

# 前三季度业绩微增，未来成长蓄势待发

## 事件

公司发布三季报：2019年前三季度公司实现营业收入70.62亿，同比增长1.09%；实现归母净利润10.70亿元，同比增长14.69%；实现扣非归母净利润7.94亿元，同比增长1.26%；由于存在同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益，因此我们计算Q3季度单季实现扣非净利润2.1亿元，同比下降8%，环比下降25%。

## 简评

### 除草剂量价齐跌，杀虫剂量价齐升

中化作物和沈阳农研公司的股权交割手续已分别于2019年9月29日和10月8日完成。扬农化工已于本季度末开始合并两家公司的财务报表，并对前期报表进行追溯调整。导致公司扣非之前业绩较高。

前三季度公司收入和净利润微增，主要系前三季度除草剂量价齐跌，杀虫剂量价齐升，其中除草剂价格同比下滑29.6%；销量同比下滑34.0%；杀虫剂价格同比提升9.6%，销量同比提升11.0%。Q3季度单季而言：Q3季度每年属于传统淡季，因此Q3季度除草剂和杀虫剂销量环比均有所下降；同比而言，随着农药部分公司的陆续复产以及需求的下滑，功夫菊酯、草甘膦、麦草畏Q3单季均价分别为30.23万元/吨、2.52万元/吨、9.49万元/吨，同比下降4.2%、9.8%、5.1%。

### 菊酯短期下跌，长期中枢维稳；麦草畏行业逐步触底

分产品而言：农用菊酯虽然短期因为淡季需求下滑以及价格高位因素导致价格短期下跌，但是中长期来看价格中枢有望维持在“中位数”稳定：一方面，响水工业园爆炸之后，江苏省的安全环保严查将贯穿未来数年，中小产能仍面临较大压力；另一方面，行业内皇马彻底解散、润田持续停产背景下，长期价格有望维持在合理中枢水平。而公司自配中间体胍亭酸甲酯、DV酰氯等，是国内唯一实现基础化工原料-中间体-农药原药产业链一体化的拟除虫菊酯生产厂家，全产业链优势极为明显。

麦草畏2019年上半年以来北美异常气候现象导致需求减弱，价格短期承压，当前市场报价仅有9.35万元/吨，属于近十年价格低点，行业基本触底，但是我们认为未来需求仍然有望快速增长，需求增量主要来自孟山都耐麦草畏转基因大豆和棉花种子在美洲的推广，我们测算2020年全球麦草畏需求量为6.3-8.5万吨，以中性预计，需求产能比仍在85%-90%区间，扬农化工是全球唯

## 扬农化工 (600486)

维持

买入

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019年12月2日

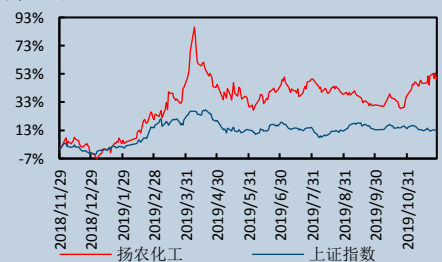
当前股价：56.72元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
15.54/18.57	6.76/6.9	46.85/35.78	
12月最高/最低价 (元)			71.87/35.15
总股本 (万股)			30,989.89
流通A股 (万股)			30,989.89
总市值 (亿元)			175.77
流通市值 (亿元)			175.77
近3月日均成交量 (万)			263.94
主要股东			
江苏扬农化工集团有限公司			36.17%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.08.27 【中信建投化学制品】扬农化工(600486):业绩符合预期，未来成长不停
- 19.08.22 【中信建投化学制品】扬农化工(600486):原药领头羊，借力中化再起航
- 19.06.10 【中信建投化学制品】扬农化工(600486):扬农化工重大资产重组点评：打通研产销一体化利于长期发展，交易价格相对合理

一全产业链配套生产商，产能全球第一，生产稳定性和成本控制方面均具优势。

### 实施收购完成，研产销一体化继续拓展

1) 公司于 6 月 7 日发布公告称，扬农化工拟通过支付现金的方式购买中化作物 100% 股权和农研公司 100% 股权，交易对价 9.13 亿元。目标公司承诺 2019 -2021 年度扣非归母净利润合计为 2.97 亿元。中化作物和沈阳农研公司的股权交割手续已分别于 2019 年 9 月 29 日和 10 月 8 日完成，进一步拓展了公司研产销一体化；2) 近日，公司拟与扬农集团及其子公司签订《技术转让合同》，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相关的全部技术类无形资产所有权，有利于加快本公司在这四个产品上的发展速度；其中有两个产品是杀菌剂，对本公司产品结构的改善具有较好的补充。

### 优嘉三期、四期接连发力，公司未来增量仍然可观

我们梳理近几年公司项目投资公告情况：1) 优嘉三期项目 2019 年将全力推进，包括 1.15 吨/年杀虫剂、1,000 吨/年除草剂、3,000 吨/年杀菌剂和 2,500 吨/年氯代苯乙酮及相关副产品 37,384 吨/年项目，总投资 20.2 亿，全部达产预计贡献税后净利润 3.6 亿；2) 2018 年 4 月公告，优嘉公司计划投资 32,600 吨/年农药制剂项目和码头及仓储工程项目，总投资 2.3 亿元，预计实现税后净利润 9100 万元；3) 2018 年 10 月公告，优嘉公司计划投资 3,800 吨/年联苯菊酯、1,000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯、200 吨/年羟哌酯农药项目，总投资 4.3 亿，预计实现税后净利润 9300 万元。后十三五期间，公司继续沿着巩固主业（菊酯业务）、延伸主业（逐步延伸进入杀菌剂业务）道路前行，增量产能全部达产预计新增净利润达到 5.44 亿。

我们预计公司调整后 2019、2020 年归母净利分别为 12.46、14.46 亿元，对应 PE 14X、12X，维持买入评级。

表 1：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	4,438.23	5,290.73	8,387.48	9,255.20	10,148.95
主营收入增长率	51.53%	19.21%	58.53%	10.35%	9.66%
EBITDA（百万元）	1,026.33	1,356.74	1,833.54	2,076.54	2,594.11
EBITDA 增长率	64.44%	32.19%	35.14%	13.25%	24.92%
净利润（百万元）	574.95	895.38	1,246.04	1,446.06	1,878.90
净利润增长率	30.89%	55.73%	39.16%	16.05%	29.93%
ROE	14.76%	19.35%	21.21%	19.75%	20.42%
EPS（元）	1.855	2.889	4.021	4.666	6.063
P/E	30.58	19.63	14.11	12.16	9.36
P/B	4.51	3.80	2.99	2.40	1.91
EV/EBITDA	16.37	12.13	7.80	5.96	3.95

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**郑勇：**化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn  
金婷 jinting@csc.com.cn  
夏一然 xiayiran@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
章政 zhangzheng@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859