# 扬农化工（600486.SH）

## 业绩稳健，优嘉项目支撑长期发展

| 公司评级 | 买入 |
|---|---|
| 当前价格 | 35.99 元 |
| 报告日期 | 2017-04-12 |

## 核心观点：

- **公司发布年报**

扬农化工发布年报。2016 年实现营业总收入 29 亿元，同比下降 6%；实现归属母公司股东净利润 4.4 亿元，同比下降 3.5%，每股收益 1.42 元。

- **经营分析：行业弱势下公司经营稳健**

报告期内，国内卫药市场下滑，全球农化市场需求疲软，公司全年卫药销售同比下降 9.8%，国内农药销售同比增长 5.2%，自营出口销售同比下降 7.7%。**分品种看**，杀虫剂实现收入 16.3 亿元，同比增长 3.2%，毛利率下降 2.2 个百分点；除草剂实现收入 10.3 亿元，同比下降 15.2%，毛利率下降 1.4 个百分点。期间费用同比平稳，汇兑收益、理财收益同比有所增加，子公司优嘉公司取得高新技术企业证书所得税减按 15%征收，均对全年业绩产生了积极的影响。

- **菊酯、草甘膦盈利提升，优嘉项目支撑长期发展**

公司主导产品拟除虫菊酯农药市场价格自 2016 年四季度起价格回升，高效氯氟氰菊酯、联苯聚酯、氯氰菊酯等涨幅明显，草甘膦产品 2016 年下半年开始盈利好转。**项目建设方面**，公司优嘉二期项目实现较快推进，三期项目已在同步推进之中，将支撑公司中长期发展。

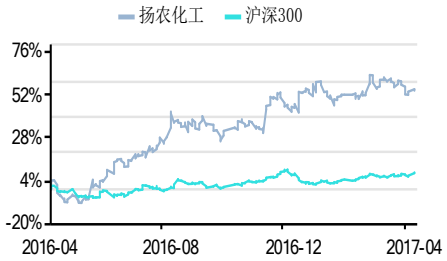
- **盈利预测与投资建议**

基于对公司各业务的判断，我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 2.03 元、2.57 元、2.96 元，对应当前股价 PE 分别 18 倍、14 倍、12 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示**

1、主导产品价格下滑；2、项目建设不达预期；3、安全环保事故。

### 相对市场表现




分析师： 王剑雨 S0260511080001
020-87574012
wangjianyu@gf.com.cn
分析师： 郭 敏 S0260514070001
021-60750613
gzguomin@gf.com.cn
分析师： 周 航 S0260516080006
020-87575171
zhouhang@gf.com.cn

### 相关研究：

扬农化工(600486.sh)：行业地位不可动摇，盈利能力较有保障 2007-03-21

### 盈利预测：

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 3,114.13 | 2,928.97 | 4,165.00 | 5,052.28 | 5,652.50 |
| *增长率(%)* | 10.41% | -5.95% | 42.20% | 21.30% | 11.88% |
| EBITDA(百万元) | 673.36 | 558.16 | 889.65 | 1,223.12 | 1,473.18 |
| 净利润(百万元) | 455.09 | 439.26 | 628.76 | 795.05 | 918.66 |
| *增长率(%)* | 0.09% | -3.48% | 43.14% | 26.45% | 15.55% |
| EPS（元/股） | 1.468 | 1.417 | 2.029 | 2.566 | 2.964 |
| 市盈率（P/E） | 19.98 | 26.72 | 17.74 | 14.03 | 12.14 |
| 市净率（P/B） | 2.99 | 3.51 | 2.97 | 2.60 | 2.27 |
| EV/EBITDA | 11.84 | 20.31 | 11.32 | 8.43 | 7.18 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 资产负债表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 2480 | 3403 | 3059 | 3662 | 4650 |
| 货币资金 | 1123 | 735 | 1108 | 1263 | 1413 |
| 应收及预付 | 865 | 1160 | 1456 | 1801 | 2338 |
| 存货 | 321 | 372 | 495 | 598 | 899 |
| 其他流动资产 | 170 | 1135 | 0 | 0 | 0 |
| **非流动资产** | 2178 | 2298 | 3259 | 4099 | 4511 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 972 | 885 | 1551 | 2034 | 1998 |
| 在建工程 | 3 | 830 | 270 | 315 | 354 |
| 无形资产 | 151 | 147 | 161 | 173 | 182 |
| 其他长期资产 | 1051 | 436 | 1277 | 1577 | 1977 |
| **资产总计** | 4657 | 5700 | 6318 | 7761 | 9162 |
| **流动负债** | 1408 | 2091 | 2316 | 3228 | 4007 |
| 短期借款 | 0 | 300 | 0 | 388 | 809 |
| 应付及预收 | 1406 | 1787 | 2316 | 2839 | 3198 |
| 其他流动负债 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| **非流动负债** | 14 | 49 | 30 | 30 | 30 |
| 长期借款 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 14 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| **负债合计** | 1423 | 2140 | 2346 | 3257 | 4037 |
| 股本 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 资本公积 | 815 | 815 | 815 | 815 | 815 |
| 留存收益 | 1920 | 2220 | 2632 | 3164 | 3785 |
| 归属母公司股东权 | 3234 | 3560 | 3972 | 4504 | 5125 |
| 少数股东权益 | 98 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| **负债和股东权益** | 4657 | 5700 | 6318 | 7761 | 9162 |

## 利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 3114 | 2929 | 4165 | 5052 | 5653 |
| 营业成本 | 2287 | 2202 | 2986 | 3609 | 4043 |
| 营业税金及附加 | 8 | 11 | 13 | 16 | 19 |
| 销售费用 | 38 | 36 | 62 | 71 | 73 |
| 管理费用 | 291 | 269 | 458 | 530 | 554 |
| 财务费用 | -57 | -51 | -15 | -19 | -14 |
| 资产减值损失 | 27 | 15 | 10 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 50 | 81 | 88 | 92 | 105 |
| **营业利润** | 570 | 528 | 738 | 934 | 1079 |
| 营业外收入 | 6 | 9 | 9 | 8 | 9 |
| 营业外支出 | 7 | 8 | 7 | 7 | 7 |
| **利润总额** | 569 | 530 | 740 | 935 | 1081 |
| 所得税 | 99 | 74 | 111 | 140 | 162 |
| **净利润** | 470 | 456 | 629 | 795 | 919 |
| 少数股东损益 | 15 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 455 | 439 | 629 | 795 | 919 |
| EBITDA | 673 | 558 | 890 | 1223 | 1473 |
| EPS（元） | 1.47 | 1.42 | 2.03 | 2.57 | 2.96 |

## 现金流量表

单位：百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 245 | 257 | 1871 | 1133 | 822 |
| 净利润 | 470 | 456 | 629 | 795 | 919 |
| 折旧摊销 | 183 | 147 | 244 | 398 | 510 |
| 营运资金变动 | -334 | -278 | 1019 | 26 | -516 |
| 其它 | -74 | -67 | -21 | -86 | -91 |
| **投资活动现金流** | -798 | -840 | -1171 | -1144 | -816 |
| 资本支出 | -326 | -561 | -359 | -936 | -521 |
| 投资变动 | -472 | -279 | -812 | -208 | -295 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | -27 | 193 | -326 | 166 | 144 |
| 银行借款 | 0 | 525 | -300 | 388 | 421 |
| 债券融资 | 0 | -195 | -23 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -47 | -137 | -4 | -222 | -276 |
| **现金净增加额** | -579 | -390 | 373 | 155 | 150 |
| **期初现金余额** | 1702 | 1123 | 735 | 1108 | 1263 |
| **期末现金余额** | 1123 | 733 | 1108 | 1263 | 1413 |

## 主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力(%)** | | | | | |
| 营业收入增长 | 10.4 | -5.9 | 42.2 | 21.3 | 11.9 |
| 营业利润增长 | 4.6 | -7.3 | 39.7 | 26.6 | 15.5 |
| 归属母公司净利润增长 | 0.1 | -3.5 | 43.1 | 26.4 | 15.5 |
| **获利能力（%）** | | | | | |
| 毛利率 | 26.6 | 24.8 | 28.3 | 28.6 | 28.5 |
| 净利率 | 15.1 | 15.6 | 15.1 | 15.7 | 16.3 |
| ROE | 14.9 | 13.1 | 16.7 | 18.5 | 18.7 |
| ROIC | 39.7 | 13.2 | 36.2 | 35.4 | 33.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 31.2 | 38.2 | 37.7 | 42.5 | 44.5 |
| 净负债比率 | -0.4 | -0.1 | -0.3 | -0.2 | -0.1 |
| 流动比率 | 1.76 | 1.63 | 1.32 | 1.13 | 1.16 |
| 速动比率 | 1.49 | 1.41 | 1.07 | 0.91 | 0.90 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.57 | 0.69 | 0.72 | 0.67 |
| 应收账款周转率 | 7.04 | 4.83 | 4.56 | 4.56 | 3.65 |
| 存货周转率 | 8.57 | 6.35 | 6.08 | 6.08 | 4.56 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 1.47 | 1.42 | 2.03 | 2.57 | 2.96 |
| 每股经营现金流 | 0.79 | 0.83 | 6.04 | 3.65 | 2.65 |
| 每股净资产 | 9.83 | 10.80 | 12.12 | 13.84 | 15.84 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 20.0 | 26.7 | 17.7 | 14.0 | 12.1 |
| P/B | 3.0 | 3.5 | 3.0 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 20.3 | 11.3 | 8.4 | 7.2 |

## 广发基础化工行业研究小组

王剑雨: 首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

郭敏: 资深分析师，同济大学材料学硕士，4 年基础化工和新材料行业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。

周航: 高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|---|---|---|---|---|
| 地址 | 广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401 | 深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。