

2019年04月23日

扬农化工 (600486.SH)

营收小幅下滑，汇兑收益和子公司股权收购增厚业绩

■事件：公司公告，2019年一季度实现营收15.7亿元，同比下降2.5%，实现归母净利润3.27亿元，同比增长19.4%，符合预期。

■子公司股权收购和汇兑收益增厚业绩：公司一季度营收同比小幅下滑，业绩增长主因：1) 上年末外汇远期结汇持仓的浮动损失，本期结算后结转至投资收益，致公允价值变动收益同比增加3066万。2) Q1完成收购子公司江苏优士化学和江苏优嘉植物保护有限公司5%股权，少数股权损益同比减少1152.8万，增厚业绩。

■环保趋紧菊酯受益，麦草畏需求有望恢复增长：受环保监管影响，菊酯产业链长期供给受限，中间体价格持续高位，公司作为国内唯一一家菊酯全产业链企业，各类菊酯产能约8100吨，卫生菊酯市占率70%，“3.21”爆炸事故发生后，预计影响盐城工业园区菊酯供应近1500吨，公司景气受益。长期看，耐麦草畏的转基因棉花、大豆推广效果良好，需求增长稳定。公司麦草畏原药产能达2.5万吨，中美贸易战阶段性缓和，麦草畏长期增长可期。

■新项目布局清晰，保障公司业绩长青：公司为远期成长布局，优嘉公司三期项目预计投资20.2亿，新建11475吨杀虫剂、1000吨除草剂、3000吨杀菌剂、2500吨氯代苯乙酮以及相关副产品3.7万吨，投产后可贡献利润3.6亿元；2.3亿投资农药制剂项目和码头及仓储工程项目，预计可贡献利润0.91亿；4.3亿投资3800吨/年联苯菊酯、1000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯、200吨/年羧啉酯农药项，预计贡献利润0.93亿。新项目建成投产后，将对公司现有产品和产能进行有效补充，为公司业绩成长提供增量。

■投资建议：预计2018-2020年EPS 3.33/3.93/4.53元，维持买入-A评级，6个月目标价66.6元，对应2019-2021年PE 20/17/15倍。

■风险提示：麦草畏销售增长不及预期，菊酯价格大幅下降等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,438.2	5,290.7	5,825.1	6,875.9	8,223.6
净利润	575.0	895.4	1,032.8	1,217.8	1,404.5
每股收益(元)	1.86	2.89	3.33	3.93	4.53
每股净资产(元)	12.57	14.93	17.21	20.48	24.45

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	31.1	20.0	17.3	14.7	12.7
市净率(倍)	4.6	3.9	3.3	2.8	2.4
净利润率	13.0%	16.9%	17.7%	17.7%	17.1%
净资产收益率	14.8%	19.3%	19.4%	19.2%	18.5%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	1.1%	1.0%
ROIC	32.6%	44.1%	35.4%	35.1%	35.0%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-A

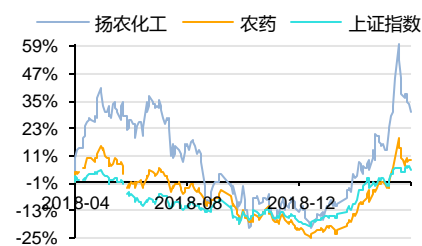
维持评级

6个月目标价：66.6元
股价(2019-04-22) 58.47元

交易数据

总市值(百万元)	18,119.79
流通市值(百万元)	18,119.79
总股本(百万股)	309.90
流通股本(百万股)	309.90
12个月价格区间	35.66/71.87元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.57	21.47	24.8
绝对收益	12.14	46.1	29.48

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

李水云

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030002

lisy5@essence.com.cn

相关报告

- 扬农化工：完整产业链继续发挥优势，远期成长看好/张汪强 2019-04-02
- 扬农化工：完整产业链优势凸显，产销研协同加快/李水云 2018-08-20
- 扬农化工：菊酯涨价带来业绩大增111%/袁善宸 2018-04-23

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,438.2	5,290.7	5,825.1	6,875.9	8,223.6	成长性					
减:营业成本	3,219.8	3,722.7	4,223.2	4,950.7	5,921.0	营业收入增长率	51.5%	19.2%	10.1%	18.0%	19.6%
营业税费	15.5	16.9	23.3	27.5	32.9	营业利润增长率	34.1%	57.5%	8.4%	18.0%	15.4%
销售费用	56.3	66.7	69.9	82.5	98.7	净利润增长率	30.9%	55.7%	15.3%	17.9%	15.3%
管理费用	378.2	185.3	378.6	446.9	616.8	EBITDA 增长率	62.8%	55.8%	-10.7%	21.0%	15.3%
财务费用	78.4	-54.2	-68.7	-56.2	-83.1	EBIT 增长率	62.6%	65.9%	-11.4%	20.2%	14.0%
资产减值损失	66.9	34.6	38.8	46.8	40.0	NOPLAT 增长率	66.3%	34.1%	5.9%	20.2%	14.0%
加:公允价值变动收益	-	-30.7	-	-	-	投资资本增长率	-1.0%	32.0%	20.9%	14.4%	8.2%
投资和汇兑收益	75.2	54.6	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	13.8%	19.1%	14.6%	18.3%	18.8%
营业利润	708.6	1,116.1	1,210.0	1,427.7	1,647.3	利润率					
加:营业外净收支	-11.3	-27.6	5.0	5.0	5.0	毛利率	27.5%	29.6%	27.5%	28.0%	28.0%
利润总额	697.2	1,088.5	1,215.0	1,432.7	1,652.3	营业利润率	16.0%	21.1%	20.8%	20.8%	20.0%
减:所得税	91.8	149.2	182.3	214.9	247.8	净利润率	13.0%	16.9%	17.7%	17.7%	17.1%
净利润	575.0	895.4	1,032.8	1,217.8	1,404.5	EBITDA/营业收入	22.9%	29.9%	24.3%	24.9%	24.0%
						EBIT/营业收入	17.5%	24.4%	19.6%	19.9%	19.0%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	118	136	134	132	124
货币资金	1,193.6	1,446.0	1,595.0	2,150.6	3,042.8	流动营业资本周转天数	4	12	26	21	20
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	305	303	303	281	274
应收账款	855.5	830.8	1,084.1	1,146.0	1,142.2	应收帐款周转天数	62	57	59	58	50
应收票据	507.2	292.5	485.4	515.7	571.1	存货周转天数	33	30	32	34	32
预付帐款	121.9	128.5	161.8	171.9	182.7	总资产周转天数	518	494	479	451	430
存货	437.3	452.1	598.7	687.6	753.8	投资资本周转天数	169	164	187	186	173
其他流动资产	999.6	1,653.1	1,082.0	1,064.9	1,087.0						
可供出售金融资产	604.0	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.8%	19.3%	19.4%	19.2%	18.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	12.6%	12.8%	13.3%	13.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	32.6%	44.1%	35.4%	35.1%	35.0%
固定资产	2,027.0	1,983.6	2,360.6	2,698.3	2,981.4	费用率					
在建工程	43.0	41.7	420.8	460.4	480.2	销售费用率	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	170.5	200.9	194.9	189.0	183.1	管理费用率	8.5%	3.5%	6.5%	6.5%	7.5%
其他非流动资产	124.1	409.5	84.5	72.4	66.1	财务费用率	1.8%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	-1.0%
资产总额	7,083.7	7,438.6	8,067.9	9,156.8	10,490.4	三费/营业收入	11.6%	3.7%	6.5%	6.9%	7.7%
短期债务	385.2	325.3	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,357.5	1,096.2	1,598.1	1,613.1	1,682.6	资产负债率	42.8%	35.1%	31.4%	28.5%	25.9%
应付票据	730.1	659.7	727.3	770.1	789.5	负债权益比	74.8%	54.1%	45.8%	39.9%	34.9%
其他流动负债	532.7	488.5	193.7	211.5	224.8	流动比率	1.37	1.87	1.99	2.21	2.51
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.22	1.69	1.75	1.95	2.23
其他非流动负债	25.5	40.3	15.0	15.0	15.0	利息保障倍数	9.91	-23.79	-16.61	-24.41	-18.82
负债总额	3,031.0	2,610.0	2,534.2	2,609.7	2,711.9	分红指标					
少数股东权益	156.3	200.4	200.4	200.4	200.4	DPS(元)	0.56	-	0.67	0.66	0.56
股本	309.9	309.9	309.9	309.9	309.9	分红比率	30.2%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
留存收益	3,477.2	4,199.0	5,023.4	6,036.9	7,268.3	股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	1.1%	1.0%
股东权益	4,052.7	4,828.6	5,533.7	6,547.1	7,778.6						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	605.5	939.3	1,032.8	1,217.8	1,404.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	239.4	295.1	273.1	340.3	408.9	EPS(元)	1.86	2.89	3.33	3.93	4.53
资产减值准备	66.9	34.6	-	-	-	BVPS(元)	12.57	14.93	17.21	20.48	24.45
公允价值变动损失	-	30.7	-	-	-	PE(X)	31.1	20.0	17.3	14.7	12.7
财务费用	40.8	0.4	-68.7	-56.2	-83.1	PB(X)	4.6	3.9	3.3	2.8	2.4
投资损失	-75.2	-54.6	-50.0	-50.0	-50.0	P/FCF	26.3	127.1	125.0	24.1	16.4
少数股东损益	30.5	44.0	-	-	-	P/S	4.0	3.4	3.1	2.6	2.2
营运资金的变动	347.4	-734.8	454.4	-118.3	-20.6	EV/EBITDA	13.4	6.2	11.2	8.9	7.3
经营活动产生现金流量	1,138.7	1,320.2	1,641.5	1,333.6	1,659.6	CAGR(%)	26.2%	14.3%	31.3%	26.2%	14.3%
投资活动产生现金流量	-604.7	-804.1	-918.0	-632.9	-672.1	PEG	1.2	1.4	0.6	0.6	0.9
融资活动产生现金流量	-54.6	-275.2	-574.5	-145.1	-95.3	ROIC/WACC	3.1	4.2	3.4	3.3	3.3
						REP	2.1	0.8	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张汪强、李水云声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034