

证券研究报告

公司研究——年报点评

扬农化工（600486.sh）



上次评级：买入，2015.11.02

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

相关研究

《未来增长确定，看好麦草畏前景》15.08

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

邮编：100031

盈利稳定，如东二期项目贡献未来利润增长

2016年03月16日

事件：公司发布2015年年报，2015年公司实现营业收入31.14亿元，同比增长10.41%，实现归属于上市公司股东的净利润4.55亿元，同比增长0.09%，折合基本每股收益1.47元。

点评：

- **除草剂业务麦草畏基本对冲了草甘膦带来的业绩下滑。**2015年公司除草剂业务实现营业收入12.13亿元，同比下降0.60%，销售毛利率25.45%，较上年减少0.77个百分点。公司除草剂业务主要有草甘膦和麦草畏两个品种，2015年草甘膦价格大幅下跌并持续在低位徘徊，对公司业绩形成较大压力，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3600美元/吨，同比下降30%以上，但仍高于当前市场主流成交价1.8万元/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下价格有望回归正常水平，但需求低迷下，预计需要一定时间。
- 如东优嘉一期项目2014年底顺利投产，新增麦草畏产能5000吨，原有1500吨装置停产，成为仅次于巴斯夫的龙头企业，目前麦草畏产品满产满销，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、棉花作物品种相继获得美国农业部以及中国进口的批准，耐麦草畏作物的商业化种植实现有效突破，将大幅推升麦草畏需求，公司作为麦草畏的主要生产厂家将受益。2015年，优嘉公司实现销售收入7.26亿元，净利润1.48亿元，净利率高达20.44%，基本对冲了草甘膦价格下降带来的不利影响。
- **菊酯提供稳定的业绩支撑。**公司杀虫剂业务主要是拟除虫菊酯，2015年实现营业收入15.84亿元，同比增长9.29%，销售毛利率达到29.75%，较上年上升2.69个百分点，毛利率的增长主要来自于原材料成本的下降。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，功夫聚酯维持在18-19万元/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，公司是目前国内唯一的一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业公司相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。
- **如东二期项目贡献未来利润增长。**如东一期项目2014年底顺利投产，并实现了较好的收益。二期项目拟投资30亿，包括3550吨杀虫剂、2.5万吨除草剂和1200吨杀菌剂，体量巨大且盈利能力佳，目前二期项目安评、环评等主要前置审

批已通过评审，预计 2016 年开始分批建设，2017 年开始贡献业绩增量。

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别达到 32.28 亿元、43.70 亿元和 54.97 亿元，同比增长 3.65%、35.40% 和 25.78%，归母净利润分别达到 4.83 亿元、6.40 亿元和 7.96 亿元，同比增长 6.22%、32.46% 和 24.35%，EPS 分别达到 1.56 元、2.07 元和 2.57 元，对应 2016 年 03 月 15 日收盘价（22.69 元/股）的动态 PE 分别为 15 倍、11 倍和 9 倍，维持“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。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,820.49	3,114.13	3,227.73	4,370.23	5,496.73
增长率 YoY %	-6.13%	10.41%	3.65%	35.40%	25.78%
归属母公司净利润(百万元)	454.68	455.09	483.38	640.28	796.17
增长率 YoY%	20.42%	0.09%	6.22%	32.46%	24.35%
毛利率%	26.30%	26.57%	26.56%	26.95%	27.13%
净资产收益率 ROE%	18.16%	15.55%	14.61%	16.85%	17.62%
每股收益 EPS(元)	1.76	1.47	1.56	2.07	2.57
市盈率 P/E(倍)	15	15	15	11	9
市净率 P/B(倍)	2.6	2.2	2.0	1.7	1.4

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 03 月 15 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,015.75	2,479.69	2,079.71	2,413.80	2,999.09
货币资金	1,701.96	1,122.82	964.39	969.00	1,229.05
应收票据	150.45	250.27	195.32	264.46	332.62
应收账款	338.45	546.38	431.63	584.41	735.05
预付账款	70.94	60.68	67.12	90.39	113.42
存货	212.38	321.40	243.10	327.40	410.80
其他	541.57	178.15	178.15	178.15	178.15
非流动资产	1,292.02	2,177.67	2,990.69	3,758.63	4,448.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	782.90	955.46	909.96	1,679.94	2,371.33
无形资产	93.48	149.71	144.78	139.84	134.91
其他	415.64	1,072.49	1,935.95	1,938.85	1,942.50
资产总计	4,307.77	4,657.36	5,070.40	6,172.43	7,447.82
流动负债	1,506.24	1,408.20	1,474.99	1,933.57	2,408.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	999.21	808.38	867.47	1,168.27	1,465.87
其他	507.04	599.82	607.51	765.30	943.02
非流动负债	6.38	14.46	14.46	14.46	14.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.38	14.46	14.46	14.46	14.46
负债合计	1,512.63	1,422.66	1,489.45	1,948.03	2,423.35
少数股东权益	77.26	98.10	100.43	103.60	107.51
归属母公司股东权益	2,717.88	3,136.59	3,480.52	4,120.79	4,916.96
负债和股东权益	4307.77	4657.36	5070.40	6172.43	7447.82

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,820.49	3,114.13	3,227.73	4,370.23	5,496.73
同比	-6.13%	10.41%	3.65%	35.40%	25.78%
归属母公司净利润	454.68	455.09	483.38	640.28	796.17
同比	20.42%	0.09%	6.22%	32.46%	24.35%
毛利率	26.30%	26.57%	26.56%	26.95%	27.13%
ROE	18.16%	15.55%	14.61%	16.85%	17.62%
每股收益(元)	1.76	1.47	1.56	2.07	2.57
P/E	15	15	15	11	9
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.48	9.60	9.10	6.96	5.49

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,820.49	3,114.13	3,227.73	4,370.23	5,496.73
营业成本	2,078.79	2,286.81	2,370.37	3,192.29	4,005.47
营业税金及附加	10.17	7.54	9.73	13.17	16.56
营业费用	26.06	38.29	39.69	53.74	67.59
管理费用	224.49	291.01	301.63	408.39	513.66
财务费用	-34.41	-57.07	-30.40	-25.86	-24.61
资产减值损失	3.18	27.18	12.32	16.68	20.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.70	49.60	65.00	65.00	65.00
营业利润	544.91	569.96	589.40	776.82	962.08
营业外收入	14.40	5.85	8.91	9.72	14.48
营业外支出	6.44	6.50	10.48	7.81	8.26
利润总额	552.87	569.31	587.83	778.74	968.29
所得税	83.90	98.91	102.12	135.29	168.22
净利润	468.97	470.40	485.71	643.45	800.07
少数股东损益	14.29	15.32	2.33	3.17	3.91
归属母公司净利润	454.68	455.09	483.38	640.28	796.17
EBITDA	690.72	732.31	772.52	1,009.74	1,281.13
EPS (摊薄)	1.47	1.47	1.56	2.07	2.57

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	553.55	245.33	913.27	937.89	1,196.67
净利润	468.97	470.40	485.71	643.45	800.07
折旧摊销	145.76	182.88	196.49	242.80	324.64
财务费用	-7.91	-19.88	-11.81	-11.81	-11.81
投资损失	-32.70	-49.60	-65.00	-65.00	-65.00
营运资金变动	-37.91	-349.77	296.02	112.42	129.11
其它	17.33	11.29	11.86	16.02	19.66
投资活动现金流	-348.77	-797.70	-944.06	-945.09	-948.42
资本支出	-377.47	-326.18	-1,009.06	-1,010.09	-1,013.42
长期投资	578.70	528.48	65.00	65.00	65.00
其他	-550.00	-1,000.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-64.44	-46.92	-139.45	0.00	0.00
吸收投资	10.00	20.00	0.00	0.00	0.00
借款	-122.81	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	53.34	66.65	139.45	0.00	0.00
现金净增加额	149.59	-579.42	-158.43	4.61	260.06

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，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，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、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，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@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	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。