

# 长青股份 (002391.SZ) 化学农药行业

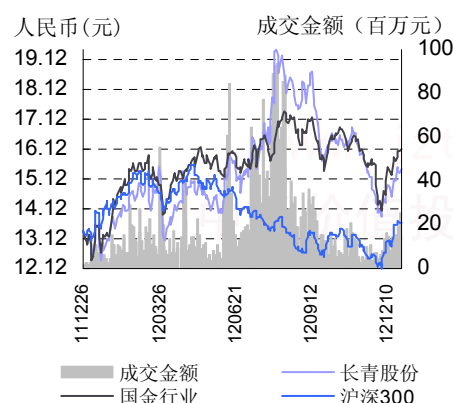
评级: 买入 维持评级

公司研究

市价 (人民币): 15.45 元  
目标 (人民币): 19.40-20.37 元

## 环保农药, 定制优势, 厚积薄发

元) 19.48/12.41  
沪深 300 指数 2381.22  
中小板指数 4595.12



### 公司基本情况(人民币)

| 项 目         | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.674  | 0.551  | 0.774  | 0.974  | 1.245  |
| 每股净资产(元)    | 9.99   | 8.01   | 8.48   | 9.16   | 10.10  |
| 每股经营性现金流(元) | -0.00  | 0.02   | 0.61   | 0.70   | 0.78   |
| 市盈率(倍)      | 53.06  | 24.52  | 17.88  | 14.21  | 11.12  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 39.52  | 29.94  | 27.18  | 27.18  | 27.18  |
| 净利润增长率(%)   | 5.46%  | 6.38%  | 40.37% | 25.86% | 27.82% |
| 净资产收益率(%)   | 6.74%  | 6.88%  | 9.12%  | 10.64% | 12.33% |
| 总股本(百万股)    | 158.27 | 205.75 | 205.75 | 205.75 | 205.75 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

#### ■ 新一轮专利过期到来, 和跨国农化巨头合作依然是国内企业的最佳选择:

非专利农药经营模式有三种: 1) 通过收购和购买产品经营权简单扩张, 见效快但创新能力弱, 如印度联合磷化。2) 做终端制剂、原料单剂全部外包, 利润率近 30%, 如美国 FMC。3) 为农化巨头提供原药和中间体定制服务, 利润率 12%-14%, 对技术有一定要求(研发占收入 3%-4%), 如印度吉友联。由于前两种要花费几百万甚至上亿美元的登记、渠道收购费用, 而国内最大农药企业年收入才 20 亿元, 且六大农化巨头迄今仍占据农药市场 73% 份额, 我们认为国内企业当前依然适合为跨国龙头做定制。

#### ■ 公司未来定位高端农药定制, 丰厚品种蓄势待发: 公司现有产品氟磺胺草醚、吡虫啉以供应先正达、拜耳为主, 发展成熟。未来看点在于南通规划 19 个原药项目, 若每年推出 2-3 个, 到 2015 年至少新增收入 10 亿元, 毛利率可达 30%。从近几年可能投放的产品看, 皆为国外巨头主推品种, 规模均上亿美元, 需求年均增速不低于 7%, 近一半 2013-2015 年到期(规模近 14 亿美元), 国内登记企业数少, 或环保替代(S-异丙甲草胺替代乙草胺), 或借转基因作物推广需求有望成倍(麦草畏、草铵膦), 或是原有产品升级(噻虫胺解决吡虫啉抗性), 符合行业趋势。且公司凭借技术实力和与农化巨头多年合作有望继续走定制, 一旦投产将转化为业绩。

#### ■ 环保压力下, 公司作为大企业的优势正逐步体现: 国内年销售额不到 2 亿元的农药企业占 80%、利润率 6%, 难以承担几千万元的环保设施投入。公司 2011 年销售额突破 10 亿元, 位居国内农药百强第 17, 其花费 3000 万元建设的年处理 5000 吨废弃物工程使得吨处理成本比中小企业低 1000 元, 且在南通规划项目符合农药企业入园、废水集中处理的产业政策。预计在环保压力推动行业集中度提升的趋势下, 公司作为龙头不仅受益于现有产品(如吡虫啉)的供需面好转, 新上项目也将具备环保优势。

### 投资建议与估值

#### ■ 预计 2012-2014 年收入 12.47、16.02、20.72 亿元, 净利润 1.59、2.00、2.56 亿元, EPS 0.77、0.97、1.25 元。考虑到南通项目良好前景, 给予明年 20-21 倍 PE, 目标价 19.40-20.37 元/股, 给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示: 原材料价格波动, 南通项

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)61038283  
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人  
(8621)61038274  
zhangsy@gjzq.com.cn

蒋明远 联系人  
(8621)60753922  
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 新一轮专利过期到来，和农化巨头合作依然是国内企业的最佳选择   | 3  |
| 公司未来定位高端农药定制，丰厚储备蓄势待发           | 7  |
| 现有产品氟磺胺草醚、吡虫啉为先正达、拜耳定制，国内市占率较高  | 7  |
| 南通项目提前布局专利快到期品种，技术和客户资源确保项目顺利推进 | 9  |
| 环保压力下，公司作为大企业的优势正逐步体现           | 11 |
| 盈利预测与估值                         | 13 |
| 风险提示                            | 14 |
| 附录：三张报表预测摘要                     | 15 |

## 图表目录

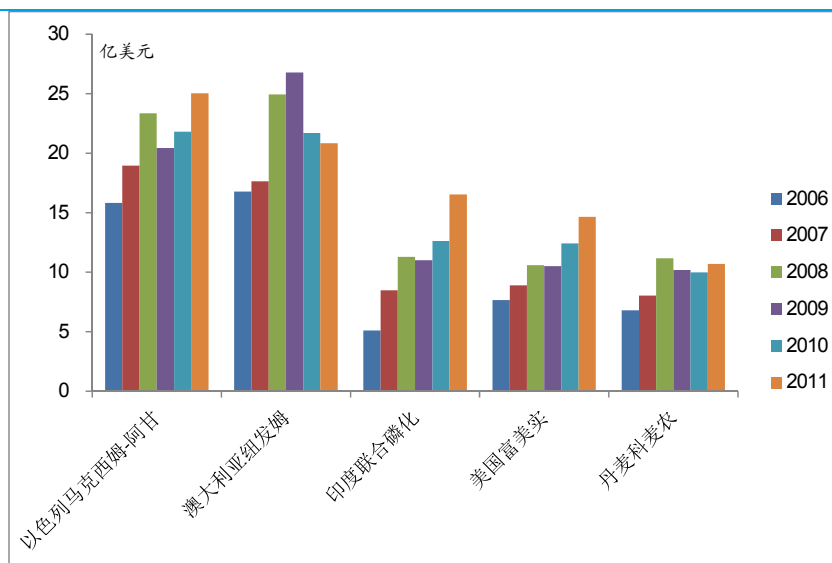
|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1：全球前五大仿制农药巨头销售额             | 4  |
| 图表 2：全球前五大仿制农药巨头营业利润率           | 4  |
| 图表 3：全球前五大仿制农药巨头研发投入情况          | 4  |
| 图表 4：印度联合磷化和美国 FMC 近几年发展大事记     | 5  |
| 图表 5：国外农药定制企业销售额情况              | 5  |
| 图表 6：国内农药定制企业销售额情况              | 5  |
| 图表 7：农药定制生产企业营业利润率              | 6  |
| 图表 8：农药定制生产企业研发投入情况             | 6  |
| 图表 9：全球农药市场竞争格局（2011 年，亿美元）     | 6  |
| 图表 10：六大创制农药生产商市场份额变化           | 7  |
| 图表 11：五大仿制农药生产商市场份额变化           | 7  |
| 图表 12：部分仿制农药生产商收购兼并费用           | 7  |
| 图表 13：公司主要农药产品产能和规划（已公告披露的，吨）   | 8  |
| 图表 14：公司分业务收入增长情况               | 8  |
| 图表 15：公司分业务毛利率情况                | 8  |
| 图表 16：公司分地区收入（2012 年 1-6 月，亿元）  | 8  |
| 图表 17：公司分产品收入情况（估算）             | 8  |
| 图表 18：南通项目规划产品基本情况              | 10 |
| 图表 19：南通项目部分规划产品用途和市场前景         | 11 |
| 图表 20：国内吡虫啉价格                   | 12 |
| 图表 21：国内吡虫啉开工企业数（截至 2012 年 2 月） | 12 |
| 图表 22：国内吡虫啉主要生产厂家（2011 年底，万吨）   | 13 |
| 图表 23：公司主营业务盈利预测情况              | 14 |
| 图表 24：可比公司相对估值                  | 14 |

## 新一轮专利过期到来，和农化巨头合作依然是国内企业的最佳选择

- 全球农药 500 亿美元的市场中，非专利产品已占到了 75%。未来 4 年内还将有 40 个国外农药品种专利到期，保守估计市场价值近 40 亿美元，到 2023 年全球将有 166 个农药相关的专利到期，预计新增市场价值可达 110 亿美元。由于发达国家农药企业为了降低成本、加速将原药和中间体产能转移至发展中国家，在我国农药自主创新能力有限的情况下，如何有效地利用过期专利，成为抢占市场先机的关键点。
- 目前全球生产非专利农药有三种模式：
  - **简单扩张型**，代表企业以色列马克西姆阿甘、印度联合磷化、丹麦科麦农。这类企业营业利润率适中（10%-15%），主要通过购买非专利农药在各地区的登记证、许可证、分销权或收购当地的作物保护公司实现销售规模的快速扩张，对资金要求较高。上述企业中，印度联合磷化凭借低生产成本和丰富的产品线（已登记 2000 余个），近五年受益于产能转移、农药销售额年均增长 26%，发展速度和营业利润率超过其他主要的仿制药厂商，2011 年实现收入 16.53 亿、净利润 1.2 亿美元，成为全球第二大仿制农药生产商、第七大农药生产商。然而，这类企业的风险在于自主创新能力差，研发投入不到收入的 2%，容易受制于原研药厂商的专利保护，且在产品更新换代中存在被淹没的风险。以马克西姆-阿甘为例，公司从上世纪 90 年代起开始大量收购，迅速成为全球第一大非专利药生产商，但是由于 1998 年没有把握机遇加入转基因技术相关的研发，且缺乏产品创新，加之 2009 年错判草甘膦价格走势囤积大量存货，利润率曾一路跌至-0.83%的谷底，其经验教训发人深省。
  - **专做制剂型**，代表企业美国 FMC。FMC 创建于 1884 年，最初生产农用机械，如今成为农药、化工与机械产品的世界性主要制造商之一。其农药业务采用“virtual manufacturing”模式，只做终端制剂，基本不做原药和中间体、全部外包给中国、印度、墨西哥、越南的厂商，营业利润率高达 28%，接近先正达、杜邦这些创制药厂商。2006-2011 年公司农药销售额实现年均 13.8% 的快速增长，主要由拉美地区销量增加及一系列产品收购推动。值得注意的是，FMC 比其他仿制药厂商更注重研发，研发支出占收入比重有 5%-6%，在制剂配方和加工领域的技术优势突出，原药创制方面也曾推出过除草剂专利产品双苯嘧草酮、唑草酯，目前和其他农药企业如日本组合化学、纽发姆进行生物农药和杀菌剂领域的研发合作。正因为公司每年都有新产品推出，即使在金融危机下、收入下降 1% 的 09 年，利润率依然上升。

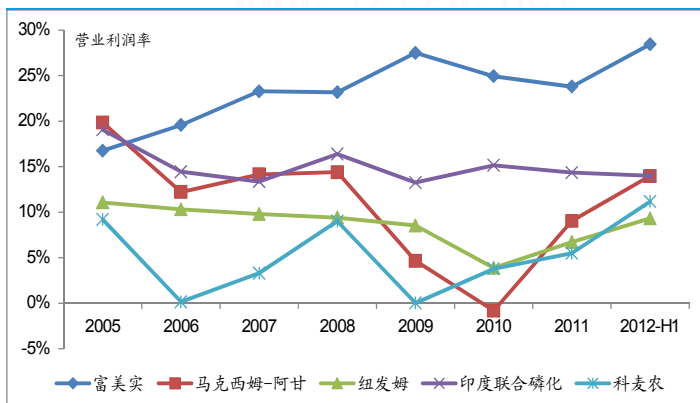
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

图表1：全球前五大仿制农药巨头销售额



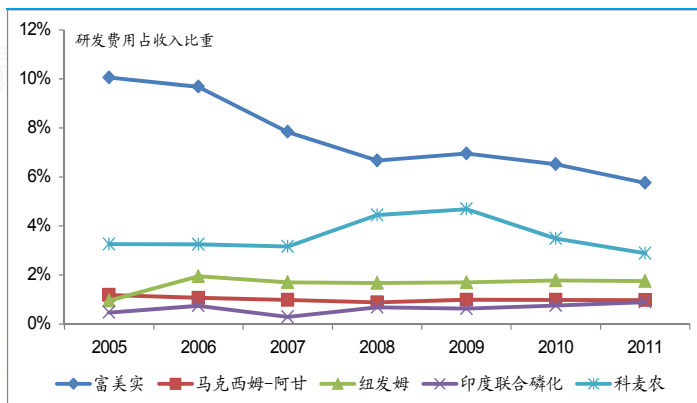
来源：公司年报、国金证券研究所 www.181818.info

图表2：全球前五大仿制农药巨头营业利润率



来源：公司年报、国金证券研究所

图表3：全球前五大仿制农药巨头研发投入情况



来源：公司年报、国金证券研究所 www.181818.info

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

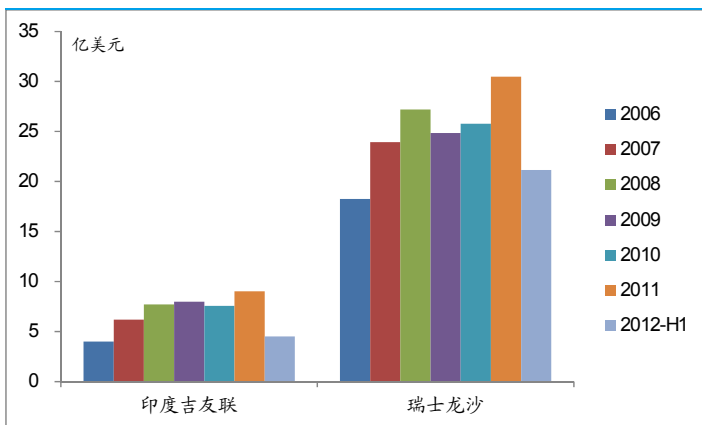
图表4：印度联合磷化和美国FMC 近几年发展大事记

| 印度联合磷化     |                                                                         |
|------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 时间         | 重要事件                                                                    |
| 2004年11月   | 斥资3600万美元收购美国公司AG Value                                                 |
| 2005年      | 收购农药公司西班牙Cequisa、印度Shaw Wallace Agrochemicals、阿根廷Reposo、美国仿制农药企业AgValue |
| 2006年      | 收购荷兰种子公司Advanta、农药公司南非Crop Serve和法国Cerexagri。                           |
| 2007年      | 收购阿根廷农药公司ICONA。                                                         |
| 2008-2009  | 并购活动暂停两年。                                                               |
| 2010年6月    | 杜邦公司收购杀菌剂代森锰锌产品，包括所有哥伦比亚境内的库存产品、制剂设施、品牌、商标以及登记号码。                       |
| 2010年12月   | 收购RiceCo，后者专门研究用于水稻作物的产品。                                               |
| 2011年4月    | 收购巴西公司Sipcam Isagro Brasil 50%股权。                                       |
| 2011年7月    | 出资1.85亿美元收购DVA Agro巴西公司51%股权，该公司拥有一个制剂工厂，并扩大到植保类产品的生产。                  |
| 2012年7月    | 收购荷兰农药制造商Agrichem公司（系2011年全球农化市场金额最大的收购活动），包括后者所有资产、知识产权、               |
| 美国富美实（FMC） |                                                                         |
| 2009年      | 2月收购Waterbury杀虫剂产品线，6月收购意大利Isagro杀菌剂Benalaxyl。                          |
| 2010年6月    | 收购了两家日本公司Kumiai和Ihara的氟噻甲草酯产品，合计750万美元。                                 |
| 2010年7月    | 拟扩建巴西制剂工厂以提高杀虫剂产能。                                                      |
| 2010年9月    | 和日本组合化学就除草剂产品达成销售协议，公司可以将除草剂pyroxasulfone和氟噻甲草酯复配。                      |
| 2010年10月   | 与孟山都达成协议，后者使用公司的甲磺草胺类苗前大豆除草剂与草甘膦结合，以应对其抗草甘膦转基因作物中                       |
| 2011年8月    | 和丹麦Chr. Hansen达成两项全球性独家合作协议，将共同进行芽孢杆菌类生物农药在农业和观赏性植物市场的开发和               |
| 2011年8月    | 与阿根廷农业化学品经销商在当地成立了一家合资公司，公司将负责管理合资公司在金融方面的运作，并将继续通过                     |
| 2011年9月    | 和生物农化商Marriott Bio Innovations公司就生物农药Regalia Maxx签署市场合作协议，将由FMC独家在拉美市场  |
| 2011年11月   | 计划投入3500万美元在巴西设立一家新的农药工厂。                                               |
| 2011年12月   | 收购拜耳两个上市已久的杀菌剂异菌脲和咪鲜胺。                                                  |
| 2012年2月    | 获华东理工大学新创杀菌剂环氧虫啉独家市场授权，负责国际专利申请、各国农药登记与市场开发。                            |
| 2012年2月    | 获英国农药开发公司Eden Research杀线虫剂在拉美市场的销售权。                                    |
| 2012年2月    | 在美加市场独家销售葡萄牙CEV生物杀菌剂。                                                   |
| 2012年3月    | 与日本Kumiai开展除草剂评估合作                                                      |
| 2012年8月    | 与纽发姆合作展开对粉虱、蚜虫的长期有效的解决方案。                                               |
| 2012年9月    | 与日本组合化学就开发除草剂pyroxasulfone的混剂产品进行深入合作，公司将可开发并销售pyroxasulfone与其专利        |
| 2012年9月    | 宣布与意大利Isagro达成一项有关后者的一种全新专利杀菌剂的研发合作协议。                                  |

来源：公司资料、国金证券研究所

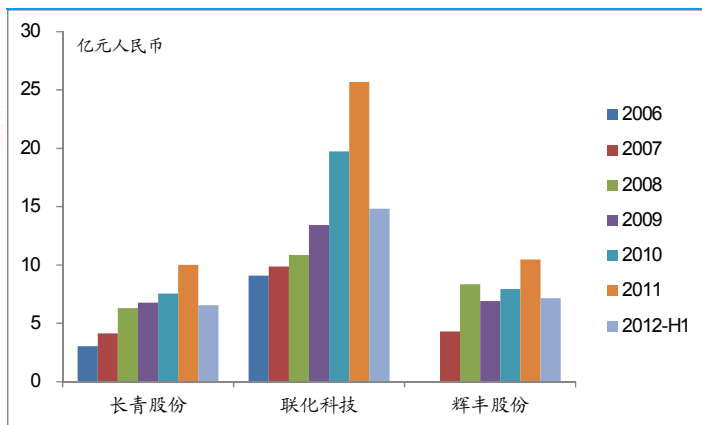
- **定制型**，代表企业瑞士龙沙、印度吉友联、中国的长青股份和联化科技。这类企业通常和跨国农化巨头签订长期的定制协议，为后者提供中间体和原药，利润率稳定（12%-14%），对技术实力有一定要求（研发支出占收入的3%-4%）。上述企业历年业绩显示，在产能转移的推动下，像瑞士龙沙这样的老牌企业定制业务增长趋缓，而中国和印度的定制生产企业收入一路攀升。（有关吉友联和龙沙的详细分析请参见我们之前的报告《从国际和产业视角看中国中间体行业发展》）

图表5：国外农药定制企业销售额情况



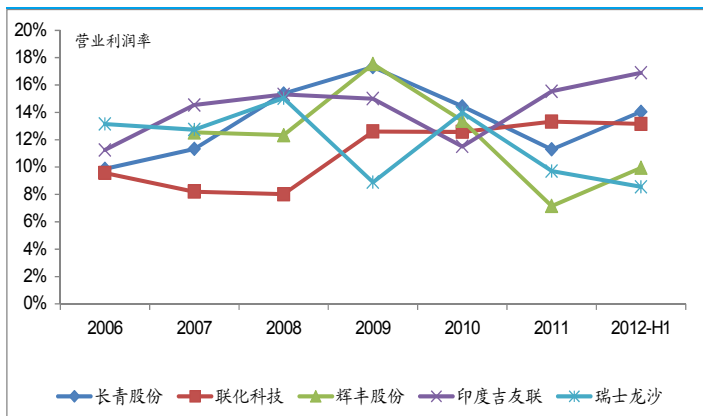
来源：公司资料、国金证券研究所 www.181818.info

图表6：国内农药定制企业销售额情况



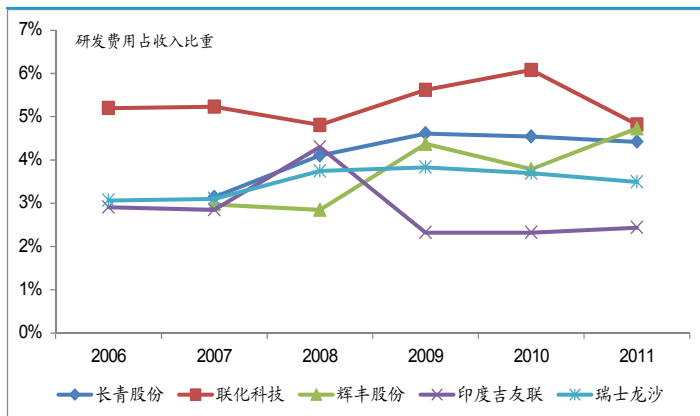
来源：公司资料、国金证券研究所 www.181818.info

图表7：农药定制生产企业营业利润率



来源：公司年报、国金证券研究所 www.181818.info

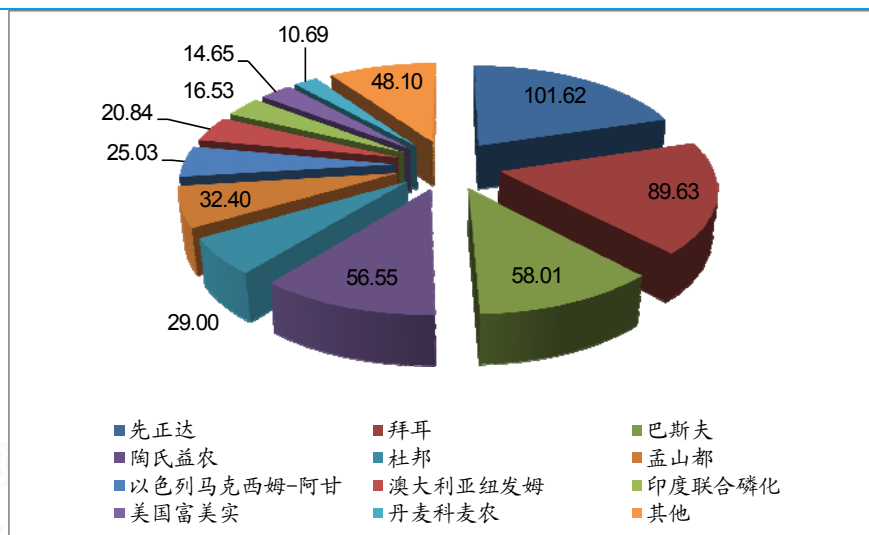
图表8：农药定制生产企业研发投入情况



来源：公司年报、国金证券研究所 www.181818.info

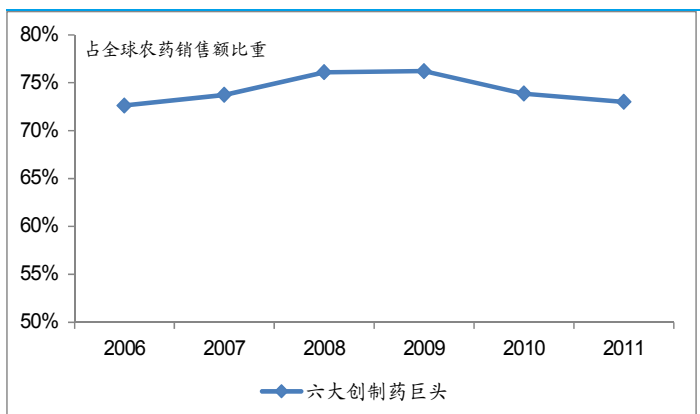
- 总结下来，国内企业若要走出国门、抓住专利到期机遇，可以走收购、做制剂、定制三条路，而纵观国外相关企业的发展历程，无论采用哪种模式都离不开与跨国农化巨头的合作。尽管本世纪以来非专利药厂商市场份额有所提升，但是目前六大创制药厂商依旧占据全球农药市场的 73%，部分产品份额在专利过期多年后依然在 90%以上（如拜耳的吡虫啉）。这些农化巨头或延长专利保护期，或在专利保护期过后牢牢控制产品经营权和渠道，因此仿制药企业必支付高额费用才能获得产品销售权。考虑到完成一项收购动辄花费几千万甚至上亿美元，而国内最大的农药企业年收入不过 20 亿元人民币，我们认为目前国内企业走定制模式最适宜，待资金积累到一定程度可以考虑收购。

图表9：全球农药市场竞争格局（2011 年，亿美元）



来源：公司年报、Phillips McDougall、国金证券研究所 www.181818.info

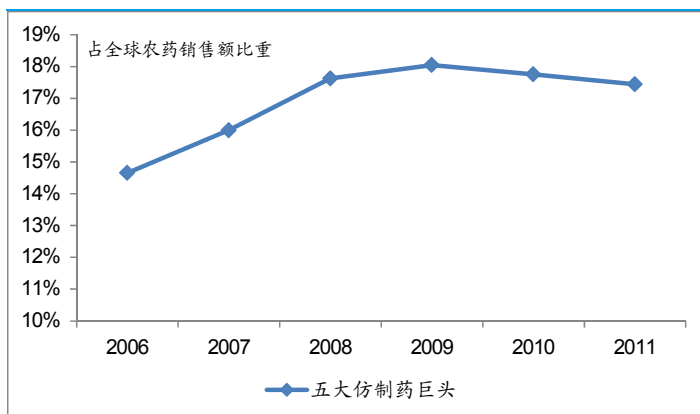
图表10：六大创制农药生产商市场份额变化



来源：公司年报、Phillips McDougall、国金证券研究所 www.181818.info

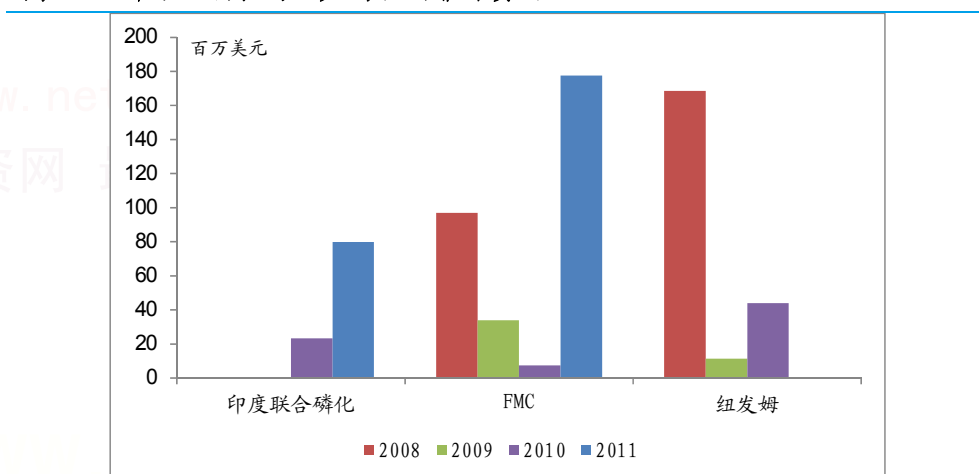
注：六大创制药巨头为先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、杜邦、孟山都

图表11：五大仿制农药生产商市场份额变化



来源：公司年报、Phillips McDougall、国金证券研究所 www.181818.info

图表12：部分仿制农药生产商收购兼并费用



来源：公司年报、国金证券研究所 www.181818.info

## 公司未来定位高端农药定制，丰厚储备蓄势待发

### 现有产品氟磺胺草醚、吡虫啉为先正达、拜耳定制，国内市占率较高

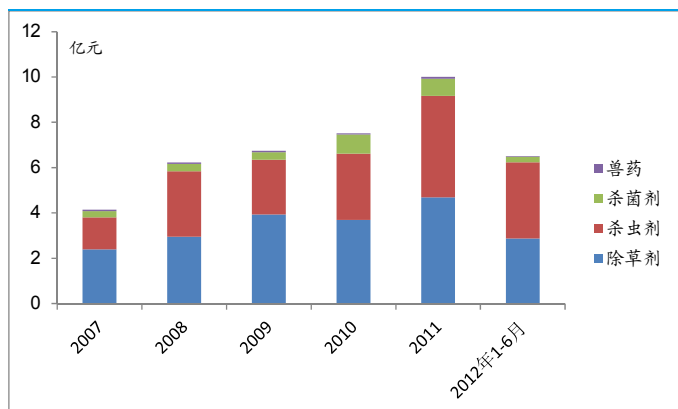
- 公司产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列的 20 余种原药、70 余种制剂，在氟磺胺草醚、吡虫啉、丁醚脲细分领域居龙头地位、合计贡献收入近 70%。其中，氟磺胺草醚用于大豆、果树、橡胶园防除阔叶杂草，公司产能 2400 吨、国内市占率 60%以上，超过 70%以长单形式销售给国外客户，在美国和巴西市场是先正达唯一登记的该产品供应商；吡虫啉系全球第一大杀虫剂，对蚜虫、叶蝉、飞虱有很好的防治作用，广泛用于水稻、小麦、果树、蔬菜等作物，公司产能 2200 吨，国内市场份额 9%、位居第三，为吡虫啉原研商拜耳长期供应原药；丁醚脲是公司跨国定制生产的另一个品种，用来防治高抗性鳞翅目害虫和螨类，广泛用于棉花、水果、蔬菜和茶树，公司 2011 年销量 600 多吨，2012 年预计销售 1300 吨，毛利率接近 30%，国内只有少数企业登记。由于这三种产品系成熟品种，我们预计未来需求将保持稳定。

图表13: 公司主要农药产品产能和规划 (已公告披露的, 吨)

| 产品    | 类型  | 作用                             | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E |
|-------|-----|--------------------------------|------|------|------|------|------|-------|
| 氟磺胺草醚 | 除草剂 | 大豆等作物防除阔叶杂草                    | 900  | 1200 | 1200 | 2400 | 2400 | 2400  |
| 吡虫啉   | 杀虫剂 | 新型低毒烟碱类杀虫剂                     | 1000 | 2000 | 2200 | 2200 | 2200 | 2200  |
| 三环唑   | 杀菌剂 | 防治水稻稻瘟病                        | 700  | 700  | 700  | 700  | 700  | 700   |
| 醚苯磺隆  | 除草剂 | 麦田防除阔叶杂草和某些禾本科杂草               | 0    | 200  | 200  | 200  | 200  | 200   |
| 烯草酮   | 除草剂 | 旱田苗后除草剂                        | 0    | 0    | 0    | 500  | 500  | 500   |
| 烟嘧磺隆  | 除草剂 | 玉米田防除禾本科杂草和阔叶杂草                | 0    | 0    | 0    | 0    | 300  | 300   |
| 稻瘟酰胺  | 杀菌剂 | 苯氧酰胺类, 防治水稻稻瘟病                 | 0    | 0    | 0    | 0    | 500  | 500   |
| 麦草畏   | 除草剂 | 属安息香酸系除草剂, 对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2000  |
| 丁醚脲   | 杀虫剂 | 新型硫脲杀虫杀螨剂                      | 0    | 0    | 0    | 600  | 1200 | 1200  |
| 其他    | -   | -                              | 300  | 300  | 300  | 300  | 300  | 300   |
| 合计    | -   | -                              | 2900 | 4400 | 4600 | 6900 | 8300 | 10300 |

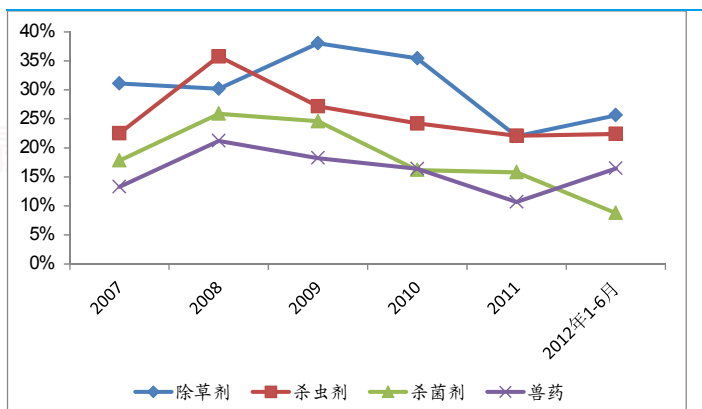
来源: 公司公告、国金证券研究所 www.181818.info

图表14: 公司分业务收入增长情况



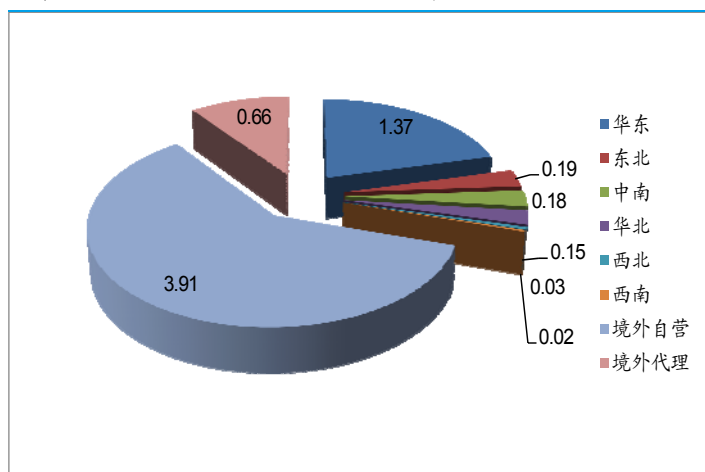
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表15: 公司分业务毛利率情况



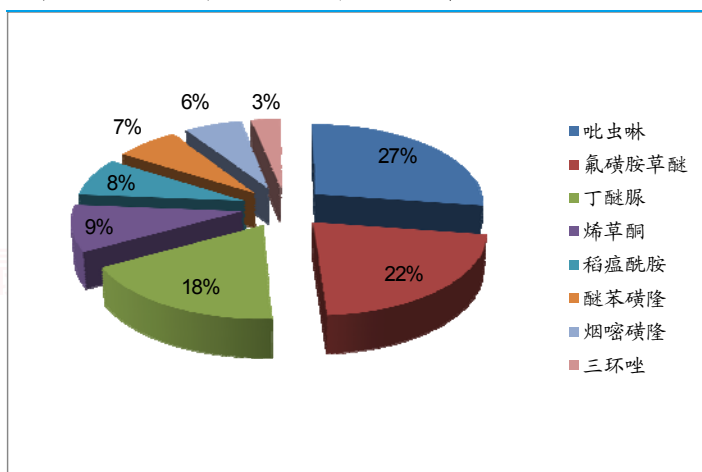
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表16: 公司分地区收入 (2012年1-6月, 亿元)



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表17: 公司分产品收入情况 (估算)



来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 根据公司产品产能和最新单价估算而得

**南通项目提前布局专利快到期品种，技术和客户资源确保项目顺利推进**

- 2012年7月，公司公告拟在使用超募资金2亿元建立的南通子公司投资建设19个原药项目，计划分两期实施，一期为8个原药项目，产能为7300吨，二期为11个原药项目，产能为13100吨。截至目前，南通项目处于基建阶段，预计2013年投放两个产品，其中包括中期投产的麦草畏。若每年以2-3个的进度陆续推出新产品，则到2015年至少新增收入10亿元，相当于再造一个长青。
- 我们看好南通项目的前景，理由在于：从近几年南通项目可能投放的产品来看，基本都是先正达、拜耳等农化巨头看好和主推的品种，销售规模上亿美元，需求年均增速不低于7%，超过一半在2013-2015年到期（合计市场价值近14亿美元），多数因关键中间体的合成存在技术壁垒，中小企业难以进入、国内登记企业不到5家。并且这些产品都符合了当今全球农药行业发展的大趋势，或为环保替代（如S-异丙甲草胺替代乙草胺、甲氧虫酰肼替代甲胺磷），或借转基因作物推广东风需求有望成倍增长（如麦草畏、草铵膦），或在原有产品的基础上升级换代（如噻虫胺可部分解决吡虫啉害虫抗性），毛利率基本在30%以上。从更长远的角度来看，公司规划产品70%为除草剂，与人工成本增加、耕作方式改进的趋势相吻合，并且除草剂相比杀虫剂、杀菌剂需求稳定、受气候影响因素较小，能够保证公司业绩增长的确定性。
- 南通项目能否顺利实施取决于公司的技术实力和下游客户情况。公司近五年研发支出占收入比重由3.14%上升至4.42%，在国内同行业属较高水平，且和国内多家科研院所紧密合作。另一方面，从南通产品的原研厂商来看，多数是公司现有产品的主要客户，如先正达、拜耳、陶氏益农，且合作关系良好，公司是先正达在亚太地区唯一授予HSE进步奖的生产企业。我们认为公司凭借一定的技术实力和与上述巨头多年的合作关系，有望继续走定制路线，产品销路基本有保障。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**图表18：南通项目规划产品基本情况**

| 项目 | 产品            | 类型  | 年产能<br>(吨) | 近期报价<br>(万元/吨)                             | 2009年全<br>球销售额<br>(亿美元) | 原研厂商        | 专利到期时间                                                     | 国内登记<br>企业数量 |
|----|---------------|-----|------------|--------------------------------------------|-------------------------|-------------|------------------------------------------------------------|--------------|
| 一期 | S-异丙甲草胺       | 除草剂 | 3000       | 异丙甲草胺<br>2.55, 先正<br>达精异丙甲<br>草胺乳油<br>7.23 | 4.4                     | 先正达         | 异丙甲草胺2008年到<br>期, 但是先正达又开<br>发了活性异构体即S-<br>异丙甲草胺获得专利<br>保护 | 2            |
|    | 氟氟草酯          | 除草剂 | 300        | 28.93                                      | 0.8                     | 陶氏益农        | 2007年                                                      | 3家原药         |
|    | 麦草畏           | 除草剂 | 2000       | 12.49                                      | 1.9                     | 巴斯夫         | 已过期                                                        | 12           |
|    | 环氧菌唑(氟<br>环唑) | 杀菌剂 | 300        | 43.66                                      | 4.25                    | 巴斯夫         | 2009年                                                      | 10家原药        |
|    | 甲氧虫酰肼         | 杀虫剂 | 500        | #N/A                                       | #N/A                    | 陶氏益农        | 2015年                                                      | 1            |
|    | 苯醚甲环唑         | 杀菌剂 | 500        | 16.13                                      | 2.1                     | 先正达         | 已过期                                                        | 13家原药        |
|    | 吡氟酰草胺         | 除草剂 | 500        | #N/A                                       | 1.2                     | 拜耳          | 2001年过期, 但2009<br>年1月1日被列入欧盟<br>农药登记指令, 其后<br>有5年的资料保护期    | 6            |
| 二期 | 肟菌酯           | 杀菌剂 | 200        | 135                                        | 4.9                     | 拜耳          | 2011年                                                      | 1            |
|    | 丙硫菌唑          | 杀菌剂 | 500        | #N/A                                       | 4.21                    | 拜耳          | 2015年                                                      | 0            |
|    | 噻虫胺           | 杀虫剂 | 1000       | #N/A                                       | 3.25                    | 拜耳和日本<br>武田 | 原于2009年11月到<br>期, 延长专利保护,<br>至2014年                        | 4            |
|    | 草铵膦           | 除草剂 | 3500       | 29                                         | 4.5                     | 拜耳          | 已过期                                                        | 14           |
|    | 啶虫脒           | 杀虫剂 | 1000       | 15.59                                      | 1.85                    | 日本曹达        | 2010年                                                      | 42           |
|    | 丙草胺           | 除草剂 | 2000       | #N/A                                       | #N/A                    | 先正达         | 已过期                                                        | 17           |
|    | 炔草酸           | 除草剂 | 500        | 34.47                                      | 1.5                     | 先正达         | 2010年                                                      | 未见报道         |
|    | 苯草酮           | 除草剂 | 600        | 3.96                                       | #N/A                    | zeneca      | 已过期                                                        | 未见报道         |
|    | 丙环唑           | 杀菌剂 | 2000       | 16.95                                      | 2.7                     | 先正达         | 已过期                                                        | 超过10家        |
|    | 异恶草松          | 除草剂 | 500        | #N/A                                       | #N/A                    | 富美实         | 已过期                                                        | 超过40家        |
|    | 咪唑乙烟酸         | 除草剂 | 500        | #N/A                                       | #N/A                    | 巴斯夫         | 2007年前                                                     | 34           |
|    | 氟磺胺草醚         | 除草剂 | 1000       | #N/A                                       | 1.25                    | 先正达         | 已过期                                                        | 超过13家        |

来源：公司公告、行业资料、国金证券研究所 www.181818.info

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表19：南通项目部分规划产品用途和市场前景

| 产品前景            | 产品名称      | 产品类型 | 产品用途                                                                               | 市场空间                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|-----------|------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 环保替代            | S-异丙甲草胺   | 除草剂  | 酰胺类选择性芽前土壤处理除草剂， <b>相比乙草胺安全性更高、适用作物种类更多。</b>                                       | 乙草胺全球市场销售额仍有4亿多美元，异丙甲草胺仍有进一步替代前者的空间。目前异丙甲草胺原药比乙草胺原药价格差降到30%以下，亩使用成本已不足10元，价格已不是主要障碍，国内近两年每年都有20%的增长。国内常规异丙甲草胺生产厂家众多，包括上市公司利尔化学、华邦制药。但活性更高的S-异丙甲草胺供给由先正达垄断，国内仅1-2家企业掌握技术，登记费用高达220万元，目前除了公司之外的上市公司暂未报道有涉及。                                       |
|                 | 甲氧虫酰胺     | 杀虫剂  | 双酰胺类杀虫剂，主要用于防治鳞翅目、膜翅目类等害虫，低药量、持效长、稳定、高效，对畜禽。可在防治棉铃虫方面替代甲胺磷等高毒农药，受农业部主推。            | 甲胺磷全球市场销售额仍有1亿多美元，甲氧虫酰胺存在一定的替代空间。目前除了公司之外的上市公司暂未报道有涉及。                                                                                                                                                                                          |
| 受益于转基因作物推广      | 麦草畏       | 除草剂  | 旱地阔叶选择性除草剂，在国外登记作物一般为玉米和小麦，国内主要登记用于小麦、玉米和芦苇田阔叶杂草的防除。其最大的优点在于在土壤内易分解，目前未见杂草抗性，且用量低。 | 全球麦草畏需求2万吨，产能1.5-2万吨，其中巴斯夫（5000吨）、浙江升华拜克（2000吨）、江苏扬农化工（1200吨）是唯一规模化的生产厂商，国内企业以出口为主。过去以替代绿磺隆和甲磺隆为主，每年需求以3.45%的速度稳定。随着巴斯夫和孟山都合作的耐麦草畏大豆近期获加拿大登记批准，参照草甘膦1998年转基因作物推广至今近10倍的销量增长，我们认为麦草畏未来有望复制草甘膦的发展路径。尽管价格比草甘膦高，但是可以通过混配达到更好的性价比，以解决草甘膦抗性。毛利率30%左右。 |
|                 | 草铵膦       | 除草剂  | 属灭生性除草剂，与草甘膦杀根不同，草铵膦先杀叶，通过植物蒸腾作用可以在植物木质部进行传导，其速效性介于百草枯和草甘膦之间。                      | 2003-2009年全球销售额平均增长16.5%。2010全球产能4500吨，产量2300吨，开工率低的原因在于价格比草甘膦高。国内产能2500吨，上市公司威远生化500吨、利尔化学计划投500吨。未来需求增长的逻辑基本和麦草畏相同。                                                                                                                           |
| 原有产品的升级换代       | 噻虫胺       | 杀虫剂  | 新烟碱类杀虫剂，用于水稻、蔬菜、果树及其他作物上防治蚜虫、叶蝉、蓟马、飞虱等半翅目、鞘翅目、双翅目和某些鳞翅目类害虫。                        | 2005-2009年全球销售额年均增长19.01%。未来和先正达的噻虫嗪一同解决吡虫啉抗性问题（吡虫啉2009年销售额9.5亿美元）。国内上市公司威远生化有登记。                                                                                                                                                               |
| 单纯受益于专利到期后的产能转移 | 吡氟酰草胺     | 除草剂  | 除戊唑醇、氟环唑以外第三个销量过亿的三唑类杀菌剂，在国内用于防治水稻纹枯病、稻曲病、香蕉叶斑病、黑星病、大豆锈病。                          | 2009年全球销售额1.2亿美元。国内上市公司辉丰股份有250吨产能，毛利率31%左右。                                                                                                                                                                                                    |
|                 | 环氧菌唑（氟环唑） | 杀菌剂  | 第六代三唑类超高效杀菌剂，与戊唑醇相比有更快的内吸和传导性，用于防治大豆锈病、大豆白粉病、谷物褐锈病、谷物黄锈病等。                         | 2003-2009年全球销售额年均增长7.2%，2009年国内产能约1000吨，上市公司辉丰股份200吨、计划增1000吨。随着专利陆续到期及亚洲需求增加，2013年全球需求有望达到6000吨/年。毛利率33%以上。                                                                                                                                    |
|                 | 肟菌酯       | 杀菌剂  | 用于麦类、果树、蔬菜、葡萄、花生等作物防治白粉病、锈病、霜霉病、黑星病等。                                              | 2003-2009年全球销售额年均增长13.85%。可部分解决全球第一大杀菌剂肟菌酯药效有所减弱的问题（后者2009年销售额9.1亿美元）。国内暂无报道有工业化生产装置。                                                                                                                                                           |
|                 | 丙硫菌唑      | 杀菌剂  | 用于麦类、油菜、花生、水稻、豆类等作物防治白粉病、纹枯病、锈病、菌核病、灰霉病、黑胫病等。                                      | 2005-2009年全球销售额年均增长38.93%。国内暂无报道有企业登记。                                                                                                                                                                                                          |

来源：行业资料、国金证券研究所

## 环保压力下，公司作为大企业的优势正逐步体现

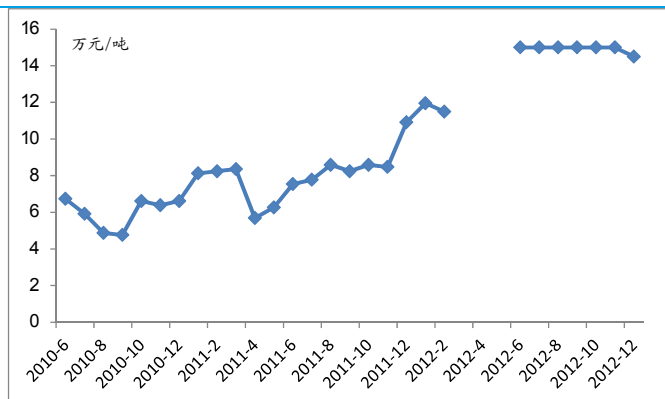
■ 农药工业快速发展，环保问题也如影随形。化学合成农药步骤多、收率较低，平均收率在40%-60%，其他原料、中间体及副产物都以“三废”形式排出，其中废水排放尤为突出。目前整个农药行业每年排放的废水占全国工业废水年排放总量的1%左右、约1亿吨，虽然不多，但是浓度高、毒性大，有许多不可生物降解或生物抑制物处理难度较大。去年颁布的《农药行业“十二五”规划》对节能减排提出明确指标，到2015年特殊污染物处理技术进一步提高和完善，“三废”排放量减少15%，农药产品收率提高5%，副产物资源化利用率提高30%。这些势必对农药企业在环保方面的投入提出高要求。然而，国内年销售额在2亿元以下的农药企业

占 80%，若按利润率 6%来算，难以承担动辄几千万元的环保设施投入，唯有销售额在 10 亿元以上的企业才有具备相应的能力。因此，《规划》还提出全行业加大兼并重组力度，实现农药生产企业的园区化管理，严格控制农药生产企业新布点，根据市场、资源环境容量、产业基础等条件，在全国形成 3-5 个生产企业集中、规模适度、配套设施齐全的农药特色明显的化工园区，到 2015 年进入化工集中区的农药原药企业达到全国总数的 50%以上，农药工业园区所在省份要有 80%原药企业进入园区。目前，农药行业在江苏南通和山东潍坊建立了南北两大农药工业园区，所在省区 50%以上农药企业已经入园。

- 公司 2011 年销售收入突破 10 亿元，位列全国农药百强中的第 17 位。2011 年 7 月公司使用超募资金 3000 万元建设年处理 5000 吨废弃物治理节能减排工程，相比中小企业吨处理成本近乎低 1000 元。并且公司在南通洋口园区规划新项目，符合国家农药企业入园、废水集中处理的产业政策。我们认为，在环保压力推动行业集中度提升的趋势下，公司作为大企业的优势正逐步。以吡虫啉为例，由于吡虫啉生产过程中产生大量废气、废水和废渣，大型企业三废量比小型企业少 60%，相应吨产品处理成本也要低 1000 元以上，在此背景上，大量企业停产转产，国内 63 家企业获得过吡虫啉原药登记，仅 23 家企业具备有效生产许可证，实际开工企业不足 15 家。加之 2011 年 7 月 1 日正式实施吡虫啉行业准入条件，新建生产装置规模必须达到年产 2000 吨，含量 98%以上，再次提高了行业准入门槛。截至目前，国内尚无吡虫啉新增产能报道，行业供给已经受到限制，而作为全球第一大杀虫剂的需求在替代有机磷高毒农药及种子处理剂的推动下依然稳定增长，因此在基本面有所好转的趋势下，公司作为国内吡虫啉排名第三的生产企业正享受行业景气的复苏。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

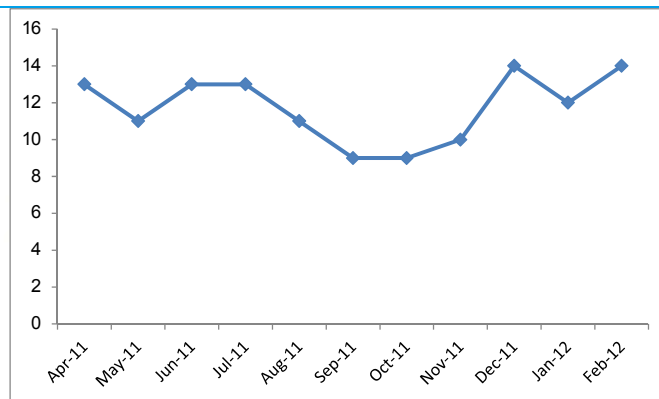
图表20：国内吡虫啉价格



来源：CCPIA、百川资讯、国金证券研究所

注：2012 年 3-5 月数据缺失

图表21：国内吡虫啉开工企业数（截至2012年2月）



来源：CCPIA、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**图表22：国内吡虫啉主要生产厂家的（2011 年底，万吨）**

| 企业名称   | 产能    | 工艺路线       |
|--------|-------|------------|
| 江苏克胜   | 3000  | 环戊二烯环合法    |
| 青岛海利尔  | 2500  | 环戊二烯环合法    |
| 长青股份   | 2200  | 环戊二烯环合法    |
| 江苏常隆   | 2000  | 3-甲基吡啶氧化法  |
| 宁波中化化学 | 2000  | #N/A       |
| 中农联合   | 2000  | #N/A       |
| 海正化工   | 1500  | 苄胺-丙醛环合法   |
| 江苏丰山集团 | 1200  | #N/A       |
| 华星化工   | 1000  | 环戊二烯环合法    |
| 红太阳    | 1000  | #N/A       |
| 盐城利民   | 720   | #N/A       |
| 扬农化工   | 700   | 丙醛-吗啉工艺    |
| 威远生化   | 600   | #N/A       |
| 建农农药   | 500   | #N/A       |
| 盐城双宁   | 500   | #N/A       |
| 沙隆达    | 500   | #N/A       |
| 其他     | 3080  | #N/A       |
| 合计     | 25000 | 以环戊二烯环合法为主 |

来源：百川资讯、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### ■ 盈利预测核心假设：

- 2013 年业绩增长来自南通两个产品项目投产，考虑到 2012 年业绩增速较快、基数高，2013 年增速可能低于 2012 年；而 2014 年业绩增长来自 2013 年投放产品的完全达产和新品种投放。
- 考虑到南通高毛利产品逐渐投产，预计 2012-2014 年公司毛利率稳中有升；而净利率因新产品推广费用和折旧增加基本保持平稳。
- 随着新产品逐年投产，考虑到规模效益，假设管理费用占收入比重有所下降；考虑到新产品推广，假设销售费用占收入比重有所上升。
- 公司、子公司江苏长青农化贸易有限公司出口产品执行“免、抵、退”税政策，其中农药制剂产品出口退税率为 5%、原药出口退税率为 9%、中间体出口退税率为 13%。随着出口收入占比增加，出口退税额提高，公司营业税金及附加大幅减少，2011 年占收入比重接近 0%。考虑到公司产品未来仍有可能走为国外农化巨头定制的路线，我们假设出口比重将继续增加，营业税金及附加项目继续维持较小金额。
- 未来保持高新技术企业 15%的优惠所得税率不变。
- 基于上述假设，预计 2012-2014 年公司实现收入 12.47、16.02、20.72 亿元，归属于母公司净利润 1.59、2.00、2.56 亿元，EPS 0.77、0.97、1.25 元/股。
- 估值方面，我们选取做农药定制的联化科技和辉丰股份作为可比公司。上述公司 2013 年一致性预测 PE 为 17.72 倍，按照我们的预测，本公司 13 年 PE 为 15.90 倍，低于行业平均。考虑到公司南通产品的美好前景，给予明年 20-21 倍 PE，目标价 19.40-20.37 元/股，给予“买入”评级。

图表23：公司主营业务盈利预测情况

| 项 目        | 2007   | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E    |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>除草剂</b> |        |         |         |         |         |         |         |          |
| 销售收入（百万元）  | 238.95 | 295.03  | 392.83  | 369.71  | 469.14  | 473.83  | 583.83  | 747.30   |
| 增长率（YOY）   |        | 23.47%  | 33.15%  | -5.89%  | 26.89%  | 1.00%   | 23.22%  | 28.00%   |
| 毛利率        | 31.08% | 30.19%  | 38.03%  | 35.41%  | 22.00%  | 25.60%  | 26.46%  | 27.50%   |
| 占总销售额比重    | 57.65% | 47.38%  | 58.28%  | 49.21%  | 46.85%  | 38.00%  | 36.45%  | 36.06%   |
| 占主营业务利润比重  | 67.75% | 44.53%  | 67.10%  | 61.11%  | 48.39%  | 36.72%  | 35.92%  | 35.96%   |
| <b>杀虫剂</b> |        |         |         |         |         |         |         |          |
| 销售收入（百万元）  | 141.49 | 288.65  | 242.40  | 290.65  | 447.87  | 679.27  | 906.27  | 1,178.15 |
| 增长率（YOY）   |        | 104.01% | -16.02% | 19.90%  | 54.09%  | 51.67%  | 33.42%  | 30.00%   |
| 毛利率        | 22.53% | 35.77%  | 27.17%  | 24.22%  | 22.09%  | 28.40%  | 27.95%  | 28.50%   |
| 占总销售额比重    | 34.13% | 46.35%  | 35.96%  | 38.68%  | 44.73%  | 54.48%  | 56.58%  | 56.85%   |
| 占主营业务利润比重  | 29.08% | 51.62%  | 29.58%  | 32.86%  | 46.38%  | 58.39%  | 58.90%  | 58.75%   |
| <b>杀菌剂</b> |        |         |         |         |         |         |         |          |
| 销售收入（百万元）  | 28.09  | 33.08   | 33.18   | 85.64   | 75.28   | 83.78   | 100.78  | 134.78   |
| 增长率（YOY）   |        | 17.77%  | 0.30%   | 158.11% | -12.10% | 11.29%  | 20.29%  | 33.74%   |
| 毛利率        | 17.82% | 25.88%  | 24.57%  | 16.18%  | 15.78%  | 17.73%  | 20.70%  | 21.26%   |
| 占总销售额比重    | 6.78%  | 5.31%   | 4.92%   | 11.40%  | 7.52%   | 6.72%   | 6.29%   | 6.50%    |
| 占主营业务利润比重  | 4.57%  | 4.28%   | 3.66%   | 6.47%   | 5.57%   | 4.50%   | 4.85%   | 5.01%    |
| <b>兽药</b>  |        |         |         |         |         |         |         |          |
| 销售收入（百万元）  | 5.97   | 5.97    | 5.65    | 5.36    | 9.00    | 10.00   | 11.00   | 12.00    |
| 增长率（YOY）   |        | 0.00%   | -5.36%  | -5.13%  | 67.91%  | 11.11%  | 10.00%  | 9.09%    |
| 毛利率        | 13.30% | 21.20%  | 18.24%  | 16.38%  | 10.68%  | 13.00%  | 13.00%  | 13.00%   |
| 占总销售额比重    | 1.44%  | 0.96%   | 0.84%   | 0.71%   | 0.90%   | 0.80%   | 0.69%   | 0.58%    |
| 占主营业务利润比重  | 0.72%  | 0.63%   | 0.46%   | 0.41%   | 0.45%   | 0.39%   | 0.33%   | 0.27%    |
| 销售总收入（百万元） | 414.49 | 622.73  | 674.06  | 751.36  | 1001.29 | 1246.88 | 1601.88 | 2072.24  |
| 平均毛利率      | 26.45% | 32.12%  | 33.03%  | 28.51%  | 21.30%  | 26.50%  | 26.85%  | 27.58%   |

来源：国金证券研究所

图表24：可比公司相对估值

| 股票代码   | 上市公司 | 最新收盘价 | EPS(按当前股本摊薄) |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 2011A        | 2012E | 2013E | 2011A | 2012E | 2013E |
| 002391 | 长青股份 | 15.45 | 0.55         | 0.77  | 0.97  | 28.09 | 20.06 | 15.93 |
| 002250 | 联化科技 | 19.36 | 0.57         | 0.76  | 1.03  | 33.96 | 25.47 | 18.80 |
| 002496 | 辉丰股份 | 14.98 | 0.39         | 0.65  | 0.90  | 38.41 | 23.05 | 16.64 |

来源：长青股份采用我们的预测，其他为同花顺 iFinD 一致性预测、国金证券研究所

### 风险提示

- 原材料价格波动。
- 南通项目进展低于预期。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)   |       |       |       |       |        |        | 资产负债表 (人民币百万元) |        |         |         |         |         |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
|                | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E  | 2014E  |                | 2009   | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E  |
| 主营业务收入         | 676   | 755   | 1,001 | 1,247 | 1,602  | 2,072  | 货币资金           | 17     | 916     | 724     | 555     | 500     | 500    |
| 增长率            |       | 11.7% | 32.5% | 24.5% | 28.5%  | 29.4%  | 应收款项           | 73     | 177     | 194     | 230     | 291     | 371    |
| 主营业务成本         | -450  | -538  | -785  | -917  | -1,172 | -1,501 | 存货             | 196    | 207     | 303     | 299     | 369     | 452    |
| % 销售收入         | 66.5% | 71.2% | 78.4% | 73.5% | 73.2%  | 72.4%  | 其他流动资产         | 15     | 48      | 97      | 124     | 157     | 200    |
| 毛利             | 227   | 218   | 217   | 330   | 430    | 571    | 流动资产           | 302    | 1,349   | 1,318   | 1,208   | 1,318   | 1,523  |
| % 销售收入         | 33.5% | 28.8% | 21.6% | 26.5% | 26.8%  | 27.6%  | % 总资产          | 54.4%  | 81.5%   | 75.2%   | 63.8%   | 57.1%   | 53.8%  |
| 营业税金及附加        | -1    | -1    | 0     | 0     | 0      | 0      | 长期投资           | 1      | 1       | 1       | 1       | 1       | 1      |
| % 销售收入         | 0.2%  | 0.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 固定资产           | 235    | 287     | 417     | 630     | 933     | 1,253  |
| 营业费用           | -37   | -37   | -44   | -56   | -73    | -102   | % 总资产          | 42.4%  | 17.3%   | 23.8%   | 33.3%   | 40.4%   | 44.3%  |
| % 销售收入         | 5.5%  | 4.9%  | 4.4%  | 4.5%  | 4.6%   | 4.9%   | 无形资产           | 14     | 16      | 13      | 52      | 51      | 50     |
| 管理费用           | -60   | -78   | -80   | -99   | -123   | -151   | 非流动资产          | 253    | 306     | 435     | 686     | 988     | 1,308  |
| % 销售收入         | 8.9%  | 10.3% | 8.0%  | 7.9%  | 7.7%   | 7.3%   | % 总资产          | 45.6%  | 18.5%   | 24.8%   | 36.2%   | 42.9%   | 46.2%  |
| 息税前利润 (EBIT)   | 128   | 101   | 92    | 175   | 233    | 318    | 资产总计           | 555    | 1,655   | 1,753   | 1,894   | 2,306   | 2,832  |
| % 销售收入         | 18.9% | 13.4% | 9.2%  | 14.0% | 14.6%  | 15.4%  | 短期借款           | 110    | 0       | 0       | 0       | 252     | 554    |
| 财务费用           | -9    | 12    | 20    | 13    | 3      | -16    | 应付款项           | 49     | 33      | 86      | 72      | 95      | 126    |
| % 销售收入         | 1.4%  | -1.6% | -2.0% | -1.1% | -0.2%  | 0.8%   | 其他流动负债         | 19     | 11      | -11     | 45      | 40      | 34     |
| 资产减值损失         | -2    | -4    | -2    | 0     | 0      | 0      | 流动负债           | 177    | 44      | 75      | 117     | 387     | 714    |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 2     | -3    | 0      | 0      | 长期贷款           | 50     | 0       | 0       | 0       | 0       | 1      |
| 投资收益           | 0     | 0     | 0     | 1     | 0      | 0      | 其他长期负债         | 26     | 29      | 30      | 30      | 30      | 30     |
| % 税前利润         | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.7%  | 0.1%   | 0.0%   | 负债             | 254    | 74      | 105     | 147     | 417     | 745    |
| 营业利润           | 117   | 109   | 113   | 187   | 236    | 302    | 普通股股东权益        | 301    | 1,582   | 1,648   | 1,745   | 1,884   | 2,078  |
| 营业利润率          | 17.3% | 14.4% | 11.2% | 15.0% | 14.7%  | 14.6%  | 少数股东权益         | 0      | 0       | 0       | 2       | 5       | 8      |
| 营业外收支          | 0     | 13    | 17    | 3     | 3      | 3      | 负债股东权益合计       | 555    | 1,655   | 1,753   | 1,894   | 2,306   | 2,832  |
| 税前利润           | 117   | 122   | 130   | 190   | 239    | 305    | 比率分析           |        |         |         |         |         |        |
| 利润率            | 17.3% | 16.2% | 12.9% | 15.2% | 14.9%  | 14.7%  |                | 2009   | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E  |
| 所得税            | -16   | -16   | -16   | -28   | -36    | -46    | 每股指标           |        |         |         |         |         |        |
| 所得税率           | 13.6% | 12.7% | 12.5% | 15.0% | 15.0%  | 15.0%  | 每股收益           | 1.368  | 0.674   | 0.551   | 0.774   | 0.974   | 1.245  |
| 净利润            | 101   | 107   | 113   | 161   | 203    | 260    | 每股净资产          | 4.071  | 9.994   | 8.008   | 8.482   | 9.157   | 10.102 |
| 少数股东损益         | 0     | 0     | 0     | 2     | 3      | 3      | 每股经营现金净流       | 0.340  | 0.000   | 0.024   | 0.567   | 0.536   | 0.787  |
| 归属于母公司的净利润     | 101   | 107   | 113   | 159   | 200    | 256    | 每股股利           | 0.000  | 0.700   | 0.300   | 0.300   | 0.300   | 0.300  |
| 净利率            | 15.0% | 14.1% | 11.3% | 12.8% | 12.5%  | 12.4%  | 回报率            |        |         |         |         |         |        |
| 现金流量表 (人民币百万元) |       |       |       |       |        |        | 净资产收益率         | 33.60% | 6.74%   | 6.88%   | 9.12%   | 10.64%  | 12.33% |
|                | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E  | 2014E  | 总资产收益率         | 18.23% | 6.44%   | 6.47%   | 8.41%   | 8.69%   | 9.05%  |
| 净利润            | 101   | 107   | 113   | 161   | 203    | 260    | 投入资本收益率        | 23.98% | 5.58%   | 4.90%   | 8.51%   | 9.25%   | 10.24% |
| 少数股东损益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 增长率            |        |         |         |         |         |        |
| 非现金支出          | 31    | 32    | 33    | 38    | 48     | 60     | 主营业务收入增长率      | 7.20%  | 11.70%  | 32.53%  | 24.54%  | 28.47%  | 29.36% |
| 非经营收益          | 10    | -8    | -33   | -1    | 5      | 23     | EBIT增长率        | 11.41% | -20.99% | -8.69%  | 89.84%  | 33.12%  | 36.57% |
| 营运资金变动         | -117  | -130  | -109  | -82   | -146   | -181   | 净利润增长率         | 6.26%  | 5.46%   | 6.38%   | 40.37%  | 25.86%  | 27.82% |
| 经营活动现金净流       | 25    | 0     | 5     | 117   | 110    | 162    | 总资产增长率         | 11.08% | 198.42% | 5.89%   | 8.07%   | 21.72%  | 22.79% |
| 资本开支           | -57   | -116  | -176  | -286  | -347   | -377   | 资产管理能力         |        |         |         |         |         |        |
| 投资             | 0     | 0     | 0     | 3     | 0      | 0      | 应收账款周转天数       | 25.0   | 49.6    | 57.4    | 55.0    | 54.0    | 53.0   |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | -2    | 0      | 0      | 存货周转天数         | 153.5  | 136.8   | 118.8   | 119.0   | 115.0   | 110.0  |
| 投资活动现金净流       | -57   | -116  | -176  | -285  | -347   | -377   | 应付账款周转天数       | 18.0   | 17.1    | 24.2    | 25.0    | 26.0    | 27.0   |
| 股权募资           | 0     | 1,219 | 0     | 0     | 0      | 0      | 固定资产周转天数       | 122.3  | 108.1   | 121.6   | 110.1   | 102.3   | 89.7   |
| 债权募资           | 22    | -160  | 0     | -1    | 252    | 303    | 偿债能力           |        |         |         |         |         |        |
| 其他             | -16   | -44   | -30   | 0     | -70    | -88    | 净负债/股东权益       | 47.08% | -57.95% | -44.10% | -31.76% | -13.15% | 2.63%  |
| 筹资活动现金净流       | 6     | 1,015 | -30   | -1    | 182    | 215    | EBIT利息保障倍数     | 13.6   | -8.5    | -4.6    | -13.2   | -87.9   | 19.7   |
| 现金净流量          | -26   | 899   | -201  | -169  | -55    | 0      | 资产负债率          | 45.75% | 4.45%   | 6.00%   | 7.76%   | 18.09%  | 26.30% |

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0   | 1    | 2    | 2    | 8    |
| 增持 | 0   | 6    | 10   | 10   | 19   |
| 中性 | 0   | 0    | 1    | 2    | 2    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.86 | 1.90 | 1.94 | 1.87 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；  
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；  
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net