

收购标的业绩超预期，平台化优势进一步增强



核心观点

- 收购资产业绩超预期：**由于完成了对同一控制下资产收购，报表从年初起进行了追溯调整。公司19年前三季度实现营收70.62亿，同比增长1.09%；实现归母净利润10.70亿，同比增长14.60%。其中Q3单季度实现营收18亿，同比下降8.19%；实现归母净利润2.19亿，同比增长0.55%。收购的中华作物及农研公司今年前三季度实现净利润2.33亿，相比18年同期1.47亿增长58.5%。且收购标的由于存在大量贸易业务子公司，过往在下半年淡季会出现明显亏损，例如18年8、9月亏损1300万，10-12月亏损5700万。然而其今年在7-9月依然盈利，说明标的在淡季已实现减亏，我们预计今年全年利润也有望实现大幅增厚。
- 明年农化景气复苏带来利好：**今年由于美国大豆种植进度受天气和中美贸易摩擦的影响严重推迟，同时孟山都在南美双抗种子推广不顺，麦草畏需求大幅下滑，导致公司麦草畏销量明显萎缩。然而据USDA预测，美国19/20种植季大豆和玉米将分别同比减产20%和4%，全球大豆库存比也达到了30%左右的历史极低水平。我们认为明年在如此脆弱的作物供需平衡下，主粮价格有望上涨，带动农化需求复苏，支撑公司除草剂板块销量的大幅修复。
- 平台化发展的成长性增强：**今年收购的农研公司作为创制农药的重点研发机构，与中化作物形成研发-孵化协同，并将通过公司强大的工程能力形成产业化的闭环。且其拥有一系列创制农药品种，其中9625（商品名：宝卓）杀虫剂的毛利率要高于公司杀虫剂平均水平，未来将提升公司杀虫剂板块的盈利能力。整体而言，公司平台化发展和产业链一体化优势进一步得到加强，未来创制产品将成为公司未来新的增长点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司19-21年每股盈利EPS分别为3.61、4.20、4.83（原19-20年预测为3.47、3.84），按照可比公司19年17倍市盈率，给予目标价61.37元并维持增持评级。

风险提示

- 产品景气不及预期，原材料价格波动风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,438	5,291	8,757	9,863	11,087
同比增长(%)	51.5%	19.2%	65.5%	12.6%	12.4%
营业利润(百万元)	709	1,116	1,311	1,528	1,752
同比增长(%)	34.1%	57.5%	17.5%	16.5%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	575	895	1,118	1,301	1,497
同比增长(%)	30.9%	55.7%	24.9%	16.3%	15.1%
每股收益(元)	1.86	2.89	3.61	4.20	4.83
毛利率(%)	27.5%	29.6%	27.4%	27.3%	26.8%
净利率(%)	13.0%	16.9%	12.8%	13.2%	13.5%
净资产收益率(%)	15.7%	21.0%	22.1%	21.8%	21.4%
市盈率	30.3	19.5	15.6	13.4	11.6
市净率	4.5	3.8	3.2	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年12月03日)	56.06元
目标价格	61.37元
52周最高价/最低价	71.87/35.88元
总股本/流通A股(万股)	30,990/30,990
A股市值(百万元)	17,373
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年12月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.37	6.15	6.62	38.04
相对表现	-0.33	8.71	6.69	19.94
沪深300	-1.04	-2.56	-0.07	18.10



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

产业配套和平台壁垒保障持续成长性： 2018-12-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1: 可比公司估值 (截至 2019/11/29)

可比公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
安道麦 A	0.98	0.46	0.59	0.73	10.02	21.24	16.65	13.56
诺普信	0.36	0.36	0.45	0.59	16.25	16.25	13.00	9.92
兴发集团	0.43	0.47	0.62	0.79	22.38	20.71	15.57	12.29
长青股份	0.59	0.74	0.88	1.03	13.12	10.48	8.88	7.51
利尔化学	1.10	0.67	0.94	1.22	10.45	17.07	12.23	9.44
广信股份	1.01	1.15	1.38	1.61	13.78	12.15	10.12	8.65
调整后平均						16.54	12.73	10.07

资料来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,194	1,446	2,198	2,475	2,782	营业收入	4,438	5,291	8,757	9,863	11,087
应收票据及应收账款	1,331	1,111	2,277	2,318	2,744	营业成本	3,220	3,723	6,360	7,168	8,112
预付账款	122	129	227	247	282	营业税金及附加	16	17	29	32	37
存货	437	452	818	896	1,029	营业费用	56	67	313	326	338
其他	1,031	1,665	1,367	1,524	1,453	管理费用及研发费用	378	424	787	826	869
流动资产合计	4,115	4,803	6,887	7,461	8,291	财务费用	78	(54)	19	25	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	67	35	14	29	32
固定资产	2,027	1,984	2,332	3,086	3,899	公允价值变动收益	0	(31)	0	0	0
在建工程	43	42	17	86	93	投资净收益	75	55	65	60	62
无形资产	169	200	450	438	425	其他	10	13	11	12	12
其他	729	411	49	49	49	营业利润	709	1,116	1,311	1,528	1,752
非流动资产合计	2,969	2,636	2,849	3,659	4,465	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	7,084	7,439	9,736	11,120	12,756	营业外支出	12	28	20	24	22
短期借款	385	325	888	694	903	利润总额	697	1,089	1,292	1,505	1,730
应付票据及应付账款	2,054	1,723	2,417	3,021	3,251	所得税	92	149	174	204	234
其他	566	521	754	763	857	净利润	605	939	1,118	1,301	1,497
流动负债合计	3,005	2,570	4,059	4,479	5,011	少数股东损益	31	44	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	575	895	1,118	1,301	1,497
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.86	2.89	3.61	4.20	4.83
其他	26	40	0	0	0						
非流动负债合计	26	40	0	0	0						
负债合计	3,031	2,610	4,059	4,479	5,011						
少数股东权益	156	200	200	200	200	主要财务比率					
股本	310	310	310	310	310	成长能力					
资本公积	815	815	815	815	815	营业收入	51.5%	19.2%	65.5%	12.6%	12.4%
留存收益	2,662	3,384	4,232	5,196	6,301	营业利润	34.1%	57.5%	17.5%	16.5%	14.6%
其他	109	119	119	119	119	归属于母公司净利润	30.9%	55.7%	24.9%	16.3%	15.1%
股东权益合计	4,053	4,829	5,677	6,641	7,746	获利能力					
负债和股东权益总计	7,084	7,439	9,736	11,120	12,756	毛利率	27.5%	29.6%	27.4%	27.3%	26.8%
						净利率	13.0%	16.9%	12.8%	13.2%	13.5%
						ROE	15.7%	21.0%	22.1%	21.8%	21.4%
						ROIC	16.3%	19.0%	19.6%	19.3%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	42.8%	35.1%	41.7%	40.3%	39.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.37	1.87	1.70	1.67	1.65
						速动比率	1.22	1.69	1.50	1.47	1.45
						营运能力					
						应收账款周转率	6.0	6.4	6.6	5.4	5.6
						存货周转率	7.9	8.4	10.0	8.4	8.4
						总资产周转率	0.7	0.7	1.0	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	1.86	2.89	3.61	4.20	4.83
						每股经营现金流	3.67	4.26	3.01	5.34	4.11
						每股净资产	12.57	14.93	17.67	20.78	24.35
						估值比率					
						市盈率	30.3	19.5	15.6	13.4	11.6
						市净率	4.5	3.8	3.2	2.7	2.3
						EV/EBITDA	17.5	15.7	12.6	10.7	9.4
						EV/EBIT	21.3	15.8	12.6	10.8	9.4

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	605	939	1,118	1,301	1,497
折旧摊销	172	4	3	5	3
财务费用	78	(54)	19	25	22
投资损失	(75)	(55)	(65)	(60)	(62)
营运资金变动	411	(666)	(478)	354	(218)
其它	(53)	1,151	334	29	32
经营活动现金流	1,139	1,320	932	1,654	1,273
资本支出	(611)	(44)	(591)	(844)	(841)
长期投资	(227)	604	0	0	0
其他	234	(1,364)	122	31	77
投资活动现金流	(605)	(804)	(469)	(813)	(764)
债权融资	(0)	(30)	15	(7)	4
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(54)	(246)	274	(556)	(205)
筹资活动现金流	(55)	(275)	289	(563)	(202)
汇率变动影响	(18)	14	-0	-0	-0
现金净增加额	462	255	752	277	307

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有扬农化工(600486.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

