



## 杀虫剂销售强劲，新产品扩张加速；上调评级至买入

### 建议理由

我们将长青股份评级从中性上调至买入。年初至今的全球杀虫剂需求强于预期，带动公司两大杀虫剂产品（占销售的30%）的价格和利润率改善。2012年下半年-2013年的新产品扩张也提前展开。因此，尽管因新项目推出快于预期而上调了销售管理费用假设，我们仍将2012-14年每股盈利预测上调8%-24%，并将12个月目标价格上调至人民币18.00元（原目标价格为人民币14.80元），隐含25%的潜在上行空间。该股估值具有吸引力，尽管回报高于平均水平，但当前股价较历史平均市净率和市盈率倍数低1个标准差。

### 推动因素

(1) 2012年二季度业绩强劲，为业内盈利增速最快的公司之一。年初至今公司主要出口市场东南亚的杀虫剂需求强劲，我们预计由于夏季虫害增多，强劲的需求增长势头将继续。随着中国进入季节性强劲的二季度，我们还预计国内销售势头将表现强劲。公司年初至今的订单和价格水平高于我们的预期。(2) 2012年下半年和2013年上半年新产品扩张的执行情况促使我们上调了销量预测，盈利增长前景因此更为明朗。

### 估值

我们将2012/13/14年每股盈利预测上调8%/10%/24%以计入更高的销量和利润率假设（在一定程度上被销售管理费用的上调所抵消）。我们因此将12个月目标价格上调至人民币18元，这是基于2.1倍的2012年预期市净率和9.2%的2012-2013年预期平均净资产回报率得出的（原目标价格为人民币14.80元，对应1.7倍的市净率和8.5%的净资产回报率）。无论相对于我们研究范围内A股农化股（2.1倍的2012年预期市净率），还是相对于历史交易区间（2.7倍），该股估值（1.7倍）都具有吸引力。

### 主要风险

(1) 新项目的执行和产量增长慢于预期；(2) 工资费用涨幅高于预期（基本假设：年均增幅25%）。

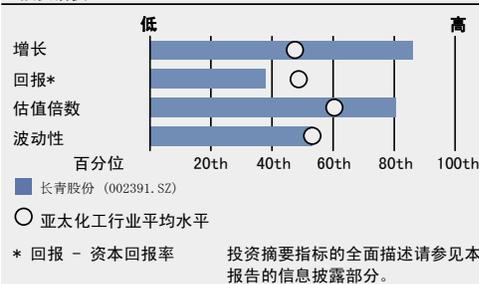
### 所属投资名单

亚太买入名单

### 行业评级：谨慎

赖平伦 (联系人) 执业证书编号: S1420110030008  
+86(10)6627-3461 jessie.p.lai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
金俊 (分析师) 执业证书编号: S1420511100003  
+86(10)6627-3467 carol.jin@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 投资摘要



### 主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	14.45
12个月目标价格 (Rmb)	18.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	2,973.1 / 469.8
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb) 新	0.55	0.70	0.89	1.11
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	8.4	9.5	24.0
每股盈利增长 (%)	(2.6)	27.6	27.0	24.2
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.55	0.70	0.89	1.11
市盈率 (X)	26.2	20.5	16.2	13.0
市净率 (X)	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (X)	27.4	13.5	10.6	9.0
股息收益率 (%)	2.1	1.0	1.2	1.5
净资产回报率 (%)	7.0	8.5	10.0	11.4
CROCI (%)	12.3	12.6	12.9	13.5

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	0.1	(15.4)	(26.7)
相对于深证A股指数	(0.7)	(7.1)	(7.2)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为5/21/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 长青股份：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	1,001.2	1,333.5	1,769.5	2,236.8	现金及等价物	723.8	473.4	432.1	409.6
主营业务成本	(784.8)	(1,001.2)	(1,325.8)	(1,674.6)	应收账款	198.3	313.2	365.5	492.5
销售、一般及管理费用	(124.1)	(181.8)	(239.0)	(301.7)	存货	303.4	464.5	552.3	732.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	92.4	92.4	92.4	92.4
其它营业收入/ (支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	1,317.9	1,343.5	1,442.4	1,726.5
EBITDA	123.2	189.8	248.4	306.8	固定资产净额	417.4	619.2	713.0	768.3
折旧及摊销	(31.0)	(39.3)	(43.7)	(46.2)	无形资产净额	13.5	13.0	12.5	12.0
EBIT	92.3	150.5	204.7	260.6	长期投资	1.4	1.4	1.4	1.4
利息收入	23.8	20.6	14.7	14.5	其它长期资产	2.8	2.8	2.8	2.8
财务费用	(3.8)	(1.8)	(4.4)	(8.1)	资产合计	1,753.0	1,979.9	2,172.0	2,511.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	84.2	135.2	155.3	211.7
其它	17.2	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	10.0	10.0	10.0
税前利润	129.6	169.3	215.0	267.0	其它流动负债	(9.0)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
所得税	(16.1)	(24.6)	(31.2)	(38.7)	流动负债	75.2	136.2	156.3	212.7
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期贷款	0.0	50.0	75.0	175.0
优先股股息前净利润	113.4	144.8	183.9	228.3	其它长期负债	30.0	30.0	30.0	30.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	30.0	80.0	105.0	205.0
非经常性项目前净利润	113.4	144.8	183.9	228.3	负债合计	105.2	216.3	261.3	417.7
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	113.4	144.8	183.9	228.3	普通股权益	1,647.8	1,763.6	1,910.7	2,093.3
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.55	0.70	0.89	1.11	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.55	0.70	0.89	1.11	负债及股东权益合计	1,753.0	1,979.9	2,172.0	2,511.0
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.55	0.70	0.89	1.11	每股净资产 (Rmb)	8.01	8.57	9.29	10.17
每股股息 (Rmb)	0.30	0.14	0.18	0.22					
股息支付率 (%)	54.4	20.0	20.0	20.0					
自由现金流收益率 (%)	(4.2)	(9.5)	(1.0)	(2.6)					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	32.5	33.2	32.7	26.4	GROCI (%)	12.3	12.6	12.9	13.5
EBITDA增长率	(4.4)	54.0	30.9	23.5	净资产回报率 (%)	7.0	8.5	10.0	11.4
EBIT增长率	(8.7)	63.1	36.0	27.3	总资产回报率 (%)	6.7	7.8	8.9	9.7
净利润增长率	6.4	27.6	27.0	24.2	平均运用资本回报率 (%)	12.1	11.3	12.0	13.0
每股盈利增长	(2.6)	27.6	27.0	24.2	存货周转天数	118.8	140.0	140.0	140.0
毛利率	21.6	24.9	25.1	25.1	应收账款周转天数	68.9	70.0	70.0	70.0
EBITDA利润率	12.3	14.2	14.0	13.7	应付账款周转天数	26.3	40.0	40.0	40.0
EBIT利润率	9.2	11.3	11.6	11.7	净负债/股东权益 (%)	(43.9)	(23.4)	(18.2)	(10.7)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	113.4	144.8	183.9	228.3	基本市盈率 (X)	26.2	20.5	16.2	13.0
折旧及摊销	31.0	39.3	43.7	46.2	市净率 (X)	1.8	1.7	1.6	1.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	27.4	13.5	10.6	9.0
运营资本增减	(130.0)	(224.9)	(120.1)	(250.3)	企业价值/总投资现金 (X)	3.1	1.6	1.4	1.3
其它	(9.4)	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	2.1	1.0	1.2	1.5
经营活动产生的现金流	4.9	(40.9)	107.5	24.2					
资本开支	(176.2)	(240.6)	(137.0)	(101.0)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.1	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(176.0)	(240.6)	(137.0)	(101.0)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(61.7)	(29.0)	(36.8)	(45.7)					
借款增减	0.0	60.0	25.0	100.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	31.6	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(30.1)	31.0	(11.8)	54.3					
总现金流	(201.2)	(250.4)	(41.3)	(22.5)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。  
资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

## 赖平伦

jessie.p.lai@ghsl.cn

## 金俊

carol.jin@ghsl.cn

## 强劲的全球杀虫剂需求支撑销售增长

我们在近期对农药行业的实地调研后，对国内和出口市场的杀虫剂需求及利润率同比上升趋势持积极看法。根据农业部和多家媒体（如2012年5月16日的《南方农村报》）的消息，今年中国和东南亚水稻和小麦产区的病虫害发生程度重于上年，而东南亚是中国杀虫剂产品的主要出口市场。全球农作物种植面积扩大（受农产品价格上涨推动）也推动了对拉美和北美市场的强劲出口。

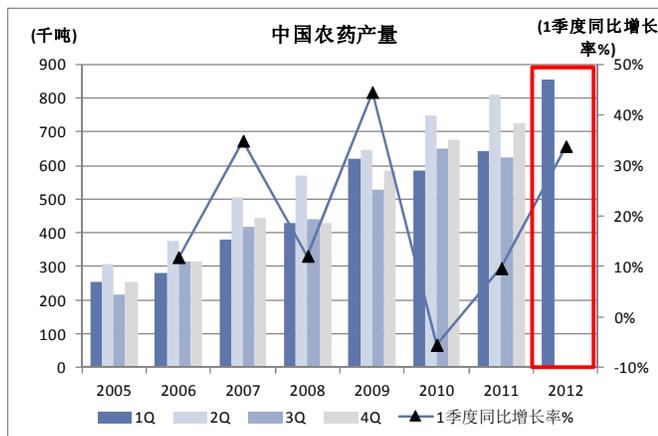
### 强劲的全球农药需求支撑中国产量增长

中国2012年一季度的农药原药产量同比大幅增长34%至86万吨，创下该数据2005年推出以来的季度新高（图表1），我们认为这受到以下因素推动：

- 农药原药生产从发达地区（美国和欧洲）向中国（及印度）转移的长期结构性变化，我们预计这将支撑中国农药原药生产商的增长；
- 因农作物种植面积扩大及美国播种进度加快，来自东南亚、北美和拉美市场的出口需求更加强劲。2012年一季度农药原药出口额同比大幅增长40%，也创造了一季度新高；
- 在夏季中国强劲的农药需求到来前补充库存。

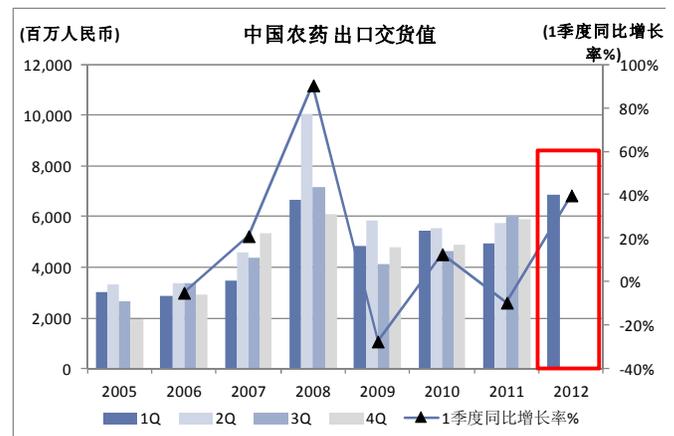
一季度增长通常为全年农药需求的总体势头奠定基础。2012年一季度的良好开端令我们相信2012年中国农药销量有望实现两位数的同比稳健增长（高于2010年的5%和2011年的10%）。

**图表 1: 中国 2012 年一季度农药产量同比大幅增长 34%...**  
中国农药季度产量



资料来源: CPCIF、高华证券研究

**图表 2: ...部分受 2012 年一季度强劲的农药出口推动，出口销售额同比大幅增长 40%**  
中国农药季度出口额



资料来源: CPCIF、高华证券研究

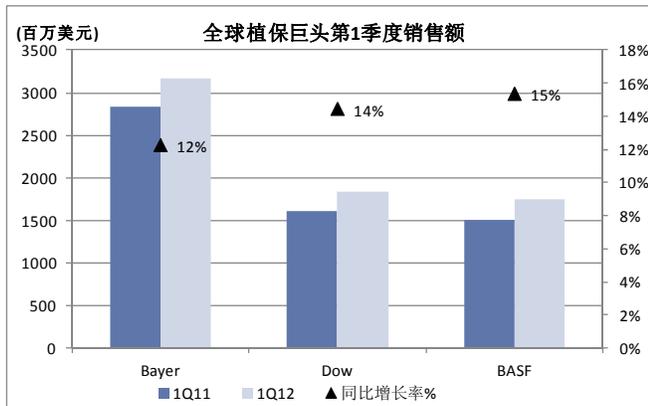
### 全球作物保护巨头 2012 年一季度的强劲盈利支撑了我们对作物保护行业的积极看法

大多数全球作物保护巨头在 2012 年一季度实现了强劲的产品销售增长。拜耳、陶氏和巴斯夫的销售同比上升 12%-15%，而先正达选择性除草剂和杀虫剂的销售增长了 7%-10%。

总体来看，业内各公司在多个地区的销量和价格均有所上升，管理层指出：

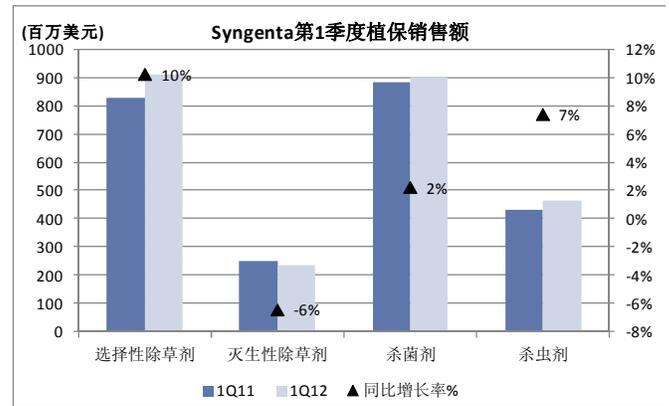
- (1) 北美需求极为强劲，这受益于播种期提前、天气及市场状况有利；
- (2) 所有农药产品销售强劲，其中在亚洲针对水稻和谷类作物的产品尤为突出；
- (3) 除草剂、杀虫剂和种子处理产品在拉美、非洲和中东市场销售强劲。

**图表 3: 2012 年一季度全球作物保护产品销售势头强劲...**  
巨头企业 2012 年一季度和 2011 年一季度作物保护销售额比较



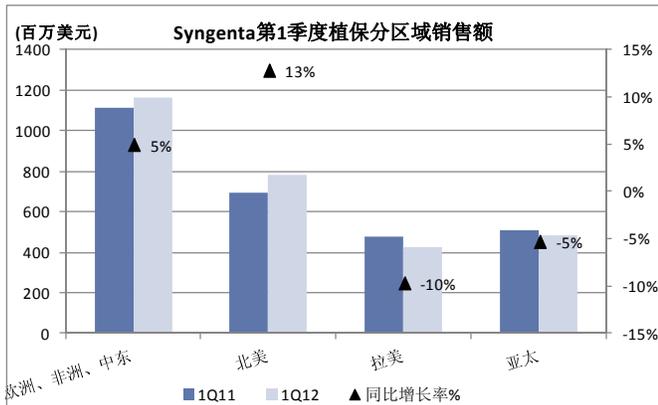
资料来源: 公司数据、高华证券研究

**图表 4: ...选择性除草剂和杀虫剂也是如此**  
先正达 2012 年一季度和 2011 年一季度以产品划分的作物保护销售额比较



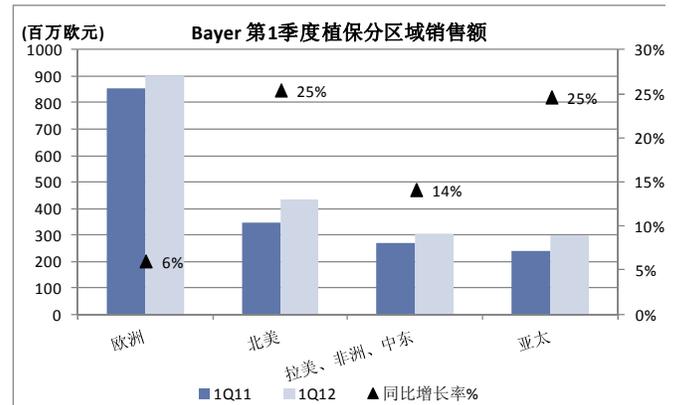
资料来源: 公司数据、高华证券研究

**图表 5: 先正达 2012 年一季度的销售在很大程度上受到北美播种期提前推动**  
先正达一季度作物保护销售的地区构成明细



资料来源: 公司数据、高华证券研究

**图表 6: 拜耳在北美和亚太的销售增长强劲**  
拜耳一季度作物保护销售的地区构成明细



资料来源: 公司数据、高华证券研究

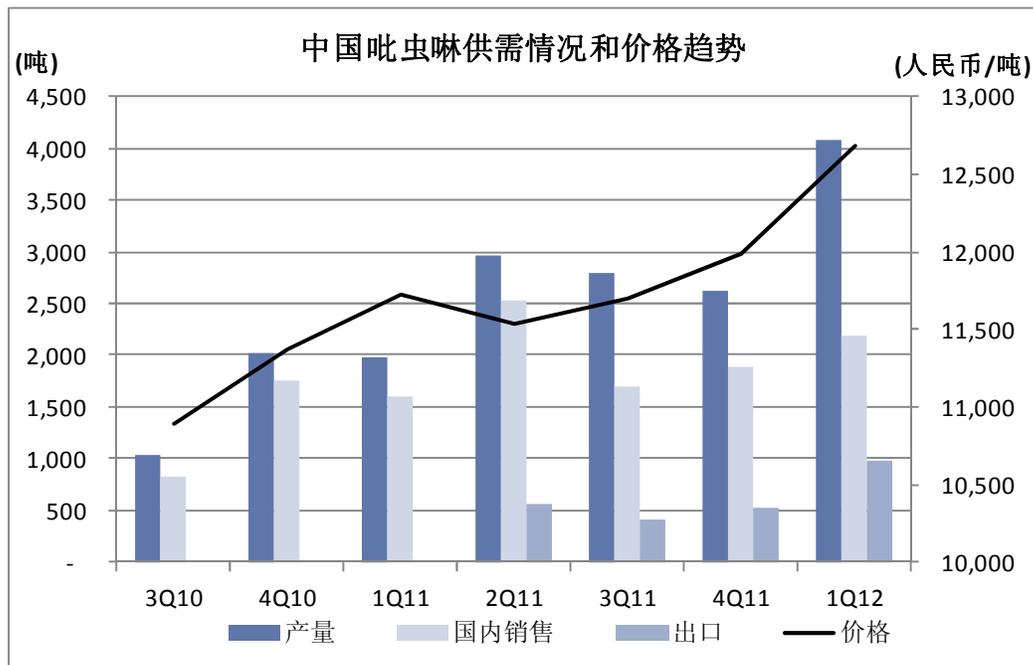
### 长青股份两大产品（占销售的 30%）将受益于强劲的全球杀虫剂需求前景

我们认为公司两大杀虫剂产品吡虫啉和丁醚脲将受益于以上需求趋势。长青股份向全球巨头企业销售这两种产品，而巨头企业又将其制剂产品销往东南亚和拉美/北美等高增长市场。长青股份年初至今的订单和价格状况超出我们此前的预期。

吡虫啉杀虫剂约占 2011 年公司收入的 26%。中国吡虫啉的产品均价在 2012 年一季度同比上涨 8%，超出我们价格持平的预期，与此同时，出口同比大幅增长 35%。鉴于原材料成本仍保持稳定，年初至今产品价格的上涨正在推动公司利润率的改善。

丁醚脲杀虫剂一直以来是公司销售稳定且规模相对较小的产品品种，主要销售对象是全球作物保护巨头。令我们感到意外的是，公司 2012 年丁醚脲的订单数量增加一倍，这意味着长青股份在客户中作为供应商的份额比例提高，我们估算该产品目前占到了公司 2012 年收入的 13%（2011 年为 7%）。

**图表 7: 因需求更为强劲, 2012 年一季度中国吡虫啉价格同比上涨 8%, 出口同比上升 35%**  
中国吡虫啉供需状况和价格走势



资料来源: CCPIA、高华证券研究

## 新产品扩张提前

长青股份计划在位于南通洋口化学工业园区的新厂推出四个新产品, 公司的目标是在 2012 年下半年投产一个新品种, 在 2013 年上半年投产两个新品种。这较我们的最初预期 (明年年初开始建设并于 2013 年底投产) 提前了大约 6 个月。公司计划在 2014 年投产第四个新品种。

在列入南通项目一期计划的这四个项目中, 我们认为 S-异丙甲草胺 (年产 3,000 吨) 和麦草畏 (年产 2,000 吨) 这两个除草剂原药产品对公司业务的影响最大, 我们预计公司将首先推出这两种产品。

S-异丙甲草胺是一种应用于 80 多种作物并在 100 个国家普遍使用的农药原药, 并在全球多项新除草剂注册中被日益用作一种混合农药原药。随着孟山都抗麦草畏大豆种子在 2014 年耕作年前推出, 我们预计麦草畏的需求增长前景强劲。目前中国拥有麦草畏技术原药注册的公司只有 10 家。长青股份年产 2,000 吨的产能可能推动公司成为中国最大的麦草畏原药厂商。除 S-异丙甲草胺和麦草畏以外, 我们将新产品的 2013 年销量预测从 2,500 吨上调 12% 至 2,800 吨。

**图表 8: 麦草畏和 S-异丙甲草胺新产能投产可能早于我们此前的预期**  
长青股份产能扩张预测

产能 (吨)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	扩张计划
<b>除草剂</b>									<b>+6,350</b>
氯磺胺草醚	900	900	1,200	1,200	2,400	2,400	2,400	2,400	
烯草酮	-	-	-	-	667	1,000	1,000	1,000	
烟嘧磺隆	-	-	-	-	-	300	300	300	
醚苯磺隆	-	-	100	200	200	200	200	200	+450
麦草畏	-	-	-	-	-	2,000	2,000	2,000	+2,000
S-异丙甲草胺	-	-	-	-	-	-	3,000	3,000	+3,000
氟氯草醚	-	-	-	-	-	-	300	300	+300
氯氟草醚乙酯	-	-	-	-	-	-	-	-	+100
吡氟草醚	-	-	-	-	-	-	-	-	+500
<b>杀虫剂</b>									<b>+1,000</b>
吡虫啉	1,000	1,000	2,000	2,000	2,200	2,300	2,300	3,500	
毒死蜱	-	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	
丁醚脲 (杀螨隆)	-	-	500	500	500	1,400	1,400	1,400	
噻虫嗪	-	-	-	-	-	-	-	-	+300
啶虫脒	-	-	-	-	-	-	-	-	+200
甲氧虫酰肼	-	-	-	-	-	-	-	-	+500
<b>杀菌剂</b>									<b>+1,400</b>
三环唑	700	700	700	700	700	700	700	700	
稻瘟酰胺	-	-	-	-	-	250	500	500	
环氧菌唑	-	-	-	-	-	-	-	700	+700
苯醚甲环唑	-	-	-	-	-	-	-	-	+500
腈菌酯	-	-	-	-	-	-	-	-	+200
<b>其他</b>									
辛酰溴苯腈	-	600	600	600	600	600	600	600	
三氟羧草醚	-	400	400	400	400	400	400	400	
其他	-	300	700	700	700	700	700	700	
其他	-	2,400	3,800	3,900	3,900	4,800	5,100	5,800	
其他-计划中	-	-	-	-	-	-	300	1,000	3,300
<b>总产能</b>		<b>5,000</b>	<b>7,700</b>	<b>7,800</b>	<b>9,867</b>	<b>13,750</b>	<b>17,300</b>	<b>19,200</b>	<b>+8,750</b>
同比变化 (%)			+54%	+1%	+26%	+39%	+26%	+11%	

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

## 估值

我们将 2012/2013/2014 年每股盈利预测上调了 8%/10%/24%，以计入销售和利润率假设的上调（在一定程度上被销售管理费用假设的上调所抵消；鉴于新项目的启动快于预期，我们预计工资和员工人数将会增长）。因此，我们将 12 个月目标价格上调至人民币 18.00 元，对应 2.1 倍的 2012 年预期市净率和 9.2% 的 2012-2013 年净资产回报率均值（原为人民币 14.80 元、1.7 倍和 8.5%）。

无论相对于我们研究范围内 A 股农化股而言，还是相对于自身历史交易区间而言，长青股份的估值都具有吸引力。尽管回报高于均值，但该股当前的市净率和市盈率倍数较历史均值低 1 个标准差以下，我们认为这是不合理的，因为：

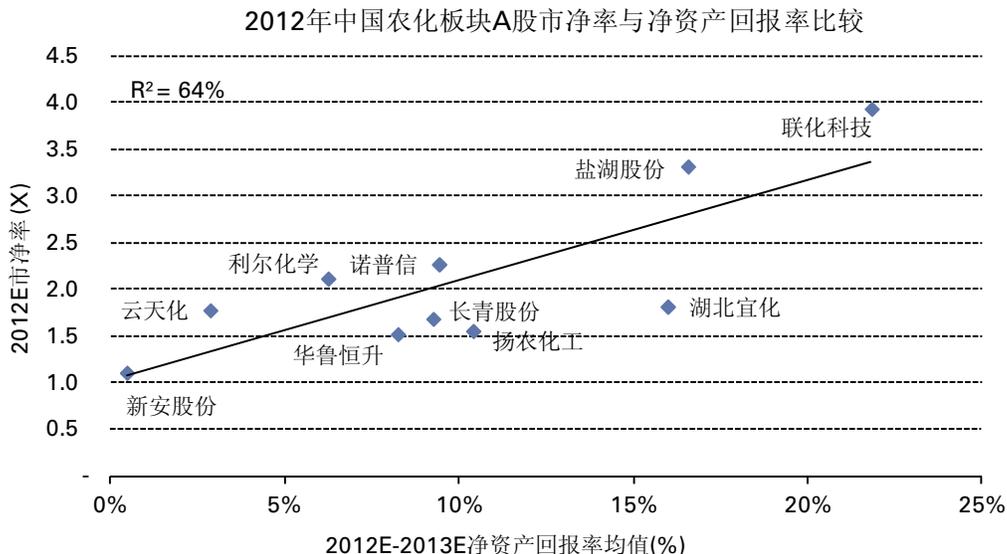
- (1) 相对于其他农药企业而言，长青的盈利增速可预见性较高，长期订单稳定；
- (2) 公司涉足于需求前景看好的产品（如 S-异丙甲草胺、麦草畏），这些产品将在中期内为销售增长提供支撑。

我们将长青股份的评级从中性上调至买入，该股潜在上行空间为 25%。我们预计将于 2012 年 8 月份公布的今年二季度盈利将显著高于预期，这将进一步推高股价表现。

## 主要风险

- (1) 新项目的执行和产量增长慢于预期。假设公司新项目推迟一年，那么 2013-2014 年每股盈利预测可能会下降 9%-11%；
- (2) 工资费用涨幅高于预期（基本假设：2012-2014 年年均增速为 25%）。假设工资费用涨幅为 30%-35%，我们的 2012-2014 年每股盈利预测可能会下滑 2%-4%。

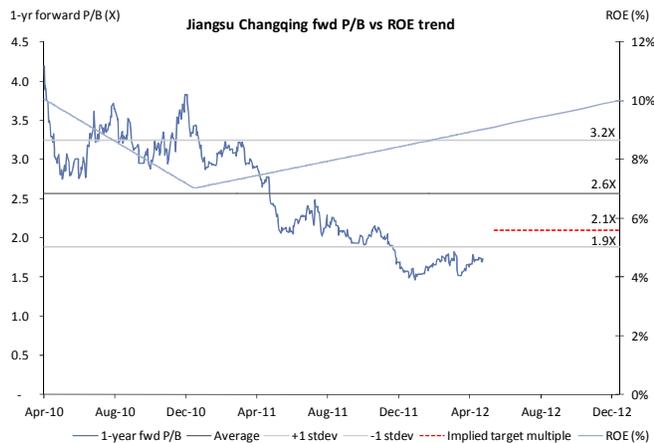
**图表 9: 我们认为长青股份相对于同行企业而言被低估了...**  
中国农化股 2012 年预期市净率和 2012-2013 年预期净资产回报率均值 (A 股)



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

**图表 10: 我们的 12 个月目标价格是基于 2.1 倍的 2012 年预期市净率计算得出的**

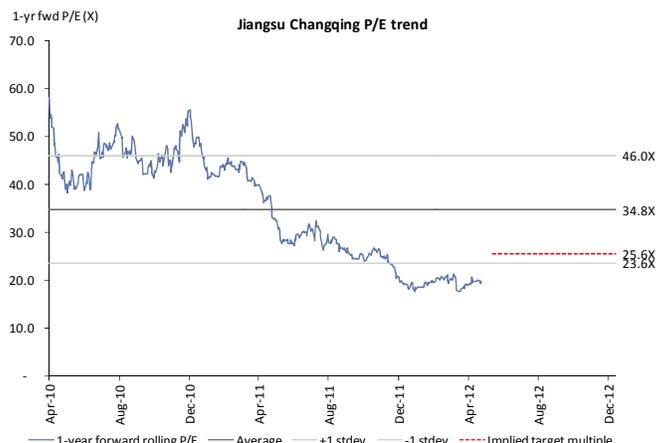
长青股份 12 个月预期市净率和净资产回报率走势



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

**图表 11: 我们的 12 个月目标价格隐含 25.6 倍的 2012 年预期市盈率**

长青股份 12 个月预期市盈率走势



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

图表 12: 研究范围内中国农化股估值

公司(计价货币)	代码	评级	股价 5月21日	12个月 目标价	潜在上涨/ 下跌空间 (%)	市值 (百万美元)	市盈率(X)		市净率(X)		净资产回报率(%)		EV/EBITDA (X)		每股净利润(报告货币)		与市场预测差异		每股盈利增长 (%)		
							2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	
<b>化肥企业</b>																					
湖北宜化	000422.SZ	买入	Rmb19.80	Rmb25.30	28%	1,961	12.7	10.1	1.8	1.6	15%	17%	7.1	6.0	1.55	1.96	-18%	-19%	3%	26%	
华鲁恒升	600426.SS	买入	Rmb8.71	Rmb11.40	31%	1,313	21.5	16.0	1.5	1.4	7%	9%	10.4	8.9	0.41	0.54	-26%	-27%	9%	34%	
中海化学	3983.HK	中性	HK\$5.10	HK\$6.30	24%	1,163	8.9	8.2	1.4	1.3	17%	16%	4.1	3.7	0.47	0.51	-10%	-4%	11%	8%	
盐湖股份	000792.SZ	中性	Rmb32.41	Rmb36.90	14%	8,146	24.9	16.3	3.3	2.9	14%	19%	19.5	13.7	1.30	1.99	-13%	-8%	-27%	53%	
中化化肥	0297.HK	中性	HK\$1.40	HK\$1.70	21%	1,266	14.4	14.2	0.6	0.6	4%	4%	14.0	14.8	0.08	0.08	-48%	-36%	-7%	2%	
云南云天化	600096.SS	卖出	Rmb16.04	Rmb11.40	-29%	1,758	123.1	41.6	1.8	1.8	1%	4%	13.6	11.0	0.13	0.39	-30%	-34%	-50%	196%	
<b>化肥企业中值</b>							<b>17.9</b>	<b>15.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>12.0</b>	<b>10.0</b>			<b>-22%</b>	<b>-23%</b>	<b>-2%</b>	<b>30%</b>	
<b>农药企业</b>																					
扬农化工	600486.SS	买入*	Rmb17.47	Rmb25.00	43%	475	16.4	13.6	1.6	1.4	10%	11%	4.2	3.2	1.07	1.28	6%	2%	19%	20%	
长青股份	002391.SZ	买入	Rmb14.45	Rmb18.00	25%	470	20.5	16.2	1.7	1.6	8%	10%	13.5	10.6	0.70	0.89	1%	1%	28%	27%	
联化科技	002250.SZ	中性	Rmb15.53	Rmb17.90	15%	1,267	19.9	16.1	3.9	3.4	21%	23%	14.2	11.7	0.78	0.96	-4%	-6%	37%	24%	
新安股份	600596.SS	中性	Rmb6.45	Rmb5.95	-8%	692	741.1	144.4	1.1	1.1	0%	1%	21.0	16.2	0.01	0.04	-38%	0%	-66%	413%	
诺普信	002215.SZ	中性	Rmb8.29	Rmb7.70	-7%	475	26.0	22.7	2.3	2.1	9%	10%	17.2	14.3	0.32	0.36	-5%	4%	39%	14%	
利尔化学	002258.SZ	卖出	Rmb10.20	Rmb8.50	-17%	326	35.7	32.2	2.1	2.0	6%	6%	13.4	11.2	0.29	0.32	0%	0%	-17%	11%	
<b>农药企业中值</b>							<b>23.3</b>	<b>19.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>13.9</b>	<b>11.4</b>			<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	

\*表明该股位于我们的地区强力买入名单。注：重要信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>

资料来源：Datastream、高华证券研究预测

本报告中的股价基于 2012 年 5 月 21 日收盘价，除非另有说明。



## 信息披露附录

### 申明

我们，赖平伦、金俊，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

赖平伦：亚洲化工行业、亚太消费品及零售行业

亚洲化工行业：江南化工、中海化学、敦煌种业、久联发展、丰乐种业、华鲁恒升、回天胶业、湖北宜化、南岭民爆、长青股份、扬农化工、金发科技、联化科技、利尔化学、隆平高科、红宝丽、盐湖股份、登海种业、诺普信、雅化集团、中化化肥、烟台万华、云天化、新安股份

亚太消费品及零售行业：Ajisen China Holdings、中国粮油控股、中国雨润、远东百货、Gourmet Master、纷美包装、恒安国际、蒙牛乳业、统一超商、Ruentex Industries、九兴控股、高鑫零售、康师傅控股、统一企业、统一企业、中国旺旺、裕元工业

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：长青股份 (Rmb14.57)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级：**分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)：**在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。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。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。