

证券研究报告

公司研究——中报点评

扬农化工（600486.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2014.10.28

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号：S1500515070002

联系电话：+86 10 63081119

邮箱：lihao1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

未来增长确定，看好麦草畏前景

中报点评

2015年08月25日

事件：公司发布2015年中报，2015年1-6月公司实现营业收入18.02亿元，同比增长11.96%，实现归属于上市公司股东的净利润2.51亿元，同比增长1.27%，按照公司最新股本3.10亿股计算，折合基本每股收益0.81元。

点评：

- **上半年业绩受草甘膦影响较大。**2015年上半年公司营业收入同比增长11.96%，归属于上市公司股东的净利润仅增长1.27%，主要是受草甘膦的影响较大。公司拥有草甘膦产能3万吨，并采用长协定价，可有效平滑草甘膦市场价格的波动，目前扬农95%草甘膦原粉上海港FOB价为3700美元/吨，较上年同期5600美元/吨下滑34%，但仍远高于当前市场主流成交价1.9万元/吨。草甘膦价格降至历史低位，包括江山股份在内的大企业几无毛利，价格继续下跌的空间已不大，后期在自身周期力量及环保核查约束下价格有望回归正常水平，公司草甘膦板块的业绩已降至安全边际。
- **菊酯提供稳定的业绩支撑。**上半年公司杀虫剂业务实现营业收入9.05亿元，同比增长15.73%，销售毛利率达到27.41%，同比上升2.87个百分点。公司菊酯价格稳定，高效氯氟菊酯价格维持在15-16万元/吨，氯氟菊酯维持在10-11万元/吨，且销售情况良好，对公司业绩形成了比较强的支撑。我们判断农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势，公司拥有关键中间体产能，同时对下游开发和系列配套有着丰富的经验积累，产业链配套完整的成本优势凸显，将受益于菊酯的增长。
- **麦草畏有望成为公司未来盈利爆发点。**公司原有麦草畏产能1500吨，如东一期项目2014年底投产以后，新增麦草畏产能5000吨，合计达到6500吨，成为仅次于巴斯夫的龙头企业。目前装置开工稳定，销售情况也较好，98%麦草畏上海港提货价稳定在14.5万元/吨左右。麦草畏未来的需求增量主要来自于二代转基因作物中耐麦草畏作物的推广，应用方向为与草甘膦复配，随着孟山都耐麦草畏转基因大豆、棉花作物品种获得美国农业部批准，耐麦草畏作物的商业化种植将大幅推升麦草畏需求，麦草畏有望成为公司未来盈利爆发点。
- **如东项目一期顺利投放，二期进行中。**如东一期项目自2014年底陆续建成投产，目前已进入正常生产阶段，上半年优嘉公司实现销售收入3.52亿元，实现净利润7652万元，净利率高达21.74%。二期项目工程设计、行政审批等前期工作正在积极推进中，拟投资30亿，包括3550吨杀虫剂、2.5万吨除草剂和1200吨杀菌剂，体量大且盈利能力佳，贡献公司未来利润增长。
- **盈利预测及评级：**考虑到草甘膦价格下跌超出预期，我们调整了公司盈利预测，预计公司2015-2017年的营业收入分别

达到 32.19 亿元、40.47 亿元和 50.94 亿元，同比增长 14.13%、25.72%和 25.88%，归母净利润分别达到 4.96 亿元、6.01 亿元和 7.76 亿元，同比增长 9.00%、21.19%和 29.19%，按照公司最新股本 3.10 亿股计算，EPS 分别达到 1.60 元、1.94 元和 2.50 元（此前分别为 1.93 元、2.35 元），对应 2015 年 08 月 24 日收盘价（25.65 元/股）的动态 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10 倍，鉴于公司未来增长确定且当前估值倍数较低，我们将“增持”评级上调为“买入”评级。

➤ **风险因素：**草甘膦价格持续低迷、麦草畏抗性种子推广不达预期、新业务消耗现金头寸。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,004.58	2,820.49	3,218.97	4,046.91	5,094.43
增长率 YoY %	35.42%	-6.13%	14.13%	25.72%	25.88%
归属母公司净利润(百万元)	377.58	454.68	495.59	600.58	775.87
增长率 YoY%	94.57%	20.42%	9.00%	21.19%	29.19%
毛利率%	23.11%	26.30%	25.65%	26.12%	26.56%
净资产收益率 ROE%	17.77%	18.16%	16.86%	17.35%	18.69%
每股收益 EPS(元)	2.19	1.76	1.60	1.94	2.50
市盈率 P/E(倍)	21	17	16	13	10
市净率 P/B(倍)	2.9	2.4	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2015 年 08 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,878.77	3,015.75	1,760.52	1,660.54	2,702.01
货币资金	1,654.09	1,701.96	422.89	120.34	905.82
应收票据	143.72	150.45	162.84	204.72	257.71
应收账款	317.66	338.45	363.30	456.74	574.97
预付账款	56.11	70.94	69.90	87.32	109.28
存货	150.09	212.38	200.01	249.85	312.67
其他	557.10	541.57	541.57	541.57	541.57
非流动资产	762.37	1,292.02	3,345.02	4,389.04	4,564.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	640.50	782.90	1,540.21	3,441.68	4,412.26
无形资产	78.28	93.48	90.15	86.82	83.49
其他	43.59	415.64	1,714.65	860.54	68.54
资产总计	3,641.14	4,307.77	5,105.53	6,049.58	7,266.30
流动负债	1,277.03	1,506.24	1,858.08	2,198.83	2,636.15
短期借款	121.94	0.00	400.00	400.00	400.00
应付账款	609.28	999.21	890.84	1,112.82	1,392.61
其他	545.81	507.04	567.23	686.01	843.54
非流动负债	7.00	6.38	6.38	6.38	6.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.00	6.38	6.38	6.38	6.38
负债合计	1,284.03	1,512.63	1,864.46	2,205.21	2,642.53
少数股东权益	67.63	77.26	79.26	81.97	85.50
归属母公司股东权益	2,289.48	2,717.88	3,161.82	3,762.40	4,538.27
负债和股东权益	3641.14	4307.77	5105.53	6049.58	7266.30

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,004.58	2,820.49	3,218.97	4,046.91	5,094.43
同比	35.42%	-6.13%	14.13%	25.72%	25.88%
归属母公司净利润	377.58	454.68	495.59	600.58	775.87
同比	94.57%	20.42%	9.00%	21.19%	29.19%
毛利率	23.11%	26.30%	25.65%	26.12%	26.56%
ROE	17.77%	18.16%	16.86%	17.35%	18.69%
每股收益(元)	2.19	1.76	1.60	1.94	2.50
P/E	21	17	16	13	10
P/B	2.9	2.4	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.29	9.59	10.42	7.88	5.95

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,004.58	2,820.49	3,218.97	4,046.91	5,094.43
营业成本	2,310.19	2,078.79	2,393.44	2,989.83	3,741.54
营业税金及附加	8.53	10.17	9.67	12.16	15.30
营业费用	25.16	26.06	28.47	35.79	45.05
管理费用	197.21	224.49	225.91	284.01	357.53
财务费用	-3.70	-34.41	-16.50	21.60	28.30
资产减值损失	9.50	3.18	9.95	12.51	15.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.20	32.70	21.45	21.45	21.45
营业利润	467.88	544.91	589.48	712.47	912.41
营业外收入	6.48	14.40	8.82	9.90	15.18
营业外支出	18.49	6.44	12.90	12.61	10.65
利润总额	455.87	552.87	585.39	709.76	916.94
所得税	65.05	83.90	87.81	106.46	137.54
净利润	390.82	468.97	497.58	603.29	779.40
少数股东损益	13.24	14.29	2.00	2.71	3.53
归属母公司净利润	377.58	454.68	495.59	600.58	775.87
EBITDA	622.46	690.72	801.47	1,058.97	1,403.69
EPS (摊薄)	1.22	1.47	1.60	1.94	2.50

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	712.23	553.55	617.55	1,067.63	1,424.03
净利润	390.82	468.97	497.58	603.29	779.40
折旧摊销	151.19	145.76	200.54	321.68	459.21
财务费用	15.40	-7.91	15.53	27.53	27.53
投资损失	-10.20	-32.70	-21.45	-21.45	-21.45
营运资金变动	132.46	-37.91	-81.95	125.67	165.59
其它	32.55	17.33	7.29	10.90	13.75
投资活动现金流	-462.25	-348.77	-2,229.44	-1,342.66	-611.01
资本支出	-96.45	-377.47	-2,250.89	-1,364.10	-632.46
长期投资	180.20	578.70	21.45	21.45	21.45
其他	-546.00	-550.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-173.58	-64.44	336.35	-24.00	-24.00
吸收投资	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
借款	-105.57	-122.81	400.00	0.00	0.00
支付利息或股息	71.01	53.34	63.65	24.00	24.00
现金净增加额	61.46	149.59	-1279.07	-302.56	785.48

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，化工行业分析师，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596	硅宝科技	300019

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。