太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-06-10

公司点评报告

买入/维持

扬农化工(600486)

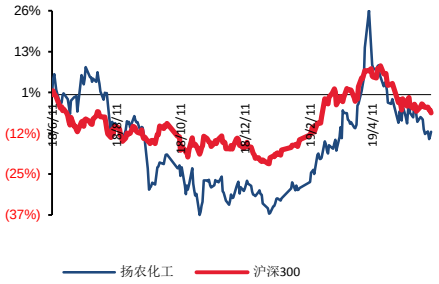
目标价：65

昨收盘：50.44

材料 材料II

# 资产整合，扩大协同效应，稳固农药行业龙头地位

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 310/310 |
| 总市值/流通(百万元) | 15,631/15,631 |
| 12 个月最高/最低(元) | 71.87/35.66 |

**相关研究报告：**

扬农化工(600486)《【太平洋化工】扬农化工2018年报点评：盈利增速预计放缓，但中枢向上，打造中国农药标杆企业》--2019/04/02

扬农化工(600486)《【太平洋化工】扬农化工2018年三季报点评：淡季影响短期利润增速，不改优质龙头长期成长趋势》--2018/10/22

扬农化工(600486)《【太平洋化工】扬农化工2018中报点评：优质农药龙头，需求刚性，业绩靓丽，维持“买入”（更正）》--2018/08/21

**证券分析师：柳强**

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

**证券分析师：杨伟**

**事件：**公司发布《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》，以约9.13亿元现金购买中化作物100%股权和农研公司100%股权。

**主要观点：**

**1.资产整合，协同效应，做大做强**

**标的资产：**中化作物100%股权和农研公司100%股权。

**资产定价：**资产基础法，中化作物评估值87,871.64 万元，农研公司评估值3,409.45万元，双方协商最终交易价格为91,281.09万元。

**业绩承诺：**2019年-2021年实现归母扣非净利润合计不低于29685.94万元。

**业绩奖励：**若标的公司实际净利润总和高于业绩承诺总额，将对超出部分实行业绩奖励，约定的业绩奖励总金额不得超过本次交易价格的20%。

**估值公允：**标的资产2108年净资产为5亿元，净利润0.89亿元，对应购买静态市盈率10.18倍，PB 1.8倍，可比7家上市公司算术平均市盈率为12.81。对应标的资产业绩承诺期，即2019-2021年，市盈率为9.22。

**财务能力提升：**根据合并备考业绩，2017年-2018年备考营业收入分别为77.86亿元（+75.43%）、85.83亿元（+62.24%）；归母净利润分别为5.93亿元（+3.2%）、9.84亿元（+9.85%）；基本每股收益分别为1.91元（1.86元）、3.17元（2.89元），均有提升。但公司资产负债率分别为61.38%（42.79%）、57.90%（35.09%），有所增长。

**中化作物：**子公司主要包括沈阳科创和南通科技两大生产基地。其中沈阳科创主要从事米斯通、咪草烟和吡蚜酮等原药的生产与销售，具有行业核心竞争力。**2018年，中化作物净资产6.12亿元，实现销售收入32.98亿元，主要包括制剂（46.37%）、原药（25.54%）、贸易（28.09%）。若按产品类别划分，主要为除草剂（64.15%）、杀虫剂（13.80%）、杀菌剂（7.26%）、其它（14.79%）。其综合毛利率为21.66%，实现归母净利润1.16亿元（+35.61%）。**

**农研公司：**农药专业研究机构，拥有目前国内较为完善的新农药创制体系，建有农药国家工程中心和国内唯一的新农药创制与开发国家重点实验室。比如**其创制的氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈系列产品在国内具有较高知名度和影响力。**2018年，农研公司净资产-1.12亿元，

电话：010-88695130
E-MAIL：yangwei@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517030005

实现主营收入 3579.23 万元，净利润-2714.08 万元。

**收购意义：**公司通过整合农研公司研发资源，中化作物子公司的生产和全球销售网络资源，**形成研、产、销一体化的更为完善的产业链，充分发挥协同效应，扩大市场份额，做大做强。同时，公司将发展成为中化国际内农研业务和管理的一体化平台。**

## 2. 农化刚需，行业格局良好，新项目稳步推进

“3.21”响水特别重大安全事故后，江苏省发布了《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，**落后产能持续淘汰，同时，化工行业准入门槛和标准进一步提高。作为高污染、高技术门槛的农药行业经历新一轮洗牌，利好具有环保、技术、园区、一体化优势的龙头企业。**公司多年来深耕农药行业，坚持仿创结合的技术创新战略，先后攻克多项菊酯关键技术，自行研发新产品 63 个，是国内仿生农药行业规模最大的企业。**同时，公司正推进多个项目建设。**（1）优嘉三期计划投资 20.22 亿元，预计年均营业收入为 15.41 亿元，总投资收益率 18.40%。(2) 优嘉公司计划投资 4.3 亿元，预计年均营业收入为 10.23 亿元，总投资收益率 29.75%，项目投资财务内部收益率（所得税后）21.63%。（3）优嘉公司计划投资 2.02 亿元建设 32,600 吨/年农药制剂项目，预计可实现年均营业收入 6.25 亿元，项目总投资收益率为 36%。

## 3. 盈利预测及评级

暂不考虑购买资产并表影响，我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 10.59 亿元、11.80 亿元、13.58 亿元，对应 EPS 3.42 元、3.81 元、4.38 元，PE 15.3X、13.7X、11.9X。**考虑公司为优质农药龙头，环保、园区、技术优势明显，打造国内农化标杆企业，近期回调较多，上修至“买入”评级。**

**风险提示：**产品价格大幅波动、项目进展不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 5,291 | 5,948 | 6,871 | 7,984 |
| (+/-%) | 19.2% | 12.4% | 15.5% | 16.2% |
| 净利润(百万元) | 895 | 1,059 | 1,180 | 1,358 |
| (+/-%) | 55.7% | 18.3% | 11.4% | 15.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.89 | 3.42 | 3.81 | 4.38 |
| 市盈率(PE) | 18.1 | 15.3 | 13.7 | 11.9 |

*资料来源：Wind，太平洋证券；暂未考虑购买资产并表影响*

| 资产负债表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2018** | **2019E** | **2020E** | **2021E** |
| 货币资金 | 1,446 | 1,610 | 1,919 | 2,408 |
| 应收票据 | 293 | 293 | 293 | 293 |
| 应收账款 | 819 | 920 | 1,063 | 1,235 |
| 预付账款 | 129 | 144 | 168 | 196 |
| 存货 | 452 | 505 | 590 | 688 |
| 其他流动资产 | 1,665 | 1,665 | 1,665 | 1,665 |
| 流动资产合计 | 4,803 | 5,136 | 5,697 | 6,485 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,984 | 2,919 | 3,840 | 4,762 |
| 在建工程 | 88 | 97 | 107 | 117 |
| 无形资产 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 其他非流动资产 | 364 | 364 | 364 | 364 |
| 非流动资产合计 | 2,636 | 3,580 | 4,511 | 5,443 |
| **资产合计** | **7,439** | **8,716** | **10,208** | **11,928** |
| 短期借款 | 325 | 335 | 345 | 355 |
| 应付票据 | 660 | 660 | 660 | 660 |
| 应付账款 | 1,064 | 1,188 | 1,388 | 1,620 |
| 预收款项 | 254 | 286 | 330 | 383 |
| 其他应付款 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 一年内到期的非流动负债 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 其他流动负债 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 流动负债合计 | 2,539 | 2,705 | 2,959 | 3,254 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 非流动负债合计 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| **负债合计** | **2,579** | **2,745** | **2,999** | **3,295** |
| 归属母公司所有者权益 | 4,628 | 5,688 | 6,867 | 8,226 |
| 少数股东权益 | 200 | 252 | 310 | 377 |
| **所有者权益合计** | 4,829 | 5,940 | 7,178 | 8,603 |
| **负债和股东权益** | **7,408** | **8,685** | **10,177** | **11,897** |

| 现金流量表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2018** | **2019E** | **2020E** | **2021E** |
| **经营活动现金流** | 331 | 1,259 | 1,516 | 1,810 |
| 现金收益 | 1,206 | 1,332 | 1,583 | 1,883 |
| 存货影响 | -15 | -53 | -85 | -99 |
| 经营性应收影响 | 179 | -149 | -199 | -232 |
| 经营性应付影响 | -370 | 156 | 244 | 285 |
| 其他影响 | -670 | -28 | -28 | -28 |
| **投资活动现金流** | 62 | -1,183 | -1,306 | -1,442 |
| 资本支出 | -309 | -1,233 | -1,356 | -1,492 |
| 股权投资 | 55 | 50 | 50 | 50 |
| 其他长期资产变化 | 316 | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | -183 | 87 | 99 | 121 |
| 借款增加 | -89 | 10 | 10 | 10 |
| 财务费用 | 54 | 78 | 89 | 110 |
| 股东融资 | -163 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债变化 | 15 | 0 | 0 | 0 |

| 利润表 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2018** | **2019E** | **2020E** | **2021E** |
| **营业收入** | 5,291 | 5,948 | 6,871 | 7,984 |
| 营业成本 | 3,723 | 4,158 | 4,857 | 5,668 |
| 营业税金及附加 | 17 | 19 | 22 | 26 |
| 销售费用 | 67 | 75 | 87 | 101 |
| 管理费用 | 185 | 208 | 241 | 280 |
| 研发费用 | 239 | 268 | 309 | 359 |
| 财务费用 | -54 | -78 | -89 | -110 |
| 资产减值损失 | 35 | 32 | 32 | 32 |
| 公允价值变动收益 | -31 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 55 | 50 | 50 | 50 |
| **营业利润** | 1,116 | 1,315 | 1,462 | 1,679 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| **利润总额** | 1,089 | 1,288 | 1,434 | 1,651 |
| 所得税 | 149 | 177 | 197 | 226 |
| **净利润** | 939 | 1,111 | 1,238 | 1,425 |
| 少数股东损益 | 44 | 52 | 58 | 67 |
| **归属母公司净利润** | 895 | 1,059 | 1,180 | 1,358 |
| NOPLAT | 915 | 1,053 | 1,169 | 1,338 |
| EPS（摊薄） | 2.89 | 3.42 | 3.81 | 4.38 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **会计年度** | **2018** | **2019E** | **2020E** | **2021E** |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 19.2% | 12.4% | 15.5% | 16.2% |
| EBIT增长率 | 38.0% | 15.1% | 11.1% | 14.4% |
| 归母公司净利润增长率 | 55.7% | 18.3% | 11.4% | 15.1% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 29.6% | 30.1% | 29.3% | 29.0% |
| 净利率 | 17.8% | 18.7% | 18.0% | 17.8% |
| ROE | 19.3% | 18.6% | 17.2% | 16.5% |
| ROIC | 17.8% | 16.8% | 15.6% | 15.0% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 34.8% | 31.6% | 29.5% | 27.7% |
| 债务权益比 | 7.6% | 6.4% | 5.4% | 4.6% |
| 流动比率 | 189.2% | 189.9% | 192.5% | 199.3% |
| 速动比率 | 171.4% | 171.2% | 172.6% | 178.1% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转天数 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 应付账款周转天数 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| 存货周转天数 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 2.89 | 3.42 | 3.81 | 4.38 |
| 每股经营现金流 | 1.07 | 4.06 | 4.89 | 5.84 |
| 每股净资产 | 14.93 | 18.35 | 22.16 | 26.54 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 18.1 | 15.3 | 13.7 | 11.9 |
| P/B | 3.5 | 2.8 | 2.4 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 11.0 | 9.3 | 7.8 |

*资料来源：Wind，太平洋证券*

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。