

扬农化工（600486）2019年三季度报点评

沈阳科创产销向好，期待麦草畏触底反转及优嘉三期落地

推荐（维持）

目标价：52.78元

当前价：51.01元

事项：

- 公司发布公告，（1）报告期内，公司收购的中化作物及农研院实现并表，2019年前三季度实现营业收入70.62亿元，调整后同比+1.09%，实现归母净利润10.70亿元，同比+14.69%。第3季度实现营业收入18.00亿元，同比-8.19%，实现归母净利润2.19亿元，同比+0.55%。（2）公司拟以1.28亿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、高效氟吡甲禾灵相关的全部技术类无形资产所有权。

评论：

- 收购资产盈利能力降低，但长期看公司料将成长为综合农药平台。**并表后，公司前三季度收入业绩双增主要贡献为菊酯销售量价齐升；单3季度，收入同比小幅下滑的原因是拟除虫菊酯类、烟碱类杀虫剂价格回落，而业绩有所增长主要因为收购少数股东股权。公司前三季度毛利率为28.73%，同比-2.25pct，单3季度毛利率为26.89%，同比-3.58pct、环比-6.77pct，实际上公司主要产品在三季度同比跌价程度明显大于环比跌价程度，可是毛利率环比下滑更明显主要因为收购的中化作物及农研院以代销制剂、研发等为主要业务，盈利能力明显低于生产销售原药的优嘉及优士。短期看公司ROE确实会下滑，但长期看，公司在从单一生产原药的企业成长为亦具有制剂产销能力、研发创制实力领先的全产业链农药平台，不仅补足了短板，公司作为中化集团旗下平台整合的实施者、未来将获得更多资源的倾斜。
- 沈阳科创今年产销向好，今年有望超过业绩承诺。**1-9月公司业绩较去年增加1.37亿元，通过对产品价格、以及国内外市场的跟踪分析，我们认为业绩增长的主要贡献方为沈阳科创。它是中化作物子公司之一，2018年收入规模10.70亿元、净利润1.08亿元（同期中化作物营业收入32.98亿元、净利润1.17亿元），在中化作物中利润占比最大。今年沈阳科创产品如烯草酮、吡蚜酮等价格上涨，一些高利润的创制药上市推广顺利，此外它还加强与先正达以及巴斯夫的合作，这些都对其销售规模和利润形成正贡献。中化作物及农研院承诺今年扣非净利润为0.81亿元，沈阳科创今年产销向好，预计可能大幅超过承诺业绩。
- 麦草畏有望触底反转，购买优质专利、期待优嘉三/四期落地。**AgFax今年6月报道，美国抗麦草畏大豆及棉花播种面积达6000万英亩，这一情况符合孟山都预期，我们分析，公司今年麦草畏销量下滑不是因为GM作物推广不及预期，而是因为BASF在美国扩产的5kt麦草畏投放市场所致。未来对供应市场有影响的新增产能只有孟山都。而推广方面，美国近70%大豆已抗麦草畏，剩余30%对应不到1wt麦草畏需求；巴西于19年种植季对Intacta2 Xtend进行田间试验，最快将在20年种植季向市场推广，远期对应约3wt市场需求，我们依旧看好公司麦草畏业务的成长性。新项目方面，由于受到江苏省安全环保事故频发影响，公司三/四期环评批复进度较慢，目前公司处于准备工作阶段，如从集团购买苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶脲、高效氟吡甲禾灵专利，这些均为三期规划产品，效益较好。三/四期合计预期可实现收入25.64亿，投产后公司体量、ROE、竞争力均有望显著提升。
- 盈利预测、估值及投资评级。**科创部分产品销售情况超预期，我们上调公司19-21年净利润分别至10.90/12.48/15.93亿元（前值为10.40/11.95/15.38亿元），对应EPS分别为3.52/4.03/5.14元，目前股价对应PE分别为14/12/10倍；结合15倍PE水平预期，调整目标价至52.78元，考虑公司将成为国内重要的农化平台，更多资源料将向其倾斜，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**麦草畏推广不及预期，农药行业景气下行，环保风险。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	5,291	8,749	9,476	10,679
同比增速(%)	19.2%	65.4%	8.3%	12.7%
归母净利润(百万)	895	1,090	1,248	1,593
同比增速(%)	55.7%	21.8%	14.4%	27.7%
每股盈利(元)	2.89	3.52	4.03	5.14
市盈率(倍)	18	14	13	10
市净率(倍)	3	3	3	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为19年10月29日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：蒋明远

电话：021-20572549

邮箱：jiangmingyuan@hcyjs.com

执业编号：S0360519100001

联系人：孟瞳媚

电话：021-20572549

邮箱：mengtongmei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	30,990
已上市流通股(万股)	30,990
总市值(亿元)	158.08
流通市值(亿元)	158.08
资产负债率(%)	47.5
每股净资产(元)	16.2
12个月内最高/最低价	70.73/34.32

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《扬农化工（600486）2018年三季度报点评：三季度符合市场预期，产品价格有望维持》

2018-10-23

《扬农化工（600486）2018年报点评：菊酯业务表现亮眼，优嘉三四期奠定长期成长》

2019-04-03

《扬农化工（600486）2019年中报点评：外部扰动拉低业绩，麦草畏有望触底反转，多品类布局深化客户合作》

2019-08-28

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,446	1,387	2,048	2,849
应收票据	293	484	524	590
应收账款	819	1,343	1,454	1,639
预付账款	129	233	250	274
存货	452	819	878	965
其他流动资产	1,664	2,753	2,983	3,362
流动资产合计	4,803	7,019	8,137	9,679
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	2,037	2,083	2,122
在建工程	42	92	142	192
无形资产	200	180	162	145
其他非流动资产	410	409	408	409
非流动资产合计	2,636	2,718	2,795	2,868
资产合计	7,439	9,737	10,932	12,547
短期借款	325	265	206	146
应付票据	660	1,195	1,281	1,408
应付账款	1,064	1,928	2,066	2,271
预收款项	254	420	455	513
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	231	333	359	404
流动负债合计	2,570	4,177	4,403	4,778
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
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	2,610	4,217	4,443	4,818
归属母公司所有者权益	4,628	5,320	6,289	7,529
少数股东权益	200	200	200	200
所有者权益合计	4,829	5,520	6,489	7,729
负债和股东权益	7,439	9,737	10,932	12,547

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,331	1,084	1,427	1,673
现金收益	1,180	1,403	1,564	1,908
存货影响	-15	-367	-59	-87
经营性应收影响	179	-854	-203	-310
经营性应付影响	-370	1,566	259	390
其他影响	356	-663	-134	-228
投资活动现金流	-804	-390	-390	-390
资本支出	-281	-390	-390	-390
股权投资	91	0	0	0
其他长期资产变化	-614	0	0	0
融资活动现金流	-275	-753	-376	-482
借款增加	-89	-60	-60	-60
股利及利息支付	-190	-292	-354	-452
股东融资	0	0	0	0
其他影响	4	-401	38	30

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,291	8,749	9,476	10,679
营业成本	3,723	6,746	7,230	7,948
税金及附加	17	28	30	34
销售费用	67	110	119	135
管理费用	185	306	332	374
财务费用	-54	6	4	-2
资产减值损失	35	35	35	35
公允价值变动收益	-31	-31	-31	-31
投资收益	55	55	55	55
其他收益	13	13	13	13
营业利润	1,116	1,291	1,474	1,874
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	28	28	28	28
利润总额	1,089	1,264	1,446	1,846
所得税	150	174	198	253
净利润	939	1,090	1,248	1,593
少数股东损益	44	0	0	0
归属母公司净利润	895	1,090	1,248	1,593
NOPLAT	893	1,095	1,251	1,592
EPS(摊薄) (元)	2.89	3.52	4.03	5.14

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.2%	65.4%	8.3%	12.7%
EBIT 增长率	33.4%	22.7%	14.2%	27.2%
归母净利润增长率	55.7%	21.8%	14.4%	27.7%
获利能力				
毛利率	29.6%	22.9%	23.7%	25.6%
净利率	17.8%	12.5%	13.2%	14.9%
ROE	18.5%	19.8%	19.2%	20.6%
ROIC	23.9%	27.2%	26.3%	27.9%
偿债能力				
资产负债率	35.1%	43.3%	40.6%	38.4%
债务权益比	7.6%	5.6%	3.8%	2.4%
流动比率	186.9%	168.0%	184.8%	202.6%
速动比率	169.3%	148.4%	164.9%	182.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转天数	56	44	53	52
应付帐款周转天数	115	80	99	98
存货周转天数	43	34	42	42
每股指标(元)				
每股收益	2.89	3.52	4.03	5.14
每股经营现金流	4.29	3.50	4.60	5.40
每股净资产	14.93	17.17	20.29	24.30
估值比率				
P/E	18	14	13	10
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	9	8	7	6

化工组团队介绍

组长、首席分析师：蒋明远

上海交通大学工商管理硕士。7年二级市场化工行业研究经历，3年一级市场化工及高端制造业投资经历。2019年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄振华

上海财经大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：孟瞳媚

新加坡国立大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500