

主营特点突出的优质农药生产企业

长青股份
002391

事件

1月14日，我们对公司进行了实地调研，与公司高管就公司经营情况和发展方向等进行了会谈。

评述

公司为国内化学农药生产企业，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列共20种原药、61种制剂。公司产品以高毛利、小品种农药为主，其中相对较大的为氟磺胺草醚（除草剂）和吡虫啉（杀虫剂）。

氟磺胺草醚完全采用自有技术。2010年全年销量稳定，公司与先正达属战略合作关系。预计公司2011年氟磺胺草醚仍能维持稳定销售；由于氟磺胺草醚售价逐年缓步下降，预计2011年毛利将有所下降。

吡虫啉是世界上最大的杀虫剂品种之一。公司纯度能够做到98%，属于少数直接从生产线产出98%产品的公司。2010年由于拜尔在国际市场去库存，中国的部分出口产能转向国内，造成国内吡虫啉价格下降幅度较大，但2010年四季度以来，吡虫啉价格已经回升到11-12万元/吨。目前国内吡虫啉产能较大，但由于公司生产工艺先进，仍能维持一定的盈利水平。

公司注重研发投入，收入占比在4%以上。公司每年都会有一、两个新产品投放，并逐步加大产量，保持公司领先优势。

公司募集资金项目陆续进展中，部分募投项目已经完成：1）氟磺胺草醚，预计2011年二季度完工达产，总产能达到2400吨。2）吡虫啉1200吨募投项目已经完成。3）年产500吨烯草酮原药已经处于调试状态，年后试生产。之前已小规模生产，市场反应良好。4）年产300吨烟嘧磺隆原药2011年上半年调试好，三季度出产品。5）年产500吨稻瘟酰胺原药要到2011年底才能建成，预计2012年投产。

预计公司2010-2012年EPS0.7元、0.88元、1.14元；对应动态PE为43倍、34倍和26倍，估值处于合理范围之内；考虑到公司质地良好，为公认的中小农药标杆企业，给予“增持”的投资评级。如吡虫啉行情超预期，则2011年公司业绩增幅将更大，需持续跟踪。

风险提示：如气候不佳，公司业绩将受到不利影响。

首次

增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

s34020041917193

联系信息：

王会芹

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

日期

分析：2011年01月24日

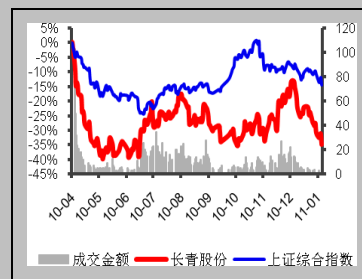
调研：2011年01月14日

价格

当前市价：29.98元

半年目标：35.20元

股价表现



公司估值

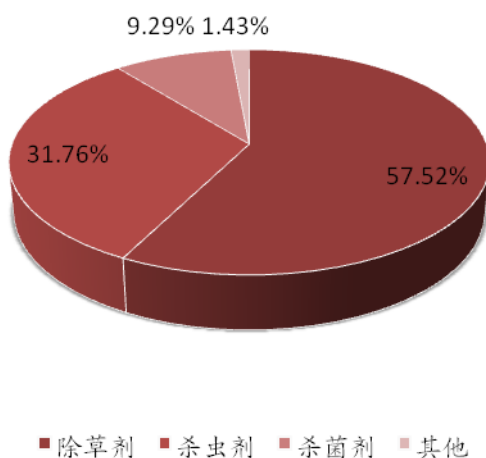
	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.65	0.70	0.88	1.14
PE	46	43	34	26

注：EPS为最新股本摊薄后数据

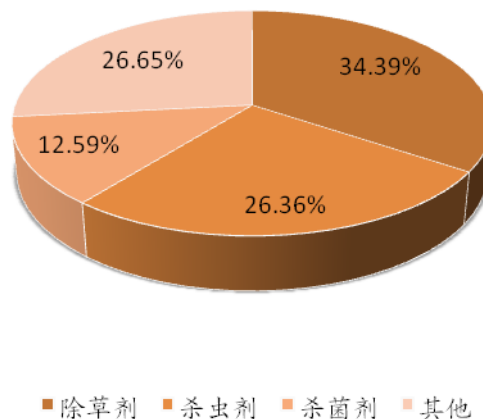
一、小品种为主,储备产品不断推出

公司为国内化学农药的生产企业，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂等三大系列共 20 种原药、61 种制剂。公司产品以高毛利的小品种为主，其中相对较大的为氟磺胺草醚（除草剂）和吡虫啉（杀虫剂）。

图表 1 除草剂是公司主要收入来源



图表 2 其他品种也是公司利润重要构成

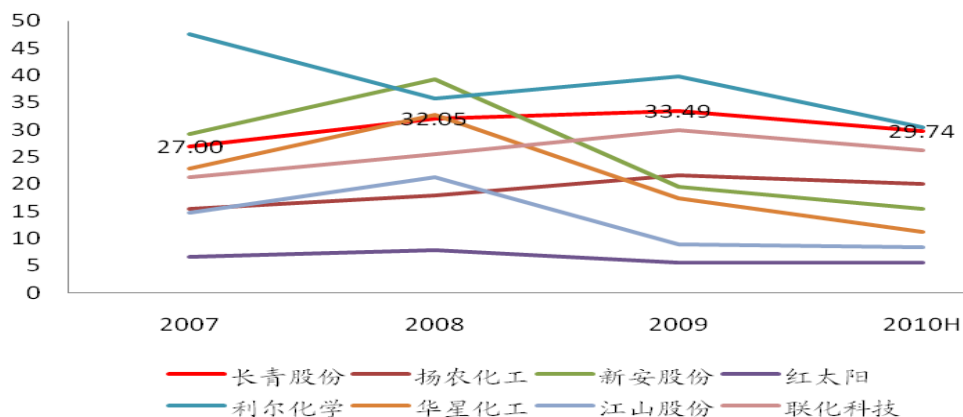


资料来源：2010 年中报，东海证券研究所

资料来源：2010 年中报，东海证券研究所

公司具有多个“标准化”的原药生产车间，采用先进的计算机控制 DCS 生产线，既保证安全生产，又可提高收率、控制成本。公司主要产品原药合成收率已达到或接近国际著名农药公司的水平，在国内处于领先地位。同时公司可根据市场环境，变更生产线，生产高毛利产品，保证公司毛利率处于较高水平。

图表 3 公司毛利率在上市农药公司中处于领先水平



资料来源：wind，东海证券研究所

公司重视安全生产和环保问题，具有严格的污水处理程序，日处理量可达 500 立方米，符合排放标准。2010 年 10 月份公司建成国内领先的中控室，安全生产又提升到一个新高度。

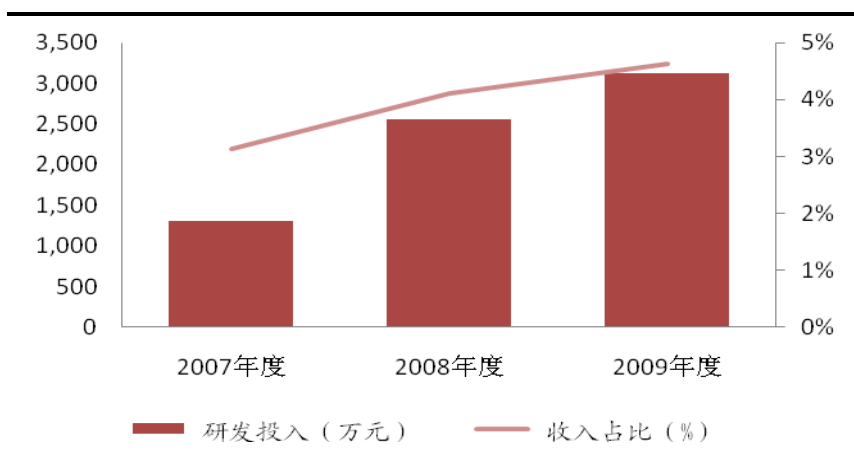
二、产品工艺技术领先，研发投入处于高水平

氟磺胺草醚是传统大豆田除草剂。完全采用自有技术。2010 年全年销量稳定，公司与先正达属战略合作关系。预计公司 2011 年氟磺胺草醚仍能维持稳定销售；由于氟磺胺草醚售价逐年缓步下降，预计 2011 年毛利将有所下降。

吡虫啉是世界上最大的杀虫剂品种之一。公司纯度能够做到 98%，属于少数直接从生产线产出 98% 产品的公司。2010 年由于拜尔在国际市场去库存，中国的部分出口产能转向国内，造成国内吡虫啉价格下降幅度较大，但 2010 年四季度以来，吡虫啉价格已经回升到 11-12 万元/吨。目前国内吡虫啉产能较大，但由于公司生产工艺先进，仍能维持一定的盈利水平。

公司注重研发投入，收入占比在 4% 以上。公司每年都会有一、两个新产品投放，并逐步加大产量，保持公司领先优势。

图表 4 公司研发投入不断增长



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

三、2011 年业绩增长依赖募投产品投放和吡虫啉价格回升

公司募集资金项目陆续进展中，部分募投项目已经完成。

➤ 氟磺胺草醚，预计 2011 年二季度完工达产，总产能达到 2400 吨。

➤ 吡虫啉 1200 吨募投项目已经完成。

➤ 年产 500 吨烯草酮原药已经处于调试状态，年后试生产。之前已小规模生产，市场反应很好。产品全部出口，价格 20 万/吨。

➤ 年产 300 吨烟嘧磺隆原药 2011 年上半年调试好，下半年出产品。

➤ 年产 500 吨稻瘟酰胺原药要到 2011 年底才能建成，预计 2012 年投产。

新产品均为仿制药，不存在市场开拓问题，采取内销、出口相结合。

公司业绩受吡虫啉量价变动影响较大。2010 年吡虫啉价格低迷，虽然总销量有所增加，但利润有所下降；如国内外需求好转，2011 年公司吡虫啉在产销量提升的基础上，价格也有较大提升，则可为公司贡献超预期的利润。

四、盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS0.7 元、0.88 元、1.14 元；前日收盘价为 29.98 元，对应动态 PE 为 43 倍、34 倍和 26 倍，估值处于合理范围内，考虑到公司质地良好，为公认的中小农药标杆企业，给予“增持”的投资评级。如吡虫啉行情超预期，则 2011 年公司业绩增幅将更大，需持续跟踪。

四、风险提示

如气候不佳，公司业绩将受到不利影响。

图表 5 公司盈利预测 (单位: 万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	63090.59	67631.45	80880.00	95172.64	122499.06
减: 营业成本	42869.68	44978.50	57118.91	65462.34	84050.57
毛利率	32.05%	33.49%	0.29	0.31	0.31
营业税金及附加	91.09	114.86	97.06	114.21	147.00
资产减值损失	145.29	216.35	80.88	95.17	122.50
销售费用	3421.30	3731.70	4367.52	5139.32	6614.95
销售费用率	5.42%	5.52%	5.40%	5.40%	5.40%
管理费用	5228.62	6016.85	6713.04	7899.33	10167.42
管理费用率	8.29%	8.90%	8.30%	8.30%	8.30%
财务费用	1518.95	943.75	566.16	285.52	734.99
财务费用率	2.41%	1.40%	0.70%	0.30%	0.60%
费用合计	10168.88	10692.30	11646.72	13324.17	17517.37
费用率	16.12%	15.81%	0.14	0.14	0.14
投资净收益	13.24	12.78	17.87	16.09	14.48
加: 公允价值变动净收益	(115.53)	49.77	0.00	1.00	2.00
二、营业利润	9713.36	11691.99	11954.31	16192.84	20676.10
营业利润率	15.40%	17.29%	0.15	0.17	0.17
加: 营业外收入	820.09	481.98	1385.00	415.50	706.35
减: 营业外支出	314.14	475.83	285.50	171.30	171.64
其中: 非流动资产处置净损失	86.56	269.91	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	10219.30	11698.14	13053.81	16437.04	21210.81
减: 所得税费用	702.10	1585.35	1958.07	2465.56	3181.62
四、净利润	9517.20	10112.79	11095.74	13971.48	18029.19
净利润率	15.08%	14.95%	0.14	0.15	0.15
归属母公司所有者的净利润	9517.20	10112.79	11095.74	13971.48	18029.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (全面摊薄/元)	0.60	0.64	0.70	0.88	1.14

资料来源: 东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897