

随行业基本面触底回升，凭借优势开启新成长

——长青股份（002391）调研简报

分析师： 张敬华

SAC NO: S1150513080004

2016 年 12 月 20 日

化工——农药

证券分析师

张敬华

010-68784257

zhangjh_bh@126.com

调研情况：

近期，我们调研了长青股份，针对公司的生产经营状况以及农药行业未来发展趋势与公司领导进行了交流。

投资要点：

● 公司农药产品线齐全

公司主营化学农药原药和制剂研发、生产与销售，产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，近 30 多种原药，70 多种制剂，产品线齐全，目前原药销售占比 70% 左右，制剂销售占比 30% 左右。

● 新烟碱杀虫剂已进入涨价通道，公司产能规模优势明显，盈利能力强

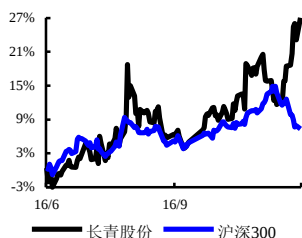
新烟碱类杀虫剂已成为全球主要的杀虫剂种类，吡虫啉、啉虫脒等拌种剂需求逐步增长，其中吡虫啉已成为全球销售额第二大的杀虫剂，年销售额突破 12 亿美元。公司拥有 3000 吨吡虫啉产能，国内居首。此外，公司还拥有啉虫脒产能 1000 吨。受环保核查影响，导致吡虫啉装置集中停产供给不足，库存低位，加之行业旺季来临，吡虫啉价格涨幅明显。而且由于吡虫啉高污染行业，进入门槛提高，行业暂无新增产能，在环保不达标产能有望推出的情形下，吡虫啉后续价格仍有望保持高位。

评级：
增持

上次评级：

目标价格： 21.80
最新收盘价： 18.34

最近半年股价相对走势



相关研究报告

● 氟磺胺草醚国内产销率居首，支撑公司业绩

氟磺胺草醚商品名虎威，是一种选择性除草剂，要用于大豆田，也可用于干豆和蔬菜中，具有杀草谱宽、除草效果好、对大豆安全，对环境及后茬作物安全（推荐剂量下）等优点，全球需求量大概在 1.5 万吨左右，目前全球市场销售额大概在 2.5 亿美金左右。公司为先正达公司产品唯一登记的该产品供应商，所以该产品在美国和巴西市场没有其它厂商竞争。公司目前拥有氟磺胺草醚产能 2400 吨，国内市占率超 60%，且出口量及毛利率提升稳定。

● 受益于转基因作物市场打开，麦草畏市场逐步启动，支撑公司业绩新成长

2016 年 11 月 9 日，美国环境保护署（EPA）正式批准孟山都采用 VaporGrip

技术的麦草畏产品 XtendiMax，用于耐麦草畏的 Roundup Ready 2 Xtend 大豆和 Bollgard II XtendFlex 棉花，该产品能有效降低挥发性并控制耐麦草畏转基因大豆和棉花中的杂草，预计于 2017 年使用。上述转基因大豆和棉花已经获得美国政府批准使用并开始商业化种植，孟山都计划在 2017 年推广超过 1500 万英亩转基因大豆和超过 300 万英亩转基因棉花。预计此次麦草畏制剂被批准将有利于耐麦草畏转基因作物的推广，麦草畏整体需求有望放量。公司现有麦草畏产能 3000 吨，全年满负荷生产。根据规划公司明年麦草畏产能将达到 5000 吨，产品主要用于出口，目前产品售价近 12 万元每吨，毛利率近 30%。预计随着孟山都麦草畏制剂获得 EPA 批准使用及未来耐麦草畏转基因作物的推广，公司麦草畏产品出货量有望大幅提升。

● 出口销售占比较高，盈利能力较强

目前，公司出口占全部营业收入的 60%，其中，自营出口占销售规模的 40%，贸易公司通过代理公司销售占了 20%。预计国内市场相比，出口产品销售毛利率超过 30%，超国内市场近 7 个百分点。

● 新产能投放，草铵膦储存项目将支持公司业绩长期增长

450 吨醚苯磺隆原药今年年底将投产，1000 吨 S-异丙甲草胺原药新产能将较快支撑公司业绩增长。另公司草铵膦项目目前正处于中试阶段，3500 吨规划产能已获环评，未来随着技术成熟及市场需求提升将进一步支撑公司业绩长期发展。

● 国内优势突出的创新型农药企业，与国际农药巨头合作渠道优势强

近几年来公司研发投入占比始终保持在 4-5%，在上市的农药类公司中居首位。通过多年的发展与合作，公司与先正达、拜耳以及陶氏益农等国际农药巨头建立了良好的合作关系，是其主要的供应商之一。

● 业绩预测：预计公司 16 年的 EPS 为 0.64 元

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64、0.72、0.82 元，对应最新股价的 PE 为 28.5、25.2、22.0 倍，估值安全边际较高。给予“增持”投资评级。

● 风险提示

汇率波动风险；新项目投产不及预期；麦草畏产品等下游需求增量低于预期。

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,809	1,821	1,953	2,308	2,676
(+/-)%	15%	1%	7%	18%	16%
经营利润（EBIT）	292	282	276	327	376
(+/-)%	30%	-3%	-2%	19%	15%
净利润	234	238	230	260	298
(+/-)%	22%	1%	-3%	13%	14%
每股净收益（元）	0.74	0.66	0.64	0.72	0.82

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	197	199	213	531	616	营业收入	1809	1821	1953	2308	2676
应收票据	157	187	185	219	254	营业成本	1302	1333	1432	1691	1964
应收账款	256	400	429	507	588	营业税金及附加	1	1	1	2	2
预付款项	23	28	26	24	22	销售费用	54	55	65	76	89
其他应收款	11	8	9	11	12	管理费用	160	149	179	212	245
存货	443	476	499	590	685	财务费用	12	5	14	30	53
其他流动资产	285	167	167	167	167	资产减值损失	6	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	1	5	4	4	4
固定资产	1250	1300	1531	1678	1722	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	313	544	372	286	193	营业利润	273	273	266	301	327
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-1	-8	-5	-6	11
无形资产	110	132	137	135	129	税前利润	272	265	262	295	338
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	40	29	33	38	43
资产总计	3110	3552	3837	4877	5595	净利润	232	236	228	258	295
短期借款	10	249	344	1102	1494	归属于母公司的净利润	234	238	230	260	298
应付票据	58	100	107	127	147	少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-3
应付账款	112	170	140	165	199	基本每股收益	0.74	0.66	0.64	0.72	0.82
预收款项	6	4	6	8	11	稀释每股收益	0.74	0.66	0.64	0.72	0.82
应付职工薪酬	20	19	19	19	19	财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应交税费	-24	6	6	6	6	成长性					
其他应付款	2	20	20	20	20	营收增长率	15.3%	0.7%	7.3%	18.2%	15.9%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	29.6%	-3.5%	-2.0%	18.5%	15.0%
长期借款	110	54	54	54	54	净利润增长率	21.6%	1.4%	-3.0%	12.8%	14.5%
负债合计	838	664	703	1509	1958	盈利性					
股东权益合计	2272	2888	3133	3368	3637	销售毛利率	28.0%	26.8%	26.7%	26.7%	26.6%
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售净利率	12.9%	13.0%	11.8%	11.3%	11.1%
净利润	232	236	228	258	295	ROE	10.3%	8.2%	7.4%	7.7%	8.2%
折旧与摊销	89	116	143	161	175	ROIC	8.58%	7.84%	6.81%	6.30%	6.32%
经营活动现金流	225	183	152	-172	-113	估值倍数					
投资活动现金流	-848	-277	-218	-216	-116	PE	24.4	27.6	28.5	25.2	22.0
融资活动现金流	498	77	81	705	313	P/S	3.2	3.6	3.4	2.8	2.5
现金净变动	-125	-17	14	318	85	P/B	2.51	2.27	2.09	1.95	1.80
期初现金余额	319	197	199	213	531	股息收益率	0.2%	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%
期末现金余额	194	179	213	531	616	EV/EBITDA	16.2	16.8	16.1	14.7	13.6

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司研究所
副所长（金融行业研究与研究所主持工作）

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长

谢富华

+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明

+86 10 6878 4238

刘蕾

+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕

+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6878 4235

高峰

+86 10 6878 4251

宋敬祎

杨青海

+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜

+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥

+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华

+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

洪程程

+86 10 6878 4260

金融工程研究与部门经理

崔健

+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红

+86 22 2845 1684

李莘泰

衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

CTA策略研究

郝倜

+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞

+86 22 2845 1802

流动性、战略研究与部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

杜乃璇

+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究

+86 22 2845 1605

朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖

+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn