



东兴证券
DONGXING SECURITIES

行业景气回升，南通基地产能逐步释放

——长青股份（002391）财报点评

2017 年 04 月 18 日

强烈推荐/上调

长青股份

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002	
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030	
杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	

事件：

长青股份发布 2016 年年报：实现营业收入 18.32 亿元，YoY+0.66%，归属净利润 1.63 亿元，YoY-31.54%，EPS 0.45 元，基本符合预期。其中，第四季度单季实现营业收入 4.89 亿元，YoY+1.74%，归属净利润 0.28 亿元，YoY-47.66%，主要由于麦草畏价格下滑、制剂业务费用增加。公司拟每 10 股派息 3 元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	544.89	393.80	480.93	402.44	552.05	389.05	489.28
增长率（%）	2.23%	-0.28%	-0.98%	0.31%	1.32%	-1.21%	1.74%
毛利率（%）	29.18%	26.96%	22.88%	27.04%	26.59%	22.99%	18.69%
期间费用率（%）	10.64%	12.49%	10.62%	13.53%	11.38%	16.70%	14.89%
营业利润率（%）	18.04%	14.01%	12.56%	12.36%	14.48%	6.73%	3.84%
净利润（百万元）	84.25	53.42	52.64	38.62	68.87	27.61	27.55
增长率（%）	15.87%	-7.56%	-7.78%	-18.28%	-18.25%	-48.32%	-47.66%
每股盈利（季度，元）	0.23	0.15	0.15	0.11	0.19	0.08	0.08
资产负债率（%）	13.00%	15.42%	18.69%	19.48%	24.97%	23.71%	26.29%
净资产收益率（%）	3.01%	1.87%	1.83%	1.33%	2.40%	0.95%	0.94%
总资产收益率（%）	2.60%	1.57%	1.48%	1.06%	1.79%	0.72%	0.69%

观点：

制剂业务占比提升，主要原药品种价格下降使农药产品整体毛利率水平下滑 3.84ppt 至 22.96%。公司农药制剂产销量分别提升 22%和 15%，农药原药产销量基本维持稳定。受 2016 年全球农化市场低迷影响，主要农药产品价格有所下滑。除草剂产品营收 9.08 亿元，YoY-10.93%，毛利率下滑 5.63ppt 至 23.71%。2016 年麦草畏市场均价同比下滑 16%至 11.34 万元/吨。杀虫剂产品营收 7.22 亿元，YoY+21.91%，毛利率下滑 2.29ppt 至 22.16%。2016 年吡虫啉市场均价略微上涨至 9.85 万元/吨；啶虫脒市场均价同比下滑 6%至 9.44 万元/吨；毒死蜱市场均价同比下滑 21%至 2.79 万元/吨。杀菌剂产品营收 1.63 亿元，YoY-19.64%，毛利率提升 1.45ppt 至 22.39%。2016 年三环唑市场均价同比下滑 31%至 4.83 万元/吨。

环保趋严重塑农药行业生产格局, 部分农药品种涨价有望持续, 公司具环保优势有望持续受益。自2016年4季度以来, 环保趋严导致原料紧缺, 部分农药产品价格大幅上涨。以公司杀虫剂品种为例, 自2016年10月至今, 吡虫啉由9.85万元/吨累计上涨64%至现价16.25万元/吨, 啉虫脒由9万元/吨累计上涨88%至现价17万元/吨, 毒死蜱由2.64万元/吨累计上涨51%至现价4万元/吨, 氟虫腈由35万元/吨累计上涨64%至现价57.5万元/吨。2016年中央环保督查行动中, 多个省市的工业园被要求整改提升, 尤其是环保门槛较低的区域, 部分环保不达标企业已被永久关停, 对于农药原药尤其是中间体生产基地和生产企业影响很大。第三批环保核查即将启动, 山东、四川、河北等地是农药生产的主要地区, 预计部分相关农药品种供应有望持续收缩。长青股份始终坚持高标准的环保管理, 坚持绿色发展道路, 有望在行业环保核查趋严的形势下持续受益。

南通基地可转债项目陆续建成投产, 未来仍有新项目规划, 未来几年持续贡献业绩增量。新增2000吨麦草畏项目已投产, 目前麦草畏总产能达到5000吨并且满产, 预计远期将扩至1万吨产能, 充分受益麦草畏下游需求即将爆发。2013年可转债项目中, 年产450吨醚苯磺隆原药项目于2016年年末投产, 年产300吨环氧菌唑原药、年产200吨茚虫威原药项目预计今年下半年投产。公司未来将以南通基地为重心, 加快相关原药项目备案、环评等立项审批, 未来新项目的逐步落地有望持续贡献业绩增量。

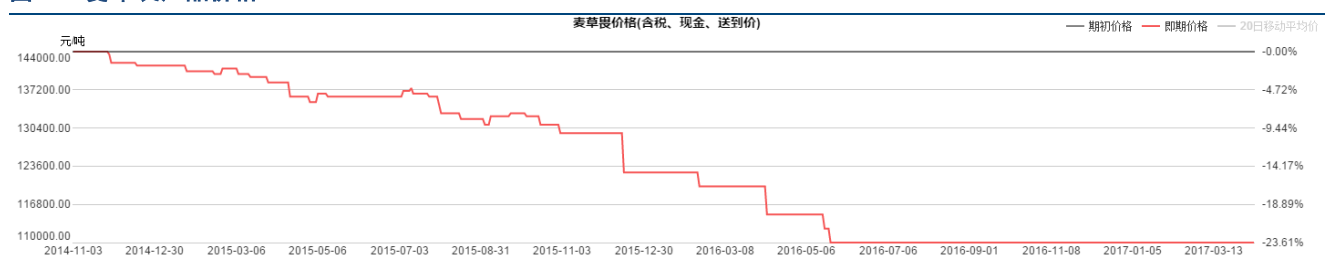
结论:

我们预计2017~2019年净利润分别为2.51亿元、3.13亿元、3.78亿元, EPS分别为0.70元、0.87元、1.05元。目前股价对应P/E分别为22倍、18倍、15倍。上调至“强烈推荐”评级。

风险提示:

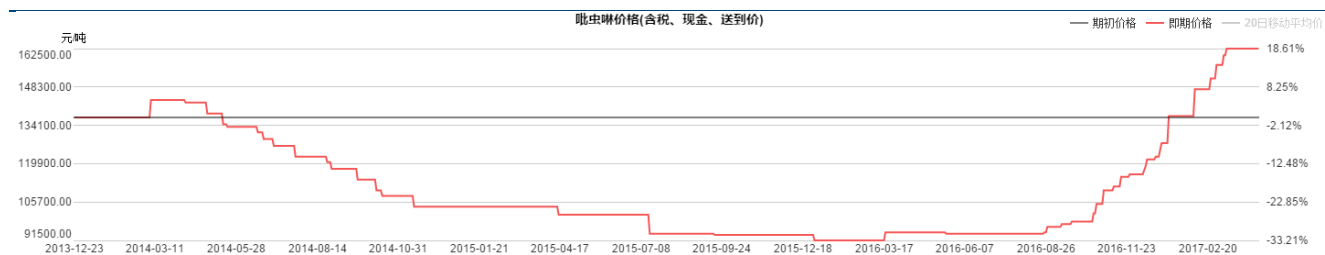
农药产品价格下滑; 环保核查执行力度不及预期; 新建产能投放进度不及预期。

图 1: 麦草畏产品价格



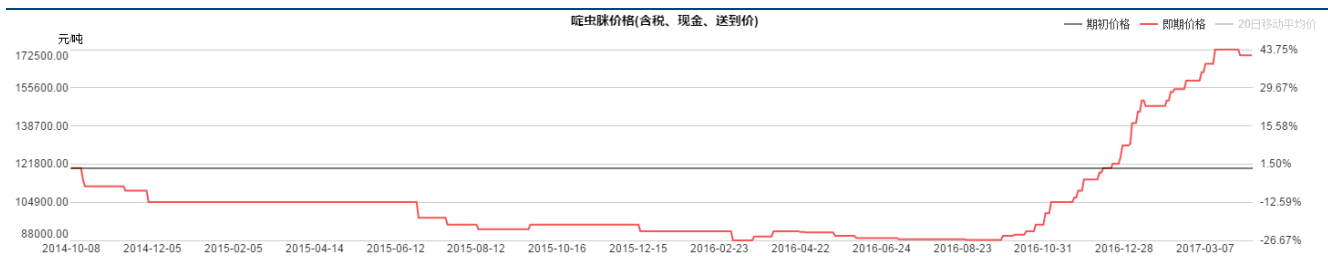
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 2: 吡虫啉产品价格



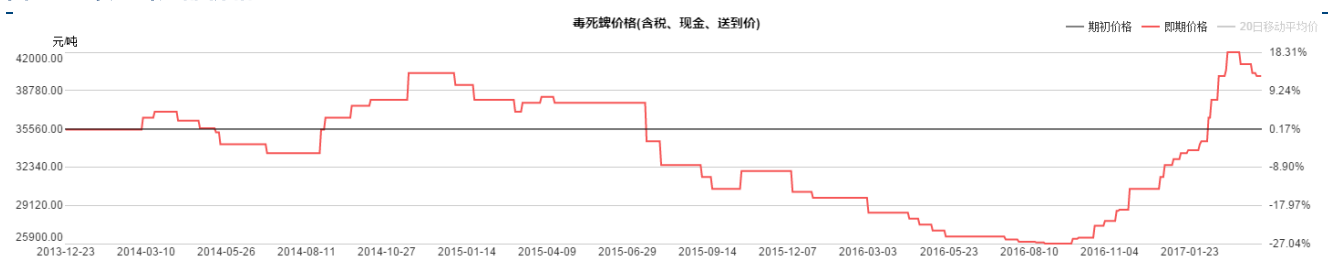
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 3: 啉虫脒产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 4: 毒死蜱产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 5: 氟虫脒产品价格



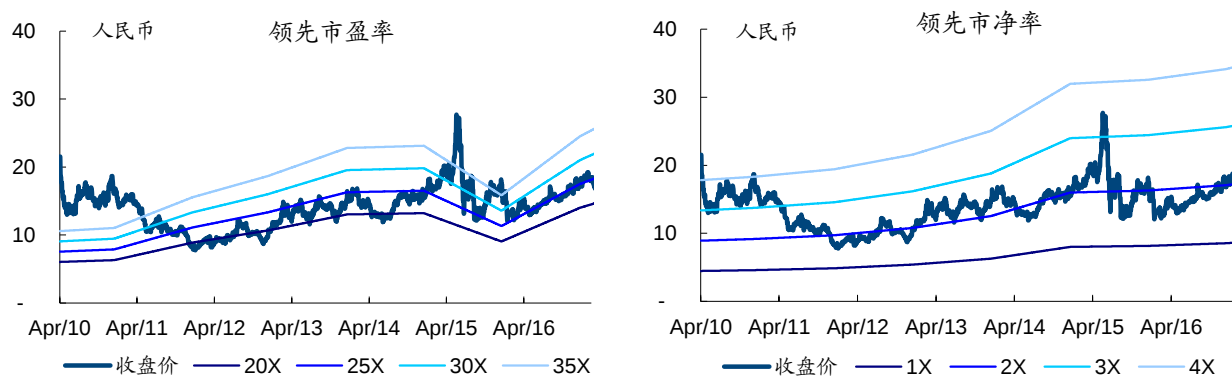
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 6: 三环唑产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 7: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1467	1771	1849	2182	2646	营业收入	1821	1833	2358	2758	3261
货币资金	199	411	150	217	345	营业成本	1335	1403	1762	2059	2431
应收账款	400	385	496	580	685	营业税金及附加	1	7	9	10	12
其他应收款	9	6	40	47	56	营业费用	55	72	71	83	98
预付款项	28	32	8	10	11	管理费用	149	165	213	234	277
存货	476	563	707	826	975	财务费用	5	17	32	32	31
其他流动资产	355	374	447	503	573	资产减值损失	9	2	0	0	0
非流动资产合计	2084	2218	2334	2325	2255	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5	2	0	0	0
固定资产	1300	1968	2080	2120	2071	营业利润	273	175	280	350	423
无形资产	132	129	125	121	118	营业外收入	10	21	0	0	0
其他非流动资产	652	122	129	84	67	营业外支出	19	15	0	0	0
资产总计	3552	3990	4183	4507	4901	利润总额	265	181	280	350	423
流动负债合计	576	1019	1072	1135	1214	所得税	29	20	31	38	46
短期借款	249	696	696	696	696	净利润	236	161	250	312	377
应付账款	170	198	249	291	344	少数股东损益	2	1	1	1	1
预收款项	4	16	20	24	28	归属母公司净利润	238	163	251	313	378
一年内到期的非流	6	24	0	0	0	EBITDA	271	200	313	383	456
非流动负债合计	87	29	29	29	29	BPS (元)	0.66	0.45	0.70	0.87	1.05
长期借款	54	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	664	1049	1100	1164	1243	成长能力					
少数股东权益	15	13	12	11	10	营业收入增长	0.65%	0.66%	28.64%	17.00%	18.22%
实收资本(或股本)	362	359	359	359	359	营业利润增长	0.20%	-36.11	60.48%	24.86%	21.00%
资本公积	1644	1630	1630	1630	1630	归属于母公司净利润	1.45%	-31.54	54.13%	24.70%	20.90%
未分配利润	867	938	1081	1343	1659	获利能力					
归属母公司股东权	2873	2927	3070	3333	3648	毛利率(%)	26.71%	23.45%	25.25%	25.34%	25.44%
负债和所有者权	3552	3990	4183	4507	4901	净利率(%)	12.94%	8.81%	10.58%	11.29%	11.56%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	6.69%	4.08%	5.99%	6.94%	7.71%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.20%	5.51%	8.13%	9.35%	10.33%
经营活动现金流	183	194	185	318	342	偿债能力					
净利润	238	163	251	313	378	资产负债率(%)	19%	26%	26%	26%	25%
折旧摊销	116	132	164	179	190	流动比率	2.55	1.74	1.73	1.92	2.18
财务费用	5	17	32	32	31	速动比率	1.72	1.19	1.07	1.20	1.38
应收账款减少	205	142	338	267	335	营运能力					
预收帐款增加	143	-21	77	63	79	总资产周转率	0.95	0.85	1.04	1.18	1.42
投资活动现金流	-277	-234	-281	-170	-120	应收账款周转率	5.55	4.67	5.35	5.13	5.15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.89	8.19	8.73	8.69	8.79
长期股权投资减少	-467	-291	-280	-170	-120	每股指标(元)					
投资收益	5	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.45	0.70	0.87	1.05
筹资活动现金流	77	261	-164	-82	-94	每股净现金流(最新)	-0.04	0.62	-0.72	0.18	0.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.99	8.14	8.54	9.27	10.15
长期借款增加	-317	411	-24	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.39	34.17	22.17	17.78	14.70
资本公积增加	582	-14	0	0	0	P/B	1.93	1.90	1.81	1.67	1.52
现金净增加额	-16	223	-260	66	128	EV/EBITDA	14.73	17.69	12.78	10.74	9.15

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。