

公司研究/中报点评

2018年08月20日

基础化工/化学制品||

投资评级: 增持(维持评级)

当前价格(元): 10.60 合理价格区间(元): 12.61~14.55

刘曦 执业证书编号: S0570515030003

研究员 025-83387130

liuxi@htsc.com

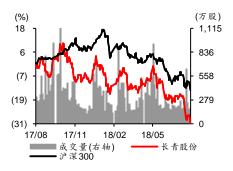
庄汀洲 010-56793939

联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

1 《长青股份(002391,增持): Q1 增长 49%, 吡虫啉涨价带动业绩提升》2018.04 2 《长青股份(002391,增持): 吡虫啉高景气, 储备项目奠定后续成长基础》2018.03 3 《长青股份(002391,增持): 2017Q4 加速增长, 吡虫啉高景气显现》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

H1 净利增长 43%, 盈利前景向好

长青股份(002391)

2018H1净利增长 43%, 业绩符合预期

长青股份于 8月 17日公布 2018年半年报,实现营业收入 14.90 亿元,同比增 41.9%,净利 1.73 亿元,同比增 42.7%,符合市场预期,按最新股本 3.59 亿股计算,对应 EPS 为 0.48 元。其中 2018Q2 实现营业收入 8.43 亿元,同比增 39.0%,净利润 1.06 亿元,同比增 39.2%,公司同时预计 2018 前三季度净利润为 2.13~2.62 亿元,同比增加 30%~60%,对应 2018Q3 净利润 0.40~0.89 亿元,同比变化-7%~107%。我们预计公司 2018~2020年 EPS 分别为 0.97/1.21/1.39 元,维持"增持"评级。

吡虫啉等产品涨价带动公司业绩提升

报告期内,受益于环保因素持续深化,农药行业供需关系改善,公司主要产品景气处于高位,据百川资讯,华东地区 95%吡虫啉原药/啶虫脒/氟磺胺草醚/烯草酮价格同比分别上涨 23%/44%/23%/36% 至 19.1/19.8/13.5/16.2 万元/吨,公司杀虫剂/除草剂业务分别实现营业收入 7.50/6.27亿元,同比增长 78.8%/21.9%,毛利率同比分别下降 3.3/5.0pct 至 28.6%/23.4%。公司销售/管理/财务费用率分别下降 0.7/1.4/1.0pct 至 2.9%/7.6%/0.6%。

国内环保压力延续, 农药价格有望维持高位

据百川资讯,目前华东地区 95%吡虫啉原药/啶虫脒/烯草酮相比 6 月初阶段性价格低位分别已回升 9.1%/8.8%/16.7%至 18.0/18.5/17.5 万元/吨,伴随国内环保高压延续,部分中间体及原药产能或将持续受限,农药产品价格有望维持高位,公司经营规范,装置开工正常,受益程度较高。

募投项目逐步投产, 环保处置能力持续提升

报告期内,公司可转债项目中"年产300吨环氧菌唑原药"、"年产200吨节虫威原药"项目于Q2建设完成并投入试生产,未来随上述产能逐步释放,公司盈利有望保持增长。此外,公司前期投入试运行的2.95万吨/年进口危废处置项目已开始阶段性环保验收,长青南通子公司还引入了德国杜尔RTO废气焚烧炉,将进一步提升公司环保处置能力,强化竞争优势。

维持"增持"评级

经营预测指标与估值

长青股份是国内农药原药领先企业,麦草畏、吡虫啉等产能国内领先。麦草畏受益于转基因种子推广带动的需求增长, 吡虫啉等产品受益于需求回升和环保趋严, 景气有望持续改善, 同时伴随新产能陆续投放, 公司业绩增长可期。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.97/1.21/1.39 元,基于可比公司估值水平(2018 年 15 倍 PE), 考虑到公司吡虫啉价格高位,给予公司 13-15 倍 PE, 对应合理价格区间为 12.61-14.55 元 (原值15.52-17.46 元), 维持"增持"评级。

风险提示:下游需求不达预期风险,项目建设进度不达预期风险,环保核查低于预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	359.49
流通 A股 (百万股)	237.71
52 周内股价区间 (元)	10.60-17.24
总市值(百万元)	3,811
总资产 (百万元)	4,078
每股净资产 (元)	8.66

资料来源:公司公告

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,833	2,245	2,908	3,521	4,097
+/-%	0.66	22.51	29.53	21.07	16.36
归属母公司净利润(百万元)	162.65	227.90	347.92	433.43	498.09
+/-%	(31.54)	40.12	52.66	24.58	14.92
EPS (元,最新摊薄)	0.45	0.63	0.97	1.21	1.39
DE (位)	23 43	16.72	10.05	8 70	7.65

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

		EPS ((元)	F	PE		
上市公司	最新价 (元)	2018E	2019E	2018E	2019E	BPS(元)	PB
扬农化工	48.80	3.26	3.83	15	13	13.5	3.6
利尔化学	17.98	1.16	1.55	16	12	5.0	3.6
利民股份	10.73	0.70	0.92	15	12	10.5	1.0
平均				15	12		2.7

注: 股价为 8月 17日收盘价; EPS来自 Wind 一致预期; 利尔化学 BPS 截至 2018年 6月 30日, 其他公司 BPS 截至 2018年 3月 31日;

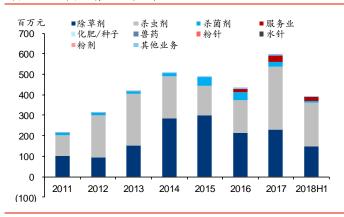
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 2: 公司各业务营收变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司各业务毛利变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资产负债率变化情况

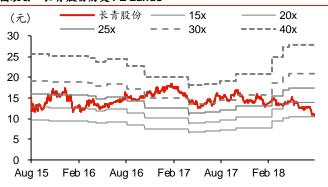


资料来源: Wind, 华泰证券研究所



PE/PB - Bands

图表6: 长青股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,771	1,619	2,274	2,699	3,101
现金	410.71	171.64	392.62	475.34	553.13
应收账款	385.27	265.96	482.63	554.64	630.26
其他应收账款	6.14	5.07	8.63	9.82	11.30
预付账款	32.23	82.11	76.85	97.75	116.96
存货	562.58	757.60	901.61	1,097	1,282
其他流动资产	374.27	336.29	411.32	464.48	507.75
非流动资产	2,218	2,206	2,188	2,221	2,236
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,968	1,809	1,924	1,991	2,026
无形资产	128.94	128.30	124.50	120.71	116.91
其他非流动资产	121.70	269.12	139.34	108.79	93.51
资产总计	3,990	3,825	4,462	4,919	5,337
流动负债	1,019	737.59	1,131	1,262	1,316
短期借款	696.00	360.00	642.35	689.64	656.40
应付账款	198.30	179.77	261.98	308.54	354.42
其他流动负债	124.52	197.82	226.98	263.87	305.09
非流动负债	30.00	26.91	29.14	27.98	27.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30.00	26.91	29.14	27.98	27.65
负债合计	1,049	764.49	1,160	1,290	1,344
少数股东权益	13.38	13.14	14.06	15.20	18.33
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	937.99	1,058	1,298	1,625	1,986
归属母公司股东权益	2,927	3,047	3,287	3,614	3,975
负债和股东权益	3,990	3,825	4,462	4,919	5,337

现	会	液	름	表
-77	472	/m.	32	AX.

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	194.18	515.07	180.89	365.47	470.26
净利润	161.42	227.66	348.83	434.58	501.22
折旧摊销	131.57	179.56	149.35	167.80	184.53
财务费用	17.45	33.47	20.63	26.39	25.06
投资损失	(2.10)	(4.17)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(113.40)	78.19	(359.85)	(263.93)	(242.10)
其他经营现金	(0.77)	0.36	24.93	3.62	4.55
投资活动现金	(234.34)	(253.43)	(137.14)	(197.00)	(197.00)
资本支出	290.96	234.66	200.00	200.00	200.00
长期投资	(36.00)	26.00	(60.63)	0.00	0.00
其他投资现金	20.62	7.24	2.23	3.00	3.00
筹资活动现金	261.35	(496.40)	177.22	(85.74)	(195.47)
短期借款	447.00	(336.00)	282.35	47.29	(33.24)
长期借款	(54.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(2.65)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(14.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(114.62)	(160.40)	(105.13)	(133.03)	(162.23)
现金净增加额	223.10	(236.28)	220.98	82.73	77.79

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表					
会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,833	2,245	2,908	3,521	4,097
营业成本	1,396	1,645	2,126	2,535	2,950
营业税金及附加	6.72	15.10	8.72	10.56	12.29
营业费用	72.48	86.64	104.70	126.76	147.50
管理费用	165.21	205.82	267.56	338.02	393.34
财务费用	17.45	33.47	20.63	26.39	25.06
资产减值损失	2.26	(6.95)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.21	0.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.10	4.17	3.00	3.00	3.00
营业利润	186.25	280.10	383.71	487.16	572.04
营业外收入	9.72	0.58	32.00	23.00	23.00
营业外支出	14.66	17.25	18.00	13.50	21.50
利润总额	181.31	263.43	397.71	496.66	573.54
所得税	19.89	35.77	48.88	62.08	72.32
净利润	161.42	227.66	348.83	434.58	501.22
少数股东损益	(1.23)	(0.24)	0.91	1.14	3.13
归属母公司净利润	162.65	227.90	347.92	433.43	498.09
EBITDA	335.28	493.14	553.69	681.35	781.63
EPS (元,基本)	0.45	0.63	0.97	1.21	1.39

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.66	22.51	29.53	21.07	16.36
营业利润	(31.87)	50.39	36.99	26.96	17.42
归属母公司净利润	(31.54)	40.12	52.66	24.58	14.92
获利能力 (%)					
毛利率	23.81	26.73	26.90	28.00	28.00
净利率	8.87	10.15	11.96	12.31	12.16
ROE	5.56	7.48	10.58	11.99	12.53
ROIC	5.58	8.53	9.92	11.62	12.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.29	19.99	26.01	26.22	25.17
净负债比率 (%)	68.65	47.09	57.42	55.32	50.64
流动比率	1.74	2.19	2.01	2.14	2.36
速动比率	1.19	1.17	1.21	1.27	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.57	0.70	0.75	0.80
应收账款周转率	4.41	6.51	7.35	6.42	6.54
应付账款周转率	7.58	8.70	9.63	8.89	8.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.63	0.97	1.21	1.39
每股经营现金流 最新轉)	0.54	1.43	0.50	1.02	1.31
每股净资产(最新摊薄)	8.14	8.48	9.14	10.05	11.06
估值比率					
PE (倍)	23.43	16.72	10.95	8.79	7.65
PB (倍)	1.30	1.25	1.16	1.05	0.96
EV_EBITDA (倍)	11.72	7.97	7.10	5.77	5.03



免责申明

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。

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,需在允许的范围内使用,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。

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: AOK809

©版权所有 2018 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:

- 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;

- 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

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 1063211166/传真: 86 1063211275

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