



优嘉三期项目政府审批通过，打开未来成长空间

扬农化工(600486)

评级:	增持	股票代码:	600486
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	71.87/35.15
目标价格:		总市值(亿)	176.70
最新收盘价:	57.02	自由流通市值(亿)	102.48
		自由流通股数(百万)	309.90

事件:

2019年11月22日，南通市行政审批局做出关于江苏优嘉植物保护有限公司三期建设项目的批复：仅从环保角度分析，公司年产10825吨拟除虫菊酯类、50吨噁虫酮、200吨噻苯隆、2000吨丙环唑、200吨氟啶脲、500吨高效盖草能、1000吨苯醚甲环唑及20568.6吨副产品项目在拟建地址建设可行。

2019年12月9日，公司公告2019年第三次临时股东大会决议：通过向扬农集团借款的关联交易等议案。公司董事会选举新任董事长覃衡德。

观点:

► 江苏优嘉三期四期建设项目将成为公司新的利润增长点

公司投资20.22亿元的优嘉三期已通过环评开始工程建设，建成后预计年均营业收入15.41亿元，总投资收益率18.40%，优嘉三期明年下半年有望投产。根据公司2018年10月13日公告，计划投资4.3亿元的优嘉四期（3800吨联苯菊酯、1000吨氟啶脲、120吨卫生菊酯和200吨羟吡啶酯农药）已经规划完成，预计会在优嘉三期完工之后开工建设，公司未来成长性值得期待。扬农化工的核心竞争力包括生产制造能力和工程转化能力，在菊酯业务全球竞争格局良好、市场景气持续的背景下，未来产品具有较强的盈利能力和良好的发展前景。按历史平均ROE16%计算，预计完全达产后可以贡献常态每年3.9亿元以上净利润。

► 低成本借款缓解公司资金压力

2019年公司以9.1亿元收购中化作物、农研公司，加上优嘉三期项目建设投资巨大，向扬农集团借款5亿元人民币，期限半年，年化借款利率3.70%，缓解了公司的资金保障压力。根据公司2019年10月10日公告，公司收购中化作物、农研公司已于今年9月完成，并于三季度实现财务并表，中化作物核心子公司沈阳科创的管理和工程化能力非常优秀，在中国所有农药企业里也是位居最前列；农研公司拥有农药领域唯一的国家重点实验室，也是中国唯一拥有创制药能力的公司。

► 在新任董事长的带领下，扬农未来发展迎来新契机

中化集团目前下设五大事业部：能源事业部、化工事业部、农业事业部、金融事业部、地产事业部，新任董事长覃衡德为中化集团农业事业部总裁，农业事业部现有化肥和种子业务，此次人事调整有利于未来整合农业种药肥产业，为发展现代农业做准备。在“两化合作”的背景下，由中化集团旗下的农业板块资源中国中化(Sinochem)和中国化工旗下农业板块资源安道麦(ADAMA)、先正达(Syngenta)组成SAS(Sinochem-ADAMA-Syngenta)联盟，扬农新任董事长覃衡德同时兼任先正达(中国)投资有限公司总裁，覃总的到来将使扬农与先正达的接触更加频繁，扬农将更加国际化，为扬农化工未来接近SAS并在SAS联盟中谋求更多的商机带来了可能。

盈利预测与投资评级

根据公司近期经营情况和最新财务数据，调整 2019-2021 年盈利预测 EPS 为 3.51/3.54/4.71 元（原盈利预测 EPS 为 3.67/3.68/4.90 元），公司 2019-2021 年营业收入由 85.02/95.02/114.81 亿元调整为 84.88/86.89/103.34 亿元，归母净利润由 11.38/11.42/15.20 亿元调整为 10.86/10.97/14.60 亿元，PE 为 16/16/12 倍。公司质地良好、研产销产业链完善，基本原材料-中间体-原药一体化优势明显。我们认为产业链完整比产品弹性更加重要，公司是产业链最优秀标的，成长性良好。维持“增持”评级。

风险提示

中化作物及农研公司四季度亏损的风险，项目建设进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4438.23	5290.73	8488.41	8689.21	10334.22
YoY (%)	51.53%	19.21%	60.44%	2.37%	18.93%
归母净利润(百万元)	574.95	895.38	1086.34	1097.82	1460.38
YoY (%)	30.89%	55.73%	21.33%	1.06%	33.03%
毛利率 (%)	27.45%	29.64%	23.92%	23.39%	25.35%
每股收益 (元)	1.86	2.89	3.51	3.54	4.71
ROE	14.76%	19.35%	19.01%	16.12%	17.65%
市盈率	30.73	19.74	16.27	16.10	12.10

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：13488766340

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5290.73	8488.41	8689.21	10334.22	净利润	939.33	1086.34	1097.82	1460.38
YoY (%)	19.21%	60.44%	2.37%	18.93%	折旧和摊销	295.06	349.75	557.06	619.86
营业成本	3722.66	6457.88	6657.06	7714.06	营运资金变动	31.37	642.16	30.26	141.50
营业税金及附加	16.91	27.98	28.35	33.83	经营活动现金流	1320.22	2067.26	1661.43	2199.69
销售费用	66.71	107.27	109.73	130.53	资本开支	-604.87	-900.00	-1700.00	-400.00
管理费用	185.29	356.51	356.26	427.15	投资	-259.32	-22.34	0.00	0.00
财务费用	-54.16	-10.13	-22.16	-31.51	投资活动现金流	-804.06	-982.28	-1645.00	-345.00
资产减值损失	34.61	23.87	31.29	32.94	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	54.56	55.00	55.00	55.00	债务募资	-87.68	-325.30	0.00	0.00
营业利润	1116.07	1258.88	1272.18	1692.32	筹资活动现金流	-275.23	-323.65	0.00	0.00
营业外收支	-27.55	0.00	0.00	0.00	现金净流量	240.92	761.33	16.43	1854.69
利润总额	1088.52	1258.88	1272.18	1692.32					
所得税	149.19	172.53	174.36	231.94	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	939.33	1086.34	1097.82	1460.38	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	895.38	1086.34	1097.82	1460.38	营业收入增长率	19.21%	60.44%	2.37%	18.93%
YoY (%)	55.73%	21.33%	1.06%	33.03%	净利润增长率	55.73%	21.33%	1.06%	33.03%
每股收益	2.89	3.51	3.54	4.71	盈利能力 (%)				
					毛利率	29.64%	23.92%	23.39%	25.35%
					净利率	17.75%	12.80%	12.63%	14.13%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	12.04%	10.57%	9.60%	10.71%
货币资金	1445.98	2207.32	2223.75	4078.44	净资产收益率 ROE	19.35%	19.01%	16.12%	17.65%
预付款项	128.50	230.10	234.73	272.95	偿债能力 (%)				
存货	452.09	784.92	804.50	934.02	流动比率	1.87	1.63	1.61	1.86
其他流动资产	2776.39	3764.05	3774.25	4191.61	速动比率	1.64	1.39	1.37	1.62
流动资产合计	4802.96	6986.39	7037.23	9477.03	现金比率	0.56	0.51	0.51	0.80
长期股权投资	0.00	22.34	22.34	22.34	资产负债率	35.09%	42.45%	38.71%	37.84%
固定资产	1983.57	1938.39	2685.88	2470.58	经营效率 (%)				
无形资产	199.50	193.93	188.38	182.83	总资产周转率	0.73	0.96	0.80	0.82
非流动资产合计	2635.65	3292.18	4404.12	4153.26	每股指标 (元)				
资产合计	7438.61	10278.57	11441.36	13630.29	每股收益	2.89	3.51	3.54	4.71
短期借款	325.30	0.00	0.00	0.00	每股净资产	14.93	18.44	21.98	26.70
应付账款及票据	1723.35	3383.29	3450.85	4012.98	每股经营现金流	4.26	6.67	5.36	7.10
其他流动负债	521.01	915.15	912.56	1078.98	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2569.65	4298.44	4363.41	5091.96	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	19.74	16.27	16.10	12.10
其他长期负债	40.31	65.14	65.14	65.14	PB	2.52	3.09	2.59	2.14
非流动负债合计	40.31	65.14	65.14	65.14					
负债合计	2609.97	4363.58	4428.55	5157.10					
股本	309.90	309.90	309.90	309.90					
少数股东权益	200.40	200.40	200.40	200.40					
股东权益合计	4828.65	5914.99	7012.81	8473.19					
负债和股东权益合计	7438.61	10278.57	11441.36	13630.29					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。