

扬农化工 (600486)

Q3 业绩微增,收购农药产品丰富产品结构

——扬农化工 2019 年三季度报点评报告

	李明刚 (分析师)	陈煜 (分析师)
	0755-23976766	021-38676640
	liminggang@gjas.com	chenyu@gjas.com
证书编号	S0880517050009	S0880518040001

本报告导读:

原材料价格回落, 菊酯盈利维系; 中化作物、农研公司并表; 收购丙环唑等 4 个农药产品丰富产品结构; 如东三期有望于 19 年底开工, 确保长期增长, 维持增持评级。
投资要点:

- **维持增持。**由于中化作物、农研公司业绩完全并表, 上调 2019-21 年 EPS 为 4.39/4.81/5.49 元(原 3.41/4.09/5.04 元), 参考可比公司给予 19 年市盈率 16.05 倍, 对应目标价维持 70.47 元不变, 维持增持评级。
- **Q3 净利润微增, 符合市场预期:** 2019 年 1-9 月公司实现收入 70.62 亿元 (YOY+1.09%), 实现归母净利润 10.70 亿元 (YOY+14.69%), 符合市场预期。追溯调整后, 2019Q3 实现归母净利润 2.19 亿元 (YOY+0.55%)。前三季度业绩增长因为: (1) 菊酯均价同比抬升, 2019 年 1-9 月杀虫剂均售 22.58 万元/吨, 同比上涨 1.99 万元/吨, 原材料化工品均价同比大幅下跌; (2) 中化作物、农研公司完全并表。
- **1.28 亿从扬农集团收购 4 个农药产品, 为优嘉三期产品。**公司拟以 12,835 万元购买扬农集团及其子公司持有的苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶脲和高效氟吡甲禾灵四个农药产品的无形资产所有权, 标的技术对应年产量分别为 1000、2000、200、500 吨。上述 4 个产品都是优嘉三期产品, 都已于 19 年 4 月在江苏省化工行业协会的工艺先进性论证会上, 被认证为“工艺技术达到国际先进水平, 可以进行工业化生产”。本次收购将加快优嘉三期项目在这四个产品上的产业化速度。
- **优嘉三期有望 19 年底开工。**优嘉三期环评公示中, 已经投入资金预定部分设备, 预计 19 年底前后开工。项目投资 20 亿元建设菊酯等 11475 吨、除草剂 1000 吨、杀菌剂 3000 吨, 达产年利润 3.6 亿元。
- **风险提示:** 麦草畏出口持续低迷, 菊酯价格持续回落。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,438	5,291	10,063	10,833	12,078
(+/-)%	52%	19%	90%	8%	11%
经营利润 (EBIT)	768	1,060	1,655	1,787	2,021
(+/-)%	87%	38%	56%	8%	13%
净利润 (归母)	575	895	1,361	1,491	1,702
(+/-)%	31%	56%	52%	10%	14%
每股净收益 (元)	1.86	2.89	4.39	4.81	5.49
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.20	0.22	0.24

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	17.3%	20.0%	16.4%	16.5%	16.7%
净资产收益率 (%)	14.8%	19.3%	23.0%	20.3%	19.0%
投入资本回报率 (%)	25.0%	24.7%	48.1%	58.4%	72.4%
EV/EBITDA	14.51	7.79	7.25	5.69	4.07
市盈率	26.46	16.99	11.18	10.21	8.94
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **70.47**

上次预测: 70.47

当前价格: 49.09

2019.10.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	34.87-71.87
总市值 (百万元)	15,213
总股本/流通 A 股 (百万股)	310/310
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2.04
日均成交值 (百万元)	107.18

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,997
每股净资产	16.12
市净率	3.0
净负债率	-42.22%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.88	1.06
Q2	0.93	0.97
Q3	1.19	1.43
Q4	-0.12	0.93
全年	2.89	4.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-12%	40%
相对指数	-2%	-13%	23%

相关报告

《业绩超预期 收购宝叶化工拓展发展空间》
2019.08.26

《菊酯景气维系 贸易摩擦影响麦草畏出口》
2019.01.23

模型更新时间: 2019.10.29

股票研究

原材料
基础化工

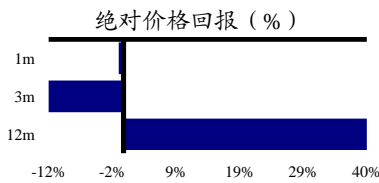
扬农化工 (600486)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **70.47**
上次预测: 70.47
当前价格: 49.09

公司网址
www.yngf.com

公司简介

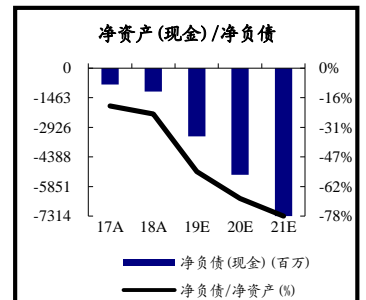
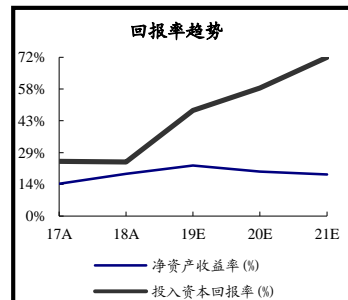
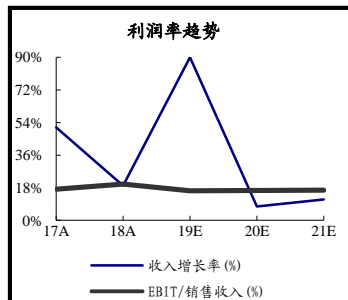
公司为国家重点高新技术企业, 中国拟除虫菊酯类农药生产基地, 全国化工企业环境保护先进单位。
公司积极发展环境友好型农药, 现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。



52 周价格范围 34.87-71.87
市值 (百万) 15,213

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	4,438	5,291	10,063	10,833	12,078
营业成本	3,220	3,723	7,337	7,944	8,821
税金及附加	16	17	34	36	40
销售费用	56	67	127	137	152
管理费用	166	185	456	439	498
EBIT	768	1,060	1,655	1,787	2,021
公允价值变动收益	0	-31	0	0	0
投资收益	75	55	0	0	0
财务费用	78	-54	4	-22	-45
营业利润	709	1,116	1,651	1,809	2,066
所得税	92	149	224	245	280
少数股东损益	31	44	66	74	83
归母净利润	575	895	1,361	1,491	1,702
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,194	1,446	3,550	5,371	7,315
其他流动资产	2,921	3,357	5,181	5,527	5,922
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	2,027	1,984	1,984	1,984	1,984
无形及其他资产	942	652	545	370	252
资产合计	7,084	7,439	11,261	13,251	15,472
流动负债	3,005	2,570	5,027	5,522	6,031
非流动负债	26	40	40	40	40
股东权益	4,053	4,829	6,193	7,690	9,401
投入资本(IC)	2,672	3,711	2,971	2,647	2,414
现金流量表					
NOPLAT	667	915	1,431	1,545	1,747
折旧与摊销	239	295	0	0	0
流动资金增量	-411	159	-633	-149	-115
资本支出	-657	-605	107	175	119
自由现金流	-161	764	905	1,571	1,750
经营现金流	1,139	1,320	2,082	1,736	1,923
投资现金流	-605	-804	107	175	119
融资现金流	-55	-275	-84	-91	-97
现金流净增加额	479	241	2,104	1,820	1,945
财务指标					
成长性					
收入增长率	51.5%	19.2%	90.2%	7.7%	11.5%
EBIT 增长率	86.7%	38.0%	56.1%	8.0%	13.1%
净利润增长率	30.9%	55.7%	52.0%	9.5%	14.2%
利润率					
毛利率	27.5%	29.6%	27.1%	26.7%	27.0%
EBIT 率	17.3%	20.0%	16.4%	16.5%	16.7%
归母净利润率	13.0%	16.9%	13.5%	13.8%	14.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.8%	19.3%	23.0%	20.3%	19.0%
总资产收益率(ROA)	8.1%	12.0%	12.1%	11.2%	11.0%
投入资本回报率(ROIC)	25.0%	24.7%	48.1%	58.4%	72.4%
运营能力					
存货周转天数	46	44	42	43	43
应收账款周转天数	99	84	86	88	87
总资产周转天数	526	501	339	413	434
净利润现金含量	198.1%	147.4%	153.0%	116.4%	113.0%
资本支出/收入	14.8%	11.4%	-1.1%	-1.6%	-1.0%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	35.1%	45.0%	42.0%	39.2%
净负债率	-19.9%	-24.1%	-54.4%	-68.6%	-77.8%
估值比率					
PE(现价)	26.46	16.99	11.18	10.21	8.94
PB	3.95	2.52	2.57	2.07	1.69
EV/EBITDA	14.51	7.79	7.25	5.69	4.07
P/S	3.43	2.88	1.51	1.40	1.26
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		