

2020年01月07日

长青股份 (002391.SZ)

动态分析

股权激励+新产能投放+国内转基因+低估值

投资要点

- ◆ **限制性激励计划彰显管理层信心**：公司已经于 2019 年 12 月初完成限制性股权激励，授予价格为 4.16 元/股，上市日期为 2019 年 12 月 6 日。股权激励条件是公司营业收入 CAGR 需不低于 12%，净利润 CAGR 不低于 13.19%。公司激励计划目标增速不高，但目前公司估值较低（PE_TTM 为 13.2），公司估值区间为 11.51~40.13 倍之间，处于下限位置，且农药处于景气度底部，安全边际较高。
- ◆ **新产能逐步释放以及产品多样化抗风险能力强**：1、产品多样化导致抗风险能力强。2、公司项目扩产，投放产能带动业绩增长。目前“年产 1600 吨丁醚脲原药项目”已于 2019 年 5 月建成投产，“年产 5000 吨盐酸羟胺项目”将于 2020 年开始逐步贡献业绩，年产 6000 吨麦草畏原药项目也将在 2020 年投产，年产 500 吨异噁草松项目已开工建设，预计 2020 年三季度建成；年产 3500 吨草铵膦原药项目、年产 2000 吨氟磺胺草醚原药等项目也将在 2020-2021 年投产并贡献业绩。
- ◆ **转基因作物产业化有望带动除草剂业绩增长**：2019 年 12 月 30 日，农业农村部科技教育司发布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，拟批准为 192 个植物品种目录颁发农业转基因生物安全证书。长期来看利好除草剂的销售。
- ◆ **盈利能力明显优于全行业**：2019 年农药行业整体增速放缓，需求偏弱，价格下降，但公司前三季度营业收入同比增长 11.73%，归母净利润同比增长 13%，产品毛利率 24.97%，同比略微下降 0.63%，环比提升 0.26%，体现较强的盈利能力。
- ◆ **投资建议**：我们预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.67、0.80、0.97 元/股，ROE 为 9.7%、10.7%、12.1%。给予“买入-B”的投资建议。
- ◆ **风险提示**：募投项目投产不达预期；下游需求不及预期；环保政策风险；原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,245.3	3,000.8	3,398.7	4,276.7	5,177.0
同比增长(%)	22.5%	33.6%	13.3%	25.8%	21.1%
营业利润(百万元)	280.1	386.8	428.4	510.6	615.2
同比增长(%)	60.4%	38.1%	10.8%	19.2%	20.5%
净利润(百万元)	227.9	319.4	361.4	429.5	521.6
同比增长(%)	40.1%	40.2%	13.1%	18.8%	21.5%
每股收益(元)	0.42	0.59	0.67	0.80	0.97
PE	19.3	13.8	12.2	10.3	8.4
PB	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

基础化工 | 农药 III

投资评级

买入-B(首次)

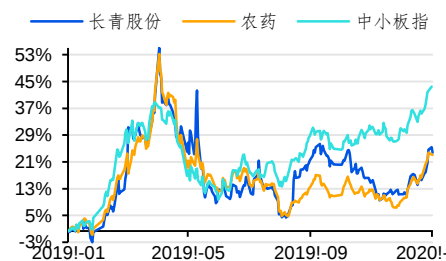
股价(2020-01-07)

8.62 元

交易数据

总市值(百万元)	4,648.44
流通市值(百万元)	2,883.62
总股本(百万股)	539.26
流通股本(百万股)	334.53
12 个月价格区间	7.06/16.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.7	-11.86	-19.39
绝对收益	11.23	2.99	26.66

分析师

谭志勇

 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20377198

分析师

王洁婷

 SAC 执业证书编号：S0910517100001
 wangjieting@huajinsc.cn
 021-20377166

报告联系人

陈南荣

chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、农药龙头企业，研发能力优秀.....	3
二、产业链一体化，产品多样化、抗风险能力强.....	3
三、转基因作物产业化有望带动除草剂业绩增长.....	3
四、盈利能力明显优于全行业，募投项目投产将进一步拉动业绩.....	4
五、限制性激励计划彰显管理层信心.....	6
六、投资建议.....	6
七、风险提示.....	6

图表目录

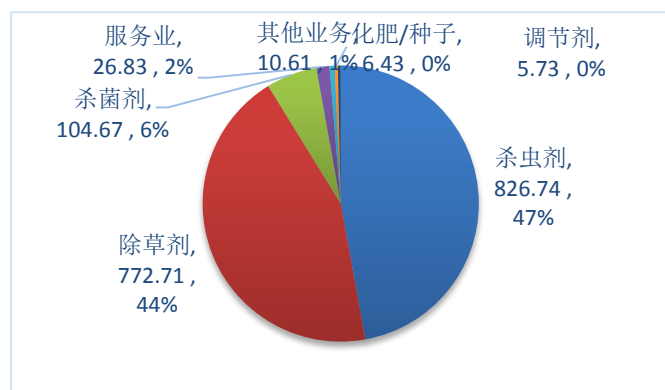
图 1：2019 年中期公司收入构成（百万元，%，右同）.....	3
图 2：2019 年中期毛利构成.....	3
图 3：草甘膦产能、产量及开工率.....	4
图 4：草甘膦行业盈利情况.....	4
图 5：2006-2019 前 3 季度收入年复合增速为 20.44%.....	5
图 6：2006-2019 年前 3 季度归母净利润 CAGR=25.36%.....	5
图 7：历史 PE_TTM（截止到 2020-1-7）.....	6
图 8：历史 PB（截止到 2020-1-7）.....	6
表 1：公司募投项目及目前主要产能.....	5

一、农药龙头企业，研发能力优秀

公司为农药原药及制剂生产龙头企业之一。在国内，公司取得了 30 余种原药和 110 余种制剂的农药登记和生产许可，没有国家禁止或淘汰的产品，主要产品均是高效、低毒、低残留农药产品。在国外，产品出口远销美国、巴西等 20 余个国家和地区，是跨国农药巨头部分产品的主要原药供应商之一，合作产品能保持较高的毛利水平。公司是先正达公司在亚太地区多次授予 HSE 进步奖的生产企业。公司拥有国家级“博士后科研工作站”和“省级企业技术中心”两个技术平台、一个国家石化行业“A 类质检机构”。研发人员数量占比 16%，研发投入占营业收入比重 4.6%。

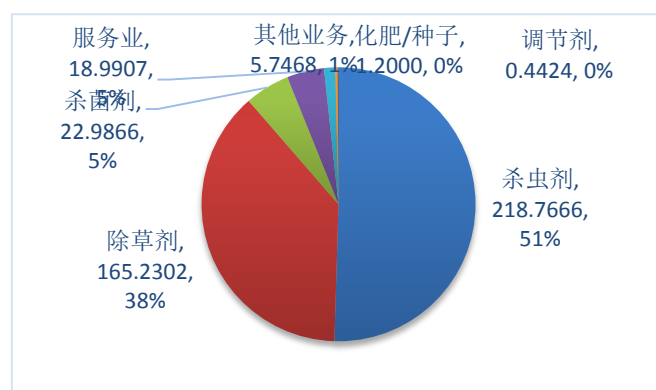
公司产品以杀虫剂和除草剂为主，在营业收入中占比分别为 50% 和 41%（2018 年年报）。公司主打产品为吡虫啉，吡虫啉被国家质量监督检验检疫总局授予中国名牌产品称号。

图 1：2019 年中期公司收入构成（百万元，%，右同）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：2019 年中期毛利构成



资料来源：wind，华金证券研究所

二、产业链一体化，产品多样化、抗风险能力强

公司在部分优势产品上从原药向上游中间体、下游制剂终端延伸，规模效应、协同效应明显。公司主要产品吡虫啉中间体 CCMP 曾因环保问题导致供应短缺，价格暴涨。由于公司 CCMP 能够自给，从而能够充分受益环保趋严带来的价格上涨。

另外，公司产品涵盖多种杀虫剂、除草剂、杀菌剂和中间体，产品多样化能有效规避产品单一导致的业绩大幅震荡的风险。

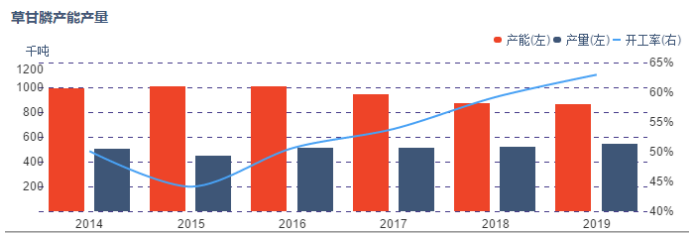
三、转基因作物产业化有望带动除草剂业绩增长

2019 年 12 月 30 日，农业农村部科技教育司发布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，拟批准为 192 个植物品种目录颁发农业转基因生物安全证书。这 192 个植物品种包括 189 个棉花品种，2 个玉米品种和 1 个大豆品种。上一次获得转基因安全证书的品种为

2009 年批准的 2 个水稻和 1 个玉米品种。虽然转基因作物从获得安全证书到商业化种植还至少需要两年的时间，但长期来看利好除草剂的销售。

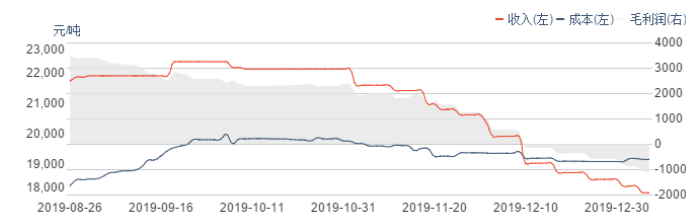
2018 年全球转基因种植面积为 1.917 亿公顷，同比增长 1%，相比 2017 年 3% 增速有所回落，主要原因是海外转基因种植面积接近饱和。但中国增长了 4% 达到 250 万公顷。我国耕地面积 2017 年统计数为 1.35 亿公顷，其中美国、巴西、阿根廷、加拿大、印度合计占全球总的转基因作物面积的 91%，其中美国 0.8 亿公顷，占比 40%，占全美耕地面积的 50% 左右。全球转基因种植面积占耕地面积约 15% 左右，我国不到 3%。

图 3：草甘膦产能、产量及开工率



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

图 4：草甘膦行业盈利情况



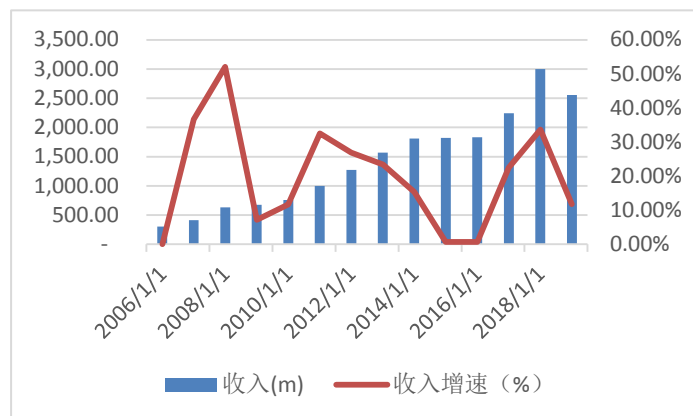
资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

转基因作物主要有两类：抗除草剂作物和 Bt 抗虫作物，或者兼具这两种特点的性状迭加作物。其中的抗除草剂作物绝大多数都是抗草甘膦作物。抗草甘膦作物在被施以草甘膦后依然能保持生长而不被草甘膦杀死，草甘膦仅仅杀死杂草。但是时间长了杂草存在了耐药性，而且第二年的收率会大幅下降，于是需要复配其他除草剂，通常是麦草畏和草铵膦。因此，这种转基因作物的大量种植将增加草甘膦、麦草畏和草铵膦的需求。公司可转债募投项目包括年产 6000 吨麦草畏原药项目和年产 3500 吨草铵膦原药项目，将明显受益于转基因作物的商业化。

四、盈利能力明显优于全行业，募投项目投产将进一步拉动业绩

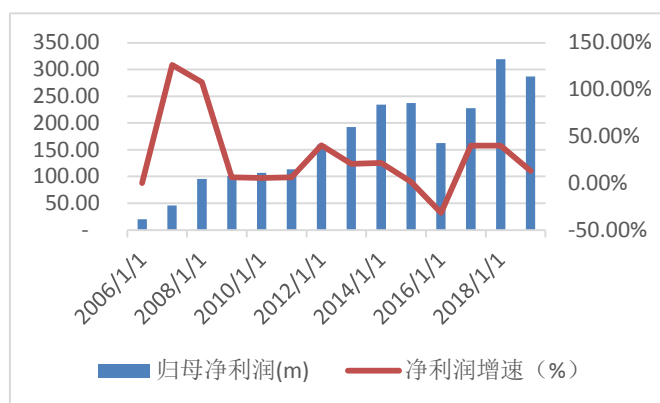
2019 年农药行业整体增速放缓，需求偏弱，价格下降，上市公司整体前三季度营业收入同比增长 2.76%，归母净利润同比下降 25.60%，毛利率 27.54%，同比降 2.45%。公司盈利能力优于全行业上市公司。2019 年前三季度，公司营业收入同比增长 11.73%，归母净利润同比增长 13%，产品毛利率 24.97%，同比略微下降 0.63%，环比提升 0.26%，体现较强的盈利能力。

图 5：2006-2019 前 3 季度收入年复合增速为 20.44%



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：2006-2019 年前 3 季度归母净利润 CAGR=25.36%



资料来源：wind，华金证券研究所

公司业绩表现较强主要取决于两个方面：

1、产品多样化导致抗风险能力强。今年前三季度，氟磺胺草醚、吡虫啉、啉虫脒价格均下跌明显，而丁醚脲、三环唑、环氧菌唑价格均同比大幅上涨，部分抵消了价格下跌产品对业绩带来的影响。

2、公司项目扩产，投放产能带动业绩增长。公司募投项目产能将逐步提供业绩增量。目前，“年产 1600 吨丁醚脲原药项目”已于 2019 年 5 月建成投产，“年产 5000 吨盐酸羟胺项目”也将于 2020 年开始贡献业绩，年产 6000 吨麦草畏原药项目也计划于 2020 年投产，年产 500 吨异噁草松项目已开工建设，预计 2020 年三季度建成。这样，2020-2021 年，年产 3500 吨草铵膦原药项目、年产 2000 吨氟磺胺草醚原药等项目的顺利投产将进一步提升了公司的盈利水平。

表 1：公司募投项目及目前主要产能

可转债募投项目产能（截止 2019 年中报）		目前主要产品产能
除草剂	年产 6000 吨麦草畏原药项目	麦草畏原药产能 5,000 吨/年
	年产 2000 吨氟磺胺草醚原药	S-异丙甲草胺原药 3000 吨/年
	年产 3500 吨草铵膦原药项目	氟磺胺草醚产能 2,400 吨/年
	年产 500 吨三氟羧草醚原药项目	醚苯磺隆原药 450 吨/年
	年产 500 吨异噁草松原药项目	氟氟草酯原药 300 吨/年
杀虫剂	年产 1600 吨丁醚脲原药项目（已经投产）	吡虫啉原药产能 3,000 吨/年
		丁醚脲原药项目 1200 吨/年
		啉虫脒原药 1000 吨/年
		氟虫腈 500 吨/年
		茚虫威原药 200 吨/年
杀菌剂		三环唑产能 600 吨/年
		稻瘟酰胺 500 吨/年
中间体	年产 5000 吨盐酸羟胺项目（调试）	环氧菌唑原药 300 吨/年
		2-苯并呋喃酮中间体项目 2000 吨/年

资料来源：上市公司公告、华金证券研究所

五、限制性激励计划彰显管理层信心

公司已经完成以 4.16 元/股的价格授予公司核心人员限制性股权激励,这些人员包括公司(含子公司)任职的部分董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员。授予的限制性股票数量为 21,999,901 股, 占总股本 4.08%。授予限制性股票的限售期分别为自授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月,解除限售比例分别为 30%、30%、40%。解除限售的考核目标分别为:第一个解除限售期,以 2018 年合并报表为固定基数,2019 年合并报表营业收入增长率不低于 12%,且净利润增长率不低于 15%。第二个解除限售期,以 2018 年合并报表为固定基数,2020 年合并报表营业收入增长率不低于 25%,且净利润增长率不低于 22%。第三个解除限售期,以 2018 年合并报表为固定基数,2021 年合并报表营业收入增长率不低于 40%,且净利润增长率不低于 45%。根据第三个解除限售期,营业收入 CAGR 为不低于 12%,净利润 CAGR 不低于 13.19%。

由于当前估值够低,处于历史估值底部,行业也处于景气度底部,股权激励提供了一定的安全边际。按 3 年左右的周期测算,预计 2020-2021 年行业景气度有望上行,那时公司正好是新项目均投产的时候,有望顺利释放业绩。

图 7: 历史 PE_TTM (截止到 2020-1-7)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 8: 历史 PB (截止到 2020-1-7)



资料来源: wind, 华金证券研究所

六、投资建议

公司业绩相对稳健,抗风险能力强,产能释放贡献业绩增量,限制性股权激励计划提供安全边际参考标准,我们预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.67、0.80、0.97 元/股, ROE 为 9.7%、10.7%、12.1%给予“买入-B”的投资建议。

七、风险提示

募投项目投产不达预期;

下游需求不及预期;

环保政策风险;

原材料价格波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,245.3	3,000.8	3,398.7	4,276.7	5,177.0	年增长率					
减:营业成本	1,645.2	2,240.6	2,561.1	3,244.6	3,946.6	营业收入增长率	22.5%	33.6%	13.3%	25.8%	21.1%
营业税费	15.1	13.8	17.0	23.3	26.0	营业利润增长率	60.4%	38.1%	10.8%	19.2%	20.5%
销售费用	86.6	100.5	105.4	132.6	160.5	净利润增长率	40.1%	40.2%	13.1%	18.8%	21.5%
管理费用	205.8	119.6	265.1	320.8	372.7	EBITDA 增长率	49.4%	50.7%	-3.4%	23.3%	18.4%
财务费用	33.5	13.2	32.3	49.0	61.9	EBIT 增长率	58.2%	73.8%	-12.8%	21.5%	21.0%
资产减值损失	-6.9	1.0	-8.0	-0.5	-2.4	NOPLAT 增长率	58.5%	29.7%	15.1%	20.9%	21.4%
加:公允价值变动收益	0.3	-0.5	-0.7	-	-	投资资本增长率	-2.2%	-0.8%	14.9%	24.1%	0.8%
投资和汇兑收益	4.2	3.6	3.3	3.6	3.5	净资产增长率	4.1%	7.1%	13.8%	7.8%	7.6%
营业利润	280.1	386.8	428.4	510.6	615.2						
加:营业外净收支	-16.7	-21.7	-15.0	-17.8	-18.2	盈利能力					
利润总额	263.4	365.0	413.4	492.8	597.1	毛利率	26.7%	25.3%	24.6%	24.1%	23.8%
减:所得税	35.8	44.4	50.6	62.4	73.7	营业利润率	12.5%	12.9%	12.6%	11.9%	11.9%
净利润	227.9	319.4	361.4	429.5	521.6	净利润率	10.1%	10.6%	10.6%	10.0%	10.1%
						EBITDA/营业收入	21.5%	24.3%	20.7%	20.3%	19.9%
						EBIT/营业收入	13.5%	17.6%	13.6%	13.1%	13.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	20.0%	19.5%	33.4%	38.0%	37.3%
货币资金	171.6	346.5	305.9	384.9	465.9	负债权益比	25.0%	24.3%	50.1%	61.3%	59.6%
交易性金融资产	0.8	0.5	750.0	750.0	750.0	流动比率	2.19	2.27	2.75	1.93	1.96
应收帐款	271.0	263.7	604.9	434.1	733.6	速动比率	1.17	1.18	1.80	1.22	1.22
应收票据	165.9	65.9	47.4	378.0	181.2	利息保障倍数	9.08	39.94	14.27	11.41	10.95
预付帐款	82.1	69.9	100.8	119.8	146.6	营运能力					
存货	757.6	840.9	980.3	1,218.8	1,390.3	固定资产周转天数	303	220	207	185	165
其他流动资产	169.6	164.1	70.0	60.0	50.0	流动营业资本周转天数	171	124	114	117	112
可供出售金融资产	1.4	1.4	-	-	-	流动资产周转天数	272	202	244	261	246
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	53	32	46	44	41
长期股权投资	-	-	-1.7	-1.7	-1.7	存货周转天数	106	96	96	93	91
投资性房地产	60.6	64.9	72.9	80.9	88.9	总资产周转天数	626	474	512	508	465
固定资产	1,808.9	1,857.3	2,045.9	2,350.7	2,400.3	投资资本周转天数	511	377	356	339	311
在建工程	172.2	166.8	298.8	389.3	412.5						
无形资产	128.3	124.6	120.5	116.4	112.3	费用率					
其他非流动资产	34.9	105.9	200.0	200.0	168.6	销售费用率	3.9%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
资产总额	3,825.0	4,072.5	5,595.6	6,481.2	6,898.6	管理费用率	9.2%	4.0%	7.8%	7.5%	7.2%
短期债务	360.0	370.0	387.4	1,154.4	991.5	财务费用率	1.5%	0.4%	0.9%	1.1%	1.2%
应付帐款	184.9	191.5	292.2	302.6	419.7	三费/营业收入	14.5%	7.8%	11.8%	11.7%	11.5%
应付票据	95.2	131.0	295.8	190.9	379.2	投资回报率					
其他流动负债	97.5	80.6	65.7	88.5	110.1	ROE	7.5%	9.8%	9.7%	10.7%	12.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	6.0%	7.9%	6.5%	6.6%	7.6%

资料来源：贝格数据、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、王洁婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn