

长青股份 (002391)

新品种不断推出，未来业绩持续增长

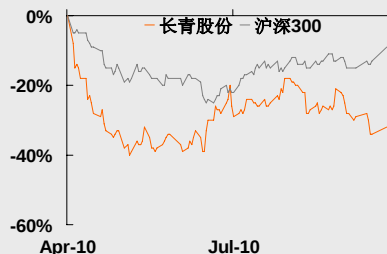
推荐 (首次)

现价：31.57 元

主要数据

行业	化学农药制造业
公司网址	www.jscq.com
大股东/持股	于国权/36.62%
实际控制人/持股	于国权/36.62%
总股本(百万股)	158
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	50.74
流通 A 股市值(亿元)	12.82
每股净资产(元)	9.87
资产负债率(%)	5.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 综合排名在行业前 20 位的农药子行业龙头企业

公司产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列共 20 种原药、61 种制剂。主要产品“氟磺胺草醚”的产销量位居全国第一位，市场占有率超过 60%；“吡虫啉”产品市场占有率超过 15%，位居行业前 3 位。

■ 行业景气低迷导致今年上半年业绩下滑

2010 年上半年，受国内恶劣天气（低温冰冻、干旱、洪涝等）、金融危机导致的出口的量价下滑等影响，行业景气低迷，市场竞争激烈，公司的吡虫啉等部分产品销售价格下调，毛利率有所下降。2010 年上半年，公司主营业务毛利率同比下滑 4.5 个百分点，扣除非经常性损益后的净利润同比下降 5.6%。

■ 出口收入占比约一半，毛利率高于国内

公司出口收入占比约一半。公司先后与国际农药巨头先正达、拜耳和陶氏益农建立了合作关系。由于出口退税（出口退税率 9%）和外销产品售价较高，公司出口毛利率高于国内。2009 年公司综合毛利率 33.5%，其中外销毛利率 39.8%，内销毛利率 27.7%。公司积极开拓国外市场。IPO 之后公司利用超募资金中的 5 千万成立贸易公司，进行国外制剂市场开拓。目前贸易公司在发展中国家的市场开拓较好。

■ 募投项目建设进展顺利，新品种产能释放推动业绩增长

募投项目投产后，公司原药生产能力将由 2009 年的 6,500 吨提高到 9,200 吨，公司产能将增加 2,700 吨。公司农药品种将进一步丰富，特别是烟嘧磺隆、烯草酮和稻瘟酰胺原药等新品种产能释放，将推动未来公司业绩持续增长。

■ 看好明年农药行业景气复苏，给予公司“推荐”评级

受低温冰冻、干旱、洪涝灾害影响，国内病虫害发生率下降，加上金融危机使得国外农作物种植面积减少、进口量下降，今年我国农药行业需求下降，价格下跌，行业景气低迷，我们预计，今年是农药行业最困难的一年。如果明年国内恶劣天气减少，市场需求上升，那么农药行业有望迎来景气复苏。我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.72、0.93、1.15 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 44、34、27 倍，给予“推荐”的投资评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	631	676	752	909	1081
YoY(%)	52.1%	7.2%	11.3%	20.8%	18.9%
净利润(百万元)	95	101	115	146	182
YoY(%)	107.7%	6.3%	13.4%	27.8%	24.2%
毛利率(%)	32.1%	33.5%	29.8%	30.7%	31.8%
净利率(%)	15.1%	15.0%	15.2%	16.1%	16.8%
ROE(%)	42.9%	33.6%	7.2%	8.7%	10.1%
EPS(摊薄/元)	0.60	0.64	0.72	0.93	1.15
P/E(倍)	52.5	49.4	43.6	34.1	27.5
P/B(倍)	22.5	16.6	3.1	3.0	2.8

一、综合排名在行业前 20 位的农药子行业龙头企业

公司产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列共 20 种原药、61 种制剂，主要产品为氟磺胺草醚（除草剂）和吡虫啉（杀虫剂）等，均为“高效、低毒、低残留”农药产品。

公司是国内最大的二苯醚类除草剂生产商和出口基地，是国际农药生产巨头先正达公司在亚太地区多次授予 HSE 进步奖的生产企业。主要产品“氟磺胺草醚”的产销量位居全国第一位，市场占有率超过 60%；“吡虫啉”产品市场占有率超过 15%，位居行业前 3 位。（资料来源：中国农药工业协会）

公司主要产品的生产工艺处于国内领先水平，产品含量、收率及综合品质达到国际先进水平，具有较高的毛利率。2010 年上半年公司农药业务综合毛利率达 29.8%。

二、行业景气低迷导致今年上半年业绩下滑

2010 年上半年，受国内恶劣天气（低温冰冻、干旱、洪涝等）、金融危机导致的出口的量价下滑等影响，行业景气低迷，市场竞争激烈，公司的吡虫啉等部分产品销售价格下调，毛利率有所下降。2010 年上半年，公司主营业务毛利率为 29.6%，同比下滑 4.5 个百分点；实现营业收入 3.8 亿元，同比增长 11.3%；营业利润 5,668 万元，同比下降 10.1%；扣除非经常性损益后的净利润 5,017 万元，同比下降 5.6%。

三、出口收入占比约一半，毛利率高于国内

公司出口收入占比约一半。2010 年上半年，公司主营收入中出口收入占比 48.9%（自营出口收入占比 36.7%，代理出口收入占比 12.2%）。

公司先后与国际农药巨头先正达、拜耳和陶氏益农建立了合作关系。由于出口退税（出口退税率 9%）和外销产品售价较高，公司出口毛利率高于国内。2009 年公司综合毛利率 33.5%，其中外销毛利率 39.8%，内销毛利率 27.7%。

公司积极开拓国外市场。2010 年 4 月 IPO 之后，公司利用超募资金中的 5 千万成立贸易公司，进行国外制剂市场开拓。目前贸易公司在发展中国家的市场开拓较好。

图表1 公司主要下游客户和市场拓展情况

产品	主要下游客户和市场开拓情况
氟磺胺草醚	公司是先正达在美国和巴西市场该产品重要原药供应商（先正达是氟磺胺草醚全球最大的制剂供应商）
吡虫啉	公司已和世界农药生产巨头拜耳签订了合作协议并开始了吡虫啉产品的供货。同时公司已取得美国、西班牙产品登记，并正在办理巴西、阿根廷和乌拉圭的产品登记。
三环唑	三环唑产品已取得了韩国、越南、厄瓜多尔等国的登记，同时公司与世界农药巨头陶氏益农合作，正在办理韩国、印度市场新的联合登记。

资料来源：公司招股意向书

四、募投项目建设进展顺利，新品种产能释放推动业绩增长

公司募集资金主要用于年产 1200 吨氟磺胺草醚原药项目、年产 1200 吨吡虫啉原药项目、年产 300 吨烟嘧磺隆原药项目、年产 500 吨烯草酮原药项目和年产 500 吨稻瘟酰胺原药项目。募投项目投产后，公司原药生产能力将由 2009 年的 6,500 吨（包含年产 1,200 吨吡虫啉原药项目已经实现的 1,000 吨/年产能）提高到 9,200 吨，公司产能将增加 2,700 吨。

募投项目建设进展顺利。2009 年第一季度，年产 1,200 吨吡虫啉原药项目已建成达产；年产 1,200 吨氟磺胺草醚原药项目于 2009 年动工，一期工程已建成，7 月份二期工程动工，预计 2011 年 6 月建成达产；年产 500 吨烯草酮原药项目已进入土建阶段，预计 2011 年 3 月建成达产；年产 500 吨稻瘟酰胺原药项目预计 2011 年 12 月建成达产；年产 300 吨烟嘧磺隆原药项目预计于 2011 年 6 月建成投产。

募投项目建成后，公司农药品种进一步丰富，特别是烟嘧磺隆、烯草酮和稻瘟酰胺原药等新品种产能释放，将推动未来公司业绩持续增长。

五、看好明年农药行业景气复苏，给予公司“推荐”评级

受低温冰冻、干旱、洪涝灾害影响，国内病虫害发生率下降，加上金融危机使得国外农作物种植面积减少、进口量下降，今年我国农药行业需求下降，价格下跌，行业景气低迷，我们预计，今年是农药行业最困难的一年。如果明年国内恶劣天气减少，市场需求上升，那么农药行业有望迎来景气复苏。我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.72、0.93、1.15 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 44、34、27 倍，给予“推荐”的投资评级。

图表1 主营业务预测表

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
氟磺胺草醚	产能（吨）			2400	2400	2400
	销量（吨）	1934	2069	1968	2016	2064
	单价（元/吨）	127200	126757	125000	126000	127000
	收入（百万元）	246	262	246	254	262
	成本（百万元）	172	158	157	160	163
	毛利率	30.1%	39.9%	36.0%	37.0%	38.0%
吡虫啉	产能（吨）			2200	2200	2200
	销量（吨）	1205	1422	1430	1540	1650
	单价（元/吨）	167300	114047	110000	120000	130000
	收入（百万元）	202	162	157	185	215
	成本（百万元）	121	120	126	144	161
	毛利率	40.1%	26.2%	20.0%	22.0%	25.0%
三环唑	产能（吨）			700	700	700
	销量（吨）	400	404	400	450	500
	单价（元/吨）	75400	71712	71000	72000	73000
	收入（百万元）	30	29	28	32	37
	成本（百万元）	22	22	23	25	27

	毛利率	26.1%	24.0%	20.0%	22.0%	25.0%
烟嘧磺隆	产能（吨）				300	300
	销量（吨）				120	200
	单价（元/吨）				300900	300900
	收入（百万元）				36	60
	成本（百万元）				23	39
	毛利率				35.0%	35.0%
烯草酮	产能（吨）				500	500
	销量（吨）			200	400	400
	单价（元/吨）			203500	203500	203500
	收入（百万元）			41	81	81
	成本（百万元）			26	53	53
	毛利率			35.0%	35.0%	35.0%
稻瘟酰胺	产能（吨）				500	500
	销量（吨）					400
	单价（元/吨）					190000
	收入（百万元）					76
	成本（百万元）					49
	毛利率					35.0%
其他	收入（百万元）	153	223	280	320	350
	成本（百万元）	115	151	196	224	245
	毛利率	25.2%	32.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入（百万元）	631	676	752	909	1081
	成本（百万元）	430	450	528	630	737
	综合毛利率	31.9%	33.5%	29.8%	30.7%	31.8%

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	302	1385	1434	1580
现金	17	1050	1033	1108
应收账款	67	71	86	103
其他应收款	2	2	2	3
预付账款	14	17	20	24
存货	196	238	283	332
其他流动资产	5	8	9	11
非流动资产	253	325	381	376
长期投资	1	1	1	1
固定资产	227	298	355	351
无形资产	13	13	12	12
其他非流动资产	12	13	12	12
资产总计	555	1710	1815	1955
流动负债	177	98	114	131
短期借款	63	0	0	0
应付账款	23	26	31	37
其他流动负债	91	71	82	94
非流动负债	76	25	25	25
长期借款	50	0	0	0
其他非流动负债	26	25	25	25
负债合计	254	123	139	156
少数股东权益	0	0	0	0
股本	74	158	158	158
资本公积	5	1132	1132	1132
留存收益	222	297	387	510
归属母公司股东权益	301	1587	1676	1799
负债和股东权益	555	1710	1815	1955

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	125	132	175
净利润	101	115	146	182
折旧摊销	29	38	53	65
财务费用	9	-5	-18	-18
投资损失	-0	-0	0	0
营运资金变动	-117	-25	-50	-54
其他经营现金流	3	2	1	1
投资活动现金流	-57	-109	-110	-60
资本支出	59	110	110	60
长期投资	-0	-0	0	0
其他投资现金流	1	1	-0	-0
筹资活动现金流	6	1016	-39	-40
短期借款	33	-63	0	0
长期借款	-57	-50	0	0
普通股增加	0	84	0	0
资本公积增加	0	1127	0	0
其他筹资现金流	30	-82	-39	-40
现金净增加额	-27	1032	-17	75

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	676	752	909	1081
营业成本	450	528	630	737
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	37	34	41	49
管理费用	60	68	82	97
财务费用	9	-5	-18	-18
资产减值损失	2	3	0	0
公允价值变动收益	0	-0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	117	122	172	214
营业外收入	5	11	0	0
营业外支出	5	1	0	0
利润总额	117	132	172	214
所得税	16	17	26	32
净利润	101	115	146	182
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	115	146	182
EBITDA	155	156	208	260
EPS (元)	1.37	0.72	0.93	1.15

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入(%)	7.2%	11.3%	20.8%	18.9%
营业利润(%)	20.4%	4.6%	40.9%	24.2%
归属母公司股东权益(%)	6.3%	13.4%	27.8%	24.2%
获利能力				
毛利率(%)	33.5%	29.8%	30.7%	31.8%
净利率(%)	15.0%	15.2%	16.1%	16.8%
ROE(%)	33.6%	7.2%	8.7%	10.1%
ROIC(%)	23.4%	18.3%	19.8%	23.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.7%	7.2%	7.7%	8.0%
净负债比率(%)	63.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.70	14.15	12.60	12.06
速动比率	0.60	11.72	10.11	9.52
营运能力				
总资产周转率	1.28	0.66	0.52	0.57
应收账款周转率	14.58	10.58	10.94	10.86
应付账款周转率	20.25	21.35	21.75	21.57
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.72	0.93	1.15
每股经营现金流	0.16	0.79	0.84	1.11
每股净资产	1.90	10.03	10.59	11.37
估值比率				
P/E	49.4	43.6	34.1	27.5
P/B	16.6	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	33.1	33.0	24.7	19.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257