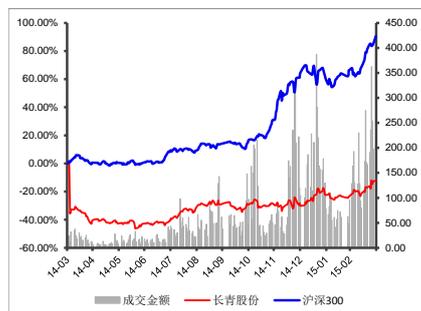


投资评级：买入（维持）

收盘价	19.51
目标价	29.13
上次目标价	

研究员

谢建斌 执业证书编号：
 分析师 S1100514100001
 xiejianbin@cczq.com

股价走势图


长青股份：盈利能力持续向好

核心观点

事件：公司公告2014年年报，报告期内营业收入为18.09亿元，同比增长15.32%；归属于母公司净利润为2.34亿元，同比增长21.62%；基本每股收益为0.74元；年度利润分配预案为：每10股派3.00元(含税)。

- ◆ **业绩符合预期，盈利能力持续增强。**公司长期立足农药原药生产，在行业竞争力和地位不断提升。公司自2012-2014年间净利润增速分别为40.61%，20.71%，21.62%；产品毛利率分别为24.67%，26.56%，28.01%；盈利能力逐渐提升。
- ◆ **产品结构良好，麦草畏供不应求。**公司的主要产品中氟磺胺草醚、吡虫啉等市场需求良好，麦草畏新产品供不应求。公司南通子公司2014年收入3.88亿元，净利润6571万元，主要与麦草畏产品贡献有关。麦草畏主要受益于相关转基因作物的推广，目前全球表观需求量约2万吨，参考最近5年全球转基因种植面积7.1%的平均增速，及代替草甘膦在相关作物中的推广，未来前景广阔。
- ◆ **新产品持续投放，成长性良好。**公司1000吨/年啮虫脒原药项目已投产，3000吨/年S-异丙甲草胺原药和1000吨/年2-苯并咪唑酮中间体项目已于2014年12月建成投产，未来仍有醚苯磺隆、氟氟草酯、茚虫威等原药项目陆续投产，将保持长期成长性。
- ◆ **估值与投资建议：**我们预计公司2015-17年每股收益分别为0.971、1.264、1.512，参考可比公司PE，认为给予公司2015年30倍PE合理，对应目标价29.13，仍给予公司买入评级。

川财证券研究所

成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1568.67	1808.98	2190.68	2646.34	3165.02
增速	23.43%	15.32%	21.10%	20.80%	19.60%
归属母公司股东净利润（百万元）	192.55	234.17	306.26	398.50	476.87
增速	20.71%	21.62%	30.79%	30.12%	19.66%
总股本（百万）	210.20	315.31	315.31	315.31	315.31
EPS	0.611	0.743	0.971	1.264	1.512
PE	31.95	26.27	20.09	15.44	12.90

主要产品结构良好

公司立足于原药生产，主要生产的农药产品有 10 余种，包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大类。我们认为公司的农药产品结构良好、商业模式稳定、未来成长明确。我们认为公司主要的优势为：

- 产品组合丰富，其中麦草畏受益于相关转基因作物的推广；
- 成长性良好，仍有 3000 吨 S-异丙草胺原药、300 吨氟氟草酯原药、200 吨茚虫威原药、450 吨醚苯磺隆原药等项目投产。
- 生产加工能力强，生产线的品种切换能力强；可规避品种单一的风险；

公司与跨国公司合作时间长，主要产品中均与跨国公司有一定合作，定单的保障能力强。我们认为公司的麦草畏仍有扩建可能，未来仍有可能实施的产品还有草铵磷、异噁草松等产品。

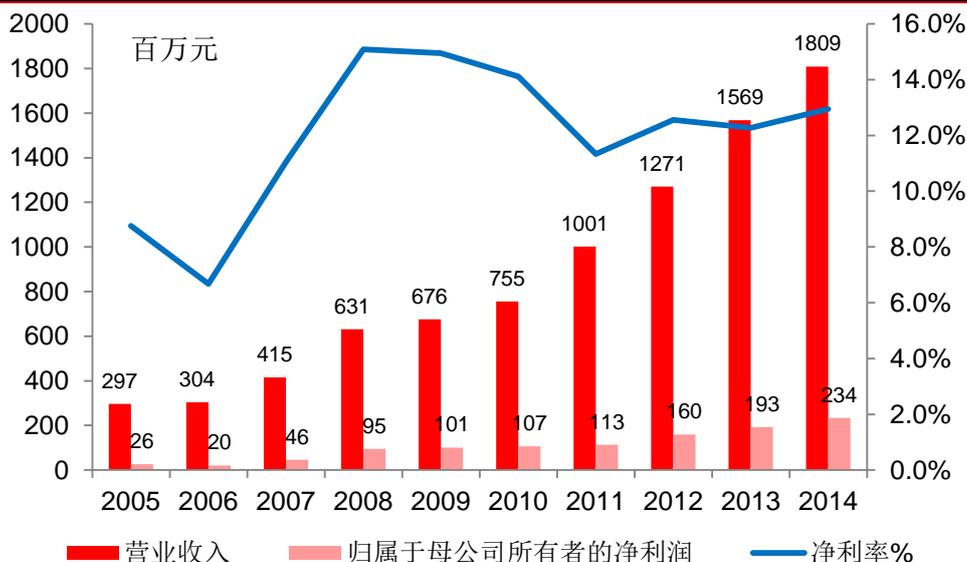
图 1：公司的主要产品

农药种类	产品	公司产能 (吨/年)	类别	2011年全球 销售额/亿美元	主要代表公司	2014年预计产量 (吨)	2015年预计产量 (吨)	产品上市 时间
除草剂	氟磺胺草醚	2400	二苯醚类	1.6	先正达	2500	2600-2700	1982
	烯草酮	500	环己烯酮类	2.3	住友化学、阿里 斯达、马克西姆	300	500	1987
	烟嘧磺隆	300	磺酰胺类	2.8	杜邦	100	100	1991
	麦草畏	2000	安息香酸系	1.8	巴斯夫	2000	3000	1965
	S异丙草胺	3000	酰胺类	5.5	先正达		3000	1975
杀虫剂	吡虫啉	2000	烟碱类	10.2	拜耳	2800	3000	1991
	啶虫脒	1000	烟碱类	2	日本曹达	400	1000	1996
	丁醚脲		硫脲类	0.75	先正达		600-800	1991
	茚虫威	200	氨基甲酸酯类	1.65	杜邦			1998
杀菌剂	三环唑		其他唑类	1.2	陶农科、组合化 学等		600-700	1975
	稻瘟酰胺	500	酰胺类		巴斯夫、日本农 药	300	300	
	2-苯并咪唑酮						600-800	

资料来源：世界农化网、川财证券研究所

公司长期立足农药原药生产，在行业竞争力和地位不断提升。公司自 2012-2014 年间净利润增速分别为 40.61%，20.71%，21.62%；产品毛利率分别为 24.67%，26.56%，28.01%；盈利能力逐渐提升。

图 2：公司盈利能力持续增强



资料来源: Wind, 川财证券研究所

投资建议

我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.971、1.264、1.512, 参考可比公司 PE, 认为给予公司 2015 年 30 倍 PE 合理, 对应目标价 29.13, 仍给予公司买入评级。

图 3: 可比公司 PE

简称	最新价	净利润 (亿元)			PE		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
计算均值		1.94	2.58	3.25	60.74	36.63	26.48
扬农化工	36.61	4.29	5.13	6.13	22.06	18.42	15.41
利尔化学	18.40	0.92	1.46	1.97	40.31	25.51	18.88
辉丰股份	31.08	2.01	2.91	3.77	61.26	42.43	32.74
雅本化学	18.50	0.52	1.06	2.03	107.91	52.68	27.51
诺普信	17.44	1.98	3.17	3.92	61.86	38.75	31.32
升华拜克	14.52	0.83	1.40	1.78	71.03	41.98	33.05

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

- 1) **需求风险:** 农化行业未来的需求将是结构化的, 如果油价下跌从而影响到生物乙醇的需求, 则未来玉米的种植面积减少, 有可能会减少相应农化产品的需求。
- 2) **产品风险:** 农药产品种类繁多, 产品更新换代快, 从而影响到公司产品的景气程度。

报表预测(百万元)					
利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1568.67	1808.98	2190.68	2646.34	3165.02
减: 营业成本	1152.07	1302.23	1540.54	1833.24	2199.89
营业税金及附加	1.58	1.41	1.71	2.06	2.46
营业费用	51.74	53.75	65.09	78.62	94.03
管理费用	138.12	159.72	193.42	233.65	279.45
财务费用	-3.28	12.29	32.65	33.87	32.88
资产减值损失	1.74	6.39	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	4.70	0.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.49	-0.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	228.92	272.82	357.27	464.88	556.30
加: 其他非经营损益	-8.02	-0.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	220.90	272.30	357.27	464.88	556.30
减: 所得税	30.63	40.11	53.59	69.73	83.44
净利润	190.27	232.20	303.68	395.15	472.85
减: 少数股东损益	-2.27	-1.97	-2.58	-3.35	-4.01
归属母公司股东净利润	192.55	234.17	306.26	398.50	476.87
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	326.11	181.79	92.85	49.62	181.17
应收和预付款项	318.63	447.15	342.19	609.64	529.20
存货	358.91	442.64	567.04	634.48	807.35
其他流动资产	1.15	285.59	285.59	285.59	285.59
长期股权投资	1.41	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.91	0.91	0.91	0.91
固定资产和在建工程	1119.41	1563.28	1801.95	1920.63	2019.30
无形资产和开发支出	103.52	110.51	110.51	110.51	110.51
其他非流动资产	44.78	44.79	44.79	44.79	44.79
资产总计	2273.92	3076.67	3245.85	3656.17	3978.82
短期借款	70.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	112.73	178.15	126.20	235.36	197.63
长期借款	100.00	615.91	615.91	615.91	615.91
其他负债	32.57	0.33	0.00	0.00	0.00
负债合计	315.30	804.39	742.11	851.27	813.54
股本	210.20	315.31	315.31	315.31	315.31
资本公积	1145.94	1061.89	1061.89	1061.89	1061.89
留存收益	583.97	878.54	1112.56	1417.08	1781.48
归属母公司股东权益	1940.11	2255.74	2489.77	2794.28	3158.68
少数股东权益	18.52	16.55	13.97	10.62	6.60
股东权益合计	1958.62	2272.28	2503.73	2804.90	3165.29
负债和股东权益合计	2273.92	3076.67	3245.85	3656.17	3978.82

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	208.89	225.55	326.27	284.63	476.90
投资性现金净流量	-444.29	-848.30	-300.33	-200.00	-200.00
筹资性现金净流量	89.36	498.09	-114.88	-127.86	-145.35
现金流量净额	-144.31	-125.61	-88.94	-43.23	131.55

财务分析和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
毛利率	26.56%	28.01%	29.68%	30.73%	30.49%
净利率	12.13%	12.84%	13.86%	14.93%	14.94%
ROE	9.92%	10.38%	12.30%	14.26%	15.10%
ROA	9.40%	9.25%	12.01%	13.64%	14.81%
ROIC	14.22%	13.42%	12.13%	13.91%	14.75%
成长能力					
销售收入增长率	23.43%	15.32%	21.10%	20.80%	19.60%
净利润增长率	20.67%	22.03%	30.79%	30.12%	19.66%
资本结构					
资产负债率	13.87%	26.14%	22.86%	23.28%	20.45%
流动比率	5.50	7.20	10.20	6.71	9.12
速动比率	3.53	3.34	3.45	2.80	3.60
经营效率					
总资产周转率	0.69	0.59	0.67	0.72	0.80
存货周转率	3.21	2.94	2.72	2.89	2.72
业绩和估值					
EPS	0.611	0.743	0.971	1.264	1.512
BPS	6.153	7.154	7.896	8.862	10.018
PE	31.95	26.27	20.09	15.44	12.90
PB	3.17	2.73	2.47	2.20	1.95
EV/EBITDA	14.12	17.23	14.45	11.32	9.32

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司