

农药盈利水平下滑，并表增厚公司业绩

——扬农化工（600486）点评报告

增持（维持）

日期：2019年10月30日

投资要点：

- **中化作物和农研公司并表后增厚公司业绩，农药盈利水平下降拖累公司业绩：**公司前三季度（合并农研公司和中化作物财报）营收为70.62亿元，同比去年增加1.09%，实现归母净利润10.69亿元，同比增加14.69%；公司第三季度（未合并农研公司和中化作物财报）营收为18.00亿元，同比减少8.19%，归母净利润为2.19亿元，同比增长0.55%；整体来看公司业绩略超预期，主要由于中化作物和农研公司并表后增厚公司业绩。2019前三季度公司杀虫剂销量1.08万吨，同比增加11.06%，平均售价为22.58万元/吨，同比增加9.65%，营收为24.57亿元，同比增加21.77%；除草剂销量为2.87万吨，同比减少33.99%，平均售价为2.94万元/吨，同比减少29.64%，营收为8.45亿元，同比减少53.56%；整体来看，公司前三季度杀虫剂量价同比2018年都有适当的增长，而除草剂销量和均价都大幅下滑。2019第三季度公司杀虫剂销量3026.36吨，同比增加18.14%，平均售价为21.30万元/吨，同比增加3.88%；除草剂销量为7914.18吨，同比减少33.07%，平均售价为2.58万元/吨，同比减少44.31%。根据百川资讯显示，2019年草甘膦的主流价一直稳定在2.4-2.5万元/吨，开工率稳定在70%以上，而麦草畏主流单价在9-10万元/吨，所以公司除草剂业绩下滑严重主要受到麦草畏销量下滑的影响，整体来看当前农药的盈利水平在下降，不过公司作为全球菊酯和麦草畏龙头，能够实现关键原材料及中间体自主供应，具有更大的生产成本优势和价格承压能力。
- **公司完成农研公司和中化作物资产交割，助力公司成为全球农化巨头：**2019年10月10日公司宣告完成中化作物和农研公司资产交割。中化作物下游销售渠道遍布范围广，在业务上与先正达、巴斯夫、拜耳等世界跨国农化公司合作近二十年，为其提供丰富、优质的原药、制剂产品和服务，与其建立了密切的战略合作关系，扬农化工收购中化作物后，将充分发挥协同效应，扩大市场份额。农研公司是我国优秀的研发基地，公司开发了多个农药新品种，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是中国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品。公司本次的收购一方面增加公司研发实力，另外拓宽公司生产基地和销售渠道，助力公司成为全球农化巨头。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司19-21年净利润分别为11.40、13.70、17.15亿，对应PE为13.87、11.54、9.22，维持“增持”评级。
- **风险因素：**农药价格指数持续下行、新项目投产不达预期。

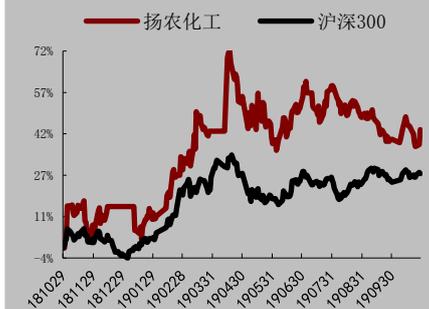
	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	44.38	52.91	79.22	91.71
增长比率(%)	51.53	19.21	49.74	15.76
净利润(亿元)	5.75	8.95	11.40	13.70
增长比率(%)	30.89	55.73	27.27	20.18
每股收益(元)	1.86	2.89	3.68	4.42
市盈率(倍)	26.79	13.03	13.87	11.54

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	江苏扬农化工集团有 限公司/36.17%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	309.90
流通A股(百万股)	309.90
收盘价(元)	51.01
总市值(亿元)	158.08
流通A股市值(亿元)	158.08

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年10月29日

相关研究

万联证券研究所 20190827_扬农化工
(600486) 半年报点评_AAA_杀虫剂量价
齐升，公司业绩整体复合预期
万联证券研究所 20190423_公司季报点评
_AAA_扬农化工(600486)
万联证券研究所 20190402_公司年报点评
_AAA_扬农化工(600486)

分析师：陈雯

执业证书编
号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：18818400628
邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4802.96	9935.91	11927.07	14413.51
货币资金	1445.98	5512.37	7028.90	8993.58
应收及预付	1251.96	2110.56	2472.81	2876.94
存货	452.09	660.05	772.44	890.06
其他流动资产	1652.92	1652.92	1652.92	1652.92
非流动资产	2635.65	2839.05	2899.90	2849.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1983.57	2146.64	2177.75	2096.61
在建工程	88.20	88.20	88.20	88.20
无形资产	199.50	239.83	269.57	300.16
其他长期资产	364.37	364.37	364.37	364.37
资产总计	7438.61	12774.95	14826.96	17262.86
流动负债	2569.65	3668.87	4283.66	4920.07
短期借款	325.30	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1977.37	3257.86	3815.87	4387.16
其他流动负债	266.99	411.01	467.79	532.91
非流动负债	40.31	3082.61	3082.61	3082.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	3042.30	3042.30	3042.30
其他非流动负债	40.31	40.31	40.31	40.31
负债合计	2609.97	6751.49	7366.28	8002.69
股本	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37
留存收益	3502.98	4642.57	6012.08	7727.41
归属母公司股东权益	4628.25	5767.84	7137.34	8852.68
少数股东权益	200.40	255.63	323.35	407.50
负债和股东权益	7438.61	12774.95	14826.96	17262.86

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1320.22	1951.15	2078.14	2474.33
净利润	939.33	1139.59	1369.51	1715.33
折旧摊销	289.32	345.72	401.49	459.79
营运资金变动	31.37	357.96	140.15	114.65
其它	60.19	107.88	167.00	184.55
投资活动现金流	(804.06)	(556.13)	(470.35)	(418.38)
资本支出	(259.32)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(604.87)	(556.13)	(470.35)	(418.38)
其他	60.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(275.23)	2671.37	(91.27)	(91.27)
银行借款	(190.21)	(45.63)	(91.27)	(91.27)
债券融资	(87.68)	3042.30	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.65	(325.30)	0.00	0.00
现金净增加额	240.92	4066.39	1516.52	1964.69
期初现金余额	1190.99	1445.98	5512.37	7028.90
期末现金余额	1445.98	5512.37	7028.90	8993.58

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5290.73	7922.14	9170.78	10794.02
营业成本	3722.66	5703.94	6511.26	7555.81
营业税金及附加	16.91	26.72	30.58	35.88
销售费用	66.71	99.62	115.61	135.97
管理费用	185.29	358.85	372.03	444.93
财务费用	-54.16	45.63	91.27	91.27
研发费用	239.05	305.05	387.66	447.97
资产减值损失	34.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-30.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.56	0.00	0.00	0.00
营业利润	1116.07	1382.32	1662.37	2082.20
营业外收入	0.38	0.00	0.00	0.00
营业外支出	27.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	1088.52	1382.32	1662.37	2082.20
所得税	149.19	187.50	225.15	282.72
净利润	939.33	1194.82	1437.22	1799.49
少数股东损益	43.96	55.24	67.71	84.16
归属母公司净利润	895.38	1139.59	1369.51	1715.33
EBITDA	1355.16	1780.69	2163.15	2642.39
EPS (元)	2.89	3.68	4.42	5.54

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	19.21%	49.74%	15.76%	17.70%
营业利润	57.51%	23.86%	20.26%	25.25%
归属于母公司净利润	55.73%	27.27%	20.18%	25.25%
获利能力				
毛利率	29.64%	28.00%	29.00%	30.00%
净利率	17.75%	15.08%	15.67%	16.67%
ROE	19.35%	19.76%	19.19%	19.38%
ROIC	24.65%	34.71%	43.60%	56.72%
偿债能力				
资产负债率	35.09%	52.85%	49.68%	46.36%
净负债比率	54.05%	112.09%	98.73%	86.42%
流动比率	1.87	2.71	2.78	2.93
速动比率	1.64	2.47	2.55	2.69
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.78	0.66	0.67
应收账款周转率	4.27	4.18	4.11	4.16
存货周转率	8.26	8.52	8.31	8.37
每股指标 (元)				
每股收益	2.89	3.68	4.42	5.54
每股经营现金流	4.26	6.30	6.71	7.98
每股净资产	14.93	18.61	23.03	28.57
估值比率				
P/E	13.03	13.87	11.54	9.22
P/B	2.52	2.74	2.21	1.79
EV/EBITDA	7.79	7.49	5.47	3.73

资料来源：wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场