

换挡加速，医药中间体前景光明

——联化科技（002250）深度报告

2015 年 12 月 08 日

强烈推荐/维持

联化科技

深度报告

报告摘要：

- **上市 6 年业绩增长愈 6 倍，生产和研发基地布局完成。**联化科技主营业务包括农药中间体、医药中间体以及精细与功能化学品等，2010 年至 2014 年间，公司营业收入从 19.7 亿元增长至 39.7 亿元，年均复合增速 19.1%。2014 年公司实现净利润 5.5 亿元，较 2008 年上市时增加 6.3 倍。公司坚持“定制生产”的发展战略，与跨国农药、医药巨头建立了长期稳定的合作关系。公司在浙江、上海、江苏、山东等地布局了 8 个生产和研发基地，完成了 3 级研发体系的建设，为未来发展奠定良好基础。
- **医药中间体业务发力，产品切入巨大的心血管、糖尿病等药品市场。**联化科技近几年逐步加大了在医药中间体业务上的投资，计划募集资金投资 5.8 亿元建设医药中间体项目，生产新型心血管疾病、糖尿病等药物的关键中间体。心血管疾病、糖尿病当前全球市场规模均超过 500 亿美元，且仍处于患者人数快速增长期，市场空间巨大。预计募投项目投产将贡献收入 13.9 亿元，净利润 3.9 亿元。届时医药中间体业务占公司收入的比重将从当前的 10% 上升至 24% 左右，成为公司未来几年发展的重要推动力。
- **收入规模、盈利能力及运营效率领先同行。**与同行相比，公司收入规模处于领先地位，表明公司客户资源丰富，产品种类较多。公司毛利率维持在 30% 左右，在同行中处于中等水平，依靠良好的费用控制能力，公司销售净利率在 5 家可比公司中居首。此外公司存货周转、应收账款周转等指标也好于同行，表明公司经营效率高。
- **公司盈利预测及投资评级：**我们认为公司在中间体定制领域的优势明显，新募投项目的盈利前景较好，未来 3 至 5 年公司仍将保持每年 10%-30% 左右的收入和利润增速。当前市场对于公司的看法可能过于悲观，给予公司的估值偏低。基于我们的盈利预测，公司当前股价对应 2015 至 2017 年盈利预测的 PE 分别为 21.5 倍，17.3 倍和 15.4 倍，公司当前市值约 154 亿元。考虑到公司良好的业绩增长前景和行业竞争地位，我们认为公司对应 2016 年盈利预测的估值在 25 倍左右较为合理，未来 12 个月目标价为 26.5 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	13A	14A	15E	16E	17E
营业收入（百万元）	3,368	3,990	4,099	4,620	5,303
增长率（%）	14.0%	18.5%	2.7%	12.7%	14.8%
净利润（百万元）	453.8	558.8	715.1	885.3	993.5
增长率（%）	23.5%	23.1%	28.0%	23.8%	12.2%
净资产收益率（%）	16.8%	16.0%	17.9%	19.0%	18.4%
每股收益（元）	0.86	0.69	0.86	1.06	1.19
PE	21.4	26.6	21.5	17.3	15.4
PB	3.6	4.4	3.8	3.3	2.8

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

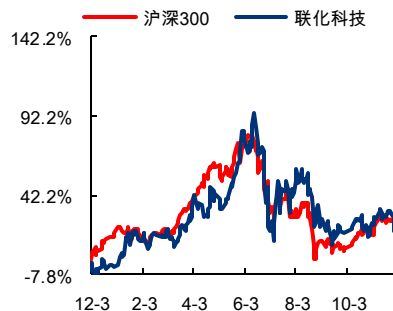
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间（元）	30.52-13.67
总市值（亿元）	153.74
流通市值（亿元）	102.23
总股本/流通 A 股（万股）	83511/55531
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1、《联化科技（002250）财报点评：公司业绩再次验证其高成长性》2014-01-30
- 2、《联化科技（002250）2013 年三季度点评：毛利率环比改善 医药领域将启航》2013-11-04
- 3、《联化科技（002250）：稳定增长的精细化工中间体标兵》2013-08-13
- 4、《联化科技（002250）2012 年三季度点评：公司业绩符合预期 毛利率有所提升》2012-10-30

目 录

1. 公司基本情况.....	4
1.1 主营业务盈利能力强：6 年业绩增 6 倍，产业布局基本完成.....	4
1.2 核心商业模式方兴未艾：定制生产承接跨国巨头产能转移	7
1.3 研发体系完善：持续高投入，成果不断涌现	8
2. 医药中间体将成主要发展动力	10
2.1 业务重心转移：医药中间体增速将超过农药中间体	10
2.2 医药中间体业务：切入心血管糖尿病市场，重点产品数量将大幅增长	14
3. 公司财务状况优良经营效率领先同行	18
3.1 收入规模比较：收入规模大幅领先同行	18
3.2 毛利率销售净利率比较：毛利率中等，净利率高	18
3.3 经营效率比较：存货周转迅速，资金回笼快	19
3.4 资产盈利能力：ROE 稳定在 20% 左右，优于同行.....	20
4. 公司募投项目投产当年即盈利	20
4.1 上市以来募投项目持续盈利	20
4.2 再次增发，建设医药中间体等项目	22
4.3 现金流分析表明公司仍处于成长期	23
5. 管理层增持及股权激励	23
6. 盈利预测及投资评级	24
7. 风险提示.....	26

表格目录

表 1:公司生产研发基地布局	5
表 2:公司主要产品	6
表 3:核心客户合作情况	7
表 4:公司技术研发成果	9
表 5:重点医药中间体产品用途及下游市场情况.....	15
表 6:IPO 和增发募投项目情况	21
表 7:2015 年非公开发行预期募投项目	22
表 8:股权激励力度大覆盖面广	24
表 9:高管团队持股比例高	24
表 10:公司收入预测	25
表 11:同行业公司估值比较	25
表 12:公司盈利预测表	27

插图目录

图 1: 公司资产规模快速增长.....	4
图 2: 公司利润稳步增长.....	4
图 3: 公司产品的上下游产业链.....	5
图 4: 公司生产及研发基地分布.....	6
图 5: 公司前 5 大客户贡献收入情况.....	8
图 6: 公司前 5 大客户收入占总收入比例.....	8
图 7: 公司研发投入稳步增长.....	9
图 8: 公司 2010 年收入构成.....	10
图 9: 公司 2014 年收入构成.....	10
图 10: 公司 2010 年毛利构成.....	11
图 11: 公司 2014 年毛利构成.....	11
图 12: 全球农药市场规模增速放缓.....	11
图 13: 联化科技农药中间体医药中间体收入增速一跌一涨.....	12
图 14: 全球医药市场规模.....	13
图 15: 我国医药工业收入规模.....	13
图 16: 2009-2015 年我国医药定制研发生产市场规模.....	14
图 17: 公司医药中间体产品不断丰富.....	15
图 18: 心血管疾病是全球 70 岁以下人群死亡的最大原因.....	16
图 19: 全球糖尿病患者（20-79 周岁）分布预测.....	17
图 20: 医药中间体业务收入占比将大幅提升.....	17
图 21: 同行业收入规模比较.....	18
图 22: 同类公司毛利率比较.....	19
图 23: 同类公司销售净利率比较.....	19
图 24: 同行存货周转天数比较.....	19
图 25: 同行应收账款周转天数比较.....	19
图 26: 同行业 ROE 比较.....	20
图 27: 联化科技杜邦分析.....	20
图 28: 增发项目投产当年即贡献利润.....	21
图 29: 公司现金流情况.....	23
图 30: 募集资金、分红支付现金及净利润比较.....	23

1. 公司基本情况

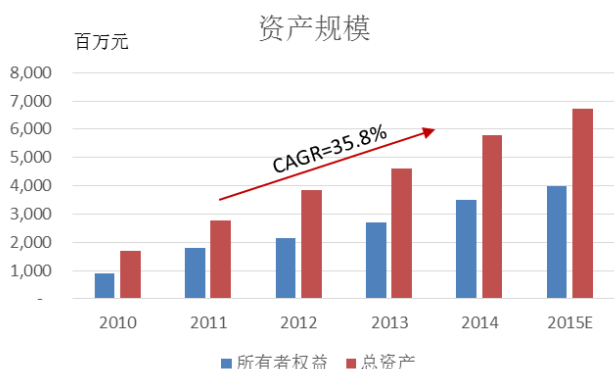
1.1 主营业务盈利能力强：6 年业绩增 6 倍，产业布局基本完成

联化科技主营业务包括农药中间体、医药中间体以及精细与功能化学品等。公司 2008 年登陆 A 股，上市 7 年以来公司主营业务实现了长足的发展。公司主要产品包括苯腈系列、苯胺系列、苯甲酰胺系列、苯酚系列、氯甲酸酯系列、异氰酸酯系列等 6 大系列，约 40 种产品。

公司处于化工产业链的中间环节，上游是基础化工原料，下游是医药原料药、农药原料药，最终产品是医药制剂和农药制剂。

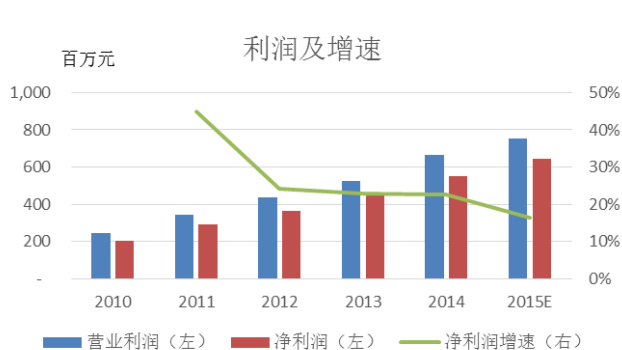
业绩优秀，上市 6 年业绩增长愈 6 倍。自上市以来联化科技保持了收入和利润的持续稳步增长。2010 年至 2014 年间，公司营业收入从 19.7 亿元增长至 39.9 亿元，年均复合增速 19.1%。同期，公司总资产规模从 17 亿元增长至 58 亿元，增幅 24%；归属于母公司的所有者权益从 8.8 亿元增长至 34.5 亿元，增幅 292%。2014 年公司实现净利润 5.5 亿元，是 2008 年上市当年净利润的 7.3 倍。

图 1：公司资产规模快速增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

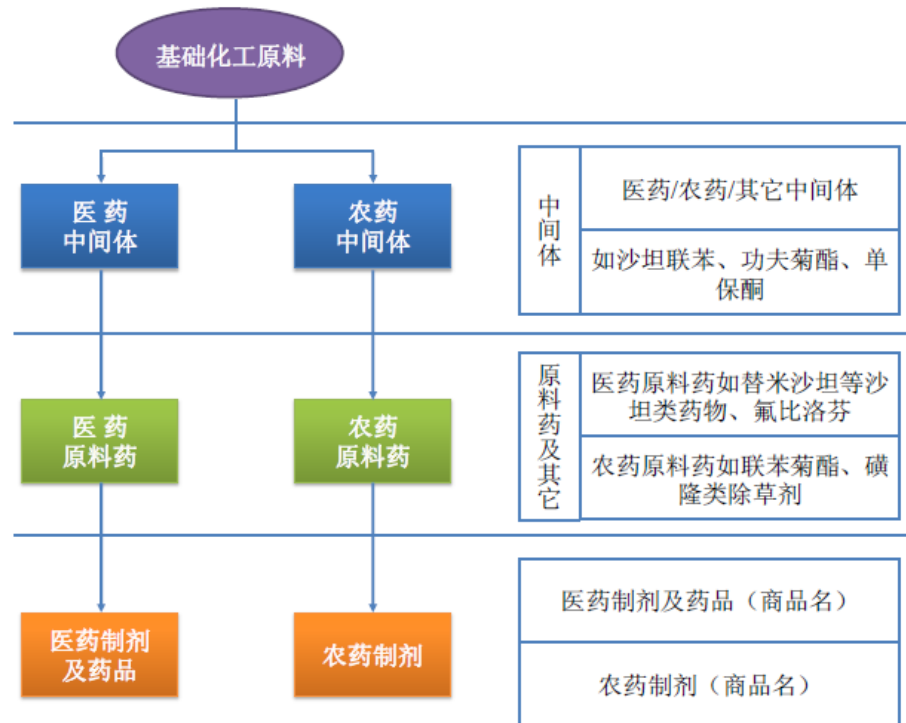
图 2：公司利润稳步增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业绩持续增长得益于公司坚持定制生产的经营策略，与跨国公司紧密合作是公司的核心竞争优势。公司长期以来坚持定制生产为主，自产自销为辅的销售模式。大部分农药中间体、医药中间体产品均直接销售给核心客户，销往全球市场，贡献稳定的利润。从目前情况看，公司定制产品中农药中间体的产品种类和收入占比依然高于医药中间体。

图 3：公司产品的上下游产业链



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

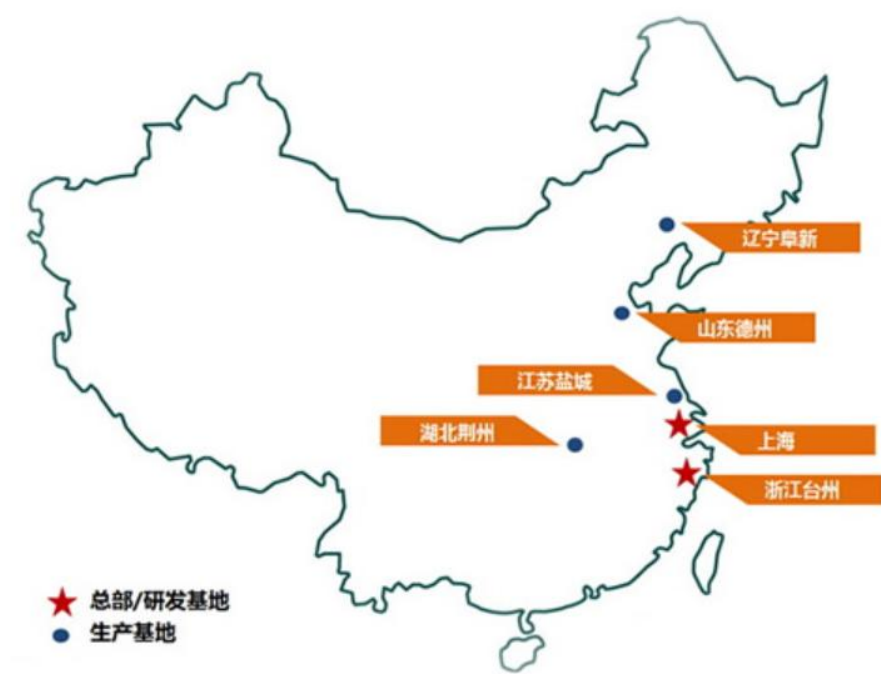
合理的生产、研发基地布局将有助于公司紧跟技术发展趋势，及时实现产品的更新换代。目前公司建成 8 个生产运营基地，并且设立了技术中心、省级创新示范团队、国家级博士后科研工作站等研究机构。公司生产和研发基地分布在浙江、上海、江苏、山东、辽宁和湖北，其中江苏是农药成熟产品生产基地，山东德州是光气系列产品生产基地，辽宁是氟化系列产品生产基地，湖北是氨氧化系列产品生产基地。公司总部所在的浙江台州逐步转型成为公司医药产品的生产基地和新产品的孵化基地，上海则成为公司研发新技术的中心。从公司当前的规划看，未来公司重点项目将分别在台州、盐城和德州落户，这 3 个基地将成为公司投资和建设的重点。

表 1:公司生产研发基地布局

地点	公司名称	定位
上海	联化科技（上海）有限公司	新技术（工艺/工程设计）
	上海宝丰机械制造有限公司	机械设备制造
浙江	联化科技股份有限公司江口生产基地	新产品孵化器
	联化科技（台州）有限公司	医药成长和成熟产品生产基地
江苏	江苏联化科技有限公司	农药成熟产品生产基地
	联化科技（盐城）有限公司	农药成熟产品生产基地
山东	联化科技（德州）有限公司	光气系列产品生产基地
辽宁	辽宁天予化工有限公司	氟化系列产品生产基地
湖北	湖北郡泰医药化工有限公司	氨氧化系列产品生产基地

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 4：公司生产及研发基地分布



资料来源：公司官网

表 2:公司主要产品

经营模式	产品类别	产品名称	用途
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
		对氯苯甲腈	用于合成治疗乳腺癌类药物来曲唑
	农药中间体	2-氟基-4-硝基苯胺	是一种农药中间体，用于杀菌剂氟唑啉和新杀虫剂 Pyrifluquinazon。亦可作为合成分散染料的中间体。
		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、广谱的含氟苯甲酰胺类杀虫剂及三唑并嘧啶磺酰胺除草剂。
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。
		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。
		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。
		双磺吡胺	双磺吡胺主要作为中间体合成磺酰胺类除草剂，该类除草剂

医药中间体		具有高选择性、高效、低毒等优点
	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。
	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。
	氟代甲基吡啶	主要用于合成抗肿瘤药物及杀菌剂。
	三甲吡唑酸	主要用于合成新型化疗止吐药和新型杀螨剂。

资料来源：公司公告

1.2 核心商业模式方兴未艾：定制生产承接跨国巨头产能转移

联化科技上市之后保持快速增长，主要得益于公司坚持“**做全球领先的精细化学品定制服务公司**”的发展战略。我们认为化学品定制符合当前精细化学品行业的发展趋势，而国内企业也在原料供应，技术储备以及成本方面具备优势，未来我国企业承接跨国公司定制生产业务的市场规模有望快速增长。

定制生产形成背景：

世界工业分工越来越细化，精细化工行业由于生产环节冗长，涉及技术复杂，即使大型化工企业也无法全部掌握从最初原料到最终产品的每个生产环节。因此大部分跨国企业逐步向产业链两端延伸，将主要精力放在基础技术的研发和最终产品的生产等环节，而将中间体等中间原料的研发、生产委托给外部企业。通过这种产业链上的分工合作，合作双方可以发挥各自的优势，提升整个产业链的效率并降低成本。

定制生产的特点：

- 1、相互考察的时间周期比较长，过程复杂。跨国公司在选择定制生产的供应商时非常慎重，会对供应商的硬件设施、研发能力、生产管理水平、产品质量控制能力等进行严格的考察评价。因此要获得定制生产合同通常要经历较长的认证周期。
- 2、定制生产具有长期的稳定性和互赢性。通常定制生产合同期限较长，双方形成长期稳定的合作关系。通过为跨国公司提供定制生产服务，有助于中间体生产厂家积累、提升研发实力，开拓国际市场，提升行业知名度。
- 3、合作具有不断的延伸性和自我强化性。定制生产模式下，双方一旦形成合作关系，即形成了一个紧密的合作共赢体。双方一般会通过不断增加其他产品的合作，保持这种商业合作关系，进而又加强了双方紧密的合作关系。

正是借助为 FMC、杜邦等跨国公司提供长期的定制服务，联化科技积累了丰富的农药中间体、医药中间体生产经验，打开了国际市场的销路。随着合作的不断深入，公司的产品线日益丰富。

表 3:核心客户合作情况

客户名称	国家	合作的产品类别	已合作年限
陶氏化学	美国	农药中间体	10 年以上

FMC 公司	美国	农药原药及中间体	10 年以上
蝶理（Chori）	日本	农药中间体	10 年以上
住友公司	日本	医药中间体	10 年以上
巴斯夫	德国	农药和医药中间体	10 年以上
拜耳	德国	农药中间体	5-10 年
杜邦	美国	农药原药及中间体	5-10 年
先正达	瑞士	农药原药及中间体	5-10 年
日产化学	日本	农药中间体	5-10 年
三菱化学	日本	医药、农药中间体	5-10 年
诺华	瑞士	医药中间体	5-10 年
柯达公司	美国	其他精细化学品	5 年以下

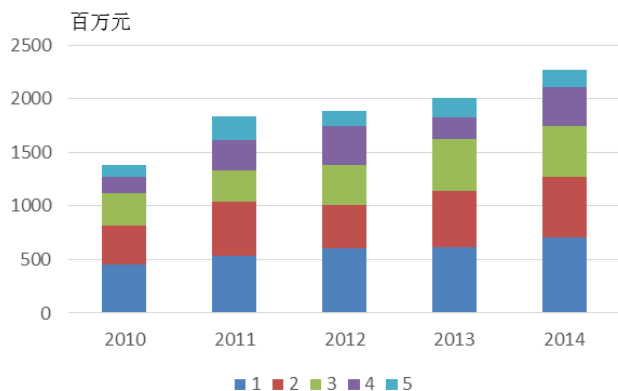
资料来源：公司增发招股说明书

2010 至 2014 年公司前 5 大客户贡献的总收入从 13.9 亿元增长至 22.8 亿元，其中第一大客户贡献的收入从 4.6 亿元增长至 7.1 亿元。从绝对金额角度看，过去 5 年里公司前 5 大客户贡献的收入均实现了大幅增长，这表明公司与大客户之间的合作关系在不断深化和加强。

从收入占比的角度看，过去 5 年公司前 5 大客户贡献收入占总收入的比重从 70.2% 下降至 57%，这表明虽然公司与核心客户之间的合作在深入，但公司的客户来源更加广泛，客户分布更加分散，公司对大客户的依赖有所下降。

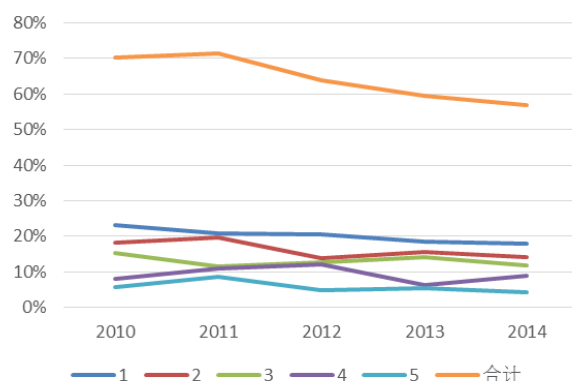
我们认为这是一个良好的迹象，表明有越来越多的公司认可了公司的技术和产品。不断增加的客户数量有助于公司未来进入更多的细分领域和市场，提升销售规模。

图 5：公司前 5 大客户贡献收入情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 6：公司前 5 大客户收入占总收入比例



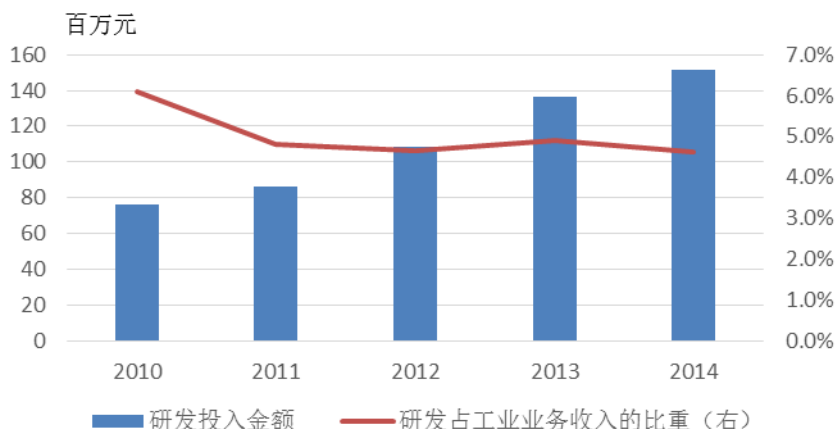
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3 研发体系完善：持续高投入，成果不断涌现

公司坚持技术先导的发展方向，研发支出逐年增加，2010 年研发投入金额约 7600 万元，至 2014 年研发投入金额增长至 1.51 亿元，几乎翻倍。研发支出占工业业务收入（总收入剔除贸易业务收入）的比重稳定在 4%-5% 左右。公司的研发投入及其占营业收入的比重在化工板块中处于领先地位。

目前公司已经建立了多层次的研发平台，包括上海技术中心、台州研发中心及各下属子公司技术部三个层级。上海技术中心负责跟客户的研发合作、早期的产品工艺设计和全新路线开发，促进工艺技术和工程技术的快速融合，并寻求不同技术领域间的协同；台州研发中心负责产品工艺路线和客户项目的迅速落地和有效转化；各下属子公司技术部负责日常生产的技术支持和原有产品生产工艺的持续改进工作。目前公司技术人员团队超过 1000 人，占员工总数的比例超过 20%，公司对技术研发的重视程度可见一斑。随着以上海为中心的研发体系建成，公司将吸引更多优秀人才，与跨国公司的技术合作也将更加紧密，这都将为公司长期的发展奠定基础。

图 7：公司研发投入稳步增长



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

科学有效的研发体系促进了公司科研成果不断涌现。2010 年至 2014 年新开题科研项目从每年一百多项增长至每年两百多项。老产品工艺技术得到持续改进，2014 年有 72 个老产品获得了工艺改进。从 2012 年起，每年进入大规模生产的产品数量从 6 个增长至 66 个。

表 4：公司技术研发成果

项目	2010	2011	2012	2013	2014
开题	131	126	167	211	203
进入规模生产			6	26	66
老产品工艺技术改进	16	17	27	35	72
申请省级新产品					12
国内或国际发明专利授权			5	9	
实用新型专利授权				4	
省级新产品	4	5	3	4	

资料来源：公司财报

公司通过不断的研发投入，在氨氧化、光气化、氟化、格氏反应、小分子催化、微通道反应和连续化管道反应器等多个领域获得突破性进展。截至 2014 年末，公司获得国内发明专利 27 项、实用新型专利 25 项；拥有欧洲发明专利 1 项、美国发明专利 2 项；另有 22 项发明专利正在申请中。2013、2014 年公司连续两年获得全球农药行业领导者颁发的全球供应商技术创新奖，公司技术水平获得了行业普遍的认可。

除了技术革新，公司也通过不断加大投入进行工程装备的升级，以及废弃物环保处理水平的提升。例如公司开发出了多塔连续精馏及膜分离装置，开发了千吨级连续釜式光气化反应及多塔连续分离工艺；突破了多元混合溶剂的分离技术瓶颈，大幅度提高了溶剂回收效率，降低了排放。

联化科技将“持续改进”作为核心价值之一，通过在技术研发领域的持续投入，公司技术水平的改进和提升效果明显，研发成果丰硕。同时，公司的技术改进提升了生产效率，新产品能快速实现上市销售，转换成收入和利润，公司过去几年的利润增长正是对公司持续研发投入的回报。我们认为公司正处于一个良性的发展轨道中，未来研发投入将继续保持增长。

2. 医药中间体将成主要发展动力

2.1 业务重心转移：医药中间体增速将超过农药中间体

联化科技核心业务为农药中间体和医药中间体，其中农药中间体业务收入占比在过去 5 年中大幅上升，从 46% 上升至 65%。医药中间体业务收入占比稳定在 10%-15% 之间。从毛利角度看，农药中间体业务贡献比例从 2010 年的 75% 上升至 2014 年的 83%；医药中间体业务毛利占比维持在 15% 左右，处于较低水平。

图 8：公司 2010 年收入构成

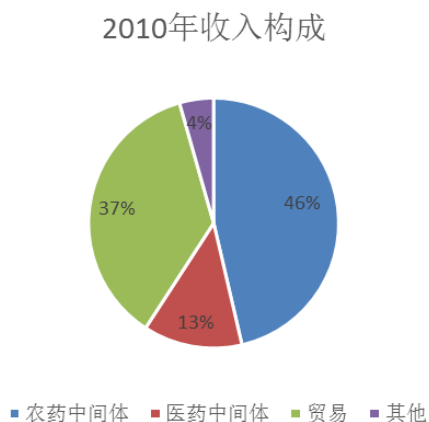
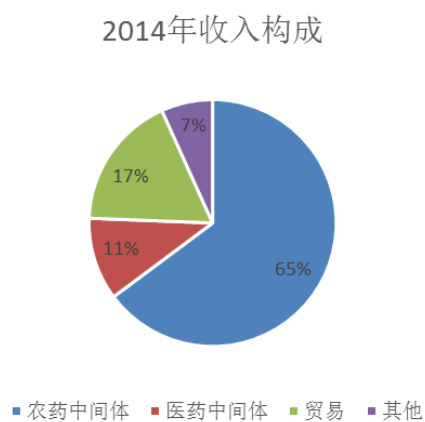
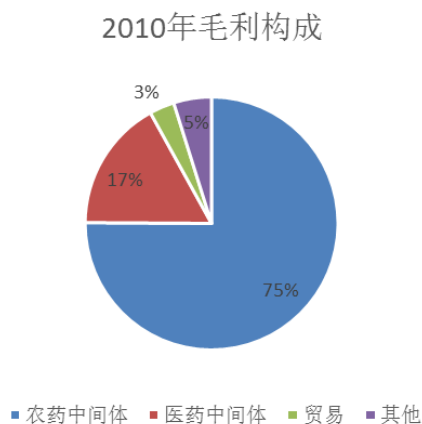


图 9：公司 2014 年收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

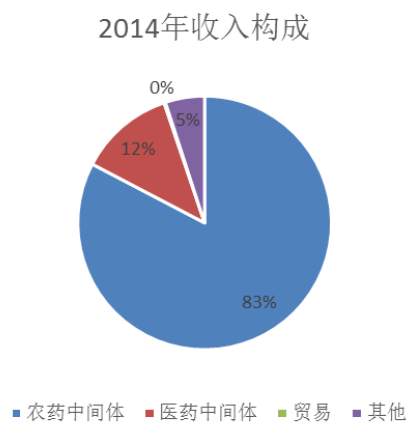
图 10：公司 2010 年毛利构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

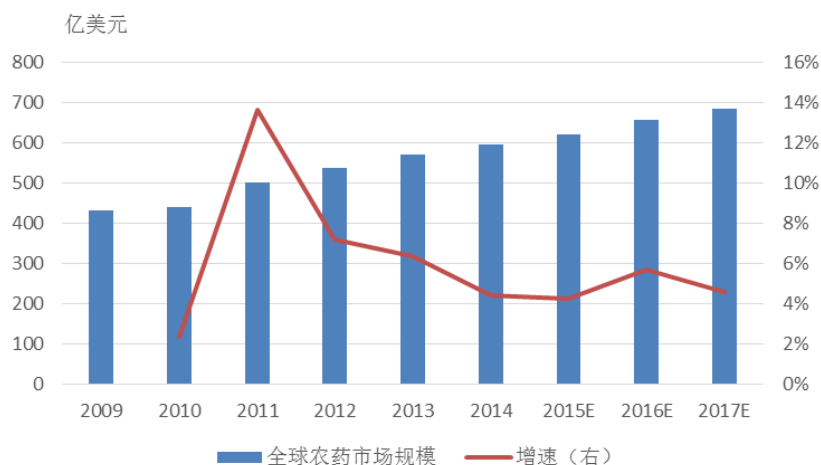
图 11：公司 2014 年毛利构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

农药行业快速成长期已过，未来增速可能放缓。资料显示 2014 年全球作物保护农药的销售额为 577.1 亿美元，同比增长低于 6%，虽然收入增长，但 2014 年全球农药行业盈利增速明显放缓，利润同比下降 0.7%。农药大宗产品如草甘膦、百草枯等量价齐跌。同时石油价格下挫影响了转基因作物的种植热情，需求端疲软，导致整个农药行业景气度下行。

图 12：全球农药市场规模增速放缓



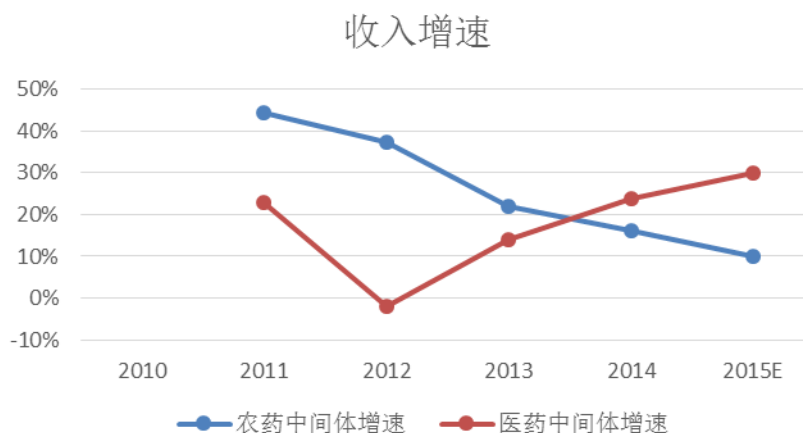
资料来源：Phillips McDougall，东兴证券研究所

2014 年我国农药行业主要表现为行业增速减缓，利润收窄，全年农药行业 843 家规模以上企业主营业务收入达 3008.41 亿元，同比增幅 7.54%；利润总额达 225.92 亿元，同比减少 1.17%。

农药行业景气度下降的主要原因包括：（1）传统化学农药产业发展趋于饱和，我国农药产能高度过剩，开工率趋高导致产成品增幅高于上年同期；（2）国际需求疲软导致出口受阻，企业价格竞争激烈；（3）环保和安全生产成本进一步提升。

从当前行业发展趋势看，农药行业未来几年可能继续维持景气度下行的趋势，行业竞争将加剧，高毒高残留的老产品退出市场的进程可能加速。受此影响，未来几年农药中间体行业的增速较过去 5 年放慢的可能性较大，受此影响预计农药中间体行业的增速也将同步放慢，对联化科技产生一定的负面影响。联化科技 2014 年农药中间体业务收入增速低于 20%即是一个明显的信号。

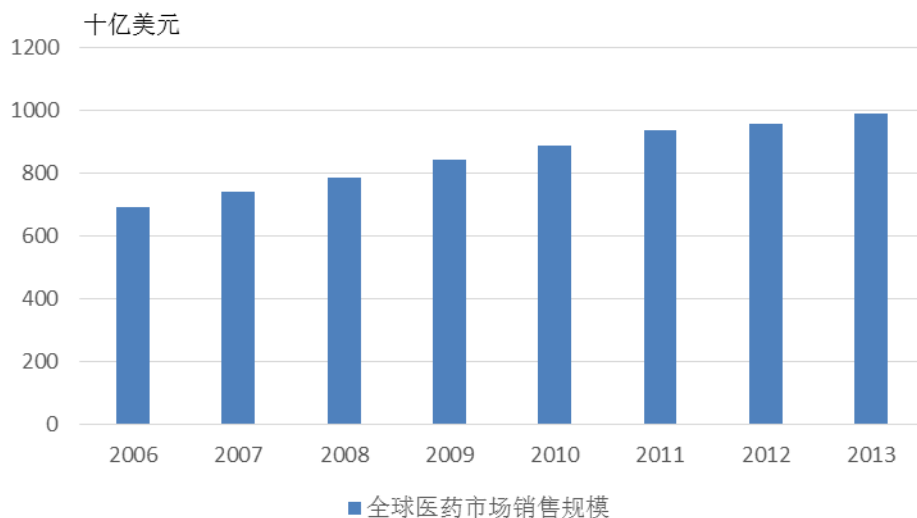
图 13：联化科技农药中间体医药中间体收入增速一跌一涨



资料来源：东兴证券研究所

医药行业维持高景气。医药行业与人类生命健康息息相关，过去十几年间全球医药市场规模维持不断增长的态势，新兴市场对药品的需求强劲。近年来随着重要药物专利到期，非专利药上市品种增多，医药行业的增长显示出强劲的动力。以中国为代表的新兴市场技术水平提升以及购买力增强，导致医药行业的生产和消费出现由欧美发达国家向亚、拉美等市场转移的趋势。

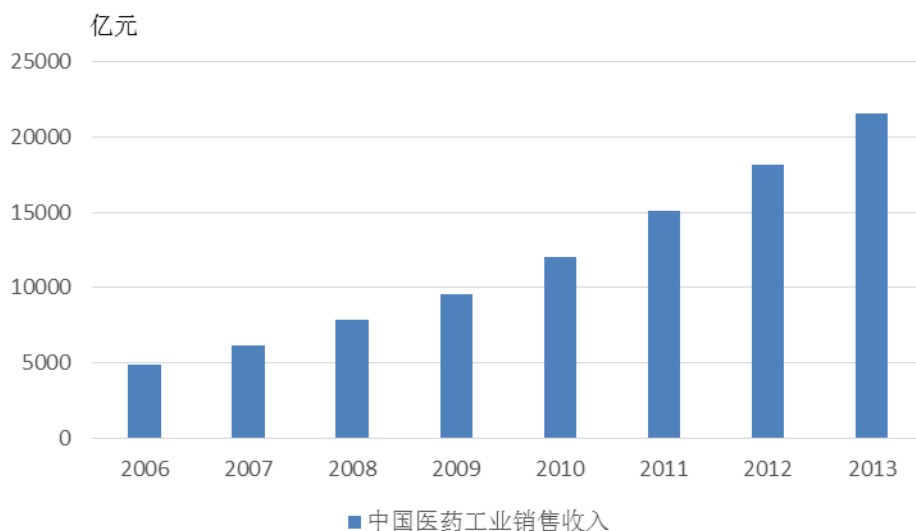
图 14：全球医药市场规模



资料来源：IMS，东兴证券研究所

我国医药产业在过去十几年中取得了长足进步，通过全面实施药品 GMP、吸引世界制药巨头来华投资，我国医药行业的技术和管理理念均实现了提升。2006 年我国医药工业销售收入 4885 亿元，至 2013 年增长至 21543 亿元，年均复合增长率为 23.6%，大幅高于全球行业平均水平。

图 15：我国医药工业收入规模

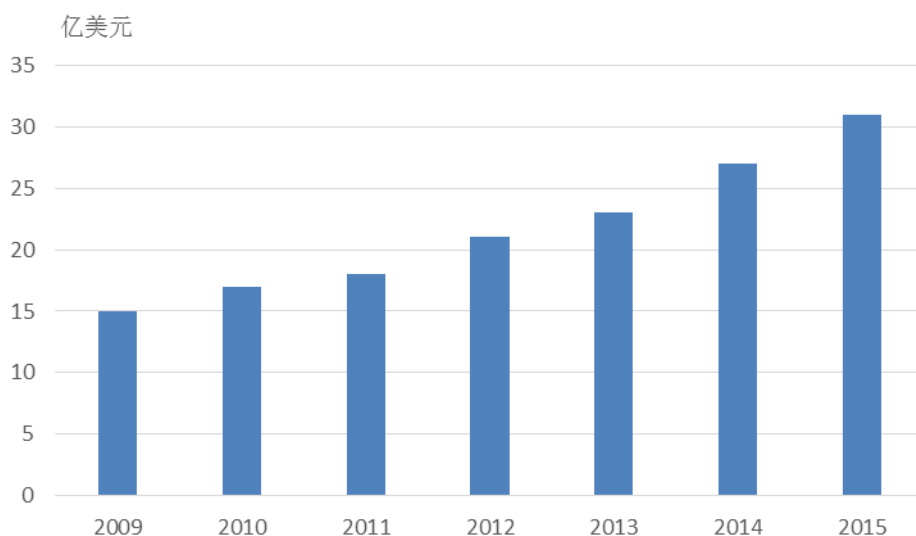


资料来源：IMS，东兴证券研究所

受益于医药行业的发展，全球医药定制研发生产行业在 2011 至 2014 年保持了年均 8.9% 的复合增长速度。与其他发展中国家相比，我国在人才、专利保护、基础设施和

成本结构等各方面具有明显的竞争优势，从而日益成为跨国制药公司和生物制药公司优先选择的战略外包目的地。2010 年，中国医药定制研发生产市场规模为 17 亿美元，到 2015 年预计将增长到 31 亿美元，年均复合增长率为 12.77%。

图 16：2009-2015 年我国医药定制研发生产市场规模



资料来源：IMS，东兴证券研究所

从上面的行业分析可以看出，未来无论从全球还是国内来看，医药行业整体发展速度快于农药行业是大概率事件。因此相对而言，未来医药中间体业务的发展空间将大于农药中间体。联化科技近几年也逐步加大了在医药中间体业务上的投资，未来业务重心逐渐向医药中间体业务转移。

2.2 医药中间体业务：切入心血管糖尿病市场，重点产品数量将大幅增长

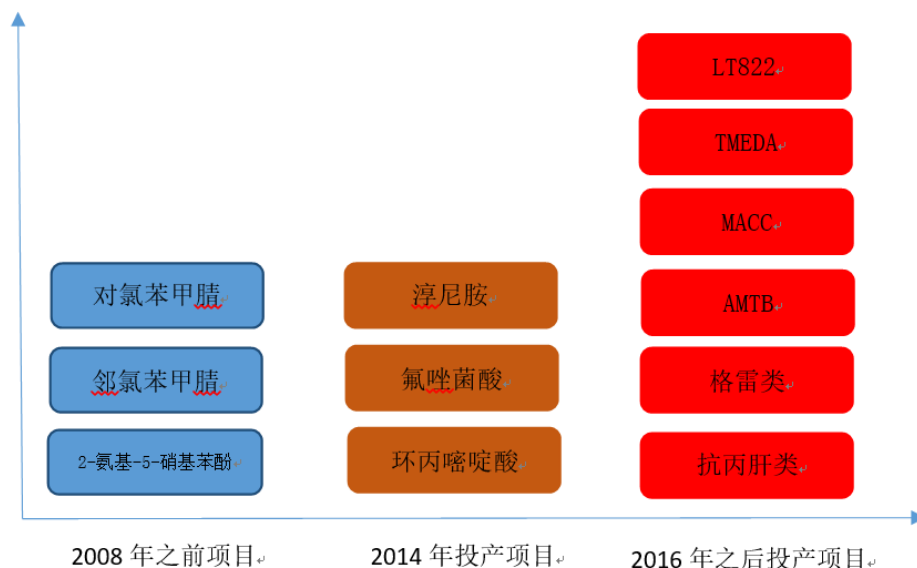
公司制定了“2+2+1”医药合作战略，定位医药跨国公司，与其中“2”家成为战略合作伙伴，与其中“2”家成为长期合作伙伴，与其中“1”家展开业务合作。该策略已经初见成效，公司与世界三大药企之一的“诺华”建立了长期稳定的合作关系，同时公司产品已经开始给美国辉瑞、德国勃林格殷格翰制药等公司供货。

今年 4 月，公司聘请了具有多年跨国公司工作经验的 Andreas. Winterfeldt 先生作为领导医药事业部的高级副总裁，跨出了管理团队国际化的第一步。Andreas 先生在联信、霍尼韦尔、勃林格殷格翰等跨国公司工作超过 20 年，其中在勃林格殷格翰工作将近 10 年，职级升至集团的高级副总裁，熟悉跨国公司医药业务各方面的运营。Andreas 先生的加入将帮助公司加强与跨国药企的合作，加快公司医药中间体业务的市场开拓，与更多跨国药企建立定制生产的联系。

2008 年上市之初，公司医药中间体产品核心产品只有邻氯苯甲腈、对氯苯甲腈两个，收入规模仅 1.3 亿元。2011 年公司首次增发投资建设了“年产 300 吨淳尼胺、300 吨

氟唑菌酸”等项目，2014 年上述项目投产，公司医药中间体收入规模增至 4.3 亿元。根据公司最新发布的增发预案，未来公司将投资“年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、15 吨 AMTB 医药中间体项目”，医药中间体产品将进一步丰富。

图 17：公司医药中间体产品不断丰富



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除了募投项目之外，子公司台州联化正在加快完成高标准 GMP 多功能车间建设，以支持公司未来医药原料药和高级中间体业务的长期发展，并加快推进格雷类和抗丙肝系列药物中间体项目进度。

联化科技投资建设的医药中间体项目主要下游市场主要用于高血压、心血管疾病、糖尿病、抑郁症等疾病的治疗，下游市场前景广阔。例如淳尼胺的下游产品为替米沙坦，当前全球市场容量约 50 亿欧元，预计 3 年未来市场需求增速约 20%。

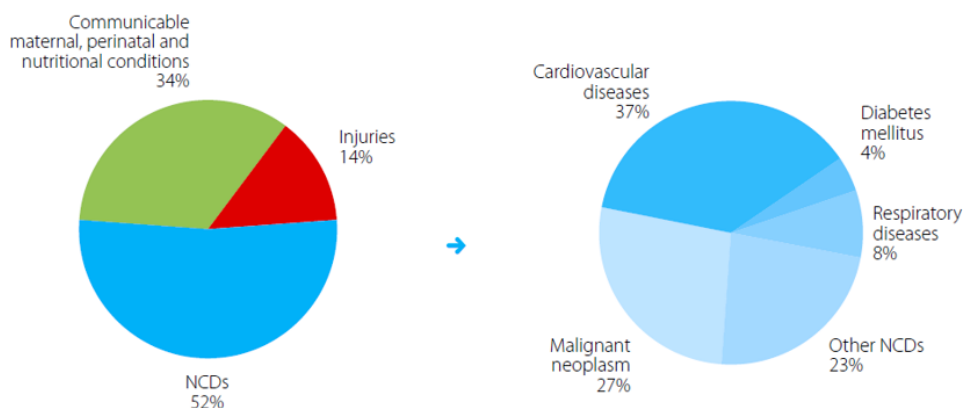
表 5:重点医药中间体产品用途及下游市场情况

产品名称	用途	下游产品	下游产品当前市场容量估算	预计未来 3 年增速
淳尼胺	用于合成非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂类抗高血压药物（简称沙坦类药物）	替米沙坦	50 亿欧元	20%
氟唑菌酸	用于合成三唑类抗真菌药物	氟康唑、伏立康唑	30 亿美元	15%
LT822	用于合成具有立体构象的新型心血管类药物	布噻嗪	/	/
TMEDA	用于合成治理糖尿病药物	阿格列汀苯	/	/
MACC	用于合成抗抑郁药物	帕罗西汀	5 亿美元	20%
AMTB	用于合成抗高血压药物	坎地沙坦酯、氯沙坦钾、奥美沙坦酯、缬沙坦	50 亿欧元	20%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公开资料显示，心血管疾病和糖尿病分别是危害人类健康的第一大和第四大非传染性疾病。根据 WHO 数据估算，全球 70 岁以下人群死亡原因中 52% 源自非传染性疾病，而心血管疾病占非传染性疾病的 37%，可谓人类健康的头号敌人。全球每年约 1750 万人死于心血管疾病。2013 年心血管领域药品销售额超过 50 亿美元的国外制药巨头有 5 家，合计实现销售收入 333 亿美元，预计全球市场规模超过 500 亿美元。数据显示，我国目前心血管疾病患者人数已达 2.9 亿，研究机构 Market Reports China 预测我国心血管疾病药物市场将在 2014-2018 之间保持 20% 的增长，从 2014 年的 220 亿元规模，扩大到 2018 年的 450 亿元。

图 18：心血管疾病是全球 70 岁以下人群死亡的最大原因

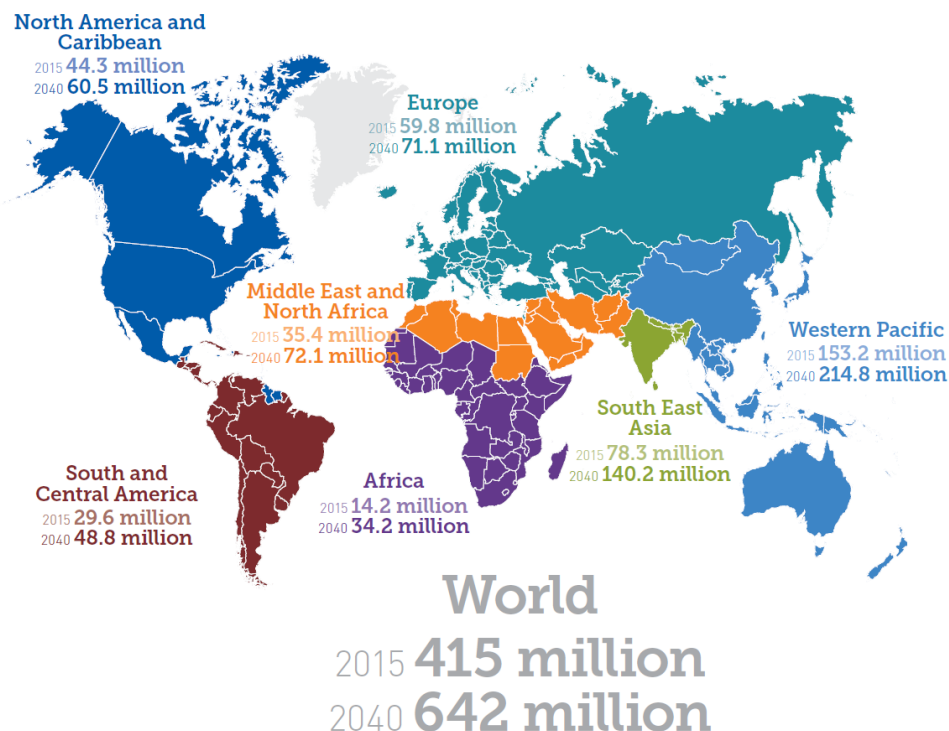


资料来源：WHO, 《GLOBAL STATUS REPORT on noncommunicable diseases 2014》

糖尿病同样对人类健康产生巨大威胁。世界卫生组织的统计表明，2013 年全球的糖尿病患者已经达到 3.66 亿人，其中绝大多数属 2 型糖尿病。糖尿病造成的代价是，全球每 7 秒钟就有一人死于该病，每年 460 万人死于该病。最新报告显示，2015 年全球糖尿病患者（20-79 周岁）将达到 4.15 亿人，预计到 2040 年将达到 6.42 亿人。据 IMS Health 统计，2013 年，全球糖尿病药物销售额高达 512.32 亿美元，预计未来 5-10 年仍将以 10-15% 的速度增长。

综合而言，我们认为心血管疾病和糖尿病均是对人类健康危害最大的疾病之一，当前市场规模巨大，且未来几十年内仍有巨大的市场空间。联化科技的中间体产品切入这两大市场，将给公司带来新的、巨大的成长空间。

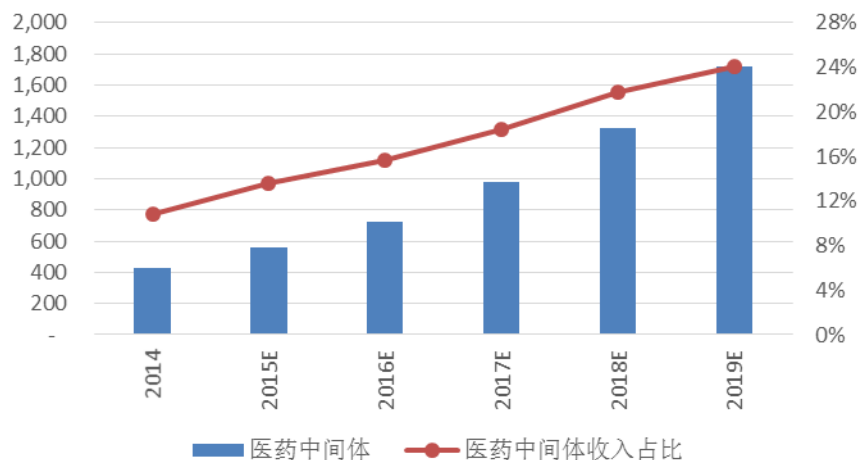
图 19：全球糖尿病患者（20-79 周岁）分布预测



资料来源：IDF

预计随着募投项目的投产，以及储备产品实现产业化，公司医药中间体产品数量将明显增长，收入规模也有望在 2019 年达到 17 亿元左右，较 2014 年增长约 300%。我们预计到 2019 年，公司医药中间体占总收入的比重将达到 24%左右，较 2014 年的水平提高约 13 个百分点。因此我们看好医药中间体业务的快速发展将带动公司收入、利润再上一个台阶。

图 20：医药中间体业务收入占比将大幅提升



资料来源：东兴证券研究所

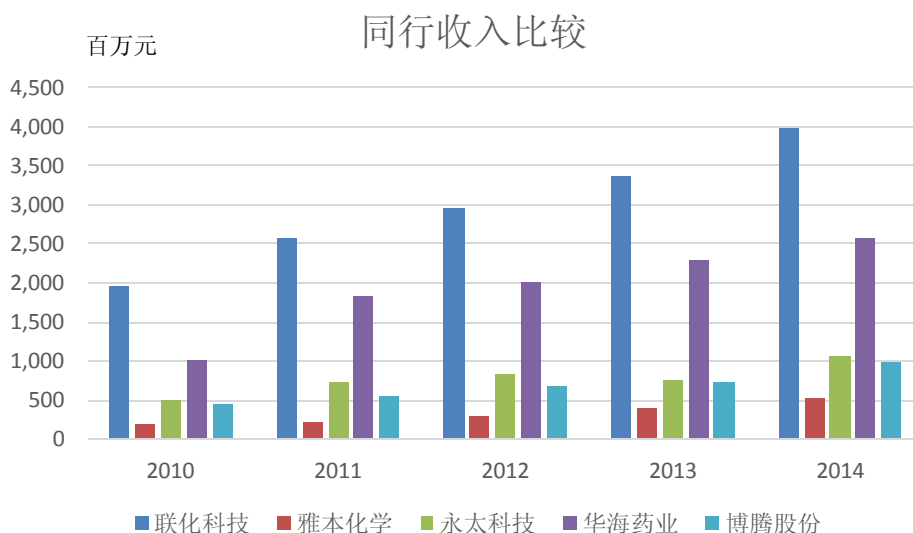
3. 公司财务状况优良经营效率领先同行

3.1 收入规模比较：收入规模大幅领先同行

我们从盈利情况和经营效率等方面将联化科技与同行业公司进行比较，比较指标包括收入规模、毛利率、销售净利润率、存货周转天数、应收账款周转天数和 ROE 等。我们选择的可比公司包括雅本化学、永太科技、华海药业和博腾股份，这些公司均是在中间体、精细化学品领域业绩较好的上市公司。

收入规模方面，2014 年联化科技营业收入 39.9 亿元，在 5 家可比公司中排名第一。排名第二的华海药业 2014 年营业收入为 25.9 亿元，与联化科技存在较大差距。另外，永太科技、博腾股份 2014 年收入规模在 10 亿元左右。与同行相比，联化科技收入规模最大，表明公司无论是产品种类还是单个产品的销售规模均领先于同行。过去 5 年中，5 家公司收入规模年均复合增速在 20%-30%之间，各自差距不大，表明整个行业仍处于快速发展期，行业发展前景光明。

图 21：同行业收入规模比较



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 毛利率销售净利率比较：毛利率中等，净利率高

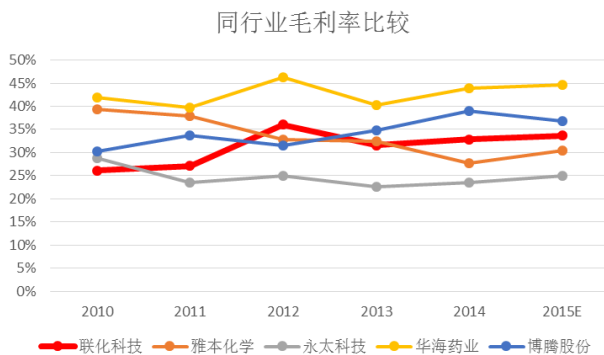
毛利率方面，联化科技在 5 家可比公司中处于中等，维持在 30%左右的水平。华海药业毛利率高于 40%，因为华海药业除了医药中间体之外，还有部分原料药业务，提升了整体毛利率水平。

而从销售净利率方面比较，可以发现 2010 年以来，联化科技的销售净利率保持稳步

提升的趋势，2014 年在 5 家可比公司中居于首位。而雅本化学则出现了较大幅度的下降。永太科技的销售净利率在公司上市后明显下降，2014 年开始才再次回升。华海药业虽然毛利率较高，但扣除各项费用之后，其销售净利率低于联化科技。

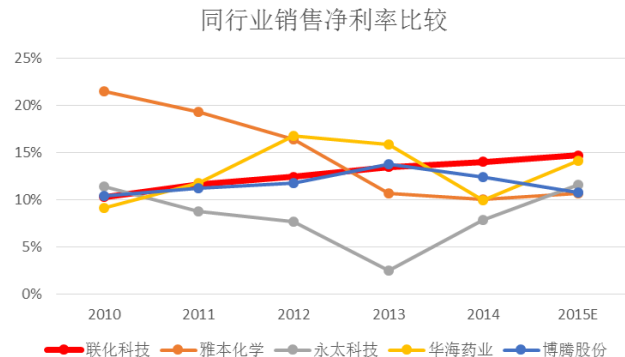
我们认为与同行相比，联化科技毛利率处于中游水平，但得益于公司良好的成本和费用控制，公司销售净利率领先同行。

图 22：同类公司毛利率比较



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 23：同类公司销售净利率比较



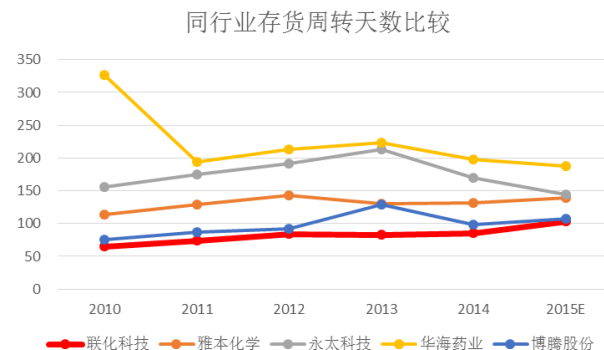
资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 经营效率比较：存货周转迅速，资金回笼快

经营效率方面，我们重点关注存货周转天数、应收账款周转天数两个指标。通过比较发现，联化科技存货周转天数在 80-100 天之间，而华海药业、雅本化学和永太科技则在 150-250 天左右。较低的存货周转天数表明联化科技存货管理水平较好，存货周转速度快，占用资金比例较小。

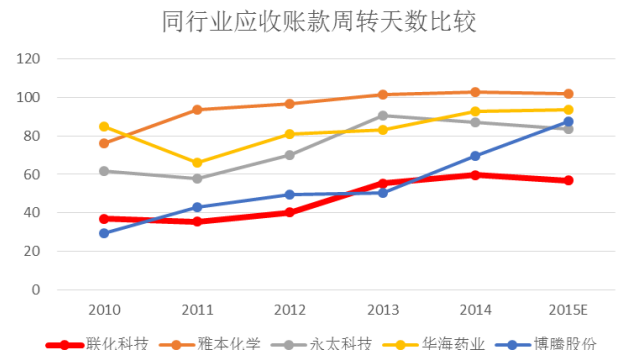
联化科技的应收账款周转天数在 40-60 天之间，在 5 家可比公司中处于较低水平。其余 4 家公司的应收账款周转天数在 80-100 天之间。应收账款周转天数较短，表明联化科技销售回款较好，下游客户较少占用公司的运营资金。

图 24：同行存货周转天数比较



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25：同行应收账款周转天数比较



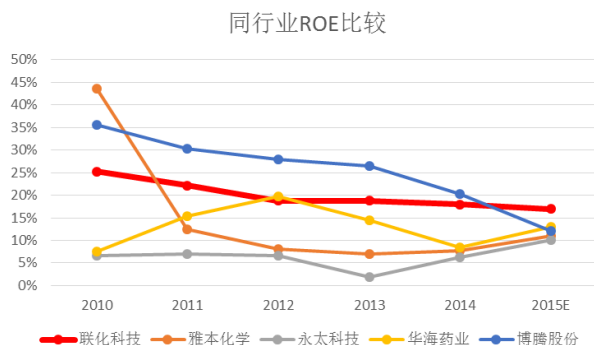
资料来源：Wind，东兴证券研究所

通过比较，我们发现与同行业公司相比，联化科技存货周转速度快，销售回款速度较快，运营效率在可比公司中处于领先水平。

3.4 资产盈利能力：ROE 稳定在 20% 左右，优于同行

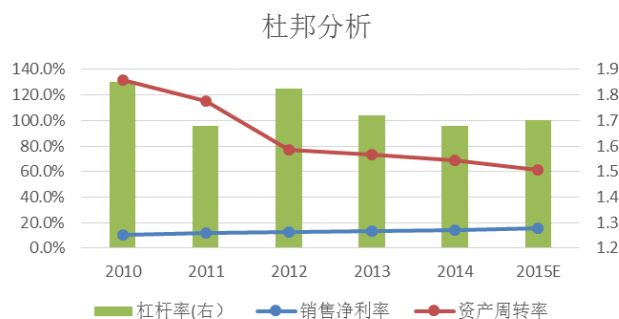
净资产收益率方面，2014 年联化科技 ROE 为 18%，仅次于博腾股份的 20.3%。博腾股份 2014 年上市，上市之后由于资产规模增长较快，盈利能力增长落后规模增长，预计博腾股份 2015、2016 年 ROE 将回落至 10% 左右。雅本化学在上市之后 ROE 也出现大幅下降，目前维持在 10% 左右。我们认为，联化科技的 ROE 水平和同行相比波动较小，且长期稳定在 15%-20% 之间的较高水平，表明公司资产的盈利能力较强。

图 26：同行业 ROE 比较



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 27：联化科技杜邦分析



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们对联化科技的 ROE 进行杜邦分析可以发现，2010 年以来公司销售净利率呈现一个稳步提升的态势，杠杆率则稳定在 1.7-1.8 之间，而资产周转率从 130% 下降至 60% 左右，降幅较大。因此，资产周转率下降是公司 ROE 小幅下降的主要原因。公司过去几年上马的“盐城联化项目”和“德州联化项目”投资规模较大，目前仍未完全投产，导致了资产周转率下降。未来，随着上述项目的建成投产，公司 ROE 有望能回到 20% 上方。

4. 公司募投项目投产当年即盈利

4.1 上市以来募投项目持续盈利

联化科技 2008 年上市，2011 年增发，共募集资金约 10.3 亿元。IPO 募投项目包括“年产 2500 吨卤代芳腈产业化技改项目”，“年产 600 吨 XDE（氟氟草酯）生产线建设项目”和“高新技术研究开发中心技改项目”。其中年产 2500 吨卤代芳腈项目和年产 600 吨 XDE 项目总投入约 2.5 亿元，投产第一年就贡献利润 738 万元，此后每年贡献利润在 3000-5000 万元之间，投资回报率在 12%-20% 之间，取得了良好的投资收益。

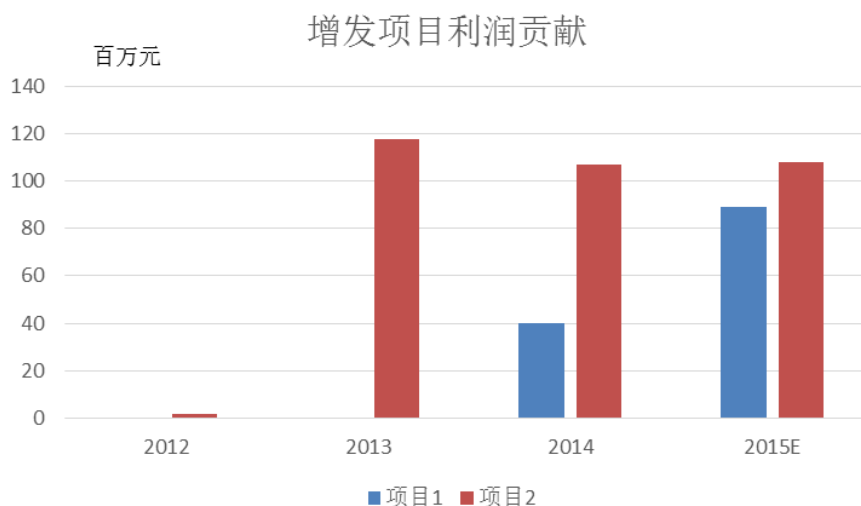
表 6:IPO 和增发募投项目情况

项目名称	投资金额 (万元)	项目达到预定可使用状态 日期	投产后首个完整年度实 现效益 (万元)
年产 2500 吨卤代芳腈产业化技改项目 (农药中间体、医药中间体)	10999.5	2010 年 5 月 31 日	460
年产 600 吨 XDE 生产线建设项目 (农药中间体)	8716.4	2009 年 12 月 31 日	278
高新技术研究开发中心技改项目	4943.1	2010 年 5 月 31 日	
年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌胺、200 吨环丙嘧啶酸项目 (医药中间体)	21088.6	2014 年 6 月 30 日	4023
年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目 (农药原药、农药中间体)	45435.7	2012 年 6 月 30 日	11778

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2011 年公司公开增发募投项目包括“年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目”和“年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌胺、200 吨环丙嘧啶酸项目”，总投资约 6.6 亿元，上述项目分别于 2012 年 6 月、2014 年 6 月投产，投产后首个完整年度分别实现利润 11778 万元和 4023 万元。预计 2015 年这两个项目可贡献利润约 1.8-2 亿元，投资回报率接近 30%，基本符合公司此前的测算。

公司过去两次募投项目均取得了良好的回报，我们分析主要原因包括：（1）公司管理层对行业发展趋势的把握准确，项目涉及的产品市场需求旺盛；（2）公司在生产技术、成本控制及产业链配套方面具有优势；（3）部分产品为核心客户定制生产，具备稳定的客户订单且盈利空间较大。

图 28：增发项目投产当年即贡献利润


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(注：项目 1 为：年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌胺、200 吨环丙嘧啶酸项目；项目 2 为：年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、

300 吨甲虫胺项目)

当前国内大部分化工产品陷入产能过剩、价格战激烈的困境，而联化科技所投资的项目通过精心选择符合行业发展方向，定制模式保证了新产品具有稳定的客户需求，较高的技术壁垒保证了项目的盈利水平较高。因此，我们认为联化科技在行业中具备持续发展壮大能力，未来新投资项目将保持良好的盈利水平。

4.2 再次增发，建设医药中间体等项目

2015 年 11 月 10 日，联化科技发布非公开发行股票预案，公司拟募集资金总额不超过人民币 14.5 亿元，用于“年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、15 吨 AMTB 医药中间体项目”，“年产 1,000 吨 LH-1 技改项目”，“年产 9,000 吨氨氧化系列产品技改项目”，剩余募集资金将补充流动资金。

此次非公开发行投资规模最大的是医药中间体项目，这也符合上文中我们提到的“公司逐渐将业务重心向医药中间体业务转移”的判断。

医药中间体项目包括 LT822，TMEDA，MACC 和 AMTB 等 4 个产品，它们分别是新型心血管、糖尿病、抑郁症等药品的关键中间体。上文已经分析过，这些医药中间体的市场需求良好，符合国家产业政策，同时它们处于医药产业链的中上端，附加值较高。

据了解，对于上述 4 个医药中间体产品公司具有多年的生产经验，掌握了核心技术，预计项目能够较快的投产并实现生产目标。公司预计该项目投产后每年能产生营业收入 6.65 亿元，贡献利润约 1.93 亿元。

表 7:2015 年非公开发行预期募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入 金额(万元)	预计年营业收入 (万元)	预计年平均利润 (万元)
年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、 15 吨 AMTB 医药中间体项目	58,236	56,000	66,504	19,326
年产 1000 吨 LH-1 技改项目	30,070	30,000	44,872	13,309
年产 9000 吨氨氧化系列产品技改项目	17,980	16,000	27,423	6,572
合计	106,286	102,000	138,799	39,207

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

另外两个募投项目均为技改项目，涉及产品为 LH-1 和氨氧化系列产品。这些产品处于成熟期，具备可靠的销售渠道和客户需求，通过此次技改，上述产品的产能将进一步提升，可以满足下游客户不断增长的需求，盈利前景稳定。公司预计这两个技改项目投产后每年能产生营业收入 7.23 亿元，贡献利润约 2 亿元。

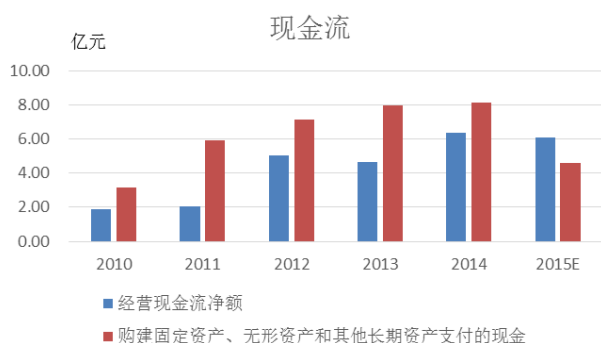
公司已建成的项目盈利业绩良好，近年来公司的技术能力、管理水平持续提升，因此

我们有理由相信此次募投项目将进一步提升公司的盈利能力，为股东创造价值。

4.3 现金流分析表明公司仍处于成长期

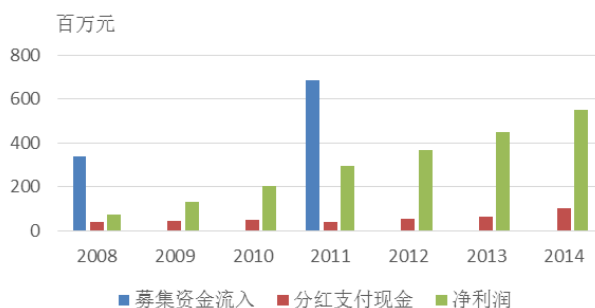
我们对公司的现金流情况进行了分析，看到 2010 年以来公司经营现金流流入净额呈现上升趋势，这与公司的净利润增长的趋势同步，表明公司回款情况良好，净利润能够较快的转化为现金流入公司，而不是成为应收账款留在公司外部。同时，我们也看到公司购建固定资产等的现金支出也在逐年增加，且投资支出规模大于经营活动现金流入的净额，这表明公司仍处于成长期，仍有大量的项目可进行投资。

图 29：公司现金流情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 30：募集资金、分红支付现金及净利润比较



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们还统计了公司上市以来募集资金、分红支付的现金以及净利润的数据。2008 年至今，公司通过发行股份共募集资金 10.3 亿元，同期发放现金股利合计 3.9 亿元，而同期净利润合计为 20.7 亿元。上市 7 年以来，公司给予股东的现金回报不高，主要因为公司仍处于快速成长期，大量项目投资需求资金。但从净利润角度看，公司 7 年内产生的净利润已经远高于募集资金的总额。

5. 管理层增持及股权激励

为了调动员工的积极性，公司实施了股权激励和限制性股票激励计划。公司第一期股票期权激励计划授权日为 2011 年 12 月 29 日，授予 136 名激励对象共 2667 万份股票期权。激励人数占当期员工总数的 4.8%。2014 年 9 月，公司又实施了限制性股票激励计划，授予 299 名激励对象共 1622.7 万份限制性股票，授予价格为 7.17 元/股。最新一期的激励计划覆盖了 5.9% 的员工，覆盖面较前一次有所增加。我们认为，持续的股权激励有助于公司核心管理、技术团队的稳定，有助于公司吸引更多优秀的人才加盟。

表 8:股权激励力度大覆盖面广

股权激励	激励对象人数（人）	股权激励数量（万股）	行权价（元/股）
股权激励第一个行权期	130	1003	16.33
股权激励第二个行权期	124	954	16.23
股权激励第三个行权期	121	1860	10.74
2014 年限制性股票激励计划	299	1623	7.17

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，公司董事长于 2015 年 7 月至 8 月间增持公司股份 1060 万股，耗资约 2.2 亿元，增持均价为 20.8 元/股。经过 2015 年先减持后增持，董事长牟金香女士当前持股约 2.55 亿股，占公司总股本的 30.5%。公司高管团队合计持股约 3.18 亿股，占公司总股本的 38.1%。

覆盖面广泛的股权激励计划以及高管团队较高的持股比例，使得管理层、员工和股东的利益趋于一致。我们认为公司的股权结构良好，有利于公司治理的不断改进，有利于公司的长远发展，也有利于给投资者带来良好的回报。

表 9:高管团队持股比例高

姓名	职务	持股数(股)	持股比例
牟金香	董事长	254,535,853	30.5%
张有志	原董事	29,780,182	3.6%
张贤桂	高级副总裁	17,996,210	2.2%
彭寅生	董事,高级副总裁	13,353,690	1.6%
叶渊明	高级副总裁	898,673	0.1%
樊小彬	高级副总裁	773,062	0.1%
何春	高级副总裁	648,749	0.1%
陈飞彪	财务总监	150,000	0.0%
方屹	董事会秘书,高级副总裁	150,000	0.0%
合计		318,286,419	38.1%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利预测及投资评级

基于上文的分析，我们判断中间体及精细化学品的定制生产市场未来仍将保持快速的增长，医药中间体行业增速将快于农药中间体业务。联化科技未来业务发展重心将逐步从农药中间体转向医药中间体。募投项目的陆续投产将提升公司的产能，促进公司收入的持续增长。而定制生产的模式将保证公司稳定的客户订单，以及稳定的毛利率水平，因此公司净利润将随收入增长而增长。

表 10:公司收入预测

业务名称	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
农药中间体	1,815	2,216	2,570	2,827	3,110	3,421
医药中间体	304	347	429	558	725	979
贸易	629	587	700	420	462	531
其他	211	219	267	294	323	372
合计	2,959	3,368	3,966	4,099	4,620	5,303

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

预计 2015 至 2017 年，公司年收入将逐步从 41 亿元增长至 53 亿元。期间公司综合毛利率水平将维持在 30%-35%之间，预计公司净利润分别为 6.2 亿元，8.9 亿元和 9.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.86 元，1.06 元和 1.19 元。

我们对同处于中间体行业的 5 家可比公司进行估值比较，可以看到联化科技 PE 和 PB 均最低。市场给予联化科技的估值较低，我们判断主要因为经过持续高速增长之后公司 2015 年出现了增速放缓的迹象，市场可能担心未来公司维持增长的难度将越来越大。但通过分析，我们认为公司在中间体定制领域的优势明显，新募投项目的盈利前景较好，未来 3 至 5 年公司仍将保持每年 10%-30%左右的收入和利润增速，因此当前市场对于公司的看法可能过于悲观，给予公司的估值偏低。基于我们的盈利预测，公司当前股价对应 2015 至 2017 年盈利预测的 PE 分别为 21.5 倍，17.3 倍和 15.4 倍，公司当前市值约 154 亿元。考虑到公司良好的业绩增长前景和行业竞争地位，我们认为公司对应 2016 年盈利预测的估值在 25 倍左右较为合理，未来 12 个月目标价为 26.5 元，维持“强烈推荐”评级。

表 11:同行业公司估值比较

公司代码	公司名称	EPS			PE			PB 当前
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	
002250.sz	联化科技	0.69	0.86	1.06	26.7	21.4	17.4	3.83
600521.sh	华海药业	0.34	0.54	0.7	68.1	42.9	33.1	5.29
300363.SZ	博腾股份	0.29	0.39	0.56	88.6	65.8	45.9	9.67
002326.sz	永太科技	0.1	0.22	0.47	215.0	97.7	45.7	9.59
002411.sz	九九久	0.08	-0.08	0.52	206.9	/	31.8	6.64
300261.sz	雅本化学	0.09	0.24	0.39	125.1	46.9	28.9	6.25

资料来源：东兴证券研究所

7. 风险提示

公司所处精细化学品行业工艺流程复杂，生产过程中涉及各种危险有毒化学品，如果公司在日常生产管理过程中出现疏忽，发生危险化学品的泄露或发生安全事故，将对公司股价产生较大的负面影响。

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表					单位: 百万元	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	1731	2144	2243	2620	3597	营业收入	3368	3990	4099	4620	5303	
货币资金	304	492	492	554	1117	营业成本	2262	2648	2625	2949	3451	
应收账款	630	691	674	759	872	营业税金及附加	12	16	16	18	21	
其他应收款	43	50	52	58	67	营业费用	43	42	41	46	53	
预付款项	173	57	171	300	450	管理费用	489	584	615	647	689	
存货	545	710	719	808	945	财务费用	24	27	20	25	30	
其他流动资产	0	102	102	102	102	资产减值损失	13.95	12.21	16.00	5.00	5.00	
非流动资产合	2872	3653	4472	4733	4576	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	44	47	550	550	550	投资净收益	1.41	3.12	75.00	80.00	90.00	
固定资产	1439.85	2068.26	2174.65	2673.05	2553.44	营业利润	526	663	840	1009	1143	
无形资产	280	375	337	300	262	营业外收入	7.20	11.32	16.00	28.00	20.00	
其他非流动资	0	52	0	0	0	营业外支出	5.60	18.26	15.00	8.00	8.00	
资产总计	4603	5797	6716	7353	8173	利润总额	528	656	841	1029	1155	
流动负债合计	1184	1593	1647	1405	1359	所得税	74	98	126	144	162	
短期借款	377	418	483	162	0	净利润	454	559	715	885	993	
应付账款	370	400	360	404	473	少数股东损益	4	8	0	0	0	
预收款项	156	147	157	168	182	归属母公司净利	450	551	715	885	993	
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	969	1237	1191	1473	1630	
非流动负债合	713	717	1027	1243	1363	BPS (元)	0.86	0.69	0.86	1.06	1.19	
长期借款	0	0	400	600	700	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
应付债券	623	624	624	624	624							
负债合计	1897	2310	2675	2648	2722	成长能力						
少数股东权益	29	36	36	36	36	营业收入增长	14.0%	18.5%	2.72%	12.72%	14.77%	
实收资本 (或	525	818	835	835	835	营业利润增长	19.8%	24.4%	26.67%	20.11%	13.26%	
资本公积	714	708	708	708	708	归属于母公司净	22.9%	22.6%	29.78%	23.79%	12.23%	
未分配利润	1328	1769	2127	2569	3066	获利能力						
归属母公司股	2677	3451	4005	4669	5414	毛利率 (%)	33%	34%	36%	36%	35%	
负债和所有者	4603	5797	6716	7353	8173	净利率 (%)	13%	14%	17%	19%	19%	
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润						
						ROE (%)	17%	16%	18%	19%	18%	
经营活动现金	465	634	854	1039	1098	偿债能力						
净利润	454	559	715	885	993	资产负债率 (%)	41%	40%	40%	36%	33%	
折旧摊销	418.90	546.50	0.00	439.10	457.10	流动比率	1.46	1.35	1.36	1.86	2.65	
财务费用	24	27	20	25	30	速动比率	1.00	0.90	0.93	1.29	1.95	
应付帐款的变	0	0	-41	44	69	营运能力						
预收帐款的变	0	0	10	12	13	总资产周转率	0.80	0.77	0.66	0.66	0.68	
投资活动现金	-765	-842	-1091	-625	-215	应收账款周转率	7	6	6	6	7	
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.65	10.36	10.79	12.10	12.10	
长期投资	44	47	550	550	550	每股指标 (元)						
投资收益	1	3	75	80	90	每股收益(最新	0.86	0.69	0.86	1.06	1.19	
筹资活动现金	72	368	238	-351	-320	每股净现金流	-0.43	0.20	0.00	0.07	0.67	
短期借款	377	418	483	162	0	每股净资产(最	5.10	4.22	4.80	5.59	6.48	
长期借款	0	0	400	600	700	估值比率						
普通股增加	9	292	17	0	0	P/E	21.37	26.64	21.46	17.34	15.45	
资本公积增加	161	-6	0	0	0	P/B	3.61	4.35	3.83	3.29	2.84	
现金净增加额	-228	160	0	63	563	EV/EBITDA	10.68	12.59	13.73	10.98	9.54	

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有四年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

（实习生王通对本报告亦有贡献。）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。