



扬农化工 (600486)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-08-30

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

研究员: 李超齐

0551-65161837

S0010518070002

拟收购宝叶化工, 丰富产品种类

事件: 2018年8月30日公司发布公告称: 公司控股子公司江苏优嘉植物保护有限公司与江苏宝灵化工股份有限公司及自然人股东代表黄志刚签署《关于收购南通宝叶化工有限公司股权之意向书》, 优嘉公司拟以现金方式收购江苏宝灵化工股份有限公司及黄志刚等 22 名自然人持有的南通宝叶化工有限公司 100% 股权。

主要观点:

□ 丰富公司产品, 提高竞争力

目前公司的产品主要为杀虫剂(卫用和农用菊酯)和除草剂(麦草畏和草甘膦), 2018H1公司营收结构中杀虫剂/除草剂占比为42.97%/44.70%。优嘉植保也生产杀菌剂产品, 但量不大, 此次收购宝叶化工, 将实现公司在杀虫剂、除草剂、杀菌剂领域的覆盖, 因宝叶公司主营杀菌剂产品(代森锰锌、福美双等), 现有农药登记证22件, 收购后将丰富公司的农药品种, 特别是杀菌剂产品。

□ 收购标的和优嘉厂区位置近, 利于发挥协同效应

优嘉植保和宝叶公司均位于江苏南通如东沿海经济开发区洋口化工园区, 两家公司地理位置毗邻, 有利于拓展发展空间, 进一步提升公司后续项目的承载能力。目前优嘉公司已实施一、二期项目, 产能基本已投产, 三期项目正在积极推进中。待本次收购完成后, 将对优嘉植保未来发展拓展, 充分发挥协同效应, 打下坚实基础, 同时对公司业绩也有一定提升作用, 2017、2018.1—7宝叶公司实现净利润为915.19万元、301.62万元。

□ 盈利预测及估值

公司收购宝叶化工, 利于构建一体化发展, 持续打造核心竞争力, 我们对公司未来发展看好。预计 18-20 年的 EPS 为 3.61 元、4.37 元、4.95 元, 对应当前股价 PE 分别为 14X、12X、10X。给予“买入”评级。

盈利预测

单位: 百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4438	6036	6941	7636
收入同比 (%)	52%	36%	15%	10%
归属母公司净利润	575	1118	1355	1535
净利润同比 (%)	31%	94%	21%	13%
毛利率 (%)	27.5%	33.0%	33.7%	34.0%
ROE (%)	14.9%	27.3%	26.6%	24.5%
每股收益	1.86	3.61	4.37	4.95
P/E	28.31	14.56	12.01	10.61
P/B	4.18	4.02	3.22	2.61
EV/EBITDA	13	9	7	5

资料来源: 华安证券研究所

□ 风险提示

麦草畏需求量大幅下滑, 菊酯产品价格下降, 收购的不确定

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,115	5,615	7,498	9,300	营业收入	4,438	6,036	6,941	7,636
现金	1,194	4,116	6,323	8,375	营业成本	3,220	4,044	4,602	5,039
应收账款	855	1,215	1,451	1,535	营业税金及附加	16	19	24	26
其他应收款	31	30	40	45	销售费用	56	75	86	96
预付账款	122	144	184	233	管理费用	378	544	618	673
存货	438	602	697	733	财务费用	78	(21)	(60)	(94)
其他流动资产	1,475	(492)	(1,197)	(1,621)	资产减值损失	67	1	(0)	0
非流动资产	2,969	2,179	2,037	1,901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	75	0	0	0
固定资产	2,027	1,899	1,770	1,642	营业利润	709	1,373	1,672	1,895
无形资产	169	158	147	138	营业外收入	0	5	3	4
其他非流动资产	772	123	119	122	营业外支出	12	9	9	10
资产总计	7,084	7,795	9,534	11,201	利润总额	697	1,369	1,665	1,889
流动负债	3,005	3,510	4,188	4,613	所得税	92	205	250	283
短期借款	385	370	346	312	净利润	605	1,164	1,415	1,606
应付账款	1,324	1,681	2,009	2,122	少数股东损益	31	46	60	71
其他流动负债	1,297	1,458	1,833	2,179	归属母公司净利润	575	1,118	1,355	1,535
非流动负债	26	29	22	22	EBITDA	1,016	1,492	1,750	1,940
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.86	3.61	4.37	4.95
其他非流动负	26	29	22	22					
负债合计	3,031	3,538	4,211	4,635					
少数股东权益	156	203	262	333					
股本	310	310	310	310					
资本公积	815	211	211	211					
留存收益	2,662	3,533	4,540	5,712					
归属母公司股东权	3,896	4,054	5,061	6,233					
负债和股东权益	7,084	7,795	9,534	11,201					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,139	2,803	2,514	2,351
净利润	605	1,118	1,355	1,535
折旧摊销	239	140	139	138
财务费用	41	(21)	(60)	(94)
投资损失	(75)	0	0	0
营运资金变动	249	1,519	1,021	701
其他经营现金	79	47	59	71
投资活动现金流	(605)	1,093	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(605)	1,093	0	0
筹资活动现金流	(55)	(865)	(308)	(299)
短期借款	85	(15)	(24)	(34)
长期借款	(30)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	(604)	0	0
其他筹资现金	(110)	(246)	(284)	(265)
现金净增加额	479	3,031	2,207	2,052

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	51.53%	36.00%	15.00%	10.00%
营业利润	34.09%	93.82%	21.71%	13.39%
归属于母公司净利润	30.89%	94.41%	21.26%	13.25%
获利能力				
毛利率(%)	27.45%	33.00%	33.70%	34.00%
净利率(%)	12.95%	18.52%	19.53%	20.10%
ROE(%)	14.94%	27.35%	26.58%	24.45%
ROIC(%)	31.75%	52.60%	78.48%	198.64%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.79%	45.39%	44.17%	41.38%
净负债比率(%)	15.14%	-35.30%	-59.49%	-68.93%
流动比率	1.37	1.60	1.79	2.02
速动比率	1.22	1.43	1.62	1.86
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.81	0.80	0.74
应收账款周转率	5.95	6.01	5.35	5.26
应付账款周转率	3.72	4.02	3.76	3.70
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.86	3.61	4.37	4.95
每股经营现金流(最新摊薄)	3.67	9.05	8.11	7.59
每股净资产(最新摊薄)	12.57	13.08	16.33	20.11
估值比率				
P/E	28.3	14.6	12.0	10.6
P/B	4.2	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	13.46	9.36	6.85	5.22

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。