

强烈推荐-A (维持)

扬农化工 600486.SH

目标估值: 60.8-64.6 元

当前股价: 52.19 元

2019 年 06 月 11 日

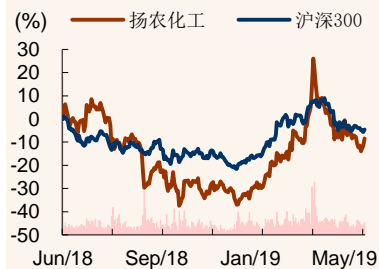
收购方案超出预期, 增强研发能力丰富销售渠道

基础数据

上证综指	2852
总股本 (万股)	30990
已上市流通股 (万股)	30990
总市值 (亿元)	162
流通市值 (亿元)	162
每股净资产 (MRQ)	16.0
ROE (TTM)	19.1
资产负债率	34.9%
主要股东	江苏扬农化工集团有
主要股东持股比例	36.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	21	-17
相对表现	-7	9	-10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《扬农化工 (600486) —行业探底龙头持续成长, 短期储备长期再上台阶》2018-11-26
- 2、《扬农化工 (600486) —淡季略回调不改持续成长》2018-10-24
- 3、《扬农化工 (600486) —拟并购杀菌剂标的, 完善公司农药产品》2018-08-30

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

段一帆

0755-83081536
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

事件: 公司公告了重大资产购买暨关联交易报告书, 拟通过支付现金的方式从中化国际购买中化作物 100%股权和农研公司 100%股权, 交易对价 9.13 亿元。中化作物 18 年归母净利润 1.16 亿元, 农研公司 18 年归母净利润-2714 万, 两者合计 8930.55 万元, 收购价格对应 18 年净利 PE10.22 倍; 中化作物 18 年净资产 6.12 亿元, 农研公司净资产-1.12 亿元, 两者合计 5 亿元, 收购价格对应 18 年净资产 PB1.83 倍。交易对方承诺收购标的公司 19-21 年实现的扣非归母净利润合计为 2.97 亿元。

- **本次并购将完善研产销产业链, 打造中化国际农药业务和管理的一体化平台。** 农研公司拥有较为完善的新农药创制体系, 建有农药国家工程中心和国内唯一的新农药创制与开发国家重点实验室, 中化作物搭建了国内及海外的农药产品销售及产品服务平台, 扬农化工是一家以生产为主体的企业, 本次重组完成后, 公司将整合中化国际内部农药业务核心资产, 形成研、产、销一体化更为完善的产业链, 通过研发资源和销售网络的有效整合以及产品、客户的优势互补, 充分发挥协同效应, 扩大市场份额。
随着全球六大农化巨头相继完成大规模并购, 形成了美国、欧盟和中国“三足鼎立”的农化行业格局。我国致力于培育出具有国际竞争力的农化行业大型企业集团, 国内行业并购序幕开启, 中国化工集团在收购了先正达后, 正在与中化集团开展重组, 其中涉及了多家农药公司。公司作为中化国际体系内农药业务和管理的一体化平台, 有望从中受益。
- **如东三期、四期有望明年开始逐步投产, 成长性将成为公司未来主流。** 公司规划了如东三期、四期以及 3.26 万吨农药制剂项目。如东三期投资额 20.22 亿元, 达产后预计实现收入 15.41 亿元、净利润 3.72 亿元; 如东四期投资额 4.30 亿元, 预计实现收入 10.23 亿元、净利润 1.28 亿元; 3.26 万吨农药制剂项目投资额 2.02 亿元, 预计实现收入 6.25 亿元、净利润 7273 万元。公司 19 年基本上没有新增产能投放, 估值受到压制, 明年随着产能的逐步释放, 公司将延续成长路径。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 近期油价和农药需求都有所下滑, 农药企业估值不断下调。但农药是刚需, 长期需求稳定, 农药行业龙头集中度提升的趋势也很确定。公司作为中化旗下的农药业务平台, 研发和工程技术能力国内领先, 未来有望不断成长。考虑此次并购, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 11.77 亿、14.12 亿和 17.17 亿, 对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 下游需求不及预期的风险; 政策不确定性导致产能建设较慢的风险。**

单季度利润表

单位：百万	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
一、营业总收入	771	1050	952	1145	1291	1610	1485	1249	946	1570
二、营业总成本	632	907	822	975	1111	1291	1117	967	836	1213
营业成本	597	789	699	824	907	1088	1042	869	724	1009
营业税金及附加	6	5	2	5	4	4	5	4	3	4
销售费用	8	10	8	22	16	17	20	17	13	17
管理费用	60	84	88	95	111	115	108	39	53	68
研发费用								81	29	63
财务费用	(27)	10	19	29	21	50	(63)	(54)	12	21
资产减值损失	(13)	8	7	1	51	16	5	10	3	30
三、其他经营收益	23	15	18	20	21	18	(12)	(10)	27	27
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	(32)	(32)	33	31
投资净收益	23	15	18	20	21	18	20	22	(6)	(4)
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	161	158	153	194	203	339	357	279	142	388
加：营业外收入	3	2	(2)	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	7	0	0	3	9	0	3	3	22	0
五、利润总额	157	160	151	192	195	339	355	276	119	388
减：所得税	5	24	22	29	17	51	52	42	5	58
六、净利润	152	136	128	163	178	288	302	234	115	329
减：少数股东损益	7	6	5	9	10	14	14	11	6	2
归母净利润	145	130	123	154	168	274	289	223	109	327

主要财务比率

	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
毛利率	22.5%	24.8%	26.5%	28.0%	29.7%	32.5%	29.81%	30.47%	23.5%	35.7%
主营税金率	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费率	1.1%	1.0%	0.8%	1.9%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%
管理费用率	7.8%	8.0%	9.2%	8.3%	8.6%	7.1%	7.3%	3.1%	5.6%	4.3%
研发费用率								6.51%	3.03%	3.99%
营业利润率	21.0%	15.1%	15.5%	16.7%	15.6%	21.0%	24.0%	22.3%	17.4%	28.5%
实际税率	3.3%	15.0%	15.3%	15.3%	8.7%	15.0%	14.8%	15.0%	3.2%	13.0%
净利率	18.8%	12.4%	12.4%	13.1%	12.9%	17.0%	19.4%	17.9%	11.6%	20.9%

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4115	4803	6693	9135	11162
现金	1194	1446	1727	2303	3303
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	507	293	433	593	684
应收款项	824	819	1184	1621	1869
其它应收款	31	12	18	25	29
存货	437	452	682	961	1095
其他	1121	1782	2647	3631	4183
非流动资产	2969	2636	2575	2523	2477
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2027	1984	1944	1909	1880
无形资产	169	200	180	162	145
其他	772	453	452	452	452
资产总计	7084	7439	9268	11658	13640
流动负债	3005	2570	3319	4580	5183
短期借款	385	325	0	0	0
应付账款	1324	1064	1634	2302	2622
预收账款	292	254	390	550	626
其他	1004	927	1294	1728	1936
长期负债	26	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	26	40	40	40	40
负债合计	3031	2610	3359	4621	5224
股本	310	310	310	310	310
资本公积金	815	815	815	815	815
留存收益	2772	3504	4526	5584	6878
少数股东权益	156	200	258	328	413
归属于母公司所有者权益	4053	4829	5909	7037	8416
负债及权益合计	7084	7439	9268	11658	13640

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1139	1320	887	1023	1500
净利润	575	895	1177	1412	1717
折旧摊销	239	295	307	299	292
财务费用	41	0	(78)	(107)	(124)
投资收益	(75)	(55)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	374	121	(544)	(621)	(433)
其它	(15)	63	71	85	93
投资活动现金流	(605)	(804)	(201)	(201)	(201)
资本支出	(657)	(605)	(246)	(246)	(246)
其他投资	52	(199)	45	45	45
筹资活动现金流	(55)	(275)	(405)	(246)	(300)
借款变动	172	(169)	(328)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(155)	(155)	(155)	(353)	(424)
其他	(72)	48	78	107	124
现金净增加额	479	241	281	576	1000

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4438	5291	7840	10732	12374
营业成本	3220	3723	5720	8058	9175
营业税金及附加	16	17	25	34	40
营业费用	56	67	99	135	156
管理费用	378	424	629	861	992
财务费用	78	(54)	(78)	(107)	(124)
资产减值损失	67	35	51	70	80
公允价值变动收益	0	(31)	0	0	0
投资收益	85	67	45	45	45
营业利润	709	1116	1440	1727	2099
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	12	28	12	12	12
利润总额	697	1089	1429	1716	2088
所得税	92	149	194	234	286
净利润	605	939	1235	1482	1802
少数股东损益	31	44	58	70	85
归属于母公司净利润	575	895	1177	1412	1717
EPS (元)	1.86	2.89	3.80	4.56	5.54

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	52%	19%	48%	37%	15%
营业利润	34%	58%	29%	20%	22%
净利润	31%	56%	31%	20%	22%
获利能力					
毛利率	27.5%	29.6%	27.0%	24.9%	25.8%
净利率	13.0%	16.9%	15.0%	13.2%	13.9%
ROE	15.2%	19.9%	21.3%	21.4%	21.8%
ROIC	15.3%	18.0%	20.2%	20.1%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	35.1%	36.2%	39.6%	38.3%
净负债比率	5.9%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.9	2.0	2.0	2.2
速动比率	1.2	1.7	1.8	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	8.0	8.4	10.1	9.8	8.9
应收帐款周转率	6.0	6.4	7.8	7.7	7.1
应付帐款周转率	2.7	3.1	4.2	4.1	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	1.86	2.89	3.80	4.56	5.54
每股经营现金	3.67	4.26	2.86	3.30	4.84
每股净资产	12.22	14.55	17.85	21.26	25.44
每股股利	0.50	0.50	1.14	1.37	1.66
估值比率					
PE	28.1	18.1	13.7	11.5	9.4
PB	4.3	3.6	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	17.9	10.3	8.7	7.3	6.10

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。