2019 年 04 月 23 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 70.00

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2019/4/23)	59.17
上证指数(2019/4/23)	3198.59
股价 12 个月高/低	71.87/34.87
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	183.37
主要股东	江苏扬农化工集团有限公司(36.17%)
每股净值(元)	16.01
股价/账面净值	3.70

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	13.5	46.2	31.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

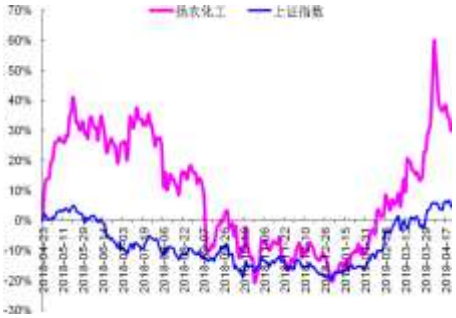
产品组合

杀虫剂	50.94%
除草剂	38.90%
其他	10.16%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	42.0%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



扬农化工（600486.SH） Buy 买入

杀虫剂业务量价齐升，一季度业绩超预期

结论与建议：

公司发布19年一季度业绩公告，一季度实现营业收入15.7亿元，yoy-2.5%，qoq+66.0%，录得归母净利润3.27亿元，yoy+19.4%，qoq+199.4%，折合每股收益1.06元，业绩超预期。化工安全事故叠加环保政策趋严，化工园区退城入园、集约化管理势在必行，落后的中小产能将被加速淘汰，农药供给格局持续优化改善，农药行业将长期维持高景气度，此外中美贸易缓和迹象越发明显，以麦草畏为主的除草剂业务有望好转，公司19年业绩料继续保持稳增长，维持“买入”评级。

- **杀虫剂业务量价齐升，带动公司一季度业绩超预期：**公司一季度杀虫剂销量为 4112 吨，yoy+16.0%，销售单价为 24.76 万元/吨，yoy+17.08%，杀虫剂业务实现营收 10.18 亿元，yoy+17.1%。另外，上游主要原料烧碱、乙二醇胺、甲醇、甲基呋喃平均采购价同比分别下跌 20.6%、14.6%、28.6%、36.3%，其他原料跌多涨少，使得生产成本下降，公司一季度综合毛利率为同比提高 3.29 个百分点至 35.75%，创近年新高。另外值得注意的是，一季度除杀虫剂和除草剂外其他业务收入为 2.38 亿元，yoy+61.2%，贡献增量业绩明显，主要系公司杀菌剂业务初具规模。公司一季度三项费用率为 10.79%（含研发费用），同比下降 0.54 个百分点，少数股东权益率因 18 年底现金受让子公司优士化学和优嘉植保各 5%的股权，而下降 4.10 百分点至 0.64%，起到增厚业绩作用。
- **除草剂业务短期下滑，积累未来业绩增量：**受中美贸易摩擦影响，美农户种植转基因大豆积极性下降，导致除草剂需求下滑，公司单价较高的麦草畏销量预计下滑明显。公司一季度除草剂销量为 10583 吨，yoy-42.5%，销售单价为 2.97 万元/吨，yoy-23.4%，除草剂业务实现营收 3.15 亿元，yoy-55.9%，市场普遍担忧麦草畏下游需求下滑，但当前中美贸易和解的迹象明显，美国农户种植积极性有望恢复，另外据孟山都预测，美国 19 年抗麦草畏作物种植面积可增至 6000 万英亩，yoy+20%，孟山都还计划于 19、20 年在巴西进行抗麦草畏大豆的田间试验，并于 20 年全面推广，其中巴西 18 年大豆种植面积为 8965 万英亩，麦草畏需求有望长期持续扩大。因此，短期内看好麦草畏出口恢复，长期看好麦草畏持续需求增长。
- **多个项目建设计划，未来业绩增长空间大：**（1）当前公司积极推进优嘉三期项目，该项目计划投资 20.22 亿元，建设杀虫剂、除草剂等多个产品生产装置，建设周期 3 年，建成后预计可贡献净利润 3 亿元；（2）优嘉公司计划投资 4.3 亿元建设 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羟呱酯农药，公司预计建成后可贡献营收 10.23 亿元；（3）优嘉公司计划投资 2.5 亿元建设 3.26 万吨/年农药制剂项目，公司预计建成后可贡献营收 6.25 亿元。此外，公司与中化国际达成协议，拟以现金受让中化国际持有的中化作物和农研公司各 100%的股权，提升公司研发能力的同时，拓宽公司下游销售聚道，有利于公司研产销一体化布局。公司内生外延并举，根据市场需求，不断拓展产品种类及产能，看好公司未来发展前景。
- **盈利预测：**暂不考虑中化作物、农研公司及南通宝叶收购并表，我们预计公司 2019/2020 年实现净利润 10.8、12.1 亿元，yoy+20.6%、+11.9%，折合 EPS 为 3.48、3.90 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 17、15 倍。鉴于公司业绩有望保持稳增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期。

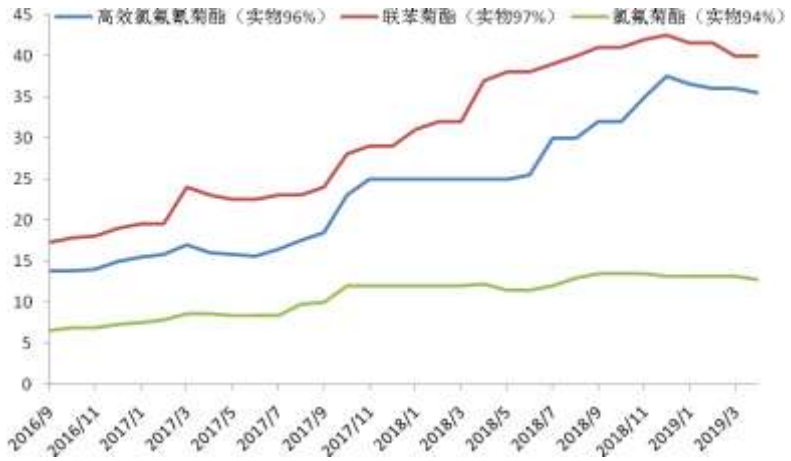
■ 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	574.95	895.38	1,079.53	1,207.97	1,384.93
同比增减	%	30.89%	55.73%	20.57%	11.90%	14.65%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.86	2.89	3.48	3.90	4.47
同比增减	%	30.89%	55.73%	20.57%	11.90%	14.65%
A 股市盈率(P/E)	X	31.89	20.48	16.99	15.18	13.24
股利 (DPS)	RMB 元	0.56	0.87	1.00	1.12	1.29
股息率 (Yield)	%	0.95%	1.47%	1.69%	1.89%	2.18%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图：近年菊酯价格走势图（万元/吨）



资料源：中农立华、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,438.23	5,290.73	6,054.62	6,639.54	7,282.64
经营成本	3,219.79	3,722.66	4,188.93	4,562.81	4,933.70
营业税金及附加	15.52	16.91	19.35	21.22	23.28
销售费用	56.33	66.71	76.34	83.72	91.83
管理费用	378.19	185.29	212.04	232.53	255.05
财务费用	78.36	-54.16	-12.40	-13.59	-14.91
资产减值损失	66.87	34.61	39.61	43.43	47.64
投资收益	75.16	54.56	56.20	57.88	59.62
营业利润	708.56	1,116.07	1,294.70	1,448.08	1,656.81
营业外收入	0.37	0.38	0.39	0.40	0.42
营业外支出	11.70	27.94	28.78	29.64	30.53
利润总额	697.23	1,088.52	1,266.31	1,418.84	1,626.70
所得税	91.76	149.19	170.09	190.57	218.49
少数股东损益	30.52	43.96	16.70	20.30	23.27
归属于母公司股东权益	574.95	895.38	1,079.53	1,207.97	1,384.93

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,193.64	1,445.98	1,721.38	2,010.55	2,308.40
应收账款	824.06	818.55	884.03	928.24	956.08
存货	437.33	452.09	488.26	512.67	528.05
流动资产合计	4,115.10	4,802.95	5,346.91	5,817.35	6,229.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,026.98	1,983.57	2,309.74	2,822.56	3,103.30
在建工程	42.96	88.20	114.66	120.39	124.00
非流动资产合计	2,968.60	2,635.65	3,031.48	3,580.38	3,883.86
资产总计	7,083.70	7,438.61	8,378.38	9,397.74	10,113.26
流动负债合计	3,005.49	2,569.66	2,742.12	2,879.23	2,585.65
非流动负债合计	25.53	40.31	21.29	22.35	23.02
负债合计	3,031.02	2,609.97	2,763.41	2,901.58	2,608.67
少数股东权益	156.28	200.40	217.10	237.40	260.67
股东权益合计	4,052.68	4,828.65	5,614.98	6,496.16	7,504.59
负债及股东权益合计	7,083.70	7,438.61	8,378.38	9,397.74	10,113.26

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	1,138.70	1,320.22	1,425.84	1,497.13	1,542.04
投资活动产生的现金流量净额	-604.66	-804.06	-868.38	-911.80	-939.16
筹资活动产生的现金流量净额	-54.58	-275.23	-297.25	-312.11	-321.47
现金及现金等价物净增加额	461.82	255.00	275.40	289.17	297.85

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。