

李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

021-50588666-8045

LilL12345@sina.com

## 麦草畏开路南通项目，长期增长值得期待

长青股份(002391)2012年半年报点评

### 证券研究报告-公司点评

增持(下调)

发布日期: 2012-08-02

#### 报告关键要素:

公司是国内优质的农药企业，产品线丰富，技术水平和管理水平均处于国内领先地位。2012年杀虫剂景气度回升，丁醚脲产量倍增带动公司业绩增长；2013年，吡虫啉工艺技术升级，麦草畏等3个新增农药品种投产，贡献业绩增长。长期来看，南通基地还有多个规划优质农药品种，将在未来数年陆续投产，为公司业绩稳步增长做出贡献。预计公司2012年以及2013年的每股收益分别为0.75元，0.85元和1.00元，对应8月1日收盘价17.90元，动态市盈率分别为23.87倍、21.06倍和17.90倍，估值相对较高，下调公司评级至“增持”；但公司拥有优秀的选药能力、领先的技术水平以及卓越的精细化管理能力，2012年-2015年间，将新增不少市场前景较好的农药品种，值得长期关注。

#### 事件:

- 2012年7月28日，公司公布2012年半年度报告，使用部分超募资金投资扩建废水处理工程，全资子公司江苏长青农化南通有限公司投资建设年产2000吨麦草畏原药生产线项目，《年产300吨烟嘧磺隆募集资金项目临时转产三氟羧草醚产品议案。
- 2012年公司中报业绩：实现营业收入6.55亿元。同比增长32.47%；实现净利润7849.73万元，较上年增长23.35%，扣除非经常性损益的净利润为7813.97万元，较上年同期增长期51.75%。每股收益0.38元。公司预计1-9月份归属于上市公司股东的净利润同比增长20%-50%。

#### 点评:

- 增长符合预期，主要源自杀虫剂行业需求复苏。公司主要经营化学农药原药和制剂的生产和销售，产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列共20余种原药、70余种制剂；目前原药的销售占比为40%；制剂的销售占比为60%。主要产品包括吡虫啉（杀虫剂）、丁醚脲（杀虫剂）、氟磺胺草醚（除草剂）和烯草酮（除草剂），均为“高效、低毒、低残留”农药产品。

2012年上半年公司业绩增长符合预期，快速增长主要来自于吡虫啉行业的回暖。吡虫啉是公司的主要产品之一，2011年占公司销售收入近1/4；2012年上半年吡虫啉价格稳步上涨，从年初的13万上涨至目前的14.7万元，涨幅约为13%；主要来自于国内有效供给减少以及出口订单的增加（具体分析见《中原证券20120554-调研-AA-长青股份(002391)调研简报-吡虫啉景气度上升南通项目有序进行》）。2012年1-6月，公司吡虫啉订单量与上年同期基本持平，但价格和盈利能力均有所提升（2012年半年报中杀虫剂业务毛利率下降主要是报告期内合并入毛利较低的贸易业务所致），估计上半年公司吡虫啉的毛利率较上年同期有7-8个百分点的提升。

除草剂业务与上年同期基本持平。2012年1-6月，公司除草剂收入较上年同期增长4%，毛利率较上年同期提升1.47个百分点。除草剂产品主要为氟磺胺草醚和烯草酮，原材料价格下滑是公司除草剂产品毛利率提升的主要原因。

图1: 公司单季度收入及同比增速

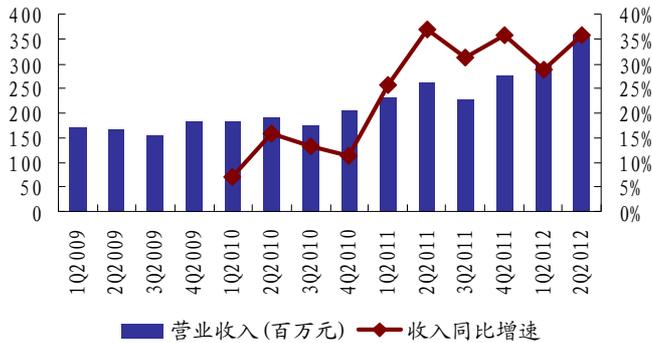


图2: 公司单季度净利润及同比增速

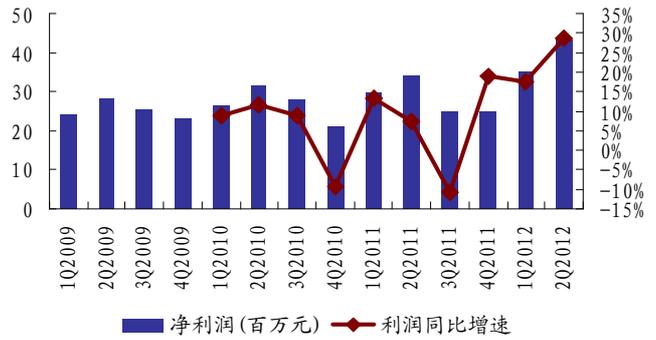


图3: 公司单季度销售毛利率

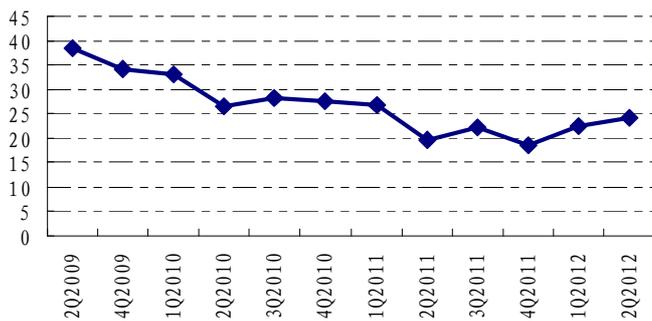


图4: 公司分产品销售收入增长图

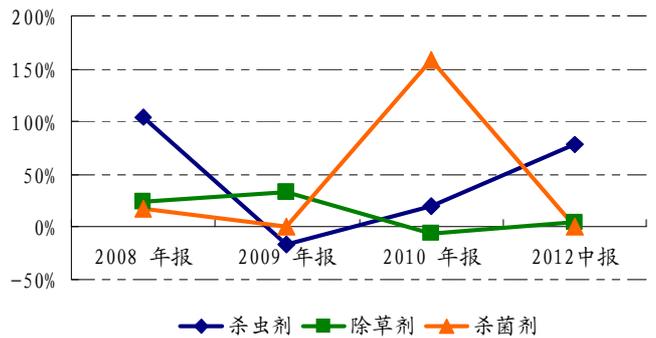


图5: 公司分产品毛利率走势

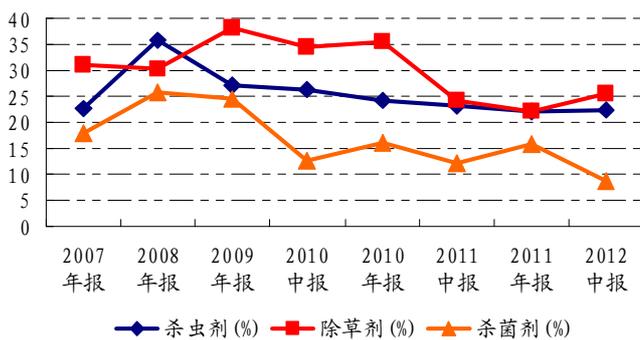


图6: 公司期间费用率

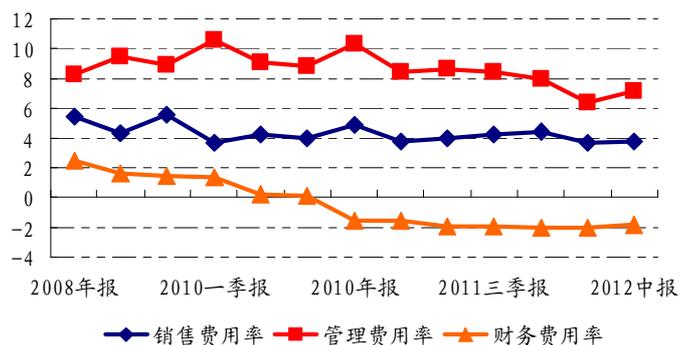
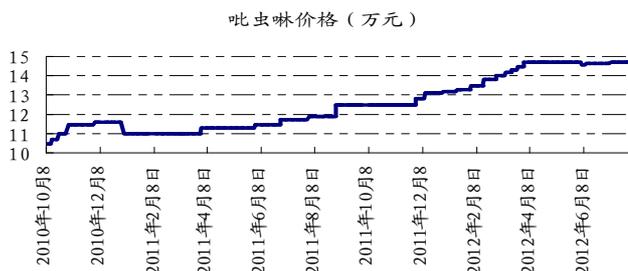


图7: 吡虫啉价格走势



- **管理费用率、销售费用率双双下滑。**2012年1-6月,公司销售费用率为3.72%,较上年同期下滑了0.24个百分点,管理费用率为7.13%,较上年同期下滑了1.49个百分点,财务费用率为-1.83%。销售费用率下滑的主要原因是:2011年上半年的销售费用中包含300-400万元的原药登记费用,而2012年上半年没有此项费用,调整后公司销售费用率较上年同期上升约0.6个百分点;销售费用率上升而管理费用率下滑的主要原因是:报告期内,管理费用较低的公司农药贸易业务的收入比重增加较快。
- **2012年公司业绩增长确定。**主要来自于以下几个方面:1)吡虫啉量价齐升。目前公司吡虫啉的产量约为240吨/月,全年订单已全部排满,预计全年产销量维持在2600吨水平附近,较上年同期约有10%左右的提升;价格方面,预计下半年吡虫啉价格将稳定在15万元/吨附近,较上年同期提升20%左右,加之原料采购模式改变带来成本的较低,公司吡虫啉业务增长确定;2)丁醚脲产品产量有望达到1400吨,较上年同期增长一倍,按照平均销售价格14万元/吨,毛利率30%计算,可增加毛利5025万元,折合每股收益0.18元,业绩增长确定。3)与上年同期相比,除草剂品种业绩表现较为稳定,不会拖累公司业绩增长。公司方面预计,1-9月份归属于上市公司股东的净利润同比增长20%-50%。
- **技改吡虫啉项目贡献2013年公司业绩增长。**吡虫啉1000吨技改项目目前进展顺利,公司预计将于2012年11月建成投产,该工艺路线比原工艺减少约70%的废水排放量,有望实现清洁生产,预计2013年完全达产后,将降低单位成本4200元/吨,新增年净利润357万元。届时现有年产1000吨吡虫啉原药生产线将停止生产,预计投入少量的资金进行技术改造后,将根据市场需求安排生产其他农药品种。
- **布局麦草畏有利公司中期成长。**麦草畏(dicamba)商品名为百草敌、麦草威,属高效低毒除草剂品种,适用于旱地除草。使用较少量、较低成本即能达到市场上销售的同性能除草剂效果。

2009年麦草畏全球销售额为1.9亿美元,在除草剂销售额中名列第17位。从麦草畏产能分布看,目前全球产能约为1.5-2万吨/年,其中巴斯夫为最大的原药生产商,产能为5000吨/年,国内主要为升华拜克(2000吨/年)和扬农化工(1000吨/年)。由于受甲磺隆等其他除草剂产品挤压等因素影响,麦草畏单剂国内市场认可度较低;近年来,随着绿磺隆和甲磺隆制剂的禁用和限制,麦草畏呈现需求增长的趋势,但目前国内厂家生产的麦草畏产品还是以出口为主。国外在玉米作物的推广效果较好。

由于草甘膦大面积长期使用带来的抗药性越来越明显,近年来国际农药公司开始培育新的耐麦草畏转基因作物品种,未来麦草畏的需求增长主要来自于作物转基因技术的突破。日前,孟山都已开发出耐麦草畏大豆,商品名为Roundup Ready 2 Xtend;一旦获得批准,该技术将推广到孟山都的所有大豆品牌中,还将广泛授权给独立的种子公司;预计该技术将于2013年在美国进行大田试验,计划在2014年上市。与此同时,巴斯夫与孟山都合作开发的低挥发性麦草畏剂型(商品名Engenia)已申请美国登记,不出意外,获得登记的时间将在2014年附近,与孟山都的转基因大豆推广时间相配合。此外,孟山都还计划在转基因大豆上市后,再推出抗虫及耐除草剂的Bollgard II RR Xtend及LibertyLink棉花,将能耐草甘膦,麦草畏和草铵膦除草剂。这些转基因作物的推广及广泛应用

将有效的拉动麦草畏产品的需求增长。

目前麦草畏原药的出口价格在12-13万元/吨附近，毛利率为25%-30%，公司的建设产能为2000吨，2013年4月投产。公司预计，项目达产第一年产能利用率为50%，第二年预计产能利用率达到80%，自第二年起新增年销售收入20000万元，新增净利润2121万元。

- **长期业绩增长主要看新品种进展。**产品丰富，抗风险能力强是公司的亮点之一。未来公司仍将进一步丰富其产品结构。除麦草畏外，南通基地2013年年底还将达产2个产品，从而新增3个农药品种；江都地区也将建设新的农药品种，目前已有土地储备，2009年备案的品种包括400t/a环氧菌唑、450t/a醚苯磺隆、100t/a氯氟草醚、300t/a噻虫嗪、200t/a茚虫威项目。其中噻虫嗪原药的专利将于2013年7月20日到期，该品种属于销售额上亿美元的优质品种，发展前景较好。根据目前各产品盈利情况测算，单个规划产品的净利润贡献率在1500万元-2000万元之间。
- **给予公司“增持”的评级。**我们维持公司2012年、2013年和2014年的每股收益分别为0.75元，0.85元和1.00元，对应8月1日收盘价17.90元，动态市盈率分别为23.87倍、21.06倍和17.90倍，估值相对较高，下调公司投资评级至“增持”。但公司拥有优秀的选药能力、领先的技术水平以及卓越的精细化管理能力，2012年-2015年间，将新增不少市场前景及盈利能力较好的农药品种，值得长期关注。
- **风险提示。**吡虫啉行业产能增长过快，技改项目产品品质未达预期，麦草畏市场开拓不利，均不利于公司业绩增长。

表 1: 公司南通基地一期环保报备产品基本情况

序号	产品名称	纯度	设计能力 t/a	生产运行方案			
				运行时数 h/a	生产批次量 t/批次	分批建设情况	生产方式
1	S-异丙甲草胺	原药含量≥96%	3000	7200	1.5	第一批	间歇式分 批次生产
2	氟氟草酯	原药含量≥96%	300	6000	0.5		
3	麦草畏	原药含量≥96%	2000	7200	1.2		
4	环氧菌唑	原药含量≥97%	300	7200	0.5		
5	甲氧虫酰肼	原药含量≥97%	500	6000	0.7	第二批	
6	苯醚甲环唑	原药含量≥96%	500	6000	0.6		
7	吡氟酰草胺	原药含量≥97%	500	6000	0.4		
8	肟菌酯	原药含量≥95%	200	6000	0.6		

资料来源：中原证券

表 2: 公司南通基地一期环保报备产品基本情况列表

产品名称	类别	商品名	技术开发	2009 年全球销售额 (亿美元)
s-异丙甲草胺	除草剂	都尔、稻乐思、金都尔	先正达	4.4
氟氟甲酯	除草剂	千金	陶氏益农	—
麦草畏	除草剂	百草敌	巴斯夫	1.9
环氧菌唑	杀菌剂	欧霸	巴斯夫	0.5
甲氧虫酰肼	杀虫剂	雷通 (runner 2FR, Intrepid 2FR)	陶氏益农	—
苯醚甲环唑	杀菌剂	思科、世高	先正达	2.1
吡氟酰草胺	除草剂	Herold、Liberator 和 Firebird	拜耳	1.2
肟菌酯	杀菌剂	Flint	拜耳	4.9

资料来源：中原证券

### 盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(亿元)	7.55	10.01	12.92	15.29
增长比率(%)	11.69	32.58	29.07	18.34
净利润(亿元)	1.07	1.13	1.54	1.75
增长比率(%)	5.94	5.61	36.28	13.64
每股收益(元)	0.518	0.551	0.75	0.85
市盈率(倍)	28.30	26.61	18.88	16.66

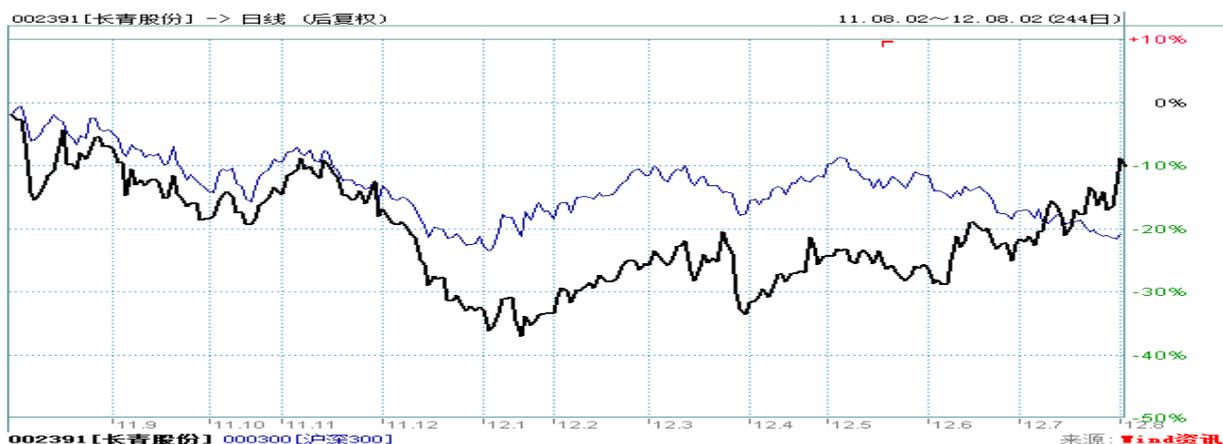
### 市场数据 (2012-07-31)

收盘价(元)	17.08
一年内最高/最低(元)	19.86/12.30
沪深300指数	2332.92
市净率(倍)	2.11
流通市值(亿元)	8.88

### 基础数据 (2012-06-30)

每股净资产(元)	8.09
每股经营现金流(元)	0.50
毛利率(%)	23.33
净资产收益率(%)	4.72
资产负债率(%)	12.48/12.48
总股本/流通股(万股)	20575.36/5200.00
B股/H股(万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。