

扬农化工 (600486) \化工

——优嘉三期项目环评获批准公示，成长空间打开

投资要点：

▶ 优嘉三期项目环评获批准公示，成长空间打开

三期项目内容包括：11225吨/年拟除虫菊酯类（含中间体）、50吨/年噁虫酮、200吨/年噻苯隆、2000吨/年丙环唑、200吨/年氟啶脲、500吨/年高效盖草能、1000吨/年苯醚甲环唑农药项目。项目计划总投资额20.22亿元，其中环保投资1.23亿元，全部落地达产后，届时将实现年均营收15.41亿元，总投资收益达到18.4%，从而为公司未来几年的成长奠定牢靠的基础。由于前期受到环保督查影响，公司三期环评批复进度较慢，为保证进度，期间公司从集团购买苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶脲、高效氟吡甲禾灵的专利，这些均为三期规划产品，效益较好。

▶ 麦草畏有望触底反弹，长期看好麦草畏需求

今年以来公司麦草畏受巴斯夫麦草畏扩产及中美贸易摩擦影响美国大豆种植两方面因素影响，出现了量价齐跌，致使公司除草剂业务下滑较多，但我们认为目前麦草畏价格已处于相对底部，后期随着抗种子在美国及巴西的进一步推广有望企稳反弹，长期看好麦草畏需求复苏。

▶ 菊酯维持高景气，公司一体化优势长期受益

今年前三季公司杀虫剂业务实现收入24.57亿元，同比增长21.77%，累计销售1.09万吨，同比增长11.06%；销售均价22.58万元/吨，同比提升9.65%，公司杀虫剂继续保持稳增长主要系核心产品菊酯高景气度的延续。在当前环保形势下，公司作为国内菊酯原药行业唯一一家全产业链配套的企业，将长期受益。

▶ 盈利预测及评级

考虑到中化作物及沈阳中化于三季度末开始并表，因此上修公司盈利预测，预计公司2019年~2021年EPS分别为3.85元、4.84元、5.74元，对应PE分别为15倍、12倍、10倍，维持“推荐”评级。

▶ 风险提示

全球农产品价格大幅下滑：新项目建设投产不及预期：中美贸易摩擦加剧

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,438.23	5,290.73	8,715.08	9,974.49	10,814.59
增长率（%）	51.53%	19.21%	64.72%	14.45%	8.42%
EBITDA（百万元）	941.47	1,384.51	1,691.90	2,044.26	2,330.02
净利润（百万元）	574.95	895.37	1,191.70	1,498.42	1,777.60
增长率（%）	30.89%	55.73%	33.10%	25.74%	18.63%
EPS（元/股）	1.86	2.89	3.85	4.84	5.74
市盈率（P/E）	31.04	19.93	14.97	11.91	10.04
市净率（P/B）	4.58	3.86	3.20	2.63	2.18
EV/EBITDA	18.89	13.27	13.74	11.19	9.40

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：55.85元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	310/310
流通A股市值（百万元）	17,255
每股净资产（元）	16.20
资产负债率（%）	47.51
一年内最高/最低（元）	71.87/35.15

一年内股价相对走势



吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-82560810

邮箱：wuch@gjsc.com.cn

相关报告

- 《扬农化工（600486）\化工行业》
《一季度业绩超预期，持续看好优嘉的成长空间》
- 《扬农化工（600486）\化工行业》
《菊酯高景气度持续，看好长期发展》
- 《扬农化工（600486）\化工行业》
《盈利小幅下滑，优嘉二期推进助公司成长》

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,193.6	1,445.9	7,843.57	8,977.04	9,733.13	营业收入	4,438.2	5,290.7	8,715.0	9,974.4	10,814.5
应收账款+票据	1,363.0	1,123.4	1,235.81	1,297.60	1,362.48	营业成本	3,219.7	3,722.6	6,438.0	7,220.0	7,696.73
预付账款	121.89	128.50	141.35	148.42	155.84	营业税金及附加	15.52	16.91	28.76	32.92	35.69
存货	437.33	452.09	497.30	522.16	548.27	营业费用	56.33	66.71	108.94	124.68	135.18
其他	999.20	1,652.9	1,652.92	1,652.92	1,652.92	管理费用	378.19	185.29	705.92	817.91	886.80
流动资产合计	4,115.1	4,802.9	11,370.9	12,598.1	13,452.6	财务费用	78.36	-54.16	-76.98	-109.18	-171.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	66.87	34.61	30.00	30.00	30.00
固定资产	2,026.9	1,983.5	1,792.58	1,513.38	1,234.18	公允价值变动收益	0.00	-30.66	0.00	0.00	0.00
在建工程	61.56	88.20	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	169.16	199.50	196.09	191.30	186.51	其他	0.00	-239.05	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	710.90	364.37	1.59	1.41	1.23	营业利润	623.18	1,048.9	1,480.3	1,858.1	2,201.99
非流动资产合计	2,968.6	2,635.6	1,990.26	1,706.09	1,421.93	营业外净收益	63.83	27.01	-12.57	-12.57	-12.57
资产总计	7,083.7	7,438.6	13,361.2	14,304.2	14,874.5	利润总额	687.01	1,075.9	1,467.7	1,845.5	2,189.43
短期借款	385.18	325.30	5,139.32	4,702.75	3,651.52	所得税	89.07	145.75	220.17	276.83	328.41
应付账款+票据	2,053.8	1,723.3	1,895.68	1,990.47	2,089.99	净利润	597.94	930.24	1,247.6	1,568.7	1,861.01
其他	566.48	521.01	319.22	334.98	351.53	少数股东损益	30.52	43.96	55.92	70.31	83.41
流动负债合计	3,005.4	2,569.6	7,354.22	7,028.20	6,093.04	归属于母公司净利	574.95	895.37	1,191.7	1,498.4	1,777.60
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	51.53%	19.21%	64.72%	14.45%	8.42%
负债合计	3,031.0	2,609.9	7,354.22	7,028.20	6,093.04	EBIT	32.36%	55.18%	31.97%	24.51%	15.96%
少数股东权益	156.28	200.40	256.32	326.63	410.04	EBITDA	39.06%	47.06%	22.20%	20.83%	13.98%
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90	归属于母公司净利	-3.48%	55.73%	33.10%	25.74%	18.63%
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37	获利能力					
留存收益	2,771.1	3,502.9	4,456.34	5,655.08	7,077.16	毛利率	27.45%	29.64%	26.13%	27.62%	28.83%
股东权益合计	4,052.6	4,828.6	5,837.92	7,106.97	8,612.46	净利率	13.47%	17.58%	14.32%	15.73%	17.21%
负债和股东权益总	7,083.7	7,438.6	13,361.2	14,304.2	14,874.5	ROE	14.76%	19.35%	21.35%	22.10%	21.67%
现金流量表						ROIC	17.66%	25.97%	23.92%	13.96%	15.03%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	541.23	939.75	1,258.30	1,579.41	1,871.69	资产负债	42.79%	35.09%	55.04%	49.13%	40.96%
折旧摊销	239.42	295.06	254.17	254.17	254.17	流动比率	1.37	1.87	1.55	1.79	2.21
财务费用	40.85	0.44	-30.05	-55.47	-113.57	速动比率	0.89	1.05	1.25	1.48	1.85
存货减少	-65.14	-14.06	-45.21	-24.86	-26.11	营运能力					
营运资金变动	352.00	35.41	76.76	41.69	43.77	应收账款周转率	3.33	4.76	7.13	7.77	8.02
其它	93.67	-4.00	30.00	30.00	30.00	存货周转率	7.36	8.23	12.95	13.83	14.04
经营活动现金流	1,202.02	1,252.60	1,543.96	1,824.93	2,059.95	总资产周转率	0.63	0.71	0.65	0.70	0.73
资本支出	656.89	604.87	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	1,278.60	1,585.36	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.86	2.89	3.85	4.84	5.74
其他	1,330.83	1,386.17	247.89	-10.68	-10.68	每股经营现金流	3.88	4.04	4.98	5.89	6.65
投资活动现金流	-604.66	-804.06	247.89	-10.68	-10.68	每股净资产	12.57	14.93	18.01	21.88	26.47
债权融资	85.70	-87.68	4,814.02	-436.56	-1,051.23	估值比率					
股权融资	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	31.04	19.93	14.97	11.91	10.04
其他	-160.28	-187.56	-208.29	-244.22	-241.95	市净率	4.58	3.86	3.20	2.63	2.18
筹资活动现金流	-54.58	-275.23	4,605.74	-680.78	-1,293.18	EV/EBITDA	18.89	13.27	13.74	11.19	9.40
现金净增加额	525.13	187.38	6,397.59	1,133.47	756.09	EV/EBIT	25.33	16.86	16.16	12.78	10.55

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856