

长青股份 (002391)

证券研究报告

2018 年 04 月 18 日

吡虫啉量价齐升，制剂旺季，18H1 业绩小幅超预期

公司 18H1 业绩超预期

公司今日披露 2018 年一季度报告，实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 45.77%；实现净利润 0.66 亿元，同比增长 48.78%，EPS 0.18 元。报告期内，公司在建工程较期初下降 54.23%，主要系可转债项目建成转固，我们认为公司氟磺系列产品下半年产销量将实现增长。同时，公司财务费用同比增长 31.90%，主要系因人民币升值，汇兑损失增加所致。

公司预计 1-6 月实现净利润 1.57 亿元-1.93 亿元，同比增长 30%-60%，超市场预期。我们认为公司二季度业绩大幅改善主要原因包括：1 公司吡虫啉长单为主，实际成交价滞后市价 1-2 个季度，17Q4 吡虫啉市价阶段高位，目前正逐渐体现盈利；2 一季度受春节因素影响，公司产销量偏低，二季度环比增加；3 公司制剂销售传统旺季是二季度，我们预计制剂贡献净利润增量 3000 万左右。

供需紧平衡维持，吡虫啉 18 年价格中枢上移

吡虫啉是一种低毒高效的烟碱类杀虫剂，对高毒有机磷类农药进行替代。受益于农药行业复苏，吡虫啉需求稳定增长。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，部分企业处于停产或者低负荷状态包括中农联合（产能 4000 吨）、江苏克胜（产能 3000 吨）近期才逐步复产，江苏长隆（产能 2000 吨）一直负荷偏低，我们认为吡虫啉供给紧张的局面 18 年将持续。此外吡虫啉重要中间体 CCMP 当前供给偏紧，价格维持在 14 万元/吨，公司配套 2000 吨/年产能，显著受益于产业链一体化（出自卓创资讯、百川资讯）。

17 年吡虫啉价格持续上涨最高达到 25 万元/吨，考虑到公司实际成交价滞后于市价，我们认为 18Q1-18Q2 吡虫啉盈利继续向好。公司拥有吡虫啉/啉虫脒产能 4000 吨/年，吡虫啉/啉虫脒价格上升 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。

产品扩产，除草剂持续放量

17 年公司除草剂营收占比 46.7%，主要包括麦草畏、氟磺胺草醚等产品。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。国内有效供给仅有扬农和长青。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。此外公司规划 18 年新增 2000 吨产能。氟磺胺草醚当前价格 13.5 万元/吨，同比增长 32%。氟磺胺草醚价格上升 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.18 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 吨丁醚脒、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。我们预计 2018-2020 年净利润为 3.1/3.9/4.6 亿元，现价对应 2018 年 PE 15X，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	2,835.24	3,325.84	3,854.18
增长率(%)	0.66	22.51	26.27	17.30	15.89
EBITDA(百万元)	323.67	483.51	524.55	672.41	782.72
净利润(百万元)	162.65	227.90	313.35	394.18	459.58
增长率(%)	(31.54)	40.12	37.50	25.80	16.59
EPS(元/股)	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28
市盈率(P/E)	29.22	20.85	15.17	12.06	10.34
市净率(P/B)	1.62	1.56	1.50	1.43	1.35
市销率(P/S)	2.59	2.12	1.68	1.43	1.23
EV/EBITDA	20.32	10.91	10.25	8.13	7.35

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	13.22 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)	4,752.41
流通 A 股市值(百万元)	3,142.59
每股净资产(元)	8.66
资产负债率(%)	23.33
一年内最高/最低(元)	17.90/12.83

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-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
- 2 《长青股份-季报点评:吡虫啉大幅涨价，四季度值得期待》 2017-10-20
- 3 《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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	410.71	171.64	567.05	665.17	770.84
应收账款	391.41	271.03	831.56	410.32	1,028.85
预付账款	32.23	82.11	20.91	106.51	50.68
存货	562.58	757.60	722.82	1,051.99	1,007.95
其他	374.27	336.29	420.44	602.88	461.53
流动资产合计	1,771.20	1,618.68	2,562.78	2,836.87	3,319.84
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	4,932.95	5,319.54	5,922.37
短期借款	696.00	360.00	1,146.44	1,456.58	1,851.06
应付账款	202.30	184.88	323.94	274.26	392.65
其他	120.52	192.71	104.80	216.58	118.70
流动负债合计	1,018.82	737.59	1,575.17	1,947.42	2,362.41
长期借款	0.00	0.00	143.46	3.17	9.23
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	173.68	32.20	37.95
负债合计	1,048.82	764.49	1,748.85	1,979.63	2,400.36
少数股东权益	13.38	13.14	11.39	9.52	7.78
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	2,813.23	2,970.90	3,154.74
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	3,184.11	3,339.91	3,522.01
负债和股东权益总	3,989.52	3,825.02	4,932.95	5,319.54	5,922.37

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	161.42	227.66	313.35	394.18	459.58
折旧摊销	131.57	179.56	116.82	130.80	144.39
财务费用	22.47	31.40	35.00	74.67	90.29
投资损失	(2.10)	(4.17)	(3.88)	(3.88)	(3.88)
营运资金变动	14.79	17.56	(525.59)	(99.29)	(357.15)
其它	(133.99)	63.06	(1.90)	(1.86)	(1.70)
经营活动现金流	194.18	515.07	(66.20)	494.62	331.54
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	1,299.90	1,471.08	1,867.40
股权融资	(17.45)	(33.46)	(34.57)	(74.52)	(90.09)
其他	(441.20)	(822.94)	(548.01)	(1,536.86)	(1,746.98)
筹资活动现金流	261.35	(496.40)	717.32	(140.30)	30.33
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)	395.41	98.12	105.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,832.82	2,245.31	2,835.24	3,325.84	3,854.18
营业成本	1,396.36	1,645.19	2,049.81	2,346.84	2,709.35
营业税金及附加	6.72	15.10	25.52	33.26	42.40
营业费用	72.48	86.64	99.23	116.40	134.90
管理费用	165.21	205.82	255.17	292.67	335.31
财务费用	17.45	33.47	35.00	74.67	90.29
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	372.74	466.93	548.04
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	366.59	461.55	538.64
所得税	19.89	35.77	54.99	69.23	80.80
净利润	161.42	227.66	311.60	392.32	457.84
少数股东损益	(1.23)	(0.24)	(1.75)	(1.87)	(1.74)
归属于母公司净利润	162.65	227.90	313.35	394.18	459.58
每股收益（元）	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.66%	22.51%	26.27%	17.30%	15.89%
营业利润	-36.11%	60.38%	33.07%	25.27%	17.37%
归属于母公司净利润	-31.54%	40.12%	37.50%	25.80%	16.59%
获利能力					
毛利率	23.81%	26.73%	27.70%	29.44%	29.70%
净利率	8.87%	10.15%	11.05%	11.85%	11.92%
ROE	5.56%	7.48%	9.88%	11.84%	13.08%
ROIC	5.92%	8.41%	11.00%	12.12%	13.42%
偿债能力					
资产负债率	26.29%	19.99%	35.45%	37.21%	40.53%
净负债率	5.30%	-2.68%	7.31%	-3.54%	-4.45%
流动比率	1.74	2.19	1.63	1.46	1.41
速动比率	1.19	1.17	1.17	0.92	0.98
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	3.83	3.75	3.74
总资产周转率	0.49	0.57	0.65	0.65	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28
每股经营现金流	0.54	1.43	-0.18	1.38	0.92
每股净资产	8.14	8.48	8.83	9.26	9.78
估值比率					
市盈率	29.22	20.85	15.17	12.06	10.34
市净率	1.62	1.56	1.50	1.43	1.35
EV/EBITDA	20.32	10.91	10.25	8.13	7.35
EV/EBIT	34.25	17.35	13.19	10.09	9.01

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com