


化工
Chemistry
2010 年 4 月 2 日
市场数据 2010 年 4 月 2 日

总股本（万股）	7392
发行量（万股）	2500
发行日期	2010.04.06
发行方式	网下配售+网上申购
主承销商	光大证券
第一大股东	于国权

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.07
净资产收益率（元）	38.68
资产负债率（%）	45.75

王昕 杨杰（协助）
 +86 755 83025935
yangjie@jyq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

长青股份（002391）定价报告

——技术优势突出、出口有望明显回升

申购建议：申购

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	676	911	1078	1250
营业收入增长率(%)	7.2%	34.7%	18.2%	16.0%
净利润（百万元）	101	130	146	170
净利润增长率(%)	6.3%	28.3%	12.1%	16.6%
EPS（元）	1.02	1.31	1.47	1.72

资料来源：金元证券研究所

● 公司产品包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大系列共 20 种原药、61 种制剂。09 年主要产品氟磺胺草醚（除草剂）、吡虫啉（杀虫剂）和三环唑（杀菌剂）产量分别为 2171 吨、1359.7 吨和 343 吨。公司氟磺胺草醚和吡虫啉的国内市场占有率分别在 60%和 15%以上。

● 09 年，公司营业收入 6.76 亿元，其中氟磺胺草醚、吡虫啉和三环唑收入占比分别为 38.9%、24.1%和 4.3%。09 年公司出口收入 3.13 亿元，其中氟磺胺草醚、吡虫啉和三环唑出口收入占全部出口收入比例为 54.8%、22.7%和 2.7%。预计 10 年全球农药需求增速恢复到 10%以上，将对公司原药出口起到明显拉动作用。

● 技术优势较为突出。09 年公司研发投入占主营收入比例为 4.62%，处于较高水平。公司拥有氟磺胺草醚合成工艺、吡虫啉中间体合成方法、二氯二酰氯的指标工艺等 6 项专利。公司是先正达公司在亚太地区唯一授予 HSE 进步奖的生产企业。

● 同时兼顾出口和内销、原药和制剂，经营相对稳健。09 年公司出口和内销收入分别为 3.13 亿元和 3.63 亿元，差别不大。公司成功与先正达、拜耳、陶氏益农等国际大企业合作，并与先正达签订了成本加成合同，毛利率有一定保障。内销方面，公司在全国建立 1000 多个营销网点，有一定的渠道优势。09 年，公司原药和制剂销售收入分别为 4.62 亿元和 2.06 亿元。尽管制剂销售占比逐年下滑，但仍有助于增强公司经营灵活性。

● 公司拟发行 2500 万股，募资 2.37 亿元。募投项目为年产 1200 吨氟磺胺草醚原药、年产 1200 吨吡虫啉原药、年产 300 吨烟嘧磺隆原药、年产 500 吨烯草酮原药和年产 500 吨稻瘟酰胺原药五个项目。募投项目中，吡虫啉已实现 1000 吨/年产能，烟嘧磺隆、烯草酮、稻瘟酰胺已实现大批量试生产，预计投产风险不大。

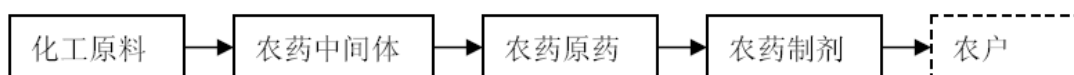
- 估值。根据测算，公司 10-12 年每股收益分别为 1.31 元、1.47 元和 1.72 元。10 年农药行业整体市盈率为 25.9 倍。我们认为，公司具备一定的技术优势、受益国外农药市场回暖程度较高，可给予公司 10 年 30 市盈率估值，对应上市后合理价格 39 元，建议申购。
- 风险。税收风险，如 11 年后公司所得税优惠取消，11 年 EPS 下降 0.17 元。市场风险，公司主要产品吡虫啉市场竞争加剧、氟磺胺草醚市场偏小。汇率风险，公司出口比重较高，人民币升值对公司业绩存在负面影响。

图表 1 发行前后公司股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
于国权	3,622.08	49	3,622.08	36.62
黄南章	887.04	12	887.04	8.97
周秀来等 6 人	2882.88	39	2882.88	29.14
社会公众股			2500	25.27
合计	7,392.00	100	9,892.00	100

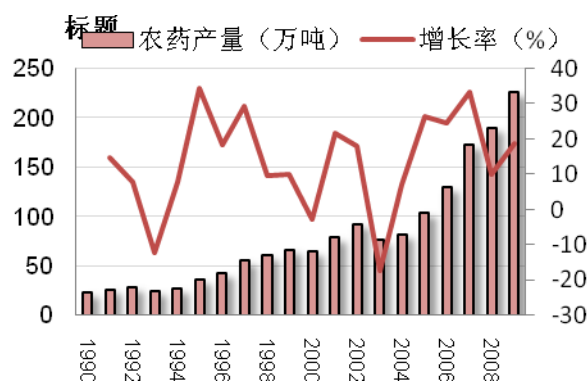
资料来源：公司招股书

图表 2 农药产业链结构



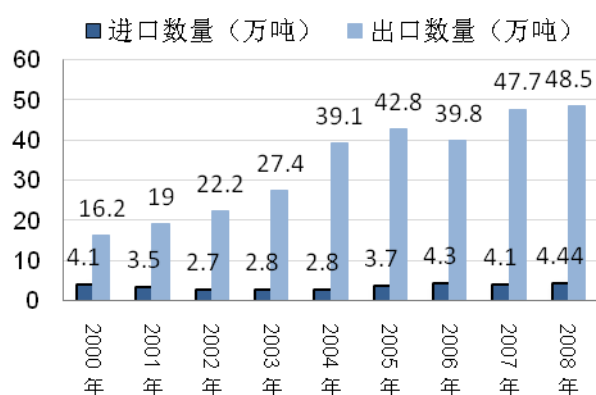
资料来源：公司招股书

图表 3 09 年我国农药产量增长 18.9%



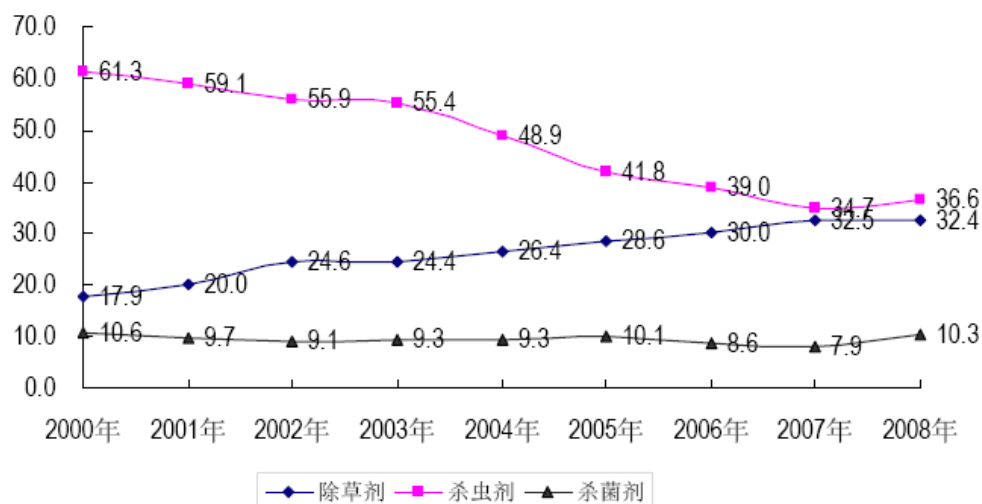
数据来源: wind 金元证券研究所

图表 4 受金融危机影响近年来我国农药出口增长放缓



数据来源: 金元证券研究所

图表 5 我国近年来除草剂产量占比上升、杀虫剂产量占比下降



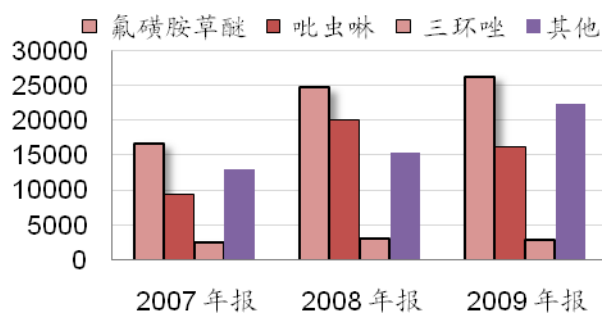
数据来源: 公司招股书

图表 6 我国主要农药上市公司业务规模和主要产品

上市代码	上市公司	2008 年农药业务收入(亿元)	主要农药产品
600596	新安股份	51.2	草甘磷
000553	沙隆达 A	20.8	氯氰菊酯、毒死蜱、精喹禾灵、百草枯
600486	扬农化工	19.9	拟除虫菊酯、草甘磷、吡虫啉
600389	江山股份	18.3	草甘磷、敌敌畏
600226	升华拜克	18.0	阿维菌素、草甘磷
002018	华星化工	13.6	草甘磷、杀虫单、杀虫双、精恶唑禾草灵
002215	诺普信	10.5	乳油、粉剂、水乳剂、悬浮剂
002250	联化科技	7.9	农药中间体
000525	红太阳	7.6	毒死蜱、百草枯、吡虫啉
600803	威远生化	6.5	阿维菌素、吡虫啉、除虫脲
002391	长青农化	6.2	氟磺胺草醚、吡虫啉、三环唑
600731	湖南海利	5.7	甲萘威、仲丁威、异丙威、好安威
600882	大成股份	4.5	敌敌畏、氧乐果
002258	利尔化学	4.0	毕克草、毒莠定及氟草烟
600532	华阳科技	3.9	神农丹、灭多威、二甲戊乐灵
600796	钱江生化	2.6	赤霉素、井冈霉素、阿维菌素

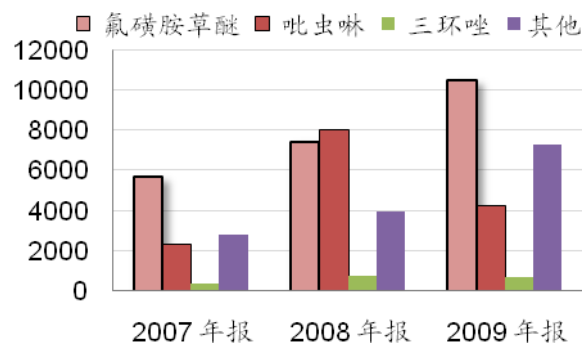
资料来源：公司招股书

图表 7 09 年氟磺胺草醚和吡虫啉收入占全部收入的 63% (单位：万元)



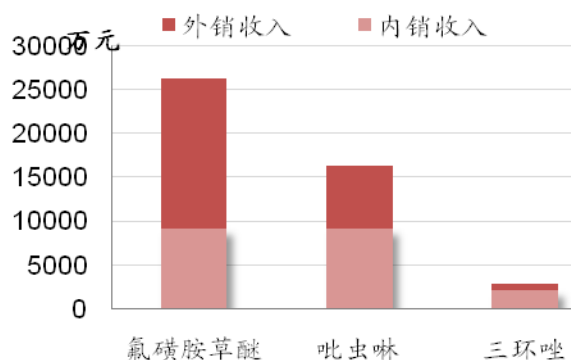
资料来源：公司招股书

图表 8 09 年氟磺胺草醚和吡虫啉毛利占全部毛利的 65% (万元)



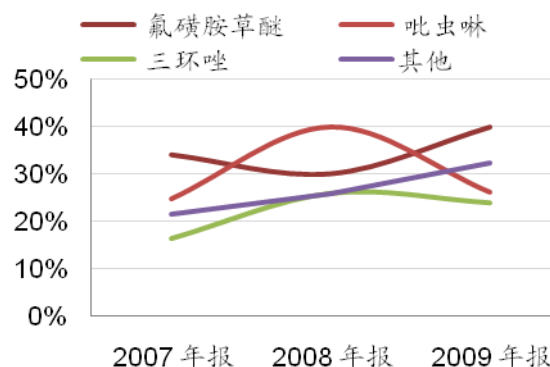
资料来源：公司招股书

图表 9 09 年公司氟磺胺草醚和吡虫啉外销收入
比重分别 65.5%和 43.9%



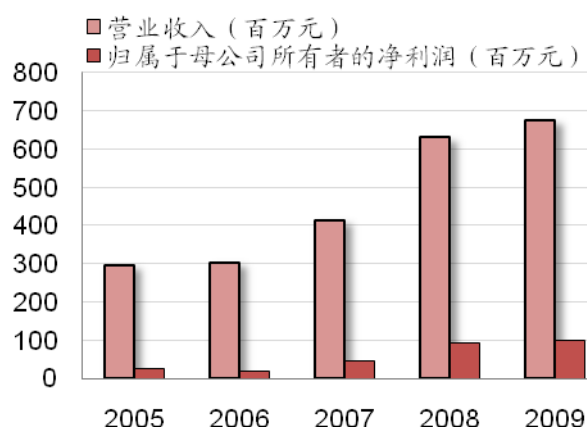
资料来源：公司招股书

图表 10 09 年公司吡虫啉毛利率下降 13.9%



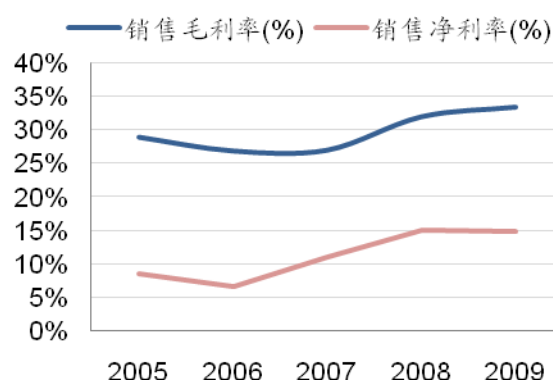
资料来源：公司招股书

图表 11 公司近年来业务规模快速扩张



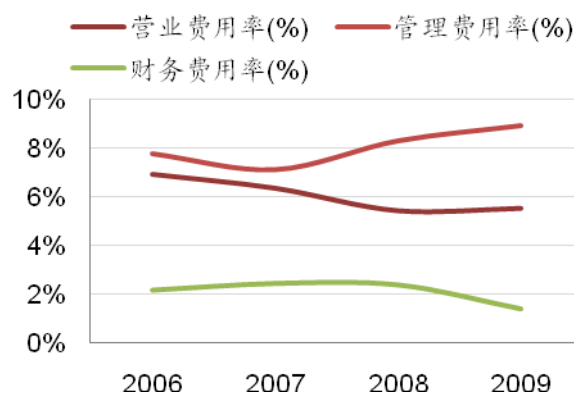
资料来源：公司招股书

图表 12 09 年公司毛利率为 33.5%



资料来源：公司招股书

图表 13 公司管理费用率明显提升



资料来源：公司招股书

图表 14 公司募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	项目实施 前 产 能 (吨)	新增产能 (吨)	达产后总 产能(吨)	内部收益 率(%)	建 设 期 (年)
年产 1200 吨氟磺胺草醚原药	5500	1200	1200	2400	25.4%	1
年产 1200 吨吡虫啉原药	5200	2000	1200	3200	29.8%	1
年产 300 吨烟嘧磺隆原药	4478	0	300	300	22.8%	1
年产 500 吨烯草酮原药	4498	0	500	500	35%	1
年产 500 吨稻瘟酰胺原药	4045	0	500	500	25%	1
合计	23721					

资料来源：公司招股书

图表 15 公司盈利预测基本假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
氟磺胺草醚						
毛利率 (%)	34.10%	30.12%	39.92%	36.00%	36.00%	36.00%
销量 (吨)	1296	1934	2069	2300	2400	2400
单价 (万元/吨)	12.84	12.72	12.676	12.5	12.6	12.6
单位成本 (万元/吨)	8.46	8.89	7.62	8.00	8.06	8.06
销售收入增速 (%)		48%	7%	10%	5%	0%
吡虫啉						
毛利率 (%)	24.8%	40.1%	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
销量 (吨)	800	1,200	1,421	1,800	2,000	2,200
单价 (万元/吨)	11.74	16.73	11.40	13.00	14.20	14.20
单位成本 (万元/吨)	8.83	10.02	8.42	9.10	9.94	9.94
销售收入增速 (%)	#DIV/0!	114%	-19%	44%	21%	10%
三环唑						
毛利率 (%)	16.3%	26.1%	24.0%	24.0%	24.0%	25.0%
销量 (吨)	400	400	404	600	800	900
单价 (万元/吨)	6.25	7.54	7.17	7.20	7.20	7.40
单位成本 (万元/吨)	5.23	5.58	5.45	5.47	5.47	5.55
销售收入增速 (%)		21%	-4%	49%	33%	16%
烟嘧磺隆						
毛利率 (%)				35.50%	36.00%	36.00%
销量 (吨)				100	200	300
单价 (万元/吨)				30.09	30.09	30.09
单位成本 (万元/吨)				19.41	19.26	19.26
销售收入增速 (%)					100%	50%
烯草酮						
毛利率 (%)				36.00%	41.00%	41.00%
销量 (吨)				200	300	500
单价 (万元/吨)				20.35	20.35	20.35
单位成本 (万元/吨)				13	12	12
销售收入增速 (%)					50%	67%
其他						
收入 (万元)	130200	15308	22297	27583	31233	37610
成本 (万元)	10219	11452	15053	19584	22175	26703
毛利率 (%)	21.51%	25.19%	32.49%	29.00%	29.00%	29.00%

资料来源: 金元证券研究所

图表 26 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	676	911	1078	1250
营业成本	450	622	732	847
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	37	52	60	70
管理费用	60	74	91	106
财务费用	9	9	22	25
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	117	153	171	200
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	117	153	171	200
所得税	16	23	26	30
净利润	101	130	146	170
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101	130	146	170
EBIT	126	162	193	225
EPS (元)	1.02	1.31	1.47	1.72

资料来源: wind 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.