

2019年06月18日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

65.00

公司基本资讯

產業別	化工
A 股价(2019/6/17)	52.38
上证指数(2019/6/17)	2887.62
股價 12 個月高/低	71.87/34.87
總發行股數(百萬)	309.90
A 股數(百萬)	309.90
A 市值(億元)	162.33
主要股東	江苏扬农化工集团有限公司 (36.17%)
每股淨值(元)	16.01
股價/賬面淨值	3.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.6 1.0 -11.6

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

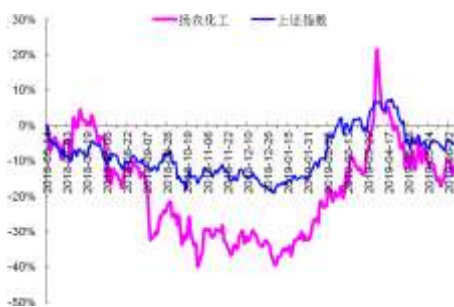
产品组合

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

拟现金收购中化国际农药资产，完善研产销一体化布局

结论与建议：

公司近日发布重大资产购买报告书(草案)，拟通过支付现金的方式购买中化国际旗下中化作物100%股权，农研公司100%股权，交易对价为9.13亿元，其中中化作物估值8.79亿元，农研公司估值0.34亿元，此次交易构成关联交易。收购标的2018年合计净资产5.00亿元，净利润0.89亿元，收购对价对应静态PE 10.2倍，PB 1.8倍。标的资产业绩承诺，2019-2021年实现归母扣非净利润合计不低于2.97亿元。公司将通过研发资源和销售网络的有效整合以及产品、客户的优势互补，不断完善研、产、销一体化布局，充分发挥协同效应，扩大市场份额，提高国内外知名度和影响力。另外，受环保安监影响，农药行业有望长期维持高景气度，维持“买入”评级。

- **揽入中化作物，奠定制剂业务基础：**中化作物母公司及其子公司中农农化、中化作物新加坡等主要从事农药产品的分销和贸易业务，搭建了国内及海外的农药产品销售及产品服务平台。子公司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，与多家国际跨国农药巨头建立长期合作伙伴关系，拥有烯草酮、四氯虫酰胺等原药产能 4750 余吨，各种制剂产能 4000 吨，有望成为继扬州和如东之后的扬农第三大生产基地，具有行业核心竞争力。中化作物 2018 年净资产为 6.12 亿元，营业收入 32.98 亿元，其中制剂、原药、贸易占比为 46.4%、25.5%、28.1%，实现净利润 1.16 亿元，综合毛利率 21.66%。在农药产业链利润分配中，制剂业务占到 50%，原药占比仅 15%，国内药企以生产销售原药为主，此次收购将加速公司制剂布局，为攫取农药产业链更大利润奠定基础。
- **整合农研公司，提升研发能力：**农研公司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，其具有自主知识产权的创制农药获得登记并实现销售，其中氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈系列创制产品在国内具有较高知名度和影响力。农研公司 2018 年净资产-1.12 亿元，营业收入 0.36 亿元，净利润-0.27 亿元。公司目前是我国菊酯类杀虫剂和灭生性除草剂研发和生产基地，此次收购有助于提升公司的研发实力，在广度和深度上为公司的研发体系提供强力支持，推动公司农药领域研发能力全面增长
- **农药景气不减，公司新增项目不断，看好发展前景：**行业方面，受“3.21”响水特别重大安全事故影响，江苏重拳整治化工园区，17 年江苏省农药产量占比达 47%，农药行业将是受影响最大的行业之一，另外，全国退城入园工作因爆炸事故提速，新一轮环保督察于今年 6 月开启，落后产能持续淘汰，农药行业将长期面临供给偏见格局，而其终端需求相对刚性，农药高景气度得以延续。公司层面，（1）公司全面推进优嘉三期项目，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，建成后预计可贡献净利润 3.72 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/年轻呱酯农药，预计建成后可净利润 1.28 亿元；（3）优嘉公司计划投资 2.02 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净利润 0.73 亿元。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：**暂不考虑收购并表，我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 10.8、12.1、13.8 亿元，yoy+20.6%、+11.9%、+14.7%，折合 EPS 为 3.48、3.90、4.47 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 15、13、12 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	28.23	18.13	15.04	13.44	11.72
股利 (DPS)	RMB 元	0.56	0.87	1.00	1.12	1.29
股息率 (Yield)	%	1.07%	1.66%	1.91%	2.14%	2.46%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

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
销售费用		239.05	273.56	299.99	329.05
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

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益证券(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,不在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。