



东兴证券
DONGXING SECURITIES

主要产品价格高位，募投项目引领持续增长

——长青股份（002391）三季度财报点评

2018 年 03 月 08 日

强烈推荐/维持

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	
廖鹏飞	分析师	执业证书编号：S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	

事件：

长青股份发布 2017 年年报：全年实现营业收入 22.45 亿元，YoY+22.5%，归母净利润 2.28 亿元，YoY+40.1%，对应 EPS 0.63 元，经营活动现金流 5.15 亿元。公司拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。

其中，第 4 季度单季实现营业收入 7.16 亿元，YoY+46%，QoQ+49%，归母净利润 0.64 亿元，YoY+133%，QoQ+49%，对应 EPS 0.18 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	552.05	389.05	489.28	444.09	606.11	479.56	715.55
增长率（%）	1.32%	-1.21%	1.74%	10.35%	9.79%	23.27%	46.24%
毛利率（%）	26.59%	22.99%	18.69%	29.95%	29.51%	26.04%	22.83%
期间费用率（%）	11.38%	16.70%	14.89%	15.76%	13.04%	16.67%	13.55%
营业利润率（%）	14.48%	6.73%	6.21%	12.95%	15.63%	11.08%	10.45%
净利润（百万元）	68.80	27.34	27.00	44.34	76.24	42.82	64.26
增长率（%）	-18.07%	-48.46%	-48.05%	15.82%	10.82%	56.63%	138.00%
每股盈利（季度，元）	0.19	0.08	0.08	0.12	0.21	0.12	0.18
资产负债率（%）	24.97%	23.71%	26.29%	24.22%	25.11%	23.02%	19.99%
净资产收益率（%）	2.38%	0.94%	0.92%	1.48%	2.58%	1.43%	2.10%
总资产收益率（%）	1.79%	0.72%	0.68%	1.13%	1.93%	1.10%	1.68%

观点：

2017 年公司原药销量同比增长 23%，综合毛利率提升 3ppt。公司除草剂产品收入 10.48 亿元，YoY+18%，毛利率下滑 1.74ppt 至 21.97%，我们预计麦草畏产品销量超过 4000 吨，但因麦草畏价格下滑及原材料涨价影响，毛利率有所下滑；杀虫剂产品收入 9.85 亿元，YoY+36%，毛利率大幅提升 9.03ppt 至 31.19%，主因吡虫啉、啉虫脒、氟虫腈等产品年均价大幅上涨；杀菌剂产品收入 1.50 亿元，YoY-8%，毛利率下滑 7.05ppt

至 15.34%。

环保高压持续, 主要产品价格维持高位区间。我们预计 2018 年环保严监管持续, CCMP、咪唑烷等中间体供应预计持续紧张, 支撑吡虫啉、啉虫脒等产品价格高位运行。公司现有吡虫啉产能 3000 吨、啉虫脒产能 1000 吨, 且配套主要中间体 CCMP 产能 2000 吨, 具备产业链优势。

下游转基因作物推广顺利, 麦草畏需求预期不断提升。孟山都在 2017 年各季度财报中, 接连上调其耐麦草畏转基因种子推广面积。根据其最新预测, 孟山都耐麦草畏转基因大豆 2018/2019 年在美国推广面积目标分别为 4000 万英亩/5500 万英亩, 我们测算对应 2018/2019 年麦草畏新增需求量区间分别为 1.40~2.91 万吨、1.92~4.00 万吨。长青股份现有麦草畏产能 5000 吨, 计划扩产 6000 吨, 未来合计产能将达 1.1 万吨, 有望优先受益麦草畏需求的迅猛增长。

南通基地新项目建设将持续拉动业绩增长。公司前期募投项目中, 300 吨环氧菌唑、200 吨茚虫威项目预计将于 2018 年 1 季度投产。此外, 公司拟发行可转债, 计划募集资金不超过 9.14 亿元, 投建年产 6000 吨麦草畏、2000 吨氟磺胺草醚和 500 吨三氟羧草醚、1600 吨丁醚脲、5000 吨盐酸羟胺、3500 吨草铵膦及 500 吨异噁草松等六个项目, 公司预计项目全部达产后年均新增营收 15.5 亿元、净利润 2 亿元。

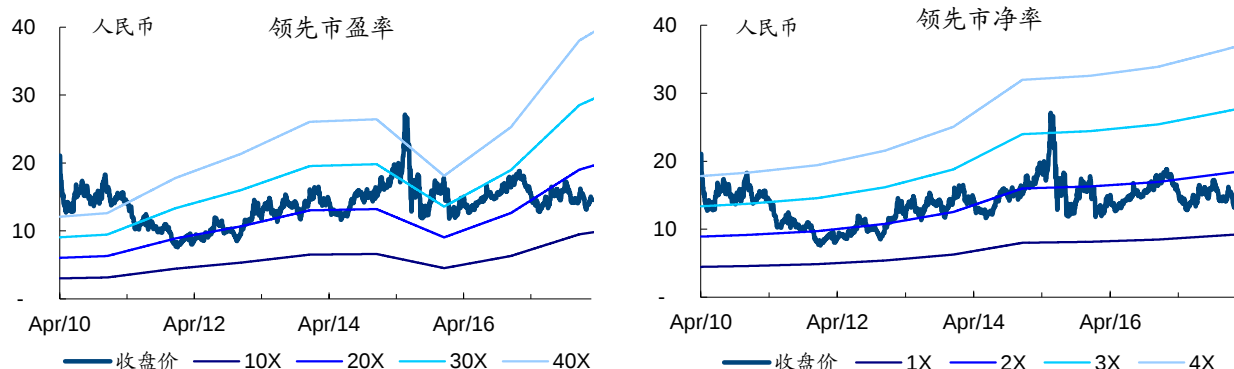
结论:

我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 3.41 亿元、3.94 亿元、4.78 亿元, EPS 分别为 0.95 元、1.10 元、1.33 元。目前股价对应 P/E 分别为 15 倍、13 倍、11 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

农药产品价格下滑; 环保监察执行力度不及预期; 新建产能投放进度不及预期。

图 1: 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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1771	1619	1910	2300	2859	营业收入	1833	2245	2613	3108	3906
货币资金	411	172	293	397	497	营业成本	1403	1660	1855	2228	2830
应收账款	385	266	309	368	463	营业税金及附加	7	15	18	21	26
其他应收款	6	5	92	110	140	营业费用	72	87	101	120	151
预付款项	32	82	6	7	9	管理费用	165	206	222	264	332
存货	563	758	846	1017	1291	财务费用	17	33	24	24	23
其他流动资产	374	336	363	400	459	资产减值损失	2	-7	0	0	0
非流动资产合计	2218	2206	2194	2122	1990	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	2	4	0	0	0
固定资产	1968	1809	1769	1723	1644	营业利润	175	270	411	473	570
无形资产	129	128	125	121	117	营业外收入	21	1	1	1	1
其他非流动资产	122	269	300	278	229	营业外支出	15	17	17	17	17
资产总计	3990	3825	4104	4421	4849	利润总额	181	263	394	456	553
流动负债合计	1019	738	785	869	1005	所得税	20	36	54	62	75
短期借款	696	360	360	360	360	净利润	161	228	341	394	478
应付账款	198	180	201	241	306	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	16	67	78	93	116	归属母公司净利润	163	228	341	394	478
一年内到期的非流	24	0	0	0	0	EBITDA	200	297	419	480	577
非流动负债合计	29	26	26	26	26	BPS (元)	0.45	0.63	0.95	1.10	1.33
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1049	764	811	895	1031	成长能力					
少数股东权益	13	13	13	13	12	营业收入增长	0.66%	22.51%	16.37%	18.97%	25.64%
实收资本(或股本)	359	359	359	359	359	营业利润增长	-36.11	54.87%	51.99%	14.96%	20.62%
资本公积	1630	1630	1630	1630	1630	归属于母公司净利润	-31.54	40.12%	49.68%	15.58%	21.36%
未分配利润	938	1058	1291	1524	1816	获利能力					
归属母公司股东权	2927	3047	3281	3513	3805	毛利率(%)	23.45%	26.06%	29.00%	28.31%	27.54%
负债和所有者权	3990	3825	4104	4421	4849	净利率(%)	8.81%	10.14%	13.05%	12.68%	12.25%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	4.08%	5.96%	8.31%	8.92%	9.87%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	5.51%	7.47%	10.39%	11.21%	12.57%
经营活动现金流	194	515	425	409	380	偿债能力					
净利润	163	228	341	394	478	资产负债率(%)	26%	20%	20%	20%	21%
折旧摊销	132	180	182	192	202	流动比率	1.74	2.19	2.43	2.65	2.84
财务费用	17	33	24	24	23	速动比率	1.19	1.17	1.36	1.48	1.56
应收账款减少	142	35	170	285	459	营运能力					
预收帐款增加	-21	79	47	84	136	总资产周转率	0.85	1.01	1.19	1.44	1.90
投资活动现金流	-234	-253	-171	-120	-70	应收账款周转率	4.67	6.90	9.08	9.17	9.40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.70	11.80	11.82	11.35	#REF!
长期股权投资减少	-291	-235	-170	-120	-70	每股指标(元)					
投资收益	2	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.63	0.95	1.10	1.33
筹资活动现金流	261	-496	-132	-185	-210	每股净现金流(最新	0.62	-0.66	0.34	0.29	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.14	8.48	9.13	9.77	10.59
长期借款增加	411	-360	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.23	23.00	15.37	13.29	10.95
资本公积增加	-14	0	0	0	0	P/B	1.79	1.72	1.60	1.49	1.38
现金净增加额	223	-236	122	104	100	EV/EBITDA	16.74	11.39	8.83	7.74	6.56

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、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。