

公司研究

行业景气触底 Q1 业绩改善，关注需求复苏及新产能持续兑现

——长青股份（002391.SZ）2022 年年度报告及 2023 年一季报点评

增持（维持）

当前价：7.12 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

联系人：胡星月

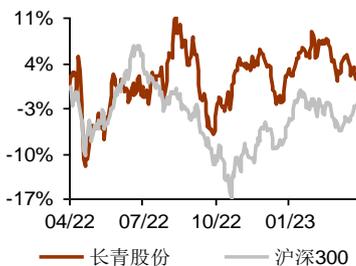
010-58452014

huxingyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.50
总市值(亿元):	46.25
一年最低/最高(元):	6.13/8.11
近3月换手率:	38.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.68	-4.98	-5.41
绝对	-2.86	-4.69	-3.19

资料来源：Wind

相关研报

农药放量业绩符合预期，产能持续投放进展顺利——长青股份（002391.SZ）2022 年半年报点评（2022-08-18）

农药销量提高带动业绩增长，稳步扩充产能加强公司实力——长青股份（002391.SZ）2021 年年报及 2022 年一季报点评

（2022-04-20）

要点

事件 1: 公司发布 2022 年年报。报告期内，公司实现营收 42.44 亿元，同比增长 12.72%；实现归母净利润 2.62 亿元，同比增长 5.56%；实现扣非后归母净利润 2.54 亿元，同比增长 5.35%。22 年 Q4 公司实现营收 9.53 亿元，同比减少 18.18%，环比减少 17.97%；实现归母净利润-0.39 亿元，同比减少 0.52 亿元，环比减少 1.38 亿元。

事件 2: 公司发布 2023 年一季报。报告期内，公司实现营收 10.22 亿元，同比增长 11.81%，环比增长 7.24%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 12.95%，环比增长 1.29 亿元。

22 年公司业绩稳步提升，受原药价格下跌影响 Q4 暂时承压。 22 年公司主营业务除草剂和杀虫剂的营收分别为 18.04/19.37 亿元，同比分别增长 42.51%/45.61%；其毛利率分别为 13.9%/19.1%，同比分别变动+4.9、-3.7pct。产销量方面，22 年公司原药、制剂分别生产 2.07、1.23 万吨，同比分别增长 13.1%、11.8%，分别销售 1.83、1.20 万吨，同比分别变动-8.1%、+2.4%。价格方面，根据百川盈孚数据，22 年公司的主营产品麦草畏、吡虫啉、氟磺胺草醚的市场均价分别为 7.5/16.3/13.5 万元/吨，同比分别变动-0.1%/+4.8%/+26.3%。22 年三季度后作物保护产品价格整体快速下行，公司原药下半年售价为 13.44 元/吨，较上半年降低 7.4%，因此 22Q4 公司业绩暂时承压。

受益于新增产能放量和原材料成本下降，23 年 Q1 业绩实现修复。 23Q1 原药价格持续回落，但受益于新增产能的不断放量，公司业绩仍实现增长。截至 22 年底，公司长青湖北生产基地年产 10000 吨 2-甲基-6-乙基苯胺项目、年产 2000 吨功夫菊酯原药项目、年产 600 吨氟虫腈原药项目已投入生产；年产 3000 吨噻虫嗪原药项目、年产 10000 吨精异丙甲草胺原药项目投入试生产；年产 1000 吨联苯菊酯原药项目处于设备安装阶段，随着可转债募投项目以及长青湖北生产基地的建成投产、新增产能的逐步放量，公司未来业绩的增长具有良好的保障。与此同时，公司主要原材料种类繁多，主要为石油化工行业的下游产物，原材料占生产成本的 70%左右。受益于原材料价格下行，23 年 Q1 公司毛利率有所回升，达 23.8%，同比增加 2.3pct，环比增加 15.4pct。

新增产能逐步放量，行业需求逐步回暖，公司业绩有望持续改善。 公司一直致力于原药、制剂的研发、生产与销售业务，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列共 30 余种原药、130 余种制剂。截至 22 年底，公司拥有原药产能 2.596 万吨/年，制剂产能 1.45 万吨/年，在建产能 1.3 万吨/年。主要的原药产品中，公司现有氟磺胺草醚原药产能 4400 吨/年，是先正达在美国和巴西市场该产品主要的原药供应商；现有吡虫啉原药产能 3,000 吨/年，约 50%用于出口，基本可以做到满产满销，同时，公司配套有部分核心中间体产能，具有一定的成本优势；现有麦草畏原药产能 1.1 万吨/年，是国内最早生产麦草畏的企业之一；公司依托对 N-芳基亚胺的高对映选择性不对称氢化技术，实现了以甲乙基苯胺、甲氧基丙酮、氯乙酰氯为原料的精异丙甲草胺工业化技术，现有精异丙甲草胺原药产能 1.3 万吨/年。未来随着公司可转债募投项目以及长青湖北生产基地的建成投产，叠加新增产能的不断释放，有望为公司带来持续的业绩增量。

盈利预测、估值与评级：由于原药价格仍处于下行态势，我们下调 23-24 年的盈利预测，新增 25 年的盈利预测，预计 23-25 年的归母净利润分别为 3.13（下调 38.8%）/3.88（下调 38.3%）/4.68 亿元。我们看好公司新增产能陆续投产后的业绩增长，维持公司“增持”评级。

风险提示：农药及原材料价格波动，环保和安全生产，产能释放不及预期风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,765	4,244	4,808	5,535	6,455
营业收入增长率	25.15%	12.72%	13.30%	15.13%	16.60%
净利润（百万元）	249	262	313	388	468
净利润增长率	27.48%	5.56%	19.21%	24.05%	20.73%
EPS（元）	0.38	0.40	0.48	0.60	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.52%	5.66%	6.49%	7.68%	8.79%
P/E	19	18	15	12	10
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-17，注：2021 年公司总股本为 6.53905 亿股，2022 年及以后公司总股本为 6.49593 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,765	4,244	4,808	5,535	6,455
营业成本	3,106	3,512	3,940	4,527	5,258
折旧和摊销	253	309	404	441	482
税金及附加	16	19	21	24	29
销售费用	68	63	71	82	96
管理费用	141	154	174	200	233
研发费用	150	203	230	264	308
财务费用	44	27	53	47	58
投资收益	21	12	12	12	12
营业利润	285	285	338	411	494
利润总额	266	273	324	402	485
所得税	17	10	11	14	17
净利润	248	264	313	388	468
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	249	262	313	388	468
EPS(元)	0.38	0.40	0.48	0.60	0.72

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	429	845	767	709	817
净利润	249	262	313	388	468
折旧摊销	253	309	404	441	482
净营运资金增加	111	-87	102	264	317
其他	-185	361	-52	-385	-450
投资活动产生现金流	-847	-997	-716	-763	-738
净资本支出	-1,026	-857	-729	-750	-750
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	179	-139	13	-13	12
融资活动现金流	746	-97	224	163	59
股本变化	-6	-4	-4	0	0
债务净变化	954	128	407	366	311
无息负债变化	96	340	235	185	246
净现金流	327	-254	275	109	138

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	17.5%	17.2%	18.0%	18.2%	18.5%
EBITDA 率	14.5%	14.4%	16.3%	16.1%	15.9%
EBIT 率	7.7%	7.1%	7.9%	8.1%	8.4%
税前净利润率	7.1%	6.4%	6.7%	7.3%	7.5%
归母净利润率	6.6%	6.2%	6.5%	7.0%	7.3%
ROA	3.6%	3.5%	3.8%	4.3%	4.7%
ROE (摊薄)	5.5%	5.7%	6.5%	7.7%	8.8%
经营性 ROIC	5.0%	5.0%	5.9%	6.3%	7.1%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	34%	38%	42%	44%	46%
流动比率	1.69	1.63	2.08	2.04	1.97
速动比率	1.07	0.91	1.20	1.15	1.09
归母权益/有息债务	2.88	2.74	2.30	2.05	1.92
有形资产/有息债务	4.25	4.25	3.82	3.55	3.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	6,865	7,474	8,299	9,082	9,913
货币资金	676	446	721	830	968
交易性金融资产	431	604	604	604	604
应收账款	504	537	608	700	817
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	11	12	14	16
存货	1,136	1,425	1,599	1,837	2,134
其他流动资产	288	172	172	172	172
流动资产合计	3,115	3,242	3,769	4,219	4,781
其他权益工具	27	26	26	26	26
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,490	3,144	3,176	3,222	3,266
在建工程	853	673	872	1,022	1,134
无形资产	180	230	275	319	362
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	97	29	29	29	29
非流动资产合计	3,751	4,232	4,530	4,863	5,132
总负债	2,355	2,824	3,466	4,018	4,575
短期借款	1,061	829	455	521	632
应付账款	434	495	555	638	741
应付票据	262	545	612	703	816
预收账款	0	0	96	111	129
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	1,842	1,992	1,814	2,065	2,422
长期借款	500	823	823	1,123	1,323
应付债券	0	0	820	820	820
其他非流动负债	12	8	8	8	8
非流动负债合计	513	832	1,653	1,953	2,153
股东权益	4,510	4,650	4,833	5,064	5,339
股本	654	650	650	650	650
公积金	2,381	2,392	2,423	2,462	2,467
未分配利润	1,480	1,596	1,748	1,941	2,210
归属母公司权益	4,498	4,637	4,820	5,052	5,326
少数股东权益	11	13	13	13	13

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.81%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
管理费用率	3.75%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%
财务费用率	1.17%	0.63%	1.11%	0.84%	0.90%
研发费用率	3.99%	4.77%	4.77%	4.77%	4.77%
所得税率	6%	3%	3%	3%	3%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.20	0.20	0.24	0.30	0.36
每股经营现金流	0.66	1.30	1.18	1.09	1.26
每股净资产	6.88	7.14	7.42	7.78	8.20
每股销售收入	5.76	6.53	7.40	8.52	9.94

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	19	18	15	12	10
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.3	9.6	7.8	7.2	6.6
股息率	2.8%	2.8%	3.4%	4.2%	5.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE