

麦草畏、吡虫啉陆续投产放量，公司将继续稳健增长

—— 长青股份（002391）调研快报

2014年3月3日

强烈推荐/维持

长青股份

调研快报

关注 1: 农药行业环保标准趋严、门槛提高，行业集中度将不断提高

环保标准提高依然是农药行业面临的主要政策环境。政府不断提高三废的排放标准，同时全社会的环保意识不断提高，居民、职工都在监督企业的三废排放情况。因此农药企业企图偷排漏排的可能性非常小。企业必须投入大量资金提高环保水平。长青股份在过去 2 年已经投入约 1 亿元，完成了废水、废渣的处理项目，达到了监管要求。

中小型企业陆续退出，行业集中度提高是农药行业今后几年的大趋势。中小企业难以生存的原因包括：（1）环保标准提高，中小企业没有资金能力投资废物处理项目；（2）农药原药、制剂的登记注册费用大幅上升，从几年前 3-5 万元一个品种上升至 30-40 万元一个品种。个别品种登记注册费超过 100 万元。而国外市场的登记费更高；（3）国家加快了高毒、高残留农药的淘汰力度。中小企业缺乏研发能力、产品储备。

关注 2: 主要产品吡虫啉产销情况良好，毛利率稳定在 30% 左右

公司拥有吡虫啉生产线 2 条，产能 2200 吨。2013 年销量在 2600 吨左右，2013 年价格在 15 万元/吨（含税），毛利率在 25%-30% 左右。

吡虫啉市场上公司的主要竞争对手包括江苏克胜、青岛海利尔等。公司主要优势是产业链较长，成本控制能力强。公司从源头通过 5、6 步反应生产吡虫啉，而不少企业只生产最后 2、3 部工序，上游原料需要外购。

关注 3: 麦草畏装置运行顺利，2014 年将达到设计产能

麦草畏属于安息香酸除草剂，对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果，其在北美等地区的需求保持快速增长。麦草畏价格约 13 万元/吨，毛利率在 30% 左右。2013 年 2 季度，公司在南通如东地区的 2000 吨/年麦草畏装置建成投产。2013 年该装置生产麦草畏约 600 吨，贡献收入约 7600 万元。目前该装置已经基本达到设计产能，考虑到下游需求较好，我们预计 2014 年公司麦草畏产销量有望达到 2000 吨，贡献收入 2.6 亿元，较 2013 年增加 1.84 亿元。

梁博

Tel: 010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S148051206006

郝力芳

Tel: 010-66554036

Email: haolf@dxzq.net.cn

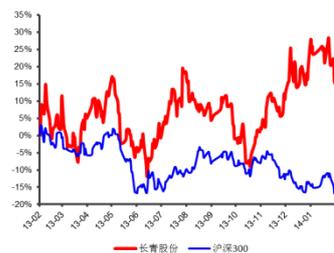
执业证书编号:

S1480512070001

交易数据

52 周股价区间 (元)	17.84-26.84
总市值 (亿元)	49.9
流通市值 (亿元)	24.2
总股本/流通 A 股 (万股)	21020 / 10197
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.33

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、长青股份（002391）点评报告：吡虫啉、麦草畏新线投产，如东基地奠定长期发展基础

我们预计麦草畏项目 2014 年可贡献营业利润 4000-5000 万元, 该项目是公司今年最主要的利润增长点。

表 1: 长青股份主要产品

产品种类	主要产品
除草剂	麦草畏、氟磺胺草醚、烟嘧磺隆、烯草酮、三氟羧草醚、乙羧氟草醚等
杀虫剂	吡虫啉、啉虫脒、杀螨隆、毒死蜱等
杀菌剂	稻瘟酰胺、三环唑等

资料来源: 公司招股说明书, 公司网站

关注 4: 南通如东基地建设顺利, 啉虫脒、S-异丙甲草胺有望今年投产

公司已经在南通如东地区获得 604 亩土地, 未来将陆续上马新项目。按照目前的建设进度, 2014 年有望投产的项目包括 1000 吨啉虫脒, 3000 吨 S-异丙甲草胺。目前啉虫脒市场价在 14-15 万元/吨左右, S-异丙甲草胺市场定价约 6 万元/吨。预计上述项目将在 2014 年 4 季度开始陆续贡献利润。

根据公司的规划, 2015-2016 年南通基地每年都有 1-2 个新项目投产, 保证公司持续发展。另外公司本部还有 7-8 个中试项目, 未来将继续推进茚虫威原药, 醚苯磺隆原药和 2-苯并咪唑酮中间体等项目。

表 2: 长青股份主要产品及产能

产品种类	产能 (吨/年)	市场价格 (万元/吨)
吡虫啉	2200	15
啉虫脒	1000 (2014 年建成)	14-15
氟磺胺草醚	2400	9-10
麦草畏	2000	13
稻瘟酰胺	500	16
烟嘧磺隆	300	24
烯草酮	500	16
合计	8900	

资料来源: 东兴证券研究所

关注 5: 坚持“原药+制剂”两条腿走路, 未来制剂业务的收入占比将提升

公司 2013 年制剂销量约 8800 吨, 贡献收入约 3.2 亿元 (含制剂大包装)。公司收入中制剂占比约 20%, 原药占比约 80%。未来几年公司计划加大制剂的推广力度, 争取将制剂收入年增长率维持在 30% 以上。公司计划 3-5 年内, 制剂业务占收入的比重提高至 30% 左右。

目前公司有大约 60 人的销售团队, 向下游客户推广公司的制剂产品。每年有大约 5-10 个制剂产品上市。因此我们对公司制剂业务的增长有信心。

关注 6: 2014 年有望完成可转债发行, 保证项目建设资金

2013 年 7 月公司发布公告称计划发行可转债, 为 7 个新建项目融资。公司已经于 2014 年 1 月发布了年报, 并有条不紊的在推进可转债的审批和发行。我们预计可转债融资有望在今年年中完成, 募集资金在 6.3 亿元左右, 这些资金将满足未来 2-3 年项目建设的资金需求。同时由于可转债融资成本较低, 发行可转债也有望优化公司资本结构, 降低资金成本。

结论:

近年来农药市场开始回暖, 海外订单增加, 国内小企业陆续被并购或退出, 行业集中度提高。长青股份主要产品吡虫啉价格上升, 新建麦草畏装置投产顺利, 未来市场前景广阔。此外, 公司在如东化工园区内规划了较多的新产品项目, 将在未来几年内陆续建成投产。看好公司依托多年的技术积累以及良好的管理在农药行业不断做大做强。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.92 元, 1.10 元和 1.37 元。对应 PE 分别为 25.9 倍, 21.7 倍和 17.3 倍, 维持“强烈推荐”评级。

表 3: 公司盈利预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1271	1569	1927	2318	3218
增长率 (%)	26.94%	23.43%	22.84%	20.29%	38.83%
净利润 (百万元)	160	193	231	288	335
增长率 (%)	40.61%	20.71%	19.79%	24.95%	16.16%
净资产收益率 (%)	9.03%	9.83%	10.85%	12.26%	12.76%
每股收益 (元)	0.76	0.92	1.10	1.37	1.59
PE	31.3	25.9	21.7	17.3	14.9
PB	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

2005 年获得工学硕士, 2007 年加盟东兴证券研究所, 现任基础化工行业组长, 资深行业研究员, 有 6 年化工行业研究经验。

杨伟

化学工程硕士, 2010 年加盟东兴证券研究所, 三年化工行业工作经验, 现从事化工行业 (煤化工/化肥/民爆/石油化工等) 研究。

郝力芳

2007 年获得硕士学位, 具有氯碱工业协会近 3 年从业经历, 主要负责相关产品市场分析及预测, 2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作, 2011 年加盟东兴证券研究所, 目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域, 主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。