东兴证券
DONGXING SECURITIES

厚积薄发，医药中间体业务潜力大

——联化科技（002250）年报点评

2016 年 2 月 15 日

强烈推荐/维持

联化科技 | 年报点评

梁博 基础化工行业分析师 执业证书编号：S1480512060006
021-65465597 Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

联化科技近期发布了2015年财报，公司于2015年实现营业收入40亿元，归属于母公司净利润6.38亿元，对应EPS为0.77元。与2014年相比，公司收入基本持平，净利润同比增长14.6%。公司拟每10股派发现金红利1.2元。

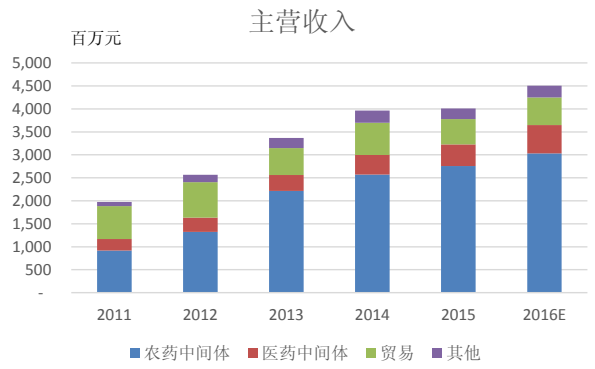
公司财务指标

指标	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
营业收入（百万元）	932	1,123	1,088	897	1,025	1,055	1,031
同比增长率（%）	9.3%	16.4%	14.5%	5.8%	10.0%	-6.1%	-5.2%
毛利率（%）	15.9%	13.4%	20.4%	19.1%	18.3%	14.2%	22.0%
期间费用率（%）	19.1%	17.4%	14.8%	16.8%	19.9%	19.1%	17.4%
营业利润率（%）	15.9%	13.4%	20.4%	19.1%	18.3%	14.2%	22.0%
净利润（百万元）	121	127	183	151	152	130	205
同比增长率（%）	21.0%	24.5%	18.8%	25.8%	25.6%	2.4%	12.0%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.15	0.22	0.18	0.18	0.16	0.25
资产负债率（%）	40.1%	41.2%	39.8%	35.0%	33.3%	31.9%	34.1%
净资产收益率（%）	4.05%	4.07%	5.30%	3.97%	3.84%	3.25%	4.95%
总资产收益率（%）	2.40%	2.36%	3.16%	2.56%	2.53%	2.19%	3.23%

评论：

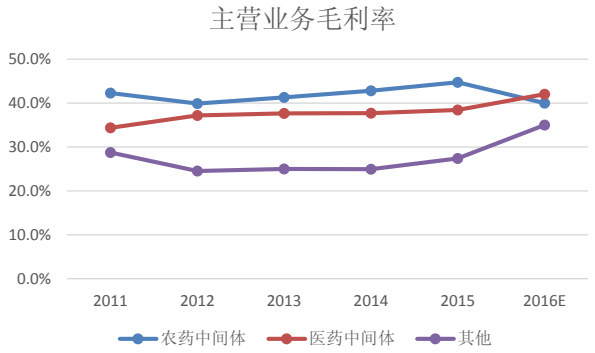
- 公司主营业务中农药和医药中间体在2015年仍保持了7%-10%的收入增速，而贸易业务和其他功能化学品业务收入则出现了20%左右的下跌，最终导致公司收入规模与2014年持平。从盈利情况看，受益于原料成本下降和良好的成本控制，公司综合毛利率达到42.5%，同比上升了1.87个百分点。在费用方面，销售费用、财务费用均明显下降，节约成本约2200万元。而管理费用较2014年上升约1亿元，其中研发费用增加约2300万元，折旧费增加约2000万元，股权激励导致的股份支付成本增加约2000万元。整体来看，公司资产负债率仅为34%，现金流情况良好，2015年经营性现金流净流入6.45亿元，整体经营均处于较好的水平。

图 1：2015 年收入同比基本持平



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

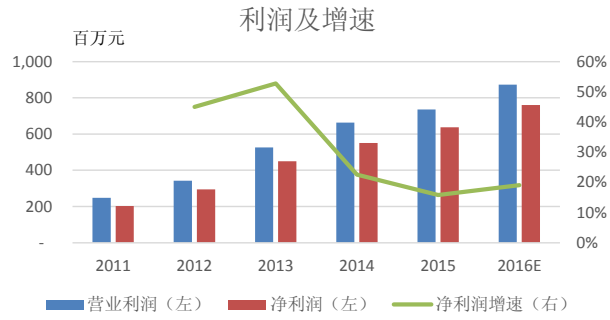
图 2：毛利率消费上升



资料来源：Wind

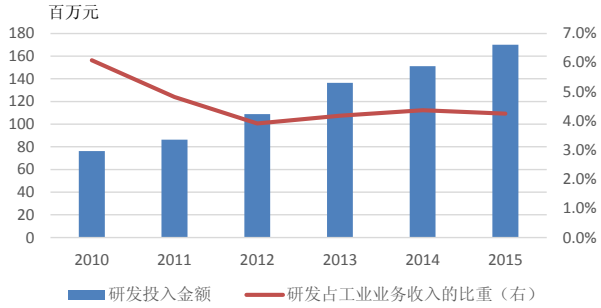
➢ 公司2015年实现净利润6.45亿元，同比增长16%。自2008年以来，公司已经连续7年实现净利润同比增长。生产成本下降、毛利率上升是公司净利润增长的主要原因。此外，我们看到随着固定资产投入的增加，固定资产计提的折旧逐年增加，2015年固定资产折旧约2.4亿元，较2014年增加约6800万元。由于新增固定资产短期内并未完全发挥效益，对公司的净利润水平产生负面影响。随着新投产项目逐步正常生产，未来公司收入、利润增长仍有较大潜力。

图 3：公司净利润持续增长



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：研发投入持续增长



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

➢ 研发投入持续加大。2015年公司研发投入1.7亿元，同比增长12.8%。研发投入占营业收入的比例为4.25%，连续多年稳定在4%以上。持续的投入使得公司在技术方面不断取得突破，2015年获得专利7项，完成了200个项目的开发，70个项目成功进入中试和规模化生产。我们看好公司通过持续研发投入提升行业竞争力。

表 1:公司技术研发成果

项目	2011	2012	2013	2014	2015
开题	126	167	211	203	200
进入规模生产		6	26	66	70
老产品工艺技术改进	17	27	35	72	40
申请省级新产品				12	
国内或国际发明专利授权		5	9		7

实用新型专利授权			4
省级新产品	5	3	4
国家火炬计划项目			1

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- 2016年公司将加快拟非公开募集资金项目的建设，其中年产400吨LT822、10吨TMEDA、20吨MACC、15吨AMTB医药中间体项目在台州联化实施，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在盐城联化实施。预计上述项目2017年陆续建成，达产后有望每年贡献收入13亿元，净利润约4亿元。我们看好未来5年里公司医药中间体业务将实现快速增长，成为公司发展的重要引擎。同时公司也在加快推进台州联化格雷类和抗丙肝系列药物中间体项目的商业化生产，力争盐城联化和德州联化在2016年取得国家农药定点生产企业资格。

盈利预测和投资建议：

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。预计公司2016-2017年EPS分别为0.91元和1.03元，公司当前股价对应的PE分别为15.3倍和13.5倍，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2144	2362	2343	3082	4351
货币资金	492	625	540	1049	2032
应收账款	691	708	740	835	959
其他应收款	50	27	31	35	40
预付款项	57	67	72	79	87
存货	710	788	803	921	1060
其他流动资产	102	94	94	94	94
非流动资产合计	3653	3983	4704	4862	4602
长期股权投资	47	47	550	550	550
固定资产	2068.26	2932.94	2936.66	3332.37	3110.08
无形资产	375	379	341	303	265
其他非流动资产	52	48	0	0	0
资产总计	5797	6345	7047	7944	8953
流动负债合计	1593	1434	1176	1209	1328
短期借款	418	535	68	0	0
应付账款	400	304	402	461	530
预收款项	147	130	141	154	168
一年内到期的非流	0	0	0	0	0
非流动负债合计	717	729	1040	1257	1380
长期借款	0	0	400	600	700
应付债券	624	625	625	625	625
负债合计	2310	2164	2216	2466	2708
少数股东权益	36	43	43	43	43
实收资本(或股本)	818	835	835	835	835
资本公积	708	920	920	920	920
未分配利润	1769	2262	2642	3073	3585
归属母公司股东权	3451	4139	4788	5435	6203
负债和所有者权益	5797	6345	7047	7944	8953

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	634	645	1241	1225	1361
净利润	559	645	760	862	1024
折旧摊销	546.50	618.74	0.00	542.19	560.19
财务费用	27	10	20	25	30
应付帐款的变化	0	0	98	59	69
预收帐款的变化	0	0	11	13	15
投资活动现金流	-842	-477	-1096	-625	-215
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	47	47	550	550	550
投资收益	3	5	75	80	90
筹资活动现金流	368	-51	-230	-91	-163
应付债券增加	418	535	68	0	0
长期借款增加	0	0	400	600	700
普通股增加	292	17	0	0	0
资本公积增加	-6	212	0	0	0
现金净增加额	160	117	-85	508	983

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3990	4008	4504	5077	5832
营业成本	2648	2515	2932	3363	3869
营业税金及附加	16	19	18	20	23
营业费用	42	38	45	51	58
管理费用	584	687	676	711	758
财务费用	27	10	20	25	30
资产减值损失	12.21	8.35	16.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.12	5.43	75.00	80.00	90.00
营业利润	663	736	872	982	1178
营业外收入	11.32	14.62	16.00	28.00	20.00
营业外支出	18.26	14.64	15.00	8.00	8.00
利润总额	656	736	873	1002	1190
所得税	98	92	114	140	167
净利润	559	645	760	862	1024
少数股东损益	8	7	0	0	0
归属母公司净利润	551	638	760	862	1024
EBITDA	1237	1365	1327	1550	1769
EPS（元）	0.69	0.77	0.91	1.03	1.23

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	18.5%	0.4%	12.37%	12.74%	14.87%
营业利润增长	24.4%	12.1%	18.52%	12.60%	19.94%
归属于母公司净利润	22.6%	15.8%	19.09%	13.45%	18.75%
获利能力					
毛利率(%)	34%	37%	35%	34%	34%
净利率(%)	14%	16%	17%	17%	18%
总资产净利润（%）		10%	10%	11%	11%
ROE(%)	16%	15%	16%	16%	17%
偿债能力					
资产负债率(%)	40%	34%	31%	31%	30%
流动比率	1.35	1.65	1.99	2.55	3.28
速动比率	0.90	1.10	1.31	1.79	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.66	0.67	0.68	0.69
应收账款周转率	6	6	6	6	7
应付账款周转率	10.36	11.39	12.77	11.78	11.77
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.77	0.91	1.03	1.23
每股净现金流(最新	0.20	0.14	-0.10	0.61	1.18
每股净资产(最新摊	4.22	4.96	5.74	6.51	7.43
估值比率					
P/E	20.72	18.57	15.71	13.85	11.66
P/B	3.39	2.88	2.49	2.20	1.92
EV/EBITDA	9.89	9.14	9.42	7.82	6.35

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。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

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。

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

东兴证券基础化工小组获得“2014 年水晶球”基础化工行业第三名。

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，未来也将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。