

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2018年06月07日

中化增资收购扬农集团，看好扬农化工远期发展

中化国际增资收购扬农集团股权，助力集团长期发展

今日，中化国际公告拟与中化浙江以不超过61亿元人民币的价格通过增资和收购方式共同投资江苏扬农集团。交易完成后，中化国际和中化集团、中化浙江共同持有扬农集团80%股权。中化国际拟与中化集团、中化浙江签订《股权托管协议》，受托管理其持有的扬农集团0.04%和39.84%的股权。本次交易对扬农集团整体估值为74.84亿元，以17年3.80亿元归母净利润测算（7.87亿净利润），对应19.7X PE。此外中化浙江拟对扬农集团增资36亿元，完成后集团注册资本由1.69亿元提升至2.5亿元。

我们认为本次增资收购将促进扬农集团未来发展，考虑到扬农集团是扬农化工重要原料供应商，上市公司将间接受益。首先扬农集团计划于19年底完成搬迁，宝塔湾业务将转移至连云港等地开展（公司公告），我们认为搬迁及新建厂区将有大量资金需求，本次增资将部分解决此问题。其次未来中化集团农药业务进一步协同发展，扬农集团有望获得更多资源支持。中化集团研发有沈阳中化农药化工研发有限公司和浙江省化工研究院是两大国家级农药研发平台，生产有沈阳、南通、扬州三大生产基地（公司官网），集团农药业务规模居国内前列。

菊酯 Q2 继续涨价，扬农化工持续受益

菊酯 Q2 涨价，其中联苯菊酯均价上涨至36.7万元/吨，环比 Q1 提高18.41%；功夫菊酯价格始终维持在25.0万元/吨高位（卓创资讯）。我们认为菊酯价格持续上涨首先是供给收缩：春江润田安全事故减产，苏北一企业由于环保问题负荷偏低，江苏皇马停产检查。其次是中间体涨价：贲亭酸甲酯紧缺（天泽环保事件）；功夫酸有效产能降低一半；印度醚醛反倾销，存涨价预期；联苯醇基本无有效供应。我们测算功夫/联苯菊酯每涨价1万元/吨，公司业绩分别增厚0.19/0.11亿元。

麦草畏快速放量，支撑公司长期发展

我们预计公司17年麦草畏销量1.3万吨，按孟山都双抗作物推广测算，18/19年预计2.2/2.5万吨，公司优嘉二期2万吨麦草畏已经处于满产状态（公司公告）。考虑南美推广，麦草畏需求增长预计持续至2025年。以10万元/吨测算，吨净利为2.0-2.5万元/吨。

投资建议与盈利预测

菊酯量价 Q2 持续上行，麦草畏18年大幅放量，我们维持公司18-20年净利润为10.3/12.2/13.2亿元，现价对应2018年PE 17.8X。参考可比公司，维持目标价70.5元，“买入”评级。

风险提示：气候异常风险，农药需求下滑风险，汇率风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,928.97	4,438.23	5,790.33	6,485.67	7,065.25
增长率(%)	(5.95)	51.53	30.47	12.01	8.94
EBITDA(百万元)	624.15	1,016.11	1,566.98	1,850.53	2,085.32
净利润(百万元)	439.26	574.95	1,034.19	1,218.33	1,322.06
增长率(%)	(3.48)	30.89	79.87	17.80	8.51
EPS(元/股)	1.42	1.86	3.34	3.93	4.27
市盈率(P/E)	41.86	31.98	17.78	15.09	13.91
市净率(P/B)	5.34	4.72	3.98	3.25	2.71
市销率(P/S)	6.28	4.14	3.18	2.83	2.60
EV/EBITDA	16.65	13.37	10.23	8.04	6.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	59.33元
目标价格	70.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	309.90
流通A股股本(百万股)	309.90
A股总市值(百万元)	18,386.30
流通A股市值(百万元)	18,386.30
每股净资产(元)	13.48
资产负债率(%)	36.66
一年内最高/最低(元)	64.93/36.11

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 联系人
wudi@tfzq.com

股价走势



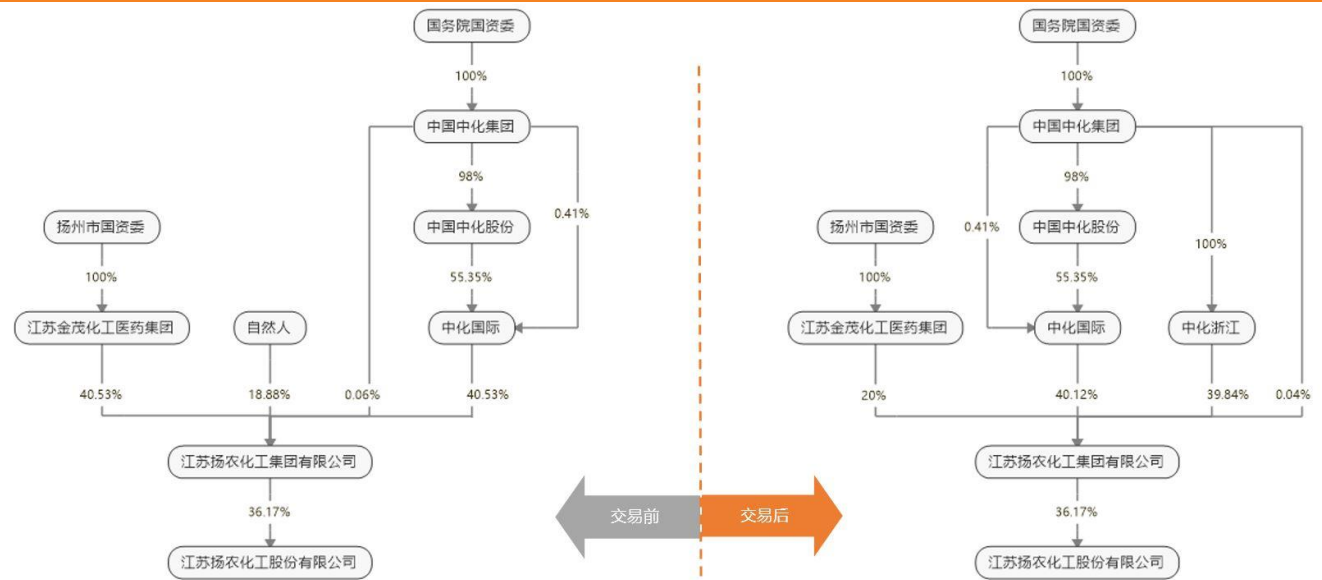
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《扬农化工-公司点评:从菊酯产业链,再论扬农业绩持续性》2018-05-16
- 《扬农化工-年报点评报告:菊酯量价齐升超预期,麦草畏放量正兑现,扬农18年看点足》2018-04-24
- 《扬农化工-公司点评:双抗作物加速推广,全球麦草畏龙头扬帆起航》2018-01-05

1. 扬农集团股权结构

图 1：扬农集团股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：中化集团控股扬农集团过程

时间	事件
2011 年 12 月 1 日	中化国际（控股）股份有限公司持有 683.56 万股，持股比例 5.00%
2012 年 4 月	江苏扬农化工集团有限公司工会将所持公司股权全部转让给中化国际
2013 年 10 月 9 日	中化集团直接持有扬农集团 0.06% 股权，通过其间接控股子公司中化国际间接持有扬农集团 40.53% 股权，合计持有扬农集团 40.59% 股权，成为扬农集团实际控制人
2018 年 6 月 6 日	中化国际、中化集团、中化浙江拟通过增资收购，共持有扬农集团 80% 股权

资料来源：《江苏扬农化工集团有限公司增资项目资产评估报告》，天风证券研究所

2. 扬农集团连云港基地产能梳理

表 2：扬农集团连云港徐圩新区产能统计

产品	产能（吨/年）	类别
对二氯苯	42000	中间体
邻二氯苯	11000	中间体
间二氯苯	10000	中间体
1,2,4-三氯苯	11000	中间体
混三氯苯	1000	中间体
对硝基氯苯	48000	中间体
邻硝基氯苯	32000	中间体
二氯丙醇	60000	中间体
碳酸乙烯酯	10000	中间体
碳酸二甲酯	10000	中间体
碳酸甲乙酯	10000	中间体
碳酸二乙酯	10000	中间体

资料来源：公司环评报告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	735.09	1,193.64	1,451.38	2,826.73	3,449.26	营业收入	2,928.97	4,438.23	5,790.33	6,485.67	7,065.25
应收账款	683.03	855.46	913.81	887.76	1,074.81	营业成本	2,202.04	3,219.79	3,940.81	4,382.33	4,788.52
预付账款	72.05	121.89	112.01	150.72	135.85	营业税金及附加	10.70	15.52	20.27	22.70	24.73
存货	372.19	437.33	547.87	425.98	638.14	营业费用	35.85	56.33	75.27	87.56	95.38
其他	1,540.29	1,506.79	797.00	923.63	861.40	管理费用	268.83	378.19	497.97	557.77	600.55
流动资产合计	3,402.65	4,115.10	3,822.08	5,214.82	6,159.46	财务费用	(50.89)	78.36	50.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	14.83	66.87	20.00	20.00	10.00
固定资产	870.97	2,026.98	2,507.57	2,835.27	3,057.45	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	830.09	42.96	6.44	3.87	2.32	投资净收益	80.82	75.16	80.00	80.00	80.00
无形资产	146.69	170.54	165.32	160.10	154.87	其他	(161.64)	(160.54)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
其他	450.09	728.11	1,125.69	944.21	910.82	营业利润	528.44	708.56	1,266.02	1,495.31	1,626.07
非流动资产合计	2,297.84	2,968.60	3,805.02	3,943.44	4,125.46	营业外收入	9.12	0.37	9.00	9.00	9.00
资产总计	5,700.48	7,083.70	7,627.10	9,158.26	10,284.92	营业外支出	7.94	11.70	8.00	8.00	8.00
短期借款	300.00	385.18	0.00	0.00	0.00	利润总额	529.62	697.23	1,267.02	1,496.31	1,627.07
应付账款	1,081.85	1,357.54	1,832.80	1,724.29	2,072.81	所得税	73.88	91.76	190.05	224.45	244.06
其他	709.24	1,262.77	961.04	1,509.82	1,102.52	净利润	455.74	605.48	1,076.96	1,271.87	1,383.01
流动负债合计	2,091.09	3,005.49	2,793.84	3,234.11	3,175.33	少数股东损益	16.48	30.52	42.77	53.54	60.95
长期借款	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	439.26	574.95	1,034.19	1,218.33	1,322.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.42	1.86	3.34	3.93	4.27
其他	19.28	25.53	19.76	21.52	22.27						
非流动负债合计	49.18	25.53	19.76	21.52	22.27						
负债合计	2,140.28	3,031.02	2,813.60	3,255.63	3,197.60						
少数股东权益	114.99	156.28	199.05	252.59	313.55	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90	成长能力					
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37	营业收入	-5.95%	51.53%	30.47%	12.01%	8.94%
留存收益	3,035.50	3,477.20	4,304.55	5,340.13	6,463.88	营业利润	-7.28%	34.09%	78.67%	18.11%	8.74%
其他	(715.55)	(706.07)	(815.37)	(815.37)	(815.37)	归属于母公司净利润	-3.48%	30.89%	79.87%	17.80%	8.51%
股东权益合计	3,560.21	4,052.68	4,813.51	5,902.62	7,087.33	获利能力					
负债和股东权益总	5,700.48	7,083.70	7,627.10	9,158.26	10,284.92	毛利率	24.82%	27.45%	31.94%	32.43%	32.22%
						净利率	15.00%	12.95%	17.86%	18.78%	18.71%
						ROE	12.75%	14.76%	22.41%	21.56%	19.52%
						ROIC	38.75%	32.56%	53.83%	56.46%	64.31%
						偿债能力					
						资产负债率	37.55%	42.79%	36.89%	35.55%	31.09%
						净负债率	8.42%	26.45%	29.50%	22.88%	5.83%
						流动比率	1.63	1.37	1.37	1.61	1.94
						速动比率	1.45	1.22	1.17	1.48	1.74
						营运能力					
						应收账款周转率	4.73	5.77	6.55	7.20	7.20
						存货周转率	8.45	10.97	11.75	13.32	13.28
						总资产周转率	0.57	0.69	0.79	0.77	0.73
						每股指标(元)					
						每股收益	1.42	1.86	3.34	3.93	4.27
						每股经营现金流	0.83	3.67	5.14	6.35	4.45
						每股净资产	11.12	12.57	14.89	18.23	21.86
						估值比率					
						市盈率	41.86	31.98	17.78	15.09	13.91
						市净率	5.34	4.72	3.98	3.25	2.71
						EV/EBITDA	16.65	13.37	10.23	8.04	6.89
						EV/EBIT	21.76	17.49	12.18	9.95	8.83

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com