

审慎推荐-A (维持)

长青股份 002391.SZ

当前股价: 15.46 元

2017 年 04 月 18 日

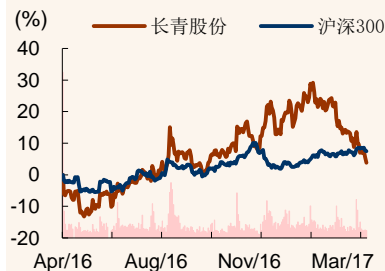
最差的一年已过去, 麦草畏打开未来成长空间

基础数据

上证综指	3222
总股本 (万股)	35949
已上市流通股 (万股)	22042
总市值 (亿元)	56
流通市值 (亿元)	34
每股净资产 (MRQ)	8.1
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	26.3%
主要股东	于国权
主要股东持股比例	30.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-2	3
相对表现	-11	-9	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《长青股份 (002391) — 农药行业景气度回升, 高速增长待起航 (更新)》2017-01-18
- 2、《长青股份 (002391) — 农药行业景气度回升, 高速增长待起航》2017-01-15

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn  
S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn  
S1090516050001

联系人

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

2017 年 4 月 17 日, 长青股份公布 2016 年业绩, 2016 年全年收入 18 亿元同比增 1%, 归属净利润 1.6 亿元同比降 32%, 符合预期; 拟每 10 股派现金股利 3 元 (含税)。

评论:

1、净利润大幅下滑主要受产品价格下滑、毛利率下降拖累, 费用率小幅上升

1) 收入同比增 1% 至 18 亿元, 分业务看, 杀虫剂同比增 22% 至 7 亿元, 除草剂、杀菌剂同比降 11%、20% 至 9、1.6 亿元。2) 综合毛利率为 24%, 同比降 3 个百分点, 收入占比较大的除草剂、杀虫剂毛利率降 6、2 个百分点至 24%、22%, 主要因为全球农药市场需求疲软导致原药价格大幅下滑。3) 三项费用率同比升 2.4 个百分点, 销售、管理、财务费用率同比升 0.9、0.8、0.7 个百分点至 4%、9%、1%, 分别源于职工薪酬、能源费、利息支出增加。

2、公司 2017 年紧抓国内外市场, 加强技术研发投入, 计划收入增速不低于 16%

1) 公司经营计划中表示 2017 年实现收入 21 亿元同比增 16%, 利润同步增长。2) 2017 年紧抓国内外市场, 在保证主打产品市场的前提下, 确保各产品的均衡销售, 同时还要努力开拓新市场。3) 2017 年公司将充分利用江苏省企业技术中心和博士后科研工作站两个工作平台, 通过培养科研人员和加强与科研院校的合作, 优化主导产品新工艺, 重点发展绿色环保农药, 发展植物生长调节剂。

### 3、吡虫啉半年内价格翻倍，高位有望持续，公司作为龙头大幅受益

1) 原材料成本上涨、环保趋严导致产品供不应求，从 2016 年 9 月开始持续涨价，目前行业开工率仍然低迷，预计涨价行情有望持续。截至 2017 年 4 月 16 日，吡虫啉价格高达 16.5 万元/吨同比近翻倍增长。2) 公司吡虫啉原药产品创新工艺已获得国家发明专利证书，产品含量达到 98% 以上，总收率达到 90% 以上，达到国际先进水平，同时吡虫啉核心中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶 (CCP) 由公司自给，单位生产成本较低。3) 公司与多家供应商在关键原材料咪唑烷上有良好的合作关系，能够保证吡虫啉的原料供应充足。咪唑烷占吡虫啉生产成本的 20%，是生产最为关键的原料之一。

### 4、麦草畏打开未来成长空间

1) 麦草畏需求快速增长可期，有望成为除草剂中仅次于草甘膦的第二大品种。美国环境保护署正式批准孟山都采用 VaporGrip™ 技术的麦草畏产品 XtendiMax™ 用于耐麦草畏的 RR2 Xtend 大豆和 Bollgard II. XtendFlex 棉花，从 2017 年开始使用。转基因大豆和棉花已经获得美国政府批准并开始商业化种植，孟山都计划在 2017 年推广超过 1500 万英亩 (约 607 万公顷)、2019 年推广超过 5500 万英亩 (2226 万公顷) 转基因大豆。按照 1kg/公顷的麦草畏制剂用量、原药与制剂 3:1 测算，该计划 2017 财年带动麦草畏原药新增需求约 1.8 万吨，2019 年前新增需求 6.7 万吨。2) 公司麦草畏扩产 2000 吨至 5000 吨总产能，储备的 6000 吨项目已通过环评。公司业绩对麦草畏涨价的弹性极大，麦草畏最新价格仅 10 万元/吨，处于历史低位。麦草畏每涨 1 万元，公司 eps 增厚 0.105 元，在所有产品当中增厚最为显著。

### 5、投资建议

给予“审慎推荐-A”投资评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.65/0.83/0.95 元，目前股价对应 2017 年 PE 为 24 倍。

风险提示：麦草畏转基因推广进度低于预期；主要原药产品价格下行。

表 1: 一张表透析 2016 年年报 (长青股份)

科目: 百万元		比率	绝对额		同比增速 2016	分季度同比增速				原因分析
			2015	2016		16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	
主营业务	营业收入		1,821	1,833	1%	0%	1%	-1%	2%	
	除草剂		1,019	908	-11%					
	杀虫剂		592	722	22%					
	杀菌剂		203	163	-20%					
	综合毛利率		27%	25%	-2%	27%	27%	23%	22%	
	除草剂		29%	24%	-5%					
	杀虫剂		24%	22%	-2%					
杀菌剂		21%	22%	1%						
期间费用	销售费用		55	72	30%	45%	5%	50%	29%	投资实业子公司投入运营导致销售费用增加
	销售费用率		3%	4%	0.9%	4%	3%	5%	5%	
	管理费用		149	165	11%	0%	6%	4%	38%	投资实业子公司投入运营导致管理费用增加
	管理费用率		8%	9%	0.8%	9%	8%	11%	9%	
	财务费用		5	17	278%	6	1	(2)	1	银行贷款增加
	财务费用率		0%	1%	1%	1%	0%	2%	1%	
	资产减值损失		9	2	-75%					本期应收款项的增加计提的坏账准备
占营业收入比例		1%	0%	0%						
有息负债		309	720	133%	-9%	259%	143%	133%		
有息负债率		9%	18%	9%	9%	14%	13%	18%		
其他收益	投资收益		5	2	-61%	-59%	-65%	-87%	-37%	
	占利润总额比例		2%	1%	-1%	1%	1%	0%	3%	
	营业外收入		10	21	108%	-2%	-39%	243%	569%	处置固定资产收益以及政府补助收入
	占利润总额比例		4%	12%	7.9%	4%	4%	22%	37%	
	所得税		29	20	-32%	-17%	-36%	7%	-108%	
所得税率		11%	11%	0%	16%	13%	7%	1%		
现金回笼	经营现金流入		1,298	1,346	4%					
	占营收比例		71%	73%	2%					
	经营性现金流净额		183	194	6%					
	占净利润比例		77%	121%	43%					
	应收款项合计		595	658	11%					
	占营收比例		33%	36%	3%					
应收账款		400	385	-4%						
其他应收款		8	6	-26%						
应收票据		187	267	43%						

资料来源: Wind、招商证券

表 2、公司 2012 年来单季度收入和利润增速

项目		绝对额 (百万元)				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2012	35	43	50	31	17%	29%	102%	23%
	2013	42	60	45	45	20%	39%	-11%	48%
	2014	47	73	58	57	11%	21%	29%	26%
	2015	47	84	53	53	1%	16%	-8%	-8%
	2016	39	69	28	28	-18%	-18%	-48%	-48%
收入	2012	297	358	316	300	29%	36%	38%	8%
	2013	357	449	368	395	20%	26%	16%	31%
	2014	395	533	395	486	11%	19%	7%	23%
	2015	401	545	394	481	1%	2%	0%	-1%
	2016	402	552	389	489	0%	1%	-1%	2%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3、销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1821</b>	<b>1833</b>	<b>2316</b>	<b>2650</b>	<b>2902</b>
除草剂	1019	908	1249	1462	1613
杀虫剂	592	722	801	864	903
杀菌剂	203	163	236	294	356
其他	6	40	30	30	30
<b>收入增长率</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>26.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>9.5%</b>
除草剂	14.5%	-10.9%	37.5%	17.0%	10.4%
杀虫剂	-26.9%	21.9%	11.0%	7.9%	4.5%
杀菌剂	102.4%	-19.7%	44.5%	24.8%	21.0%
其他	-22.7%	540.0%	-25.0%	0.0%	0.0%
<b>毛利率</b>	<b>23.0%</b>	<b>25.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.1%</b>	<b>23.0%</b>
除草剂	23.7%	26.2%	28.5%	29.2%	23.7%
杀虫剂	22.2%	24.5%	25.0%	25.5%	22.2%
杀菌剂	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
其他	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1809	1821	1833	2316	2650	3180
营业成本	1302	1333	1396	1734	1947	2336
营业税金及附加	1	1	7	8	10	12
营业费用	54	55	73	88	105	124
管理费用	160	149	165	209	239	287
财务费用	12	5	17	35	36	58
资产减值损失	6	9	2	2	3	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	2	2	3	3
<b>营业利润</b>	273	273	175	241	314	367
营业外收入	13	10	21	36	36	43

敬请阅读末页的重要说明

营业外支出	13	19	15	15	15	15
利润总额	272	265	181	262	335	395
所得税	40	29	20	29	40	59
净利润	232	236	161	233	295	336
少数股东损益	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(5)
归属于母公司净利润	234	238	163	235	297	341
EPS (元)	0.74	0.66	0.45	0.65	0.83	0.95

资料来源：公司数据、招商证券

表 5: 公司重要公告整理

公告时间	公告内容
2014/6/18	公司公开发行 6.3176 亿元可转债，每张面值 100 元，按面值发行，期限 6 年，债券代码为“128006”，简称“长青转债”
2014/7/1	拟向全资子公司长青南通增资 3.778 亿元，用于子公司 S-异丙甲草胺原药、氟氟草酯原药、环氧菌唑原药等七个项目投资，资金源于公开发行可转换公司债券募集资金
2014/8/8	公司申报“基于连续化不对称催化氢化技术的手性除草剂 S-异丙甲草胺的研发及产业化”项目获江苏省 2014 年省级科技成果转化专项资金扶持，金额 1550 万元
2014/12/10	以自有资金 718 万元和制剂厂区实物资产 5396.05 万元投资设立全资子公司—江苏长青生物科技有限公司，经营农药制剂的研发、生产和销售等业务；长青生物成立后，以货币资金 718 万元收购丰田化工农药相关无形资产，实现公司制剂厂区与丰田化工制剂农药生产资质合并
2014/12/25	“长青债券”自 2014 年 12 月 29 日至 2020 年 6 月 19 日可转换为本公司 A 股股份，初始转股价格为 13.48 元/股。
2015/3/10	与广州拉斯卡工程咨询有限公司签订“危险废弃物焚烧工程合同”，合同总价 7500 万元，其中设备部分 4700 万元，工程服务 2800 万元；合同计划交付时间为 2016 年 3 月。
2015/4/23	拟以自有资金投资设立全资子公司—江苏长青实业有限公司，子公司注册资本 1 亿元，经营住宿、餐饮、会议服务、百货零售、资产管理等业务。
2015/4/28	公司位于江都经济开发区一座半成品仓库发生爆燃事故，造成损失预计约 500 万元
2015/6/20	董事会秘书由马长庆先生变更为闵丹女士
2015/9/28	公司澄清“非法填埋危险废物，严重污染地下水并污染饮用水源”的媒体报道，指出靖江市侯河石油化工厂非法处置危险废物的行为与公司无关。

资料来源：wind，招商证券

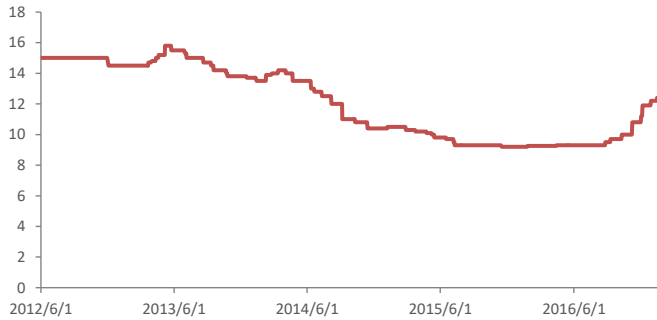
表 6: 在建产能与开工情况

主要产品类别	已有产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
除草剂	S-异丙甲草胺	3000	6000 吨储备产能预计 2018 年投产
	氟磺胺草醚	2400	
	麦草畏	5000	
	烯草酮	800	
	烟嘧磺隆	300	
杀虫剂	吡虫啉	3000	
	啶虫脒	1000	
	丁醚脲	1200	
	茚虫威	200	
	氟虫腈	500	
	噻虫嗪	300	

杀菌剂	三环唑	600
	稻瘟酰胺	500
中间体	2-苯并咪唑酮	2000

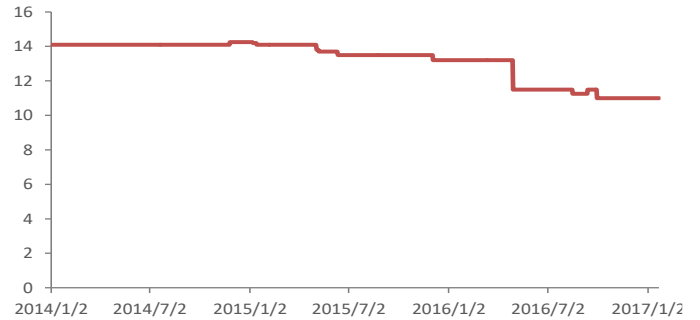
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 吡虫啉价格走势 (万元/吨)



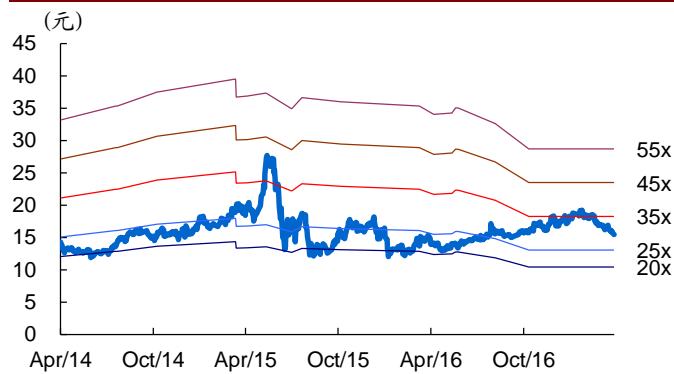
资料来源：百川资讯、招商证券

图 2: 麦草畏价格走势 (万元/吨)



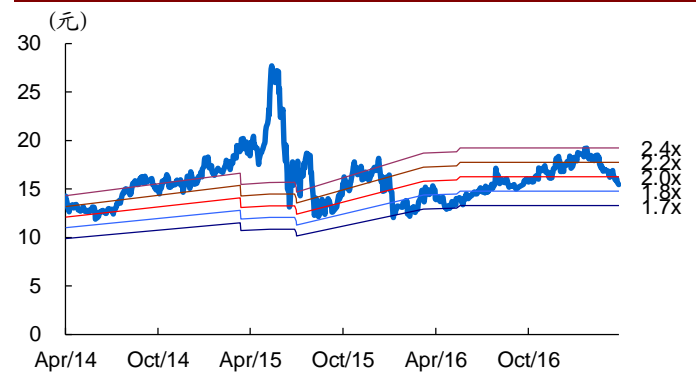
资料来源：百川资讯、招商证券

图 3: 长青股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 长青股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1467	1771	2072	2198	2981
现金	199	411	400	300	282
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	187	256	323	370	444
应收款项	400	385	463	530	1058
其它应收款	8	6	8	9	11
存货	476	563	689	773	928
其他	196	150	189	215	259
<b>非流动资产</b>	2084	2218	2283	2357	2284
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1300	1968	1855	1820	1759
无形资产	132	129	116	104	94
其他	652	122	312	432	432
<b>资产总计</b>	<b>3552</b>	<b>3990</b>	<b>4355</b>	<b>4554</b>	<b>5266</b>
<b>流动负债</b>	576	1019	1151	1125	1590
短期借款	249	696	787	721	1111
应付账款	170	198	246	276	332
预收账款	4	16	19	22	26
其他	153	109	98	106	121
<b>长期负债</b>	88	30	30	30	30
长期借款	54	0	0	0	0
其他	34	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	<b>664</b>	<b>1049</b>	<b>1181</b>	<b>1155</b>	<b>1620</b>
股本	362	360	360	360	360
资本公积金	1627	1630	1630	1630	1630
留存收益	884	938	1173	1400	1652
少数股东权益	15	13	12	9	4
归属于母公司所有者权益	2873	2927	3162	3390	3642
<b>负债及权益合计</b>	<b>3552</b>	<b>3990</b>	<b>4355</b>	<b>4554</b>	<b>5266</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	183	194	185	300	(184)
净利润	238	162	235	297	341
折旧摊销	116	132	167	156	153
财务费用	13	23	35	36	58
投资收益	(5)	(2)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	(175)	(116)	(253)	(189)	(757)
其它	(4)	(4)	3	2	24
<b>投资活动现金流</b>	(277)	(234)	(230)	(230)	(80)
资本支出	(467)	(291)	(230)	(230)	(80)
其他投资	190	57	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	77	261	34	(170)	245
借款变动	(30)	280	67	(66)	390
普通股增加	47	(3)	0	0	0
资本公积增加	565	3	0	0	0
股利分配	0	0	0	(71)	(89)
其他	(504)	(19)	(33)	(34)	(55)
<b>现金净增加额</b>	<b>(17)</b>	<b>221</b>	<b>(11)</b>	<b>(100)</b>	<b>(18)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1821	1833	2316	2650	3180
营业成本	1333	1396	1734	1947	2336
营业税金及附加	1	7	8	10	12
营业费用	55	73	88	105	124
管理费用	149	165	209	239	287
财务费用	5	17	35	36	58
资产减值损失	9	2	2	3	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	2	2	3	3
<b>营业利润</b>	273	175	241	314	367
营业外收入	10	21	36	36	43
营业外支出	19	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	265	181	262	335	395
所得税	29	20	29	40	59
<b>净利润</b>	236	161	233	295	336
少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)	(5)
<b>归属于母公司净利润</b>	238	162	235	297	341
<b>EPS (元)</b>	0.66	0.45	0.65	0.83	0.95

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	1%	26%	14%	20%
营业利润	0%	-36%	38%	30%	17%
净利润	1%	-32%	45%	26%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.8%	23.8%	25.1%	26.5%	26.5%
净利率	13.0%	8.9%	10.2%	11.2%	10.7%
ROE	8.3%	5.6%	7.4%	8.8%	9.4%
ROIC	7.7%	4.7%	6.2%	7.5%	7.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.7%	26.3%	27.1%	25.4%	30.8%
净负债比率	8.7%	18.0%	18.1%	15.8%	21.1%
流动比率	2.5	1.7	1.8	2.0	1.9
速动比率	1.7	1.2	1.2	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7
应收帐款周转率	5.6	4.7	5.5	5.3	4.0
应付帐款周转率	9.5	7.6	7.8	7.4	7.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.66	0.45	0.65	0.83	0.95
每股经营现金	0.50	0.54	0.52	0.83	-0.51
每股净资产	7.93	8.14	8.80	9.42	10.12
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.25	0.28
<b>估值比率</b>					
PE	23.6	34.2	23.6	18.7	16.3
PB	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.3	11.3	8.2	7.1	6.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。