

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

业绩持续高增长，行业景气和产能扩张保障未来业绩

——联化科技（002250）点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（首次）

发布日期：2012年4月24日

报告关键要素：

大客户战略下重要客户与重点产品的良好需求带动公司业绩快速增长。未来全球农药将保持较快增长，大量医药农药专利药的集中到期将带动中间体行业维持高景气。增发募投项目的逐步投产将保障公司未来业绩增长。预计公司2012、2013年的EPS分别为0.99元和1.32元，以4月23日收盘价20.26元计算，对应市盈率为20倍和15倍，考虑到公司的成长性，给予“买入”的投资评级。

事件：

- **联化科技发布年报及一季报**，2011年公司实现营业收入25.68亿元，同比增长30.13%，实现营业利润3.42亿元，同比增长37.85%，净利润2.74亿元，同比增长45.01%。2012年一季度公司实现营业收入6.59亿元，同比增长18.35%，实现营业利润1.01亿元，同比增长27.61%，实现净利润8438万元，同比增长25.75%。公司2011年的利润分配方案为每10股转增3股，派发现金红利1元。

点评：

- **公司业绩快速增长**。2011年公司营业收入和净利润分别同比增长30.13和45.01%，利润增速快于收入增速的主要原因是工业业务占比的提升。2011年工业业务实现了17.92亿元收入和6.81亿元毛利，同比分别增长42.80%和36.63%，贡献了70%的收入和95%的利润，分别提高了6.19和1.11个百分点。从具体业务来看，农药中间体实现收入13.21亿元，同比增长44.43%，贡献利润5.27亿元，同比增长36.17%。医药中间体实现收入3.11亿元，同比增长23.09%，贡献利润1.16亿元，同比增长33.13%。两项业务均实现了快速增长。

2012年一季度公司营业收入和净利润分别增长18.35与25.75%。一季度公司计提了948万元的期权费用，扣除该因素，公司一季度净利润的增长约为39%，延续了2011年的高增长。

图1：2005-2012年Q1公司营收和利润

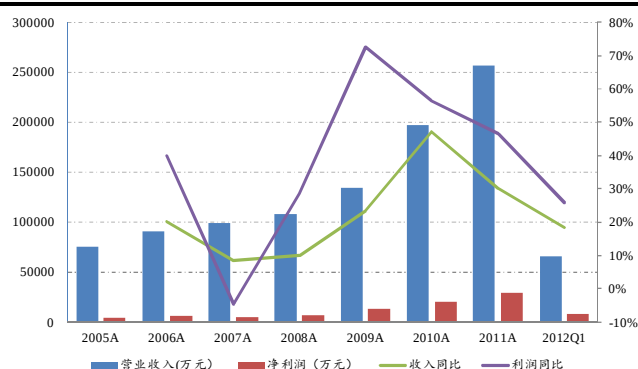
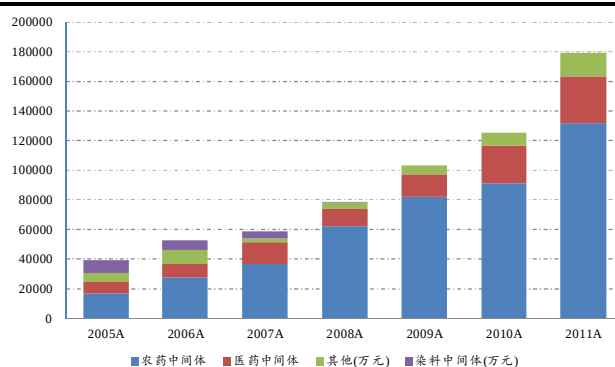


图2：2005-2011年公司各工业业务增长



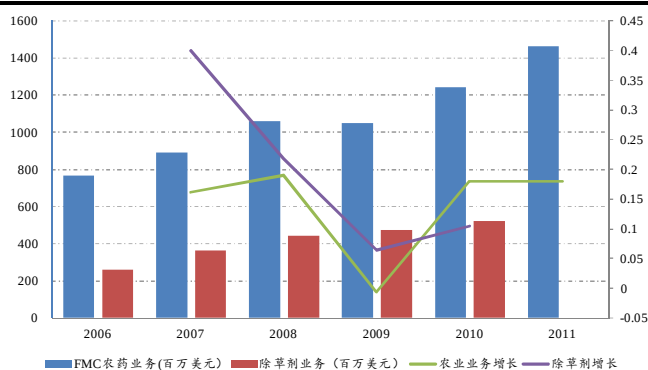
资料来源：中原证券、公司公告

资料来源：中原证券、公司公告

- **大客户战略保障公司业绩快速增长**。公司近年来业绩实现了持续的快速增长，2005-2011年，公司主营业务收入从3.95亿元增长到17.92亿元，复合增长率为35.32%，净利润从3873.97万元增长到2.94亿元，复合增长率为40.21%。这主要得益于公司实行大客户战略，通过定制模式为全球农药、医药

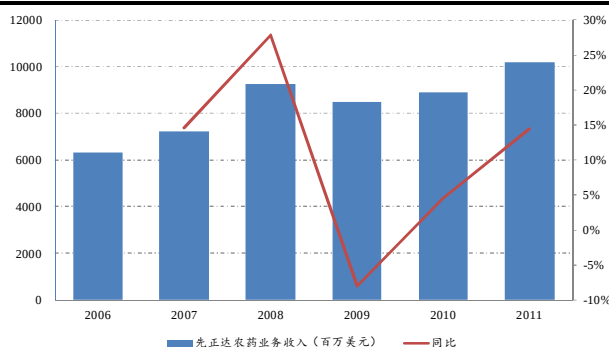
巨头的优秀产品生产中间体。公司70%以上的收入通过定制生产的方式实现，2011年对前五名客户的销售收入占销售总额的71.39%。下游客户包括FMC、先正达、巴斯夫等农药巨头与诺华等医药巨头，核心客户近几年来保持了较快的增长。2006-2011年，FMC与先正达的农药业务收入的复合增长率分别为13.84%和10.03%，高于同期全球农药产业8.1%的复合增长率。其中FMC除草剂业务的复合增长率达到了19.66%，而公司的主要产品异恶草松、氟唑磺酰胺和联苯菊酯均为FMC定制的除草剂产品。下游重点客户稳定的增长为公司业绩的快速成长提供了保障。

图3: FMC农药及除草剂业务增长情况



资料来源：中原证券、bloomberg

图4: 先正达农药业务增长情况



资料来源：中原证券、bloomberg

公司的定制产品多应用在处于上升期或成长期的农药、医药产品，良好的市场需求是公司中间体业务快速增长的重要基础。从公司具体产品开看，目前产能较大的产品分别为邻氯苯甲腈、对氯苯甲腈、2-氟基-4-硝基苯胺、氟唑磺酰胺、联苯菊酯和异恶草松，这些产品多具有很好的市场前景。如邻氯苯甲腈和对氯苯甲腈的下游为沙坦类药物和来曲唑。沙坦类药物凭借时效长和不良反应少的特点，正取代普利类和地平类药物快速增长；来曲唑正逐步成为治疗乳腺癌的一类药物，随着原研药企诺华的美国专利到期，该药的需求将迎来快速增长。氟唑磺酰胺、联苯菊酯和异恶草松则均为FMC定制的农药中间体，近年来产量保持了30%左右的复合增长率，目前产能均处于满负荷运转。重点产品良好的市场需求带动了公司业绩的快速增长。

表 1: 公司主要产品情况

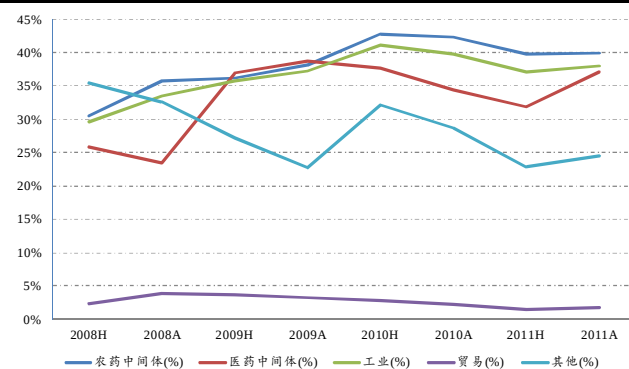
经营模式	类别	主要产品	下游应用	下游客户	公司产能	产品前景
自产自销	医药中间体	邻氯苯甲腈	用于合成沙坦类抗高血压药物，沙坦类药物降压时效长，不良反应少，是最主要的抗高血压药物。		4200 吨	成长期
		对氯苯甲腈	用于合成治疗乳腺癌药物来曲唑和高性能颜料 254。来曲唑正逐步成为乳腺癌的一线用药，国内行政保护于 2006 年到期，原研厂商的美国专利于 2011 年到期，市场逐步打开。		2500 吨	上升期
	农药中间体	2-氟基-4-硝基苯胺	用于杀菌剂氟唑唑和新型杀虫剂 Pyrifluquinazon		1500 吨	成长期
		2,6-二氟苯腈	用于新型农药含氟苯甲酰胺类杀虫剂及三唑并嘧啶磺酰胺除草剂。		300 吨	上升期
定制生产	农药中间体	氟唑磺酰胺	除草剂中间体，适用于玉米、高粱、大豆、花生田中 1 年生阔叶杂草、禾本科杂草和莎草等。	FMC	1700 吨	上升期
		联苯菊酯	一种低毒高效的拟除虫菊酯类杀虫剂，主要用于	FMC	1200 吨	上升期

			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。			
		异恶草松	一种高效低毒的噁唑酮类选择性苗前除草剂，用于防除大豆、花生等作物田的阔叶杂草和禾本科杂草。	FMC	5000 吨	上升期
		双磺吡胺	主要用于合成磺酰脲类除草剂，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。	杜邦	20 吨	上升期
		三氟氯菊酸	用于合成高效的拟除虫菊酯如功夫菊酯、七氟菊酯等。		250 吨	上升期
		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。		50 吨	上升期
	医药中间体	氟代甲基吡啶	主要用于合成抗肿瘤药物及杀菌剂。		30 吨	导入期
		三甲吡啶酸	主要用于合成新型化疗止吐药和新型杀螨剂。		30 吨	导入期

资料来源：中原证券、公司公告

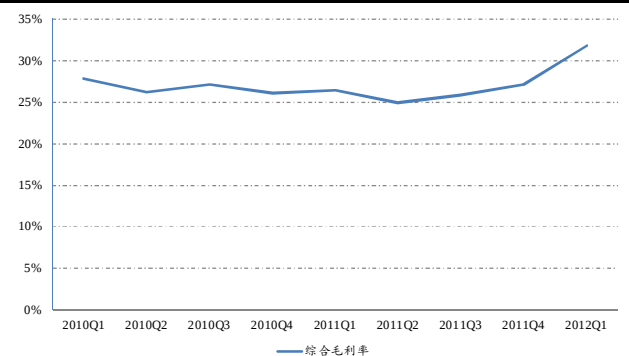
- **盈利能力维持较高水平。**2011年公司综合毛利率27.1%，同比提高0.99个百分点。其中工业业务毛利率为38.03%，同比下降1.72个百分点，主要原因是销售产品结构的变化以及部分定制产品价格仅随原材料价格同幅上调，导致毛利率下滑。农药中间体的毛利率为39.87%，同比下降了2.42个百分点，医药中间体的毛利率为37.15%，同比提高了2.80个百分点。总体上看公司盈利能力仍然保持在较高水平，随着各项原材料价格的下滑，公司毛利率逐步回升，2012年一季度的综合毛利率31.74%，环比上升了4.65个百分点。

图5：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、公告

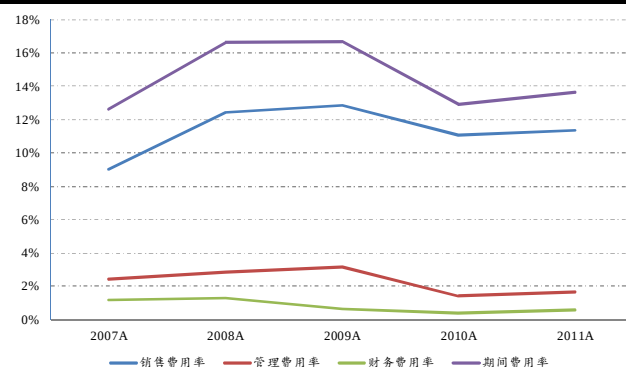
图6：公司各季度综合毛利率



资料来源：中原证券、公司公告

- **期间费用率保持稳定。**2011年公司期间费用率为13.62%，同比提高0.73个百分点，总体保持稳定。销售费用率和管理费用率分别为1.65%和11.36%，同比分别提高了0.21和0.32个百分点，主要是营销费用增加和管理研发投入增加所致。财务费用率为0.61%，同比提高0.2个百分点，主要是公司投资项目增多导致贷款利息支出增加所致。

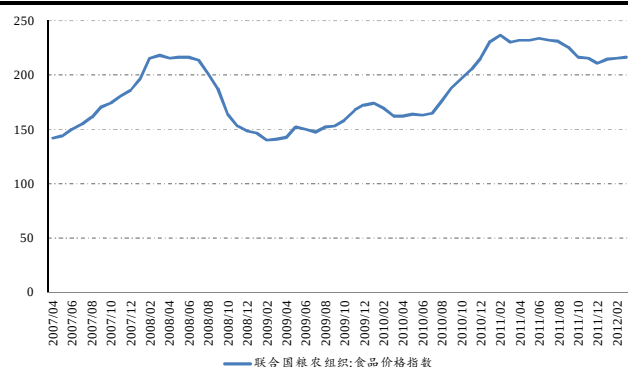
图7：2007-2011年公司期间费用率



资料来源：中原证券、公司公告

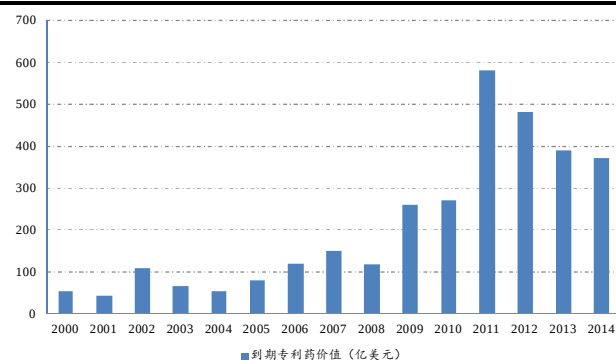
- **农药行业景气和大量专利药到期带动下游需求保持旺盛。**2011年全球农药市场销售额达到512.1亿美元，增速达到了15.9%。推动全球农药市场增长的主要因素是全球粮价的持续上涨带来种植面积的的提升以及原油上涨和农药审核的趋严带来农药价格的上涨。在全球油价和粮价继续维持高位的情况下，全球农药市场仍将实现较快增长，带动农药中间体及原料药的需求。

图8：全球粮食价格维持高位



资料来源：中原证券、百川资讯

图9：近年来大量医药集中到期



资料来源：中原证券、wind

近年来是全球农药及医药专利药到期的高峰期，专利药的大量到期为仿制药及中间体的增长带来了发展机遇。公司所生产的中间体多用于仿制药物或专利即将到期的药物，以公司医药中间体邻苯甲腈和募投项目淳尼胺为例，其下游沙坦类药物近年来有超过150亿美元的药物到期，届时大量的仿制药问世将为上游中间体带来巨大需求。

表 2：近年来到期的沙坦类药物

商品名	通用名	原研药企	2010年销售额(亿美元)	美国专利到期时间
Teveten	依普沙坦	雅培	1.8	2010.2
Cozaar	氯沙坦钾及复方制剂	默克	21.04	2010.4
Avapro	厄贝沙坦	百时美施贵宝	25.03	2012.3
Diovan	缬沙坦	诺华	60.53	2012.9
Atacand	坎地沙坦	阿利斯康/武田	17.33	2012.12
Micardis	替米沙坦	勃林格殷格翰/拜耳	18.47	2014.1
Benicar	奥美沙坦	第一三共制药	9.58	2016.10

资料来源：中原证券

- **募投项目保障业绩增长。**2011年公司通过增发募集了6.85亿元资金，投向6个中间体项目的建设。这些项目预计分别于2013年4月和2012年6月投产。公司扩产的项目均为高级中间体或在原料药，下游产品均有良好的市场前景。如唑草酮为FMC定制生产的新型除草剂原料药，其销售具有很好的保障；淳尼胺则为替米沙坦的高级中间体，在替米沙坦即将到期，大量非专利药企即将参与生产的情况下，未来市场需求十分广阔。这些项目投产后，预计将贡献10.18亿元和2.18亿元的利润，保障公司未来三年内的业绩增长。

表 3：公司产能扩张情况

产品类型	产品名称	用途	现有产能	全球缺口	新增产能	投产时间
医药中间体	淳尼胺	抗血压药物替米沙坦高级中间体	47 吨	483 吨	300 吨	2013. 4
	氟唑菌酸	抗真菌药物氟康唑和伏立康唑中间体	215 吨	1045 吨	300 吨	
	环氧嘧啶酸	兽药环虫脒和农药氯酯磺草胺中间体	0	475 吨	200 吨	
农药中间体	唑草酮	为 FMC 定制生产的除草剂原料药			300 吨	2012. 6
	联苯菌胺	新型杀虫剂氟啶脲和液晶材料中间体	260 吨	1254 吨	500 吨	
	甲虫胺	杀虫剂甲氧虫酰肼中间体	630 吨	550 吨	300 吨	

资料来源：中原证券

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2012、2013年EPS分别为0.99元和1.32元，以3月22日收盘价20.26元计算，对应PE分别为20.46倍和15.35倍，考虑到公司的成长性，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**募投项目进展不达预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1973.45	2568.05	3227	4200
增长比率（%）	47.21%	30.13%	25.66%	30.15%
净利润（百万元）	202.98	294.34	395	523
增长比率（%）	56.56%	45.01%	34.20%	32.41%
每股收益（元）	0.43	0.74	0.99	1.32
市盈率（倍）	41.58	27.38	20.46	15.35

资料来源：中原证券

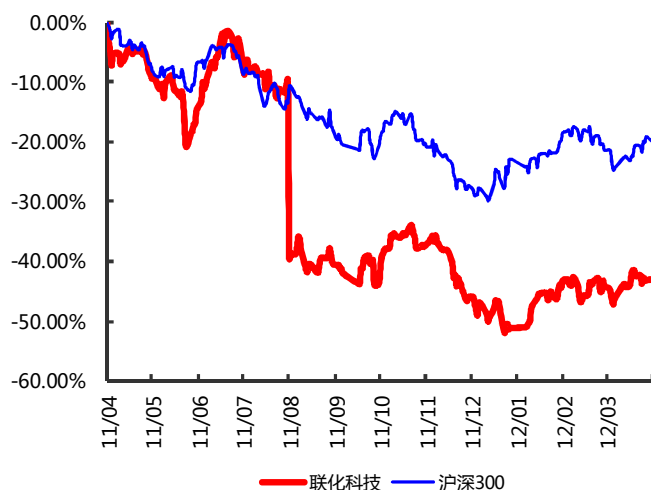
市场数据（2012年4月23日）

收盘价（元）	20.26 元
一年内最高/最低（元）	24.52/16.90
沪深300指数	2606.04
市净率（倍）	4.30
流通市值（亿元）	50.48

基础数据（2012年4月23日）

每股净资产（元）	6.09
每股经营现金流（元）	0.23
毛利率（%）	31.74%
净资产收益率（%）	4.63%
资产负债率（%）	41.56%
总股本/流通股（万股）	39699/22882
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。