

扬农化工 (600486) \化工

——菊酯高景气度持续，看好长期发展

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	41.46元
目标价格:	元

事件: 公司发布2018年度业绩预增公告。预计2018年度实现归母净利润90272.4万元，同比增加57%左右。实现扣非归母净利润89496.8万元，同比增74%左右。

投资要点:

➤ 公司全年业绩大幅增长，麦草畏放量及菊酯涨价为主要驱动力

2018年公司业绩增长主要原因系优嘉二期2万吨新增麦草畏产能建成投产以及强势品种菊酯价格上涨。但受中美贸易摩擦影响，2018-Q4除草剂需求有所减弱，尤其是麦草畏，致使四季度利润下滑较多。

➤ 菊酯一体化产业链优势显著，价格或将长期高位保持

公司是国内菊酯原药行业唯一一家全产业链配套的企业，近两年受环保督查影响，菊酯原药及其中间体产能大面积关停，使得相关产品价格大幅上涨，其中氯氰菊酯从2018年初的10万元/吨已上涨至目前的14万元/吨，联苯菊酯从2018年初的27万元/吨上涨至目前的40万元/吨，关键中间体贵亭酸甲酯亦从2018年初的6万元/吨上涨至目前的9万元/吨。由于公司具备菊酯中间体到原药生产的全产业链配套优势，且环保规范性到位，其产品生产不受影响，充分受益于菊酯高景气。

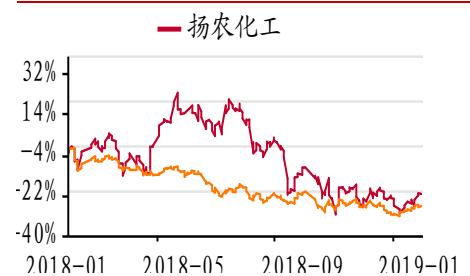
➤ 公司全力推进优嘉三期，助力长期成长

公司全力推进如东优嘉三期项目，包括：（1）1.15万吨/年杀虫剂、1000吨/年除草剂、3000吨/年杀菌剂和2500吨/年氯代苯乙酮及相关副产品37384吨/年项目，总投资20.2亿，全部达产预计贡献税后净利润3.6亿。目前该项目已处于环评最后阶段，预计今年上半年开工建设；（2）3.26万吨/年农药制剂项目和码头及仓储工程项目，总投资2.3亿元，预计实现税后净利润9100万元；（3）3800吨/年联苯菊酯、1000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯、200吨/年羟吡啶酯农药项目，总投资4.3亿，预计实现税后净利润9300万元。上述项目的逐步投产将为公司带来显著增量，助力长期发展。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	310/310
流通A股市值 (百万元)	12,848
每股净资产 (元)	14.59
资产负债率 (%)	36.67
一年内最高/最低 (元)	64.93/34.87

一年内股价相对走势



吴程浩 分析师
 执业证书编号: S0590518070002
 电话: 0510-85611779
 邮箱: wuch@glsc.com.cn

相关报告

- 《扬农化工 (600486) \化工行业》
《盈利小幅下滑，优嘉二期推进助公司成长》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,928.97	4,438.23	5,234.94	5,606.38	6,392.81
增长率 (%)	-5.95%	51.53%	17.95%	7.10%	14.03%
EBITDA (百万元)	677.00	941.47	1,339.55	1,404.45	1,532.10
净利润 (百万元)	439.26	567.42	902.85	974.24	1,111.36
增长率 (%)	-3.48%	29.18%	59.11%	7.91%	14.07%
EPS (元/股)	1.42	1.83	2.91	3.14	3.59
市盈率 (P/E)	29.25	22.64	14.23	13.19	11.56
市净率 (P/B)	3.73	3.30	2.81	2.42	2.09
EV/EBITDA	19.08	13.58	11.51	10.48	9.31

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ **合理价格收购优嘉及优士剩余股权，积极推进集团优质资产并购**

公司于 18 年 12 月公告，出资 9000 万元受让天平化工持有的优士公司 5% 的股权，出资 11300 万元受让天平化工持有的优嘉公司 5% 的股权，优士和优嘉公司资产优质，收购完成后，报表中将不再扣减少数股权损益，未来将增厚归母净利润。此外，公司于 18 年 8 月公告，与中化国际签订意向书，拟现金受让中化国际持有的“中化作物”100% 股权和“农研公司”100% 股权。截至目前，公司仍在就重组事项与交易对方进行谈判磋商，相关标的资产尽职调查、审计、评估等工作正在有序推进。

➤ **盈利预测及评级**

预计公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 2.91 元、3.14 元、3.59 元，对应最新收盘价 PE 分别为 14.2 倍、13.2 倍、11.6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

全球农产品价格大幅下滑；新项目建设投产不及预期；中美贸易摩擦加剧

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	661.85	1,061.1	4,711.45	5,045.74	5,753.53	营业收入	2,928.9	4,438.2	5,234.9	5,606.3	6,392.8
应收账款+票据	1,088.0	1,362.6	1,567.06	1,647.40	1,812.14	营业成本	2,202.0	3,219.7	3,587.1	3,863.0	4,443.5
预付账款	72.05	121.89	140.17	147.18	161.90	营业税金及附加	10.70	15.52	20.94	22.43	25.57
存货	372.19	437.33	502.93	528.08	580.89	营业费用	35.85	56.33	68.05	71.20	79.91
其他	1,135.1	999.20	999.20	999.20	999.20	管理费用	268.83	378.19	481.61	504.57	575.35
流动资产合计	3,329.3	3,982.2	7,920.82	8,367.60	9,307.66	财务费用	-50.89	78.36	-47.74	-72.34	-116.99
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	15.00	20.00	20.00
固定资产	870.97	2,026.9	1,825.12	1,556.70	1,288.29	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	844.05	61.56	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	145.31	169.16	166.47	162.39	158.32	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	382.46	609.86	608.48	608.48	608.48	营业利润	447.62	623.18	1,109.9	1,197.4	1,365.4
非流动资产合计	2,242.7	2,867.5	2,600.07	2,327.58	2,055.08	营业外净收益	82.01	63.83	-3.60	-3.60	-3.60
资产总计	5,572.1	6,849.7	10,520.8	10,695.1	11,362.7	利润总额	529.62	687.01	1,106.3	1,193.8	1,361.8
短期借款	300.00	385.18	2,979.84	2,244.25	1,742.88	所得税	73.88	89.07	165.95	179.07	204.28
应付账款+票据	1,533.3	2,053.8	2,361.90	2,480.00	2,728.00	净利润	455.74	597.94	940.39	1,014.7	1,157.5
其他	148.64	358.08	411.79	432.38	473.57	少数股东损益	16.48	30.52	37.54	40.51	46.22
流动负债合计	1,982.0	2,797.0	5,753.53	5,156.63	4,944.45	归属于母公司净	439.26	567.42	902.85	974.24	1,111.3
长期带息负债	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	2,011.9	2,797.0	5,753.53	5,156.63	4,944.45						
少数股东权益	114.99	156.28	193.83	234.34	280.56						
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90						
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37						
留存收益	2,319.9	2,771.1	3,448.26	4,178.94	5,012.46						
股东权益合计	3,560.2	4,052.6	4,767.36	5,538.55	6,418.29						
负债和股东权益总	5,572.1	6,849.7	10,520.8	10,695.1	11,362.7						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	381.83	541.23	943.45	1,017.81	1,160.64
折旧摊销	146.60	239.42	252.49	252.49	252.49
财务费用	-4.41	40.85	-19.29	-41.88	-82.25
存货减少	-49.61	-65.14	-65.60	-25.15	-52.81
营运资金变动	-237.57	352.00	139.10	51.34	109.74
其它	-31.59	93.67	15.00	20.00	20.00
经营活动现金流	205.24	1,202.0	1,265.16	1,274.62	1,407.81
资本支出	561.54	656.89	0.00	0.00	0.00
长期投资	423.30	1,278.6	0.00	0.00	0.00
其他	144.96	1,330.8	-3.06	-3.06	-3.06
投资活动现金流	-839.88	-604.66	-3.06	-3.06	-3.06
债权融资	329.90	85.70	2,594.66	-735.59	-501.37
股权融资	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
其他	-148.91	-160.28	-206.42	-201.68	-195.59
筹资活动现金流	180.99	-54.58	2,388.23	-937.27	-696.96
现金净增加额	-441.87	525.13	3,650.33	334.29	707.79

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-5.95%	51.53%	17.95%	7.10%	14.03%
EBIT	-4.00%	32.36%	54.84%	5.97%	11.08%
EBITDA	-7.94%	39.06%	42.28%	4.84%	9.09%
归属于母公司净	0.09%	29.18%	59.11%	7.91%	14.07%
获利能力					
毛利率	24.82%	27.45%	31.48%	31.09%	30.49%
净利率	15.56%	13.47%	17.96%	18.10%	18.11%
ROE	12.75%	14.56%	19.74%	18.37%	18.11%
ROIC	20.38%	17.66%	24.18%	13.75%	15.19%
偿债能力					
资产负债	36.11%	40.83%	54.69%	48.21%	43.51%
流动比率	1.68	1.42	1.38	1.62	1.88
速动比率	0.92	0.91	1.12	1.33	1.56
营运能力					
应收账款周转率	2.73	3.33	3.42	3.49	3.62
存货周转率	5.92	7.36	7.13	7.32	7.65
总资产周转率	0.53	0.65	0.50	0.52	0.56
每股指标 (元)					
每股收益	1.42	1.83	2.91	3.14	3.59
每股经营现金流	0.66	3.88	4.08	4.11	4.54
每股净资产	11.12	12.57	14.76	17.12	19.81
估值比率					
市盈率	29.25	22.64	14.23	13.19	11.56
市净率	3.73	3.30	2.81	2.42	2.09
EV/EBITDA	19.08	13.58	11.51	10.48	9.31
EV/EBIT	24.35	18.21	14.18	12.78	11.15

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810