

三季度仍存超预期环节

买入维持

目标价格：20元

投资要点：

- 扣除非经常损益后的净利润增长 52%
- 春季东南亚虫情偏重，三季度国内杀虫剂仍存超预期环节
- 后市看点较多，值得长期跟踪

报告摘要：

- **扣除非经常损益后的主营业务增长 50%以上。**公报告期内，公司实现销售收入 65,471.69 万元，同比增长 32.47%；营业利润 9244.7 万元，同比增长 58.38%；由于 11 年度存在 1518 万的土地收储一次性收益，净利润 7,849.73 万元，较上年增长 23.35%，每股收益 0.38 元。
- **三季度杀虫剂业务仍然可能超预期海外期。**去年下半年开始，外资企业开始补库存，增加对吡虫啉的订货；今春东南亚的虫情偏重，从历史特点看，国内今年杀虫剂大年的概率增加。我们认为，公司是国内为数不多的能够生产 98%浓度吡虫啉的企业，定价方式也是一单一议，可以充分享受吡虫啉海外需求增加带来的收益。除去吡虫啉，公司的丁醚脲今年也会产量会增加一倍。
- **后市看点较多，值得长期关注。**江都基地和洋口基地都有扩产计划，其中洋口基地一期计划分两个阶段建成 8 个农药产品，远期还要增加 11 个品种；公司股权相对集中，出于稳定职工队伍的考虑，推出股权激励可能只是时间问题。
- **维持“买入”评级。**公司 12~14 年每股收益分别为 0.78、0.89 以及 1.05，考虑到存在虫灾利好因素，杀虫剂价格将会高位维持，调高评级至“买入”，目标价位 20 元。

主要指标(百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	755.43	1001.15	1316.60	1596.30	1968.30
增长率(%)	11.70%	32.53%	31.51%	21.24%	23.30%
归属母公司股东	106.65	113.44	161.59	183.04	217.11
增长率(%)	5.46%	6.38%	42.44%	13.27%	18.61%
每股收益(EPS)	0.518	0.551	0.785	0.890	1.055

石油化工研究组

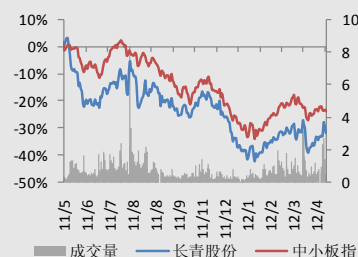
分析师：

柴沁虎(S1180512040001)

电话：010-88085267

Email: chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	3062	
20111231	3108	
20110930	2967	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券 * 调研报告 * 长青股份：业绩处于底部，存在反转可能 * 002391 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.11
- 2 《公司研究 * 长青股份：募投项目进展顺利 未来盈利可期 * 002391 * 化工行业 * 康铁牛 * .docx》，2011.3
- 3 《公司研究 * 长青股份：务实发展 多点出击 * 002391 * 化工行业 * 康铁牛》，2010.10

目录

一、事件描述	4
二、杀虫剂是公司业绩增长的主要源泉.....	4
三、后市看点较多、三季度仍存超预期可能.....	4
（一）东南亚虫情偏重，国内三季度杀虫剂仍存催化剂	4
（二）如东基地一期可以贡献 8 毛（第一阶段 4 毛）的业绩	5
（三）为稳定职工队伍，未来可能会推出股权激励	5
四、财务预测和财务分析	6
（一）盈利预测明细	6
（二）预测结果讨论与不确定因素分析	9

插图

图 1: 三大业务中, 杀虫剂是增量最大的板块.....	4
图 2: 公司股权比较集中, 需要股权激励.....	6

表格

表 1: 公司南通基地一期主要产品产能.....	5
表 2: 盈利预测关键假设明细.....	7
表 3: 利润表 (百万元)	8

一、事件描述

2012 年 7 月 28 日，长青股份（002391）发布 2012 年中报。

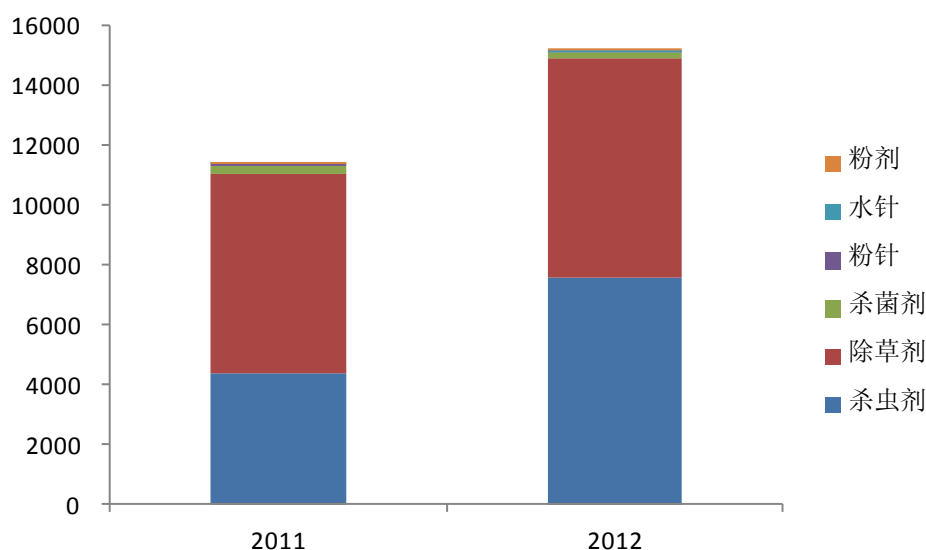
公报告期内，公司实现销售收入 65,471.69 万元，同比增长 32.47%；营业利润 9244.7 万元，同比增长 58.38%；由于 11 年度存在 1518 万的土地收储一次性收益，净利润 7,849.73 万元，较上年增长 23.35%，每股收益 0.38 元。

二、杀虫剂是公司业绩增长的主要源泉

由于拜耳、先正达等跨国公司去年三季度开始补库存，东南亚地区以及我国今年虫害偏重，导致杀虫剂行情回暖，公司的吡虫啉业务因为产品质量过硬，定价一单一议，收益较多。

公司的三大农药产品中，杀菌剂的营业利润和去年基本持平，除草剂大约 10% 的增长，杀虫剂增长达到 70%。

图 1：三大业务中，杀虫剂是增量最大的板块



资料来源：宏源证券

三、后市看点较多、三季度仍存超预期可能

（一）东南亚虫情偏重，国内三季度杀虫剂仍存催化剂

今年一季度泰国、越南等地虫害严重，一些跨国公司一度出现库存偏低，产品脱销的现象。

按照多年的经验，国内的虫情和东南亚地区存在一定的相关性，换言之，国内三季度

水稻种植过程中需要重视稻飞虱等迁移性虫害。

（二）如东基地一期可以贡献 8 毛（第一阶段 4 毛）的业绩

公司在如东洋口镇化学工业园内征地420亩（远期计划用地600亩），拟建设19个原药品种，计划分两期建设实施，一期为八个原药项目，产能为7300吨，分别为2000t/a麦草畏、3000t/aS-异丙甲草胺、500t/a甲氧虫酰肼、300t/a氟氟草酯、500t/a吡氟酰草胺、500t/a苯醚甲环唑、200t/a肟菌酯、300t/a环氧菌唑项目。

二期为十一个原药项目，产能为13100吨，分别为500t/a丙硫菌唑、1000t/a噻虫胺、500t/a草铵膦、1000t/a啉虫脒、2000t/a丙草胺、500t/a炔草酸、600t/a苯草酮、2000t/a丙环唑、500t/a异恶草松、500t/a咪唑乙烟酸、1000t/a氟磺胺草醚

表 1：公司南通基地一期主要产品产能

	序号	产品名称	纯度	设计能力	单价（万元/吨）	净利润（万元/吨）	类别
第一阶段	1	S-异丙甲草胺	原药含量≥96%	3000	3	~0.5	除草剂
	2	氟氟草酯	原药含量≥96%	300	30	4~5	除草剂
	3	麦草畏	原药含量≥96%	2000	12	1.0~1.5	除草剂
	4	环氧菌唑	原药含量≥97%	300	45	4~5	杀菌剂
第二阶段	5	甲氧虫酰肼	原药含量≥97%	500			杀虫剂
	6	苯醚甲环唑	原药含量≥96%	500			杀菌剂
	7	吡氟酰草胺	原药含量≥97%	500			除草剂
	8	肟菌酯	原药含量≥95%	200			杀菌剂

资料来源：宏源证券

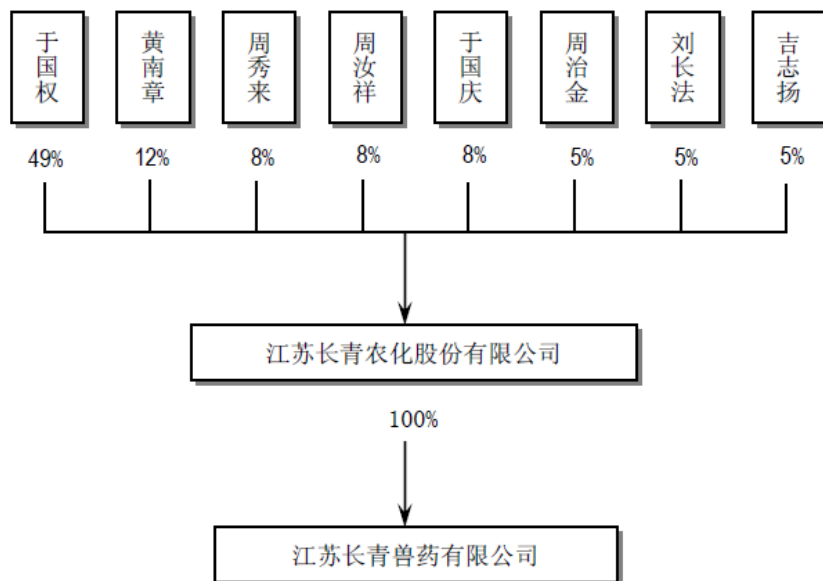
保守估计，12 年年底有望建成一个一个车间，13 年底其余三个车间有望建成投产。目前难以确切知道一期四个产品的先后次序，但是从这些产品的价格以及毛利水平看，大约一个品种可以贡献 2000 万的利润，大约每股收益 0.1 元。

江都基地也有扩能考虑，从当地环保部门网站查知，江都基地拟新增 200 亩土地，用于建设 400t/a 环氧菌唑、450t/a 醚苯磺隆、100t/a 氟氟草醚、300t/a 噻虫嗪、200t/a 茚虫威项目。这些产品保守估计也有 4 毛的业绩。

（三）为稳定职工队伍，未来可能会推出股权激励

公司股权主要集中在8个自然人手中，其中第一大股东于国权持有5795.3 万股，占比 36.62%，为公司的实际控制人。

图 2：公司股权比较集中，需要股权激励



资料来源：宏源证券

8位自然人中，有4位超过60岁，其中刘长法和周冶金已经退出公司的经营管理，周秀来和周汝祥退出公司的经营管理也只是时间问题。

随着领导更替工作的完成，我们认为出于稳定职工队伍的目的，公司有可能适时推出股权激励。目前难以观测具体的时机，但是相信只是一个时间问题。

四、财务预测和财务分析

（一）盈利预测明细

公司 12 年的增量主要体现为丁醚脲产量的增加以及吡虫啉的价格、毛利回升，初步估计增量在 0.2 元左右；

13 年的增量主要是如东工厂第一条生产线，虽然不能确切知道具体品种，但是应当是除草剂，增量估计在 0.1 元左右，如果考虑到除草剂、杀菌剂等品种的放量，应该还有 0.1 元的业绩贡献。

14 年如东工厂的 4 个品种可以完全达产，业绩增量在 0.3 元左右。

表 2：盈利预测关键假设明细

年份	2011A	2012E	2013	2014
吡虫啉	销售数量（吨）	2300	2420	2400
	单价（万元/吨）	12	14	14
	营业收入（万元）	26932	33880	33600
	毛利率	21%	25%	25%
氟磺胺草醚	销售数量（吨）	2050	2100	2200
	单价（元/吨）	10	10	10
	营业收入（万元）	20500	21000	22000
	毛利率	25%	25%	25%
三环唑	销售数量（万吨）	600	600	600
	单价（万元/吨）	7	7	7
	营业收入（万元）	4200	4200	4200
	毛利率	25%	25%	25%
烯草酮	销售数量（吨）	800	900	900
	单价（万元/吨）	18	17	17
	营业收入（万元）	14400	15300	15300
	毛利率（%）	25%	22%	22%
丁醚脲	销售数量（万吨）	600	1400	1400
	单价（元/吨）	15	15	15
	营业收入（万元）	9000	21000	21000
	毛利率（%）	30%	30%	30%
南通基地	销售数量（万吨）		1900	5000
	单价（元/吨）		12	12
	营业收入（万元）		22800	60000
	毛利率（%）		25%	25%
其它产品	营业收入（万元）	33430	30000	30000
		23560	19429	18423
	营业成本（万元）	9870	10571	11577
	毛利率	30%	35%	39%

资料来源：Wind、宏源证券

表 3: 利润表 (百万元)

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1001.15	1316.60	1596.30	1968.30	货币资金	740.35	501.72	109.23	116.28
增长率	32.53%	31.51%	21.24%	23.30%	应收和预付款项	283.46	149.93	376.14	273.04
归属母公司股东净利润	113.44	161.59	183.04	217.11	存货	303.43	410.84	459.24	617.02
增长率	6.38%	42.44%	13.27%	18.61%	其他流动资产	2.84	2.84	2.84	2.84
每股收益 (EPS)	0.551	0.785	0.890	1.055	长期股权投资	1.41	1.41	1.41	1.41
每股股利 (DPS)	0.231	0.264	0.299	0.355	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.042	0.980	0.302	1.349	固定资产和在建工程	417.37	759.40	1061.43	1123.46
销售毛利率	21.63%	26.59%	26.24%	26.01%	无形资产和开发支出	13.48	11.99	10.49	9.00
销售净利率	11.33%	12.27%	11.47%	11.03%	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率 (ROE)	6.88%	9.21%	9.75%	10.74%	资产总计	1762.35	1838.13	2020.78	2143.05
投入资本回报率 (ROIC)	11.26%	16.37%	14.02%	12.07%	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率 (P/E)	27.44	19.26	17.01	14.34	应付和预收款项	85.77	54.31	115.47	93.64
市净率 (P/B)	1.89	1.77	1.66	1.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他负债	28.80	28.80	28.80	28.80
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	负债合计	114.57	83.11	144.27	122.44
营业收入	1001.15	1316.60	1596.30	1968.30	股本	205.75	205.75	205.75	205.75
减: 营业成本	784.60	966.53	1177.37	1456.37	资本公积	1086.66	1086.66	1086.66	1086.66
营业税金及附加	0.15	1.97	2.39	2.95	留存收益	355.36	462.61	584.10	728.20
营业费用	43.94	59.25	71.83	88.57	归属母公司股东权益	1647.77	1755.03	1876.51	2020.61
管理费用	80.18	105.45	127.85	157.64	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-20.06	-8.71	-0.49	5.34	股东权益合计	1647.77	1755.03	1876.51	2020.61
资产减值损失	2.15	2.00	2.00	2.00	负债和股东权益合计	1762.35	1838.13	2020.78	2143.05
加: 投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	2.27	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	112.59	190.11	215.34	255.43					
加: 其他非经营损益	16.99	0.00	0.00	0.00					
利润总额	129.58	190.11	215.34	255.43	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	16.13	28.52	32.30	38.31	经营性现金净流量	8.71	201.74	62.18	277.53
净利润	113.44	161.59	183.04	217.11	投资性现金净流量	-176.04	-400.00	-400.00	-200.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	-30.39	-40.37	-54.68	-70.47
归属母公司股东净利润	113.44	161.59	183.04	217.11	现金流量净额	-197.43	-238.63	-392.50	7.05

资料来源：宏源证券研究所

（二）预测结果讨论与不确定因素分析

公司 12~14 年的每股收益分别为 0.78、0.89 以及 1.05 元。

不确定因素：

公司的稻瘟酰胺、烟嘧磺隆等产品尚未达产，出于打开市场的目的，公司目前基本上是限价销售。随着产能扩张，市场打开，可能还会有业绩增长。

公司的江都基地也有不小的产能扩张计划，这些产能的投放进度会影响公司的效益。

大非 13 年 4 月份解禁。

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	章汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。