

公司研究/季报点评

2019年04月17日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.87
合理价格区间(元): 16.65~18.87

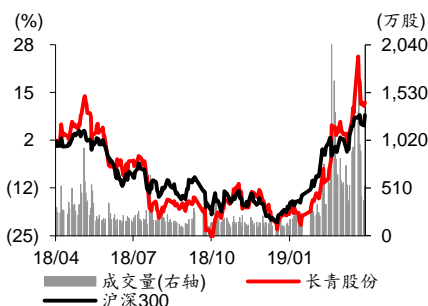
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《长青股份(002391,增持): 年报净利增长40%, 关注可转债项目进展》2019.03
- 2 《长青股份(002391,增持): 拟发行可转债, 进一步扩张优势产能》2019.02
- 3 《长青股份(002391,增持): 年报符合预期, 主要产品维持高景气》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q1 小幅增长, 供给端变化有望带动产品价格上行
长青股份(002391)

2019Q1 净利同比增7%

长青股份于4月16日发布2019年一季度报, 公司实现营业收入7.43亿元, 同比增长14.8%, 净利润0.71亿元, 同比增长7.2%, 业绩符合预期。按照3.59亿股的最新股本计算, 对应EPS为0.20元。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.11/1.39/1.54元, 维持“增持”评级。

小品种农药价格上行带动业绩增长, 期间费用率有所下降

报告期内, 国内农药市场景气整体下行, 大品种农药价格多数高位回落, 而部分小品种仍保持较好的市场需求。据中农立华, 公司主要产品吡虫啉/啉虫脒一季度均价为17.4/17.8万元/吨, 同比分别下滑18%/19%; 但烯草酮/丁醚脲/三环唑/氟环唑均价同比分别上涨8%/18%/14%/27%至18.8/8.9/15.3/74.6万元/吨, 部分抵消主要产品价格下行影响。2019Q1公司综合毛利率同比下降3.2pct至24.9%, 期间费用率同比下降2.1pct至11.4%, 其中销售/管理/财务费用率分别下降0.6/1.3/0.3pct至2.7%/7.3%/1.4%。

安全生产严查, 农药供给端存收缩预期

据中农立华, 截至4月中旬吡虫啉/烯草酮/氟磺胺草醚/三环唑价格分别为16.0/16.8/12.2/8.8万元/吨, 较年初下滑11%/16%/5%/2%, 随响水爆炸事故影响逐步发酵, 近期上述产品价格已止跌企稳。目前全国性的安全检查已导致农药及中间体厂家限产增多, 其中苏北地区响水、滨海等园区仍处于整体停产状态, 农药供给端收缩显著, 市场货源逐步趋紧, 旺季来临背景下, 产品价格上涨预期较强, 公司预计受益程度较高。

可转债项目有望助力业绩长期增长

公司于2019年4月发行可转债募集资金8.93亿元, 以南通长青为主体建设“年产6000吨麦草畏”、“年产3500吨草铵膦”等6个项目。上述项目合计涉及1.91万吨农药原药及相关原料, 公司预计项目建设期均为1年, 投产期为2年, 完全达产后预计可合计贡献营收15.46亿元, 净利润2.01亿元。募投项目的后续实施有利于丰富产品品种, 提高现有产品市占率, 进一步增强公司行业竞争力。

维持“增持”评级

考虑到吡虫啉价格下滑, 我们下调公司2019年净利润预测至4.0亿元(原值4.3亿元), 维持对2020/2021年净利润5.0/5.5亿元的预测, 对应EPS分别为1.11/1.39/1.54元, 基于可比公司估值水平(2019年平均15倍PE), 考虑可转债项目成长性, 给予公司2019年15-17倍PE, 对应目标价16.65-18.87元(原值14.52-16.94元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、核心技术失密风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	359.49
流通A股(百万股)	237.66
52周内股价区间(元)	9.76-16.56
总市值(百万元)	5,346
总资产(百万元)	5,063
每股净资产(元)	9.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,245	3,001	3,498	3,921	4,229
+/-%	22.51	33.65	16.56	12.10	7.86
归属母公司净利润(百万元)	227.90	319.43	398.00	497.94	551.86
+/-%	40.12	40.16	24.60	25.11	10.83
EPS(元, 最新摊薄)	0.63	0.89	1.11	1.39	1.54
PE(倍)	23.46	16.73	13.43	10.74	9.69

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

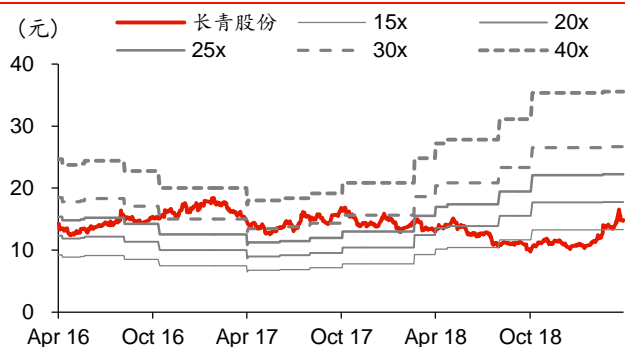
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
扬农化工	61.98	3.47	4.01	18	15	14.9	4.2
利尔化学	17.51	1.37	1.69	13	10	5.6	3.1
利民股份	15.53	1.01	1.22	15	13	6.4	2.4
平均				15	13		3.2

备注: 股价为4月16日收盘价, 所有公司EPS均来自Wind一致预期, BPS截至2018年12月31日;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

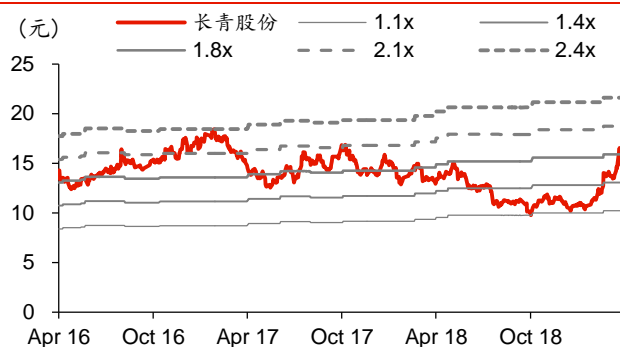
PE/PB - Bands

图表2: 长青股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 长青股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,619	1,752	2,368	2,522	2,894
现金	171.64	346.53	472.21	529.34	776.02
应收账款	265.96	263.69	414.32	424.44	457.81
其他应收账款	5.33	4.84	7.46	7.82	8.35
预付账款	82.11	69.92	93.37	103.78	108.43
存货	757.60	840.94	1,057	1,146	1,223
其他流动资产	336.04	225.67	324.18	310.62	320.46
非流动资产	2,206	2,321	2,210	2,223	2,219
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,809	1,857	1,953	2,000	2,014
无形资产	128.30	124.64	120.47	116.30	112.13
其他非流动资产	269.12	339.01	136.66	107.45	92.85
资产总计	3,825	4,073	4,578	4,746	5,113
流动负债	737.59	773.21	877.50	653.36	602.65
短期借款	360.00	370.04	346.00	83.91	0.00
应付账款	274.96	322.58	391.68	427.78	457.41
其他流动负债	102.62	80.59	139.83	141.67	145.24
非流动负债	26.91	22.95	25.59	24.46	24.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.91	22.95	25.59	24.46	24.01
负债合计	764.49	796.17	903.09	677.82	626.65
少数股东权益	13.14	17.55	18.59	19.91	23.36
股本	359.49	359.49	359.49	359.49	359.49
资本公积	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
留存公积	1,058	1,270	1,668	2,059	2,474
归属母公司股东权益	3,047	3,259	3,657	4,048	4,463
负债和股东权益	3,825	4,073	4,578	4,746	5,113

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	515.07	608.57	268.19	621.65	650.83
净利润	227.66	320.69	399.05	499.25	555.32
折旧摊销	179.56	200.40	166.81	186.78	204.94
财务费用	33.47	13.23	10.07	0.29	(12.42)
投资损失	(4.17)	(3.51)	(4.00)	(4.50)	(4.50)
营运资金变动	78.19	52.89	(395.48)	(59.91)	(94.39)
其他经营现金	0.36	24.87	91.73	(0.25)	1.88
投资活动现金	(253.43)	(306.13)	(131.87)	(195.50)	(195.50)
资本支出	234.66	333.15	200.00	200.00	200.00
长期投资	26.00	(18.99)	(64.90)	0.00	0.00
其他投资现金	7.24	8.02	3.23	4.50	4.50
筹资活动现金	(496.40)	(128.54)	(10.64)	(369.02)	(208.65)
短期借款	(336.00)	10.04	(24.04)	(262.09)	(83.91)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(160.40)	(138.43)	13.40	(106.93)	(124.75)
现金净增加额	(236.28)	172.44	125.68	57.13	246.68

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,245	3,001	3,498	3,921	4,229
营业成本	1,645	2,241	2,588	2,823	3,045
营业税金及附加	15.10	13.82	10.49	11.76	12.69
营业费用	86.64	100.46	125.92	141.16	152.25
管理费用	107.32	119.61	321.80	376.42	406.01
财务费用	33.47	13.23	10.07	0.29	(12.42)
资产减值损失	(6.95)	1.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.28	(0.53)	(0.20)	0.00	0.00
投资净收益	4.17	3.51	4.00	4.50	4.50
营业利润	280.10	386.75	445.69	572.76	630.16
营业外收入	0.58	0.79	28.00	10.00	20.00
营业外支出	17.25	22.50	18.00	12.00	16.00
利润总额	263.43	365.04	455.69	570.76	634.16
所得税	35.77	44.35	56.64	71.51	78.84
净利润	227.66	320.69	399.05	499.25	555.32
少数股东损益	(0.24)	1.26	1.05	1.31	3.46
归属母公司净利润	227.90	319.43	398.00	497.94	551.86
EBITDA	493.14	600.39	622.58	759.82	822.68
EPS (元, 基本)	0.63	0.89	1.11	1.39	1.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.51	33.65	16.56	12.10	7.86
营业利润	50.39	38.08	15.24	28.51	10.02
归属母公司净利润	40.12	40.16	24.60	25.11	10.83
获利能力 (%)					
毛利率	26.73	25.33	26.02	28.00	28.00
净利率	10.15	10.64	11.38	12.70	13.05
ROE	7.48	9.80	10.88	12.30	12.37
ROIC	8.53	11.15	11.18	13.76	14.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.99	19.55	19.73	14.28	12.26
净负债比率 (%)	47.09	46.48	40.97	15.92	3.83
流动比率	2.19	2.27	2.70	3.86	4.80
速动比率	1.17	1.18	1.49	2.11	2.77
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.76	0.81	0.84	0.86
应收账款周转率	6.51	10.70	9.74	8.83	9.05
应付账款周转率	6.95	7.50	7.25	6.89	6.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.89	1.11	1.39	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.69	0.75	1.73	1.81
每股净资产(最新摊薄)	8.48	9.07	10.17	11.26	12.41
估值比率					
PE (倍)	23.46	16.73	13.43	10.74	9.69
PB (倍)	1.75	1.64	1.46	1.32	1.20
EV_EBITDA (倍)	10.61	8.71	8.40	6.88	6.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com