

化学制品

长青股份 (002391.SZ) / 29.98 元

优质农药企业，新产品投产极大提高盈利能力

事 项

近日，华创证券化工研究员对长青股份进行了实地调研，参观了公司的生产线以及新车间的建设情况，并就公司经营现状及未来的发展方向与公司高管进行了交流。

主要观点

产品种类丰富，细分行业龙头。目前公司取得登记的包括 20 多种原药以及 60 多种制剂产品，覆盖除草剂、杀虫剂和杀菌剂 3 大系列，其中氟磺胺草醚随着今年上半年募投项目的投产，产能将达到 2400 吨，产销量稳居国内第一，由于该产品销路较好，公司采取柔性化生产，缩减其它产品的生产用以扩大氟磺胺草醚的产能，2010 年公司该产品实现销量约 2000 吨，新项目建成后，采用专门的生产设备有利于提高产品的质量，同时替换下来的生产线可用于其它产品的生产；公司另外一种主要产品吡虫啉未来产能将达到 2200 吨，位居行业前 3 名，并且产品质量国内领先。

吡虫啉产品价格触底反弹，今年有望实现量价齐升。2010 年，吡虫啉由于全球最大的生产商拜耳公司的去库存，使得全球吡虫啉市场严重供过于求，产品价格随之大幅下降，2010 年公司吡虫啉产品销售价格由 2009 年的 11.4 万元/吨下降为 8.4 万元/吨，严重拖累了公司的业绩。但随着 2010 年年底市场供需的平衡，产品价格出现反弹，目前约为 10.2 万元/吨，预计今年吡虫啉价格将继续小幅反弹的趋势。

新产品的投产将极大提高公司的盈利能力。公司募投项目中的烟嘧磺隆、烯草酮和稻瘟酰胺都属于新建项目，产品未来发展空间广阔。其中 300 吨烟嘧磺隆项目将于今年 3 季度投产；2010 年公司烯草酮已经实现 200 吨以上的销量，产品价格约为 20 万元/吨，春节后 500 吨烯草酮项目将实现满负荷运行，由于该产品需求旺盛，盈利能力强，预计 2011 年公司烯草酮销量将超过 500 吨；500 吨稻瘟酰胺项目也将于今年年底投产，除以上产品外，公司目前其它储备项目也较多，个别产品已经实现小批量的试生产，未来公司会随着需求的增长而选择性规模化生产某些产品。公司目前未使用的超募资金约为 7 亿元，未来准备部分用于新项目的建设。

工艺领先，设备先进，产品质量好。主要产品的收率及纯度高行业平均水平。公司建立了多个“标准化”的原药生产车间，采用先进的计算机控制 DCS 生产线，不但保证了安全生产，而且提高了收率，减少原料的消耗。公司用于生产烯草酮的新车间采用高度自动化的生产线，人力成本节约了 1/3，并且保证了产品品质，处于行业领先水平，未来公司也将在其它生产车间提高自动化水平。并且公司还是全行业唯一一个建立中央控制中心的企业，有利于及时发现安全隐患，实现实时监控与消防。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何多粮
Tel: 010-59370839
Email: zhouzheng@hczq.com

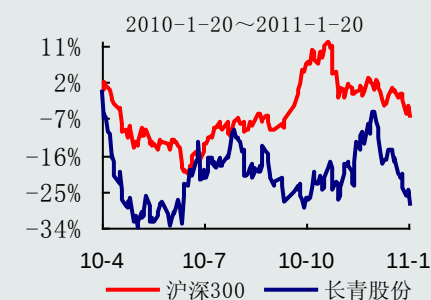
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	15827
流通 A 股/B 股(万股)	4000/0
资产负债率(%)	45.75
每股净资产(元)	4.07
市盈率(倍)	46.92
市净率(倍)	7.37
12 个月内最高/最低价	78.2/28.8

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

积极拓展国内外营销渠道。国内方面，公司现已建立起遍布全国 29 个省和地区的 1000 余个营销网点。每个县级市都有 1-2 个主要代理商。完善的营销网络使公司能够及时了解市场的变化，有针对性地进行产品开发、及时调整产品结构，公司未来将继续致力于生产高毛利小品种的农药品种，走差别化战略；国外方面，公司未来将更加侧重于在外国的自主登记，这样有利于中间环节费用的节约，预计公司自主登记的出口产品的毛利率将较大幅度的高于联合登记和间接出口的毛利率水平，并且还将加大盈利能力强的制剂产品的出口力度。

盈利预测与投资评级。我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.70 元、0.91 元和 1.11 元，以最新收盘价 29.98 元计算，对应的 PE 分别为 43 倍、33 倍和 27 倍，目前估值基本合理，但我们看好公司未来的发展前景且公司业绩有超预期的可能，首次给予推荐评级。

风险提示。极端天气影响产品销量，新增项目不能按时投产，汇率大幅波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	302	1636	1745	1876
现金	17	1321	1316	1336
应收账款	67	62	77	110
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	14	23	27	28
存货	196	222	313	388
其他	5	5	8	9
非流动资产	253	298	338	362
长期投资	1	1	1	1
固定资产	227	233	243	242
无形资产	13	13	12	11
其他	12	52	82	107
资产总计	555	1935	2084	2238
流动负债	177	169	184	182
短期借款	63	61	51	59
应付账款	23	27	37	46
其他	91	80	95	77
非流动负债	76	81	88	78
长期借款	50	67	71	58
其他	26	15	18	20
负债合计	254	250	272	261
少数股东权益	0	0	0	0
股本	74	158	158	158
资本公积金	5	1193	1199	1211
留存收益	222	334	454	608
归属母公司股东权益	301	1684	1812	1978
负债和股东权益	555	1935	2084	2238

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	128	93	97
净利润	101	111	144	175
折旧摊销	29	34	40	46
财务费用	9	0	0	0
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-117	12	23	32
其它	3	0	0	0
投资活动现金流	-57	-70	-60	-40
资本支出	59	70	60	40
长期投资	-0	-0	0	0
其他	1	0	0	0
筹资活动现金流	6	1256	24	-8
短期借款	33	-2	-10	7
长期借款	-57	17	4	-12
普通股增加	0	84	0	0
资本公积增加	0	1188	6	12
其他	30	-31	24	-15
现金净增加额	-27	1314	15	50

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	676	741	1036	1280
营业成本	450	523	730	905
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	37	35	52	64
管理费用	60	62	88	109
财务费用	9	0	0	0
资产减值损失	2	2	2	2
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	118	162	197
营业外收入	5	15	13	17
营业外支出	5	5	7	9
利润总额	117	127	169	205
所得税	16	16	24	30
净利润	101	111	144	175
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	111	144	175
EBITDA	155	152	202	244
EPS（元）	1.37	0.70	0.91	1.11

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	7.2%	9.6%	39.8%	23.5%
营业利润	20.4%	0.8%	37.7%	21.6%
归属母公司净利润	6.3%	9.9%	29.9%	21.4%
获利能力				
毛利率	33.5%	29.5%	29.5%	29.2%
净利率	15.0%	15.0%	13.9%	13.7%
ROE	33.6%	6.6%	8.0%	8.9%
ROIC	23.4%	21.5%	23.7%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	12.9%	13.1%	11.6%
净负债比率	63.05%	57.43%	52.51%	55.58%
流动比率	1.70	9.70	9.50	10.28
速动比率	0.60	8.38	7.80	8.15
营运能力				
总资产周转率	1.28	0.60	0.52	0.59
应收账款周转率	15	11	15	14
应付账款周转率	20.25	20.88	22.77	21.65
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.70	0.91	1.11
每股经营现金	0.16	0.81	0.59	0.61
每股净资产	1.90	10.64	11.45	12.50
估值比率				
P/E	21.91	42.67	32.86	27.05
P/B	7.36	2.82	2.62	2.40
EV/EBITDA	31	32	24	20

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801