付账款	114	201	220	271	少数股东损益	0	0	2	3
其他	263	21	339	421	归属于母公司净利润	130	203	316	450
非流动负债	17	15	16	16	EBITDA	215	306	482	663
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.33	0.51	0.80	1.13
其他	17	8	16	16					
负债合计	549	582	915	1048	主要财务比率				
少数股东权益	0	4	2	5	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	129	245	397	397	成长能力				
资本公积	284	167	701	701	营业收入	23.6%	47.2%	24.1%	27.6%
留存收益	285	425	611	960	营业利润	94.2%	47.2%	67.5%	42.3%
归属母公司股东权益合计	725	883	1779	2166	净利润	72.4%	56.6%	56.9%	42.1%
负债和股东权益	1274	1705	2696	3218	获利能力				
					毛利率	29.9%	26.1%	30.8%	33.2%
现金流量表		单位:百万元			净利率	9.7%	10.3%	13.0%	14.5%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROE	17.9%	23.0%	17.9%	20.8%
经营活动现金流	175	121	466	466	偿债能力				
净利润	130	203	318	452	资产负债率	43.1%	48.2%	33.9%	32.6%
折旧摊销	47	59	67	72	净负债比率				
财务费用	8	8	6	-10	流动比率	1.01	0.97	2.01	2.20
公允价值变动损失	0	0	0	0	速动比率	0.63	0.57	1.73	1.90
营运资金变动	-9	-147	74	-48	营运能力				
其它	-1	-2	0	0	总资产周转率	1.05	1.16	0.91	0.97
投资活动现金流	-173	-240	-34	-133	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	-137	-231	-30	-131	应付账款周转率	8.27	7.26	7.69	7.69
长期投资	-21	-2	-2	0	每股指标（元）				
其他	-15	-7	-1	-1	每股收益	0.33	0.51	0.80	1.13
筹资活动现金流	-77	129	575	-54	每股经营现金流	1.36	0.49	1.17	1.17
短期借款	-27	185	0	0	每股净资产	5.62	3.60	4.49	5.47
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	116	152	0	P/E	64.35	41.07	26.34	18.54
资本公积增加	-1	-116	533	0	P/B	3.74	5.84	4.68	3.84
其他	-49	-56	-110	-54					
现金净增加额	-75	10	1007	280					

资料来源：东方证券研究所预测

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn