

长青股份 (002391.SZ) 化学农药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

市价 (人民币): 21.25 元
目标 (人民币): 23.75-24.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	101.97
总市值(百万元)	43.09
年内股价最高最低(元)	23.71/13.84
沪深 300 指数	2224.01
中小板指数	5500.78



相关报告

- 《12 年受益于景气复苏,13 年起期待成长性》, 2013.3.28
- 《业绩符合预期,预计一季度经营情况良好》, 2013.2.27
- 《环保农药,定制优势,厚积薄发》, 2012.12.25

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

张苏予 分析师 SAC 执业编号: S1130513070004
(8621)61038274
zhangsy@gjzq.com.cn

麦草畏投产在即, 新产品环评陆续通过

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.551	0.765	0.948	1.209	1.517
每股净资产(元)	8.01	8.48	9.15	10.09	11.34
每股经营性现金流(元)	0.02	0.80	0.71	0.85	1.07
市盈率(倍)	24.55	22.10	21.62	16.96	13.51
行业优化市盈率(倍)	29.94	34.76	44.47	44.47	44.47
净利润增长率(%)	6.43%	38.98%	26.56%	27.47%	25.49%
净资产收益率(%)	6.88%	9.02%	10.58%	12.24%	13.67%
总股本(百万股)	205.75	205.75	210.20	210.20	210.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **上半年农药景气延续, 公司经营良好:** 1H 公司氟磺胺草醚、吡虫啉受益于需求旺盛及国内中小产能因环保被关停, 量价齐升、周转加快, 推动营收同比+23.16%、出口+11.85%, 且原材料低价位运行, 毛利率+3.36 个百分点, 净利润同比+30.38%、符合预期。单季公司 2Q 收入 4.49 亿元、创历史新高, 毛利率延续去年以来景气上升趋势, 达 27.64%。鉴于下半年麦草畏等新品种将开始放量, 预计 1-9 月公司净利润维持 20%-40%同比增长。
- **麦草畏装置负荷稳步提升, 技术和客户优势确保顺利投产和销售:** 麦草畏系低毒环保旱地阔叶除草剂, 全球供需一直较为平衡, 年销售额 1.75 亿美元、需求约 1.5 万吨。近两年由于草甘膦抗性加重、将麦草畏与之复配可控制恶性杂草, 转基因巨头孟山都正计划推出耐麦草畏和草甘膦复合性状的大豆、预计 15 年上市。若假设 30%现有的耐草甘膦转基因作物 (1 亿公顷) 转为上述作物, 草甘膦和麦草畏复配比例按 9:1, 则麦草畏需求将新增 3 万吨, 有望受益于转基因作物推广的趋势实现爆发性增长。供给方面, 麦草畏中间体合成难度大、反应过程难控制, 全球仅巴斯夫 (5000 吨)、先正达 (2000 吨)、升华拜克 (1000 多吨) 等少数规模生产, 供应缺口日显。公司从起始原料三氯苯做起, 核心中间体自给, 今年 5 月 2000 吨试生产, 产品少量销售、负荷稳步提升中, 有望近期投产。鉴于核心技术人员拥有多年在国内一流农药研发机构的工作经验, 且公司与农化巨头有长期合作, 预计产品能顺利投产, 销路基本有保障。
- **新产品环评顺利通过彰显竞争力, 项目资金拟通过可转债解决:** 今年公司南通项目除了麦草畏还有 S-异丙甲草胺、氟氟草酯等 4 个高效环保替代的新农药产品通过环评, 进度快于同业, 印证了我们对公司环保优势的判断。资金方面, 公司拟发行 6.32 亿元、期限 6 年的可转债, 并新增茚虫威 (专利刚到期)、醚苯磺隆 (针对顽固阔叶杂草) 以及第一大杀菌剂嘧菌酯中间体的生产规划, 以出口为主。随着产能转移和项目布局稳步推进, 按每年投放 2 个新产品, 公司的成长股属性将逐渐显现。

投资建议与估值

- 预计 13-15 年 EPS 0.95、1.21、1.52 元/股。公司历史 PE 在 21-22 倍, 考虑到农药基本面正发生实质性好转、估值中枢正在上移, 给予 13 年 25-26 倍 PE, 目标价 23.75-24.70 元, 维持增持评级。

风险

- 新产品投产进度放缓; 可转债获批延迟; 汇率和原材料价格波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	755	1,001	1,271	1,600	1,974	2,442
增长率		32.5%	26.9%	25.9%	23.4%	23.7%
主营业务成本	-538	-785	-957	-1,173	-1,431	-1,765
% 销售收入	71.2%	78.4%	75.3%	73.4%	72.5%	72.3%
毛利	218	217	313	426	543	677
% 销售收入	28.8%	21.6%	24.7%	26.6%	27.5%	27.7%
营业税金及附加	-1	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-37	-44	-52	-59	-70	-83
% 销售收入	4.9%	4.4%	4.1%	3.7%	3.6%	3.4%
管理费用	-78	-80	-108	-146	-188	-225
% 销售收入	10.3%	8.0%	8.5%	9.1%	9.5%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	101	92	154	221	285	369
% 销售收入	13.4%	9.2%	12.1%	13.8%	14.5%	15.1%
财务费用	12	20	18	7	5	4
% 销售收入	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-0.5%	-0.2%	0.1%
资产减值损失	-4	-2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	1	-3	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	109	112	175	226	290	365
营业利润率	14.4%	11.2%	13.7%	14.1%	14.7%	15.0%
营业外收支	13	17	6	3	3	3
税前利润	122	129	181	229	293	368
利润率	16.2%	12.9%	14.3%	14.3%	14.8%	15.1%
所得税	-16	-16	-25	-32	-41	-52
所得税率	12.7%	12.5%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	106	113	156	197	252	317
少数股东损益	0	0	-2	-3	-2	-2
归属于母公司的净利润	106	113	157	199	254	319
净利率	14.1%	11.3%	12.4%	12.5%	12.9%	13.1%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	107	113	158	197	252	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	33	42	56	68	80
非经营收益	-8	-33	-20	2	1	9
营运资金变动	-130	-109	-15	-108	-146	-184
经营活动现金净流	0	5	164	147	174	221
资本开支	-116	-176	-406	-132	-247	-277
投资	0	0	-2	4	0	0
其他	0	0	2	-3	0	0
投资活动现金净流	-116	-176	-406	-131	-247	-277
股权募资	1,219	0	0	0	0	0
债权募资	-160	0	40	-67	116	130
其他	-44	-30	-48	-2	-66	-74
筹资活动现金净流	1,015	-30	-8	-69	50	56
现金净流量	899	-201	-250	-53	-22	0
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	916	724	476	422	400	400
应收款项	177	194	167	233	293	370
存货	207	303	382	434	541	677
其他流动资产	48	97	37	40	49	60
流动资产	1,349	1,318	1,062	1,130	1,283	1,507
% 总资产	81.5%	75.2%	54.0%	53.5%	52.4%	52.5%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	287	417	697	872	1,056	1,257
% 总资产	17.3%	23.8%	35.5%	41.3%	43.1%	43.8%
无形资产	16	13	106	105	104	103
非流动资产	306	435	903	982	1,164	1,364
% 总资产	18.5%	24.8%	46.0%	46.5%	47.6%	47.5%
资产总计	1,655	1,753	1,965	2,112	2,447	2,871
短期借款	0	0	69	0	116	244
应付款项	33	86	98	114	144	182
其他流动负债	11	-11	3	65	66	66
流动负债	44	75	170	180	325	493
长期贷款	0	0	1	1	1	2
其他长期负债	29	30	28	30	30	30
负债	74	105	198	210	355	524
普通股股东权益	1,582	1,648	1,746	1,883	2,076	2,333
少数股东权益	0	0	21	18	16	14
负债股东权益合计	1,655	1,753	1,965	2,112	2,447	2,871
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.673	0.551	0.765	0.948	1.209	1.517
每股净资产	9.994	8.008	8.484	9.153	10.087	11.337
每股经营现金净流	0.000	0.024	0.798	0.712	0.848	1.075
每股股利	0.700	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	6.73%	6.88%	9.02%	10.58%	12.24%	13.67%
总资产收益率	6.43%	6.46%	8.02%	9.44%	10.38%	11.11%
投入资本收益率	5.58%	4.90%	7.18%	10.00%	11.11%	12.23%
增长率						
主营业务收入增长率	11.70%	32.53%	26.94%	25.87%	23.41%	23.71%
EBIT增长率	-20.99%	-8.69%	66.41%	44.19%	28.91%	29.29%
净利润增长率	5.43%	6.43%	38.98%	26.56%	27.47%	25.49%
总资产增长率	198.42%	5.89%	12.08%	7.47%	15.89%	17.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.6	57.4	45.7	46.0	47.0	48.0
存货周转天数	136.8	118.8	130.6	135.0	138.0	140.0
应付账款周转天数	17.1	24.2	28.2	25.0	26.0	27.0
固定资产周转天数	108.1	121.6	139.5	125.8	111.8	96.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.95%	-44.10%	-23.20%	-22.19%	-13.57%	-6.57%
EBIT利息保障倍数	-8.5	-4.6	-8.5	-30.4	-61.0	102.2
资产负债率	4.45%	6.00%	10.10%	9.95%	14.52%	18.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	2	3	3	9
增持	0	1	1	1	14
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.44	1.50	1.61

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-12-25	买入	16.07	19.40 ~ 20.37
2 2013-02-27	增持	20.65	N/A
3 2013-03-28	增持	21.67	N/A

来源：国金证券研究所



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。

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。

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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