

长青股份 (002391)

吡虫啉大幅涨价，四季度值得期待

长青股份三季度业绩同比大幅改善

公司今日披露 2017 年三季度报告，实现营业收入 15.3 亿元，同比增长 13.86%；实现净利润 1.64 亿元，同比增长 21.25%，EPS 0.46 元。其中 Q3 单季度营业收入 4.8 亿元，同比增长 23.27%；实现净利润 0.43 亿元，同比增长 55.47%。业绩小幅低于市场预期。

供给收缩，吡虫啉/啶虫脒加速涨价；原料大部分自给，公司 Q4 值得期待
 全球吡虫啉产能约 4 万吨，主要集中在中国，国内产能约 3 万吨。环保高压之下，吡虫啉供给收缩明显。行业龙头之一中农联合（产能 3000-4000 吨）已经停产 3 个月以上，短期预计不会复产；麒麟化工（产能 2500 吨）停产检修；江苏常隆（产能 2000 吨）负荷偏低。考虑到采暖季期间，环保政策不会放松，我们判断行业供给紧张趋势不变。今年以来吡虫啉价格从 12.3 万元/吨上涨至 9 月底的 19 万元/吨，涨幅 54.5%，Q3 均价为 16.8 万元/吨，未来产品价格有进一步上涨的预期。

公司是 CCMP-吡虫啉一体化生产商，拥有 CCMP 产能 2000 吨/年，每年仅需外购 CCMP 1000 吨左右。得益于中间体 CCMP 大部分自给，公司 Q3 价差扩大至 9.71 万元/吨，较 H1 提高 7.2%。公司共有吡虫啉/啶虫脒产能 4000 吨/年，则吡虫啉/啶虫脒价格上升 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.31 亿元（年化测算），EPS 增厚 0.09 元/股，杀虫剂产品弹性大。

除草剂放量，公司盈利向好

孟山都双抗种子推广超预期，我们判断麦草畏 2020 年需求将达到 7.04 万吨，较 2016 年增长 345.6%。麦草畏传统除草需求每年增长 10% 以上，且同行企业让出部分传统市场，我们判断公司今年麦草畏产销量有望达到 5000 吨。公司是氟磺胺草醚龙头企业，今年需求火爆，当前月产销量达到 350-400 吨，公司全年有望超负荷生产。

可转债项目助力公司再上新台阶

公司公布可转债预案，拟募集资金 9.1 亿元用于投资建设年产 6000 吨麦草畏项目、年产 2000 吨氟磺胺草醚和 500 吨三氟羧草醚项目、年产 1600 吨丁醚脲项目、年产 5000 吨盐酸羟胺项目、年产 3500 吨草铵膦项目、年产 500 吨异噁草松项目。我们预计氟磺胺草醚、丁醚脲、盐酸羟胺于 18 年投产，预计麦草畏于 19 年投产。随着新项目的陆续投产，公司盈利能力有望再上新台阶。

盈利预测和投资建议

长青股份是氟磺胺草醚、麦草畏等多个细分行业龙头。17 年公司新增 2000 吨麦草畏产能，吡虫啉/啶虫脒大幅涨价，全年净利润有望同比大幅增长。18-19 年公司 1600 吨丁醚脲、2000 吨氟磺胺草醚、5000 吨盐酸羟胺、6000 吨麦草畏陆续投产，公司进一步打开成长空间。我们测算公司 2017-2019 年净利润为 2.4/3.4/4.3 亿元，对应 EPS 为 0.67/0.94/1.21 元，现价对应 2017 年 PE 24.9X。参考农药行业可比上市公司，维持目标价 20 元，“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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,820.81	1,832.82	2,308.09	2,850.28	3,495.73
增长率(%)	0.65	0.66	25.93	23.49	22.64
EBITDA(百万元)	394.01	323.67	399.77	552.91	692.85
净利润(百万元)	237.56	162.65	241.85	339.09	433.21
增长率(%)	1.45	(31.54)	48.70	40.21	27.76
EPS(元/股)	0.66	0.45	0.67	0.94	1.21
市盈率(P/E)	25.35	37.02	24.90	17.76	13.90
市净率(P/B)	2.10	2.06	1.99	1.91	1.81
市销率(P/S)	3.31	3.29	2.61	2.11	1.72
EV/EBITDA	16.42	20.32	16.32	12.73	10.28

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2017 年 10 月 20 日

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	16.75 元
目标价格	20.0 元
上次目标价	20 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)	6,021.39
流通 A 股市值(百万元)	3,981.72
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	23.02
一年内最高/最低(元)	19.32/12.83

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 联系人
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《长青股份-公司深度研究:吡虫啉高景气度，麦草畏、氟磺胺草醚扩产，龙头企业成长看点足》 2017-10-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	198.93	410.71	461.62	570.06	699.15	营业收入	1,820.81	1,832.82	2,308.09	2,850.28	3,495.73
应收账款	408.23	391.41	506.18	630.21	763.51	营业成本	1,333.38	1,396.36	1,677.70	2,009.87	2,443.76
预付账款	28.00	32.23	37.03	45.08	56.96	营业税金及附加	1.17	6.72	20.77	28.50	38.45
存货	476.43	562.58	649.09	795.06	984.68	营业费用	55.43	72.48	80.78	99.76	122.35
其他	355.69	374.27	257.31	676.99	388.76	管理费用	149.04	165.21	207.73	250.82	304.13
流动资产合计	1,467.27	1,771.20	1,911.22	2,717.39	2,893.06	财务费用	4.62	17.45	35.00	61.50	81.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	9.18	2.26	5.94	5.79	4.66
固定资产	1,299.97	1,967.69	2,151.00	2,320.72	2,477.08	公允价值变动收益	0.02	0.21	0.18	(0.08)	(0.01)
在建工程	544.37	93.46	92.07	91.24	90.75	投资净收益	5.37	2.10	2.66	2.66	2.66
无形资产	132.29	128.94	125.24	121.55	117.85	其他	(10.77)	(4.61)	(5.69)	(5.16)	(5.31)
其他	107.83	28.24	64.87	66.98	53.36	营业利润	273.37	174.65	283.01	396.61	503.98
非流动资产合计	2,084.45	2,218.32	2,433.18	2,600.49	2,739.05	营业外收入	10.27	21.32	14.73	15.44	17.16
资产总计	3,551.73	3,989.52	4,344.40	5,317.88	5,632.11	营业外支出	18.71	14.66	15.49	16.29	15.48
短期借款	249.00	696.00	984.09	1,535.82	1,834.21	利润总额	264.93	181.31	282.24	395.77	505.66
应付账款	190.25	202.30	173.70	317.68	293.04	所得税	29.30	19.89	42.34	59.37	75.85
其他	136.82	120.52	94.86	167.64	134.96	净利润	235.62	161.42	239.90	336.40	429.81
流动负债合计	576.07	1,018.82	1,252.65	2,021.14	2,262.21	少数股东损益	(1.94)	(1.23)	(1.94)	(2.68)	(3.39)
长期借款	54.00	0.00	23.68	96.20	0.00	归属于母公司净利润	237.56	162.65	241.85	339.09	433.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.66	0.45	0.67	0.94	1.21
其他	33.73	30.00	32.57	32.10	31.56						
非流动负债合计	87.73	30.00	56.25	128.30	31.56						
负债合计	663.80	1,048.82	1,308.91	2,149.44	2,293.77	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	14.61	13.38	11.43	8.75	5.36	成长能力					
股本	362.14	359.49	359.49	359.49	359.49	营业收入	0.65%	0.66%	25.93%	23.49%	22.64%
资本公积	1,644.22	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85	营业利润	0.20%	-36.11%	62.05%	40.14%	27.07%
留存收益	2,528.21	2,567.84	2,664.58	2,800.21	2,973.49	归属于母公司净利润	1.45%	-31.54%	48.70%	40.21%	27.76%
其他	(1,661.25)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)	获利能力					
股东权益合计	2,887.92	2,940.70	3,035.50	3,168.45	3,338.34	毛利率	26.77%	23.81%	27.31%	29.49%	30.09%
负债和股东权益总	3,551.73	3,989.52	4,344.40	5,317.88	5,632.11	净利率	13.05%	8.87%	10.48%	11.90%	12.39%
						ROE	8.27%	5.56%	8.00%	10.73%	13.00%
						ROIC	9.36%	5.92%	8.39%	11.04%	11.90%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	235.62	161.42	241.85	339.09	433.21	资产负债率	18.69%	26.29%	30.13%	40.42%	40.73%
折旧摊销	116.02	131.57	81.76	94.80	107.83	净负债率	0.52%	5.30%	-2.70%	-5.38%	-1.98%
财务费用	13.10	22.47	35.00	61.50	81.04	流动比率	2.55	1.74	1.53	1.34	1.28
投资损失	(5.37)	(2.10)	(2.66)	(2.66)	(2.66)	速动比率	1.72	1.19	1.01	0.95	0.84
营运资金变动	(84.35)	14.79	(164.33)	(486.80)	(93.03)	营运能力					
其它	(92.44)	(133.99)	(1.76)	(2.76)	(3.40)	应收账款周转率	5.39	4.58	5.14	5.02	5.02
经营活动现金流	182.58	194.18	189.86	3.16	522.99	存货周转率	3.96	3.53	3.81	3.95	3.93
资本支出	419.87	348.76	257.43	260.47	260.54	总资产周转率	0.55	0.49	0.55	0.59	0.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(697.04)	(583.10)	(514.81)	(517.76)	(517.90)	每股收益	0.66	0.45	0.67	0.94	1.21
投资活动现金流	(277.17)	(234.34)	(257.38)	(257.29)	(257.36)	每股经营现金流	0.51	0.54	0.53	0.01	1.45
债权融资	309.00	720.00	1,017.77	1,645.35	1,849.99	每股净资产	7.99	8.14	8.41	8.79	9.27
股权融资	485.37	(17.45)	(34.25)	(60.80)	(80.56)	估值比率					
其他	(717.04)	(441.20)	(865.11)	(1,221.98)	(1,905.97)	市盈率	25.35	37.02	24.90	17.76	13.90
筹资活动现金流	77.33	261.35	118.42	362.57	(136.54)	市净率	2.10	2.06	1.99	1.91	1.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.42	20.32	16.32	12.73	10.28
现金净增加额	(17.27)	221.19	50.90	108.44	129.09	EV/EBIT	23.28	34.25	20.52	15.36	12.18

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com