

方正证券研究所证券研究报告

化工行业高级分析师：周铮

执业证书编号：S1220514070003

TEL：010-68585975

E-mail：zhouzheng0@foundersc.com

化工行业首席分析师：程磊

执业证书编号：S1220514060007

TEL：021-68386266

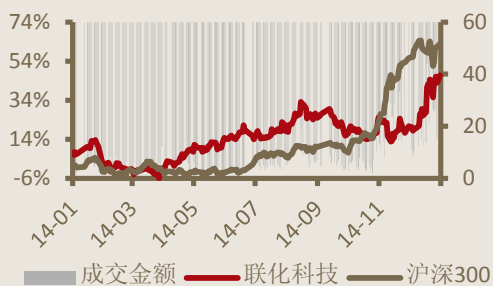
E-mail：chenglei@foundersc.com

联系人：吴钊华

TEL：021-68386253

Email：wuzhaohua@foundersc.com

历史表现



盈利预测

| 单位:百万元 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 3368.35 | 3990.15 | 4970.13 | 6073.00 |
| (+/-) | 13.97% | 18.46% | 24.56% | 22.19% |
| 净利润 | 449.56 | 550.89 | 712.58 | 890.78 |
| (+/-) | 22.94% | 22.54% | 29.35% | 25.01% |
| EPS(元) | 0.56 | 0.69 | 0.89 | 1.11 |
| P/E | 39.53 | 21.62 | 16.72 | 13.37 |

相关研究

收入利润继续稳定增长

业绩继续稳定增长，医药中间体增速较快

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

公司公布业绩快报，2014年1-12月实现营业收入39.90亿元，同比增长18.46%，归属于上市公司股东的净利润5.51亿元，同比增长22.54%，基本每股收益0.69元，其中4季度单季度基本每股收益0.23元。

主要观点：

1. 工业业务继续稳定增长。报告期内公司营业利润率和净利率分别提高0.99个0.46个百分点至16.62%和13.81%，主要是由于毛利率较高的工业业务同比增长17.45%。

2. 未来仍有发展动力。盐城联化新增定制农药中间体项目2015年上半年有望试生产，二期土建项目也已经开始进行，并且已经确定了6-7个项目建设计划，二期项目按照建设期2-3年来看，预计二期项目将于2016-2017年投产；台州联化医药中间体项目已于2014年下半年满产，毛利率比中试时有所提高，预计随着公司医药中间体客户不断开发，未来预计医药中间体项目还将增加部分品种；德州联化光气最多可用到4万吨，目前已用1-1.3万吨，德州联化目前还有二期370亩土地，计划今年开始设计建设，二期定位为生产型，预计建成后效益要好于一期项目。预计公司2014-2016年资本开支有望达到15-18亿元，不断增加的新项目是保证公司未来持续增长的动力。

3. 油价下跌对公司影响不大。公司订单分两部分，一部分是已经签订合同的了，有些原料有点调整，但不完全是油价下跌造成的，对成本有些降低。还有一部分定制加工的，客户提供原料或者客户制定原料品种，这些跟公司原料价格没什么关系，大部分都是定制加工的，所以关系不大。

4. 盈利预测和投资评级。我们预计2014-2016年公司EPS分别为0.69元和0.89元和1.11元，对应的PE分别为22倍和17倍13倍，我们看好公司的定制模式以及未来新增项目带来的持续快速增长，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目投产进度晚于预期；

医药中间体客户开拓受阻。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产 | 1731.24 | 2083.00 | 2663.67 | 3455.81 | 经营活动现金流 | 465.13 | 910.39 | 880.36 | 1200.52 |
| 现金 | 304.44 | 596.22 | 664.02 | 1183.59 | 净利润 | 453.82 | 555.89 | 717.58 | 895.78 |
| 应收账款 | 630.36 | 718.23 | 894.62 | 1093.14 | 折旧摊销 | 148.81 | 230.77 | 301.10 | 365.66 |
| 其它应收款 | 43.21 | 35.00 | 35.00 | 35.00 | 财务费用 | 24.32 | 28.75 | 20.87 | 8.67 |
| 预付账款 | 173.00 | 55.01 | 228.99 | 118.03 | 投资损失 | -1.41 | -2.61 | -2.25 | -2.22 |
| 存货 | 545.14 | 638.65 | 791.32 | 965.32 | 营运资金变动 | -181.60 | 93.86 | -156.10 | -66.69 |
| 其他 | 35.10 | 39.90 | 49.70 | 60.73 | 其它 | 21.18 | 3.73 | -0.84 | -0.68 |
| 非流动资产 | 2871.60 | 3248.55 | 3678.13 | 3883.27 | 投资活动现金流 | -764.90 | -608.83 | -727.59 | -567.90 |
| 长期投资 | 44.10 | 48.71 | 52.96 | 57.17 | 资本支出 | 639.95 | 371.79 | 423.49 | 200.25 |
| 固定资产 | 1439.85 | 1886.86 | 2293.46 | 2440.27 | 长期投资 | 15.06 | 4.61 | 4.25 | 4.22 |
| 无形资产 | 280.11 | 298.91 | 340.11 | 393.96 | 其他 | -109.89 | -232.43 | -299.85 | -363.44 |
| 其他 | 39.98 | 6.38 | 7.23 | 7.91 | 筹资活动现金流 | 72.19 | -9.78 | -84.96 | -113.05 |
| 资产总计 | 4602.84 | 5331.56 | 6341.80 | 7339.09 | 短期借款 | 42.20 | 14.15 | -23.50 | 10.95 |
| 流动负债 | 1183.70 | 1488.98 | 1841.37 | 2066.42 | 长期借款 | 1.11 | -73.70 | -60.73 | -123.55 |
| 短期借款 | 377.35 | 391.50 | 368.00 | 378.95 | 其他 | 28.87 | 49.77 | -0.73 | -0.45 |
| 应付账款 | 370.37 | 389.92 | 552.13 | 597.05 | 现金净增加额 | -227.59 | 291.78 | 67.81 | 519.57 |
| 其他 | 435.97 | 707.56 | 921.23 | 1090.42 | | | | | |
| 非流动负债 | 713.25 | 643.82 | 584.09 | 460.54 | 主要财务比率 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 长期借款 | 622.82 | 549.12 | 488.40 | 364.85 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 90.43 | 94.69 | 95.69 | 95.69 | 营业收入 | 13.97% | 18.46% | 24.56% | 22.19% |
| 负债合计 | 1896.95 | 2132.79 | 2425.46 | 2526.97 | 营业利润 | 20.71% | 23.70% | 29.22% | 24.92% |
| 少数股东权益 | 28.67 | 33.67 | 38.67 | 43.67 | 归属母公司净利润 | 22.94% | 22.54% | 29.35% | 25.01% |
| 归属母公司股东权益 | 2677.22 | 3165.09 | 3877.66 | 4768.45 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 4602.84 | 5331.56 | 6341.80 | 7339.09 | 毛利率 | 32.86% | 33.31% | 33.66% | 33.77% |
| | | | | | 净利率 | 13.47% | 13.93% | 14.44% | 14.75% |
| | | | | | ROE | 18.58% | 18.66% | 20.03% | 20.41% |
| | | | | | ROIC | 13.28% | 13.38% | 14.75% | 15.65% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 41.21% | 40.00% | 38.25% | 34.43% |
| | | | | | 净负债比率 | 36.96% | 33.70% | 25.86% | 18.88% |
| | | | | | 流动比率 | 1.46 | 1.40 | 1.45 | 1.67 |
| | | | | | 速动比率 | 1.00 | 0.97 | 1.02 | 1.21 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.80 | 0.80 | 0.85 | 0.89 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 0.19 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.15 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.56 | 0.69 | 0.89 | 1.11 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.58 | 1.14 | 1.10 | 1.50 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.38 | 4.00 | 4.90 | 6.02 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 39.53 | 21.62 | 16.72 | 13.37 |
| | | | | | P/B | 6.64 | 3.76 | 3.07 | 2.50 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25.43 | 13.71 | 10.63 | 8.25 |
| | | | | | | | | | |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 长沙 |
|---------|---|---|---|---|
| 地址： | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037） | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120） | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000） | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015） |
| 网址： | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com |