



股权激励方案利好长期发展

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 10 月 12 日)	20.90 元
目标价	27.00 元
行业	基础化工
报告发布日期	2011 年 10 月 14 日 星期五

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

联系人	赵辰、
	8621-63325888 × 5101
	虞小波
	8621-63325888 × 6065

事件

公司推出股权激励方案,拟向包括公司董事、高级管理人员、核心业务人员,不包括独立董事、监事、持股 5%以上的主要股东、实际控制人及其直系亲属在内的对象授予总量为 2667 万份的股票期权,涉及股票标的为 2667 万股,占目前公司股本总额的 6.72%。本次授予的股票期权行权价格为 21.33。股票行权条件包括了对激励对象年度考核结果的要求以及对净利润增长率及净资产收益率增速做出最低要求等条件。

点评

公司以股票期权的方式推出股权激励方案,符合联化科技高成长公司的特点,有助于最大程度地激发中高层管理人员的工作积极性和创新能力。公司股权激励方案行权价格为 21.33 元,高于股权激励计划公布前一个交易日收盘价 20.9 元。股权激励涉及的股票标的仅占总股本数的 6.72%,相对于行权条件中未来业绩增长带来的每股收益增厚而言,行权后股本对收益的摊薄微乎其微。

公司行权条件严格,对激励对象实施了严格的激励约束机制,充分保证了公司管理层同股东之间利益的一致。公司股权激励行权条件第一条对激励对象年度考核结果具体要求,从制度上对激励对象提出了工作要求。另外方案要求公司在三个行权期内,相比 2010 年,对应年度归属上市公司的净利润增长率分别不低于 30%、55%和 100%,相应年度的净资产收益率分别不低于 13%、14%和 15%。2011 年至 2013 年,隐含的净利润年复合增长率为 26%,该增速符合我们的预期。

股权激励方案的实施为公司长期可持续发展注入了活力。农药、医药定制生产服务行业中工程技术人员、现场管理人员、有机合成研发人员以及拥有国际视野的营销人才对公司的持续成长起到了关键作用。本次公司股权激励方案的激励对象覆盖了这几方面的人才,既包括最初创业团队的一些高级管理人员,也包括新近几年加入公司的“新鲜血液”,为公司能够留住人才,同时发挥这些领域人才的创造性起到了很好的激励作用,真正在战略层面为公司的后续高速增长做出了保障。

联化科技是农药、医药中间体定制生产领域的翘楚: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”。

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。

盈利预测和投资建议: 我们预计联化科技 2011 年、2012 年每股收益分别为 0.8 元/股和 1.13 元/股,公司股权激励方案的推出更加保障了公司未来持续的成长性,公司估值具有较大吸引力,维持买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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,不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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 12 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，未给予投资评级等相关信息。

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