长青股份（002391）

证券研究报告
2018 年 10 月 25 日

吡虫啉景气上行，转债项目投产，Q3 业绩符合预期

公司 18Q3 业绩符合预期

公司近期披露 2018 年三季度报告，Q3 实现营业收入 8.0 亿元，同比增长 66.30%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 89.21%，EPS 0.23 元。

前三季度，公司营收同比增加 49.54%，主要系本期农药行业需求高景气度延续，以及公司生产经营规模扩大所致。公司财务费用同比降低 71.68%（ 742 万元），主要系借款利息支出减少以及汇兑收益增加所致。此外在建工程较期初大幅降低 42.1%，主要系可转债募投项目转固（氟磺胺草醚、丁醚脲等产品）。

公司预计 18 年归母净利润 2.96-3.65 亿元，同比增长 30-60%。

供需紧平衡维持，吡虫啉 18Q4 有望持续上行

2018 1-9 月吡虫啉均价 19.1 万/吨，YoY +18.28%，啶虫脒均价 19.3 万/吨，YoY +17.60%。其中吡虫啉 Q3 环比+4.67%，啶虫脒环比+3.24%。（卓创资讯）受益于农药行业复苏，吡虫啉需求稳定增长，四季度出口旺季下游订单充足 。供给端，国内吡虫啉有效产能约 2.5 万吨，从 17 年环保督查以来，部分企业始终处于停产或者低负荷状态，根据卓创资讯，中农联合（产能 4000 吨）、江苏常隆（产能 2000 吨）低负荷运行，江苏克胜装置依旧未恢复生产（产能 1000 吨）。我们认为吡虫啉 Q4 出口旺季加剧供求紧张关系。此外，吡虫啉中间体近期也供应紧缺，CCMP 供应方面，康鹏农化装置检修，受苏北环保影响盐城志达低负荷运行；此外咪唑烷生产企业东吴农化装置负荷欠佳。

我们预计 Q4 吡虫啉价格将持续上行。公司拥有吡虫啉/啶虫脒产能 4000 吨/年，吡虫啉/啶虫脒价格上升 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.31 亿元，EPS 增厚 0.09 元/股，杀虫剂产品弹性大。

转债项目投产，除草剂持续放量

18H1 公司除草剂营收占比 42.1%，主要包括麦草畏、氟磺胺草醚、S-异丙甲草胺等产品。随着孟山都双抗种子加速推广，麦草畏需求有望在 2020 年增长至 7.04 万吨。国内有效供给主要为扬农和长青。公司麦草畏 5000 吨产能已经满产，19-20 年有望再扩产 6000 吨。此外，公司氟磺胺草醚 2400 吨产能，市场份额占比高。公司 17 年底已通过技改小幅提高产能。此外公司 18 年新增 2000 吨产能预计于下半年投产。氟磺胺草醚当前价格 13.5 万元/吨，同比增长 12.5%。氟磺胺草醚价格上升 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.19 亿元，EPS 增厚 0.05 元/股。（产能数据来自环评公告，价格来自卓创资讯）

盈利预测和投资建议

长青股份 18 年受益于吡虫啉价格中枢上移，且公司 1600 吨丁醚脲、2000 吨氟磺胺草醚、5000 吨盐酸羟胺有望于 18 年陆续投放。19 年 3500 吨草铵膦，6000 吨麦草畏有望投产，公司进一步打开成长空间。考虑吡虫啉 Q4 价格有望继续上行，我们小幅上调 2018-2020 年净利润 3.4/4.0/4.7 亿元（前值为 3.1/3.9/4.6 亿元），现价对应 2018 年 PE 11X，维持“增持”评级。

风险提示：环保政策宽松，麦草畏推广低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,832.82	2,245.31	2,887.13	3,343.13	3,854.18
增长率(%)	0.66	22.51	28.59	15.79	15.29
EBITDA(百万元)	323.67	483.51	554.96	682.39	788.94
净利润(百万元)	162.65	227.90	339.34	402.69	465.61
增长率(%)	(31.54)	40.12	48.90	18.67	15.62
EPS(元/股)	0.45	0.63	0.94	1.12	1.30
市盈率(P/E)	21.95	15.66	10.52	8.86	7.67
市净率(P/B)	1.22	1.17	1.12	1.07	1.01
市销率(P/S)	1.95	1.59	1.24	1.07	0.93
EV/EBITDA	20.32	10.91	7.60	6.23	5.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	10.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	359.49
流通 A 股股本(百万股)	237.71
A 股总市值(百万元)	3,864.48
流通 A 股市值(百万元)	2,555.43
每股净资产(元)	8.88
资产负债率(%)	19.90
一年内最高/最低(元)	17.27/9.53

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090003
wudi@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《长青股份-半年报点评:吡虫啉价格 Q3 有望企稳上行，转债项目助力持续成长》 2018-08-19

2 《长青股份-季报点评:吡虫啉量价齐升，制剂旺季，18H1 业绩小幅超预期》 2018-04-18

3 《长青股份-年报点评报告:吡虫啉价格中枢上移，产品扩产，18 年值得期待》 2018-03-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	410.71	171.64	577.43	668.63	770.84
应收账款	391.41	271.03	851.74	396.60	1,042.57
预付账款	32.23	82.11	21.64	106.06	50.77
存货	562.58	757.60	733.31	1,045.29	1,009.92
其他	374.27	336.29	427.65	598.95	465.46
流动资产合计	**1,771.20**	**1,618.68**	**2,611.77**	**2,815.53**	**3,339.55**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,967.69	1,808.92	1,988.77	2,141.48	2,272.71
在建工程	93.46	172.19	139.32	119.59	107.75
无形资产	128.94	128.30	124.51	120.72	116.94
其他	28.24	96.93	117.57	100.87	105.12
非流动资产合计	**2,218.32**	**2,206.34**	**2,370.17**	**2,482.67**	**2,602.53**
资产总计	**3,989.52**	**3,825.02**	**4,981.94**	**5,298.19**	**5,942.08**
短期借款	696.00	360.00	1,176.39	1,427.86	1,850.57
应付账款	202.30	184.88	327.54	271.94	393.44
其他	120.52	192.71	106.38	215.83	118.91
流动负债合计	**1,018.82**	**737.59**	**1,610.32**	**1,915.62**	**2,362.92**
长期借款	0.00	0.00	147.05	0.00	12.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.00	26.91	30.21	29.04	28.72
非流动负债合计	**30.00**	**26.91**	**177.27**	**29.04**	**41.15**
负债合计	**1,048.82**	**764.49**	**1,787.58**	**1,944.66**	**2,404.07**
少数股东权益	13.38	13.14	11.24	9.34	7.57
股本	359.49	359.49	359.49	359.49	359.49
资本公积	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85
留存收益	2,567.84	2,687.89	2,823.63	2,984.70	3,170.95
其他	(1,629.85)	(1,629.84)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)
股东权益合计	**2,940.70**	**3,060.53**	**3,194.36**	**3,353.53**	**3,538.01**
负债和股东权益总	**3,989.52**	**3,825.02**	**4,981.94**	**5,298.19**	**5,942.08**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	161.42	227.66	339.34	402.69	465.61
折旧摊销	131.57	179.56	116.82	130.80	144.39
财务费用	22.47	31.40	35.00	74.68	89.45
投资损失	(2.10)	(4.17)	(3.88)	(3.88)	(3.88)
营运资金变动	14.79	17.56	(559.01)	(44.15)	(397.59)
其它	(133.99)	63.06	(2.05)	(1.90)	(1.72)
经营活动现金流	**194.18**	**515.07**	**(73.77)**	**558.25**	**296.27**
资本支出	348.76	101.22	256.69	261.17	260.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(583.10)	(354.65)	(512.41)	(517.38)	(516.52)
投资活动现金流	**(234.34)**	**(253.43)**	**(255.72)**	**(256.20)**	**(256.20)**
债权融资	720.00	360.00	1,333.44	1,439.19	1,870.11
股权融资	(17.45)	(33.46)	(34.57)	(74.54)	(89.26)
其他	(441.20)	(822.94)	(563.61)	(1,575.50)	(1,718.70)
筹资活动现金流	**261.35**	**(496.40)**	**735.27**	**(210.85)**	**62.15**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**221.19**	**(234.76)**	**405.78**	**91.20**	**102.21**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,832.82**	**2,245.31**	**2,887.13**	**3,343.13**	**3,854.18**
营业成本	1,396.36	1,645.19	2,064.34	2,351.86	2,703.12
营业税金及附加	6.72	15.10	25.98	33.43	42.40
营业费用	72.48	86.64	101.05	117.01	134.90
管理费用	165.21	205.82	259.84	294.20	335.31
财务费用	17.45	33.47	35.00	74.68	89.45
资产减值损失	2.26	(6.95)	1.50	(1.06)	(2.17)
公允价值变动收益	0.21	0.28	(0.15)	0.00	0.05
投资净收益	2.10	4.17	3.88	3.88	3.88
其他	(4.61)	(18.53)	(7.46)	(7.76)	(7.85)
营业利润	**174.65**	**280.10**	**403.14**	**476.90**	**555.10**
营业外收入	21.32	0.58	10.72	10.87	7.39
营业外支出	14.66	17.25	16.87	16.26	16.79
利润总额	**181.31**	**263.43**	**396.99**	**471.52**	**545.70**
所得税	19.89	35.77	59.55	70.73	81.85
净利润	**161.42**	**227.66**	**337.45**	**400.79**	**463.84**
少数股东损益	(1.23)	(0.24)	(1.90)	(1.91)	(1.77)
归属于母公司净利润	**162.65**	**227.90**	**339.34**	**402.69**	**465.61**
每股收益（元）	0.45	0.63	0.94	1.12	1.30

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.66%	22.51%	28.59%	15.79%	15.29%
营业利润	-36.11%	60.38%	43.93%	18.30%	16.40%
归属于母公司净利润	-31.54%	40.12%	48.90%	18.67%	15.62%
获利能力					
毛利率	23.81%	26.73%	28.50%	29.65%	29.87%
净利率	8.87%	10.15%	11.75%	12.05%	12.08%
ROE	5.56%	7.48%	10.66%	12.04%	13.19%
ROIC	5.92%	8.41%	11.82%	12.23%	13.62%
偿债能力					
资产负债率	26.29%	19.99%	35.88%	36.70%	40.46%
净负债率	5.30%	-2.68%	7.29%	-3.68%	-4.61%
流动比率	1.74	2.19	1.62	1.47	1.41
速动比率	1.19	1.17	1.17	0.92	0.99
营运能力					
应收账款周转率	4.58	6.78	5.14	5.36	5.36
存货周转率	3.53	3.40	3.87	3.76	3.75
总资产周转率	0.49	0.57	0.66	0.65	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.45	0.63	0.94	1.12	1.30
每股经营现金流	0.54	1.43	-0.21	1.55	0.82
每股净资产	8.14	8.48	8.85	9.30	9.82
估值比率					
市盈率	21.95	15.66	10.52	8.86	7.67
市净率	1.22	1.17	1.12	1.07	1.01
EV/EBITDA	20.32	10.91	7.60	6.23	5.79
EV/EBIT	34.25	17.35	9.63	7.70	7.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com