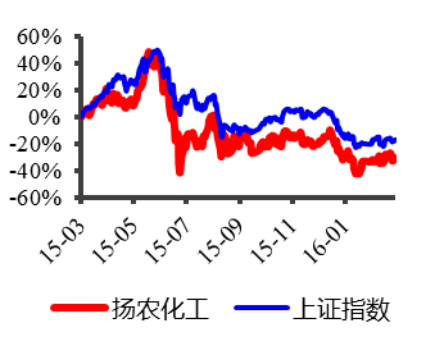


2016年3月15日

评级：首次覆盖给予“推荐”评级

**最近 52 周走势：**

**相关研究报告：**
**报告作者：**
**石亮**

执业证书编号：S0590515090001

**联系人：**
**石亮**

电话：021-38991500-825

Email: shil@glsc.com.cn

**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**扬农化工（600486.SH）年报点评**

**事件：**2016年3月15日公司发布2015年年报，报告期内公司实现营业收入和净利润分别为31.14亿元和4.55亿元，同比分别增长10.41%和0.09%，实现每股EPS 1.47元；其中2015Q4实现营业收入和净利润分别为7.75亿元和1.35亿元，同比分别增长5.85%和-1.53%，环比分别增长44.15%和96.34%。

**点评：**

- **菊酯业务稳健增长，毛利率略有提升。**2015年公司菊酯营收15.84亿元，同比增长9.29%，其中卫生用菊酯同比增长13.1%；菊酯业务综合毛利率29.75%，同比提升2.69%，主要得益于成本的下降，2015年公司菊酯产品销售均价在15.5万元/吨左右，同比下滑12.07%，公司菊酯产品总销量超过1万吨，同比增长24%左右，充分说明公司菊酯类产品市场竞争力非常强。
- **尤嘉一期如期投产为公司提供了新的增长点。**公司尤嘉一期如期在2014年底投产，2015年实现净利润1.48亿，展现了较强的盈利能力，弥补了公司草甘膦业务的盈利下滑。尤嘉二期规划宏大，投资额高达20亿，目前环评、环评等主要前置审批已通过评审，公司2016年的重点工作之一就是加快推荐尤嘉二期的项目建设，争取早日实现再造一个扬农的目标。
- **中化集团旗下农化资产众多存在整合预期。**中化集团控股扬农集团，其旗下农化资产较多，如沈阳化工研究院、浙江化工研究院等，未来整合的预期较强，公司有望成为中化集团农化资产整合的平台。
- **首次覆盖给予“推荐”评级。**预计2016~2018年公司每股EPS分别为1.77、1.98和2.13，对应当前的股价23.30元，PE分别为13.2X、11.7X和10.9X，低于行业平均估值水平，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 菊酯下游需求下滑；2) 尤嘉二期进度低于预期；3) 中化集团资产整合进度低于预期。

利润表						资产负债表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>2,820.49</b>	<b>3,114.13</b>	<b>3,521.61</b>	<b>3,799.29</b>	<b>4,053.86</b>	现金	1,701.96	1,122.82	1,469.05	1,715.78	2,007.74
YOY(%)	-6.1%	10.4%	13.1%	7.9%	6.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,078.79	2,286.81	2,550.22	2,742.40	2,920.26	应收款项净额	497.40	804.44	909.70	981.43	1,047.19
营业税金及附加	10.17	7.54	8.52	9.20	14.59	存货	212.38	321.40	378.66	407.60	434.67
销售费用	26.06	38.29	43.32	46.73	49.86	其他流动资产	604.01	231.03	261.26	281.86	300.74
占营业收入比(%)	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	<b>流动资产总额</b>	<b>3,015.75</b>	<b>2,479.69</b>	<b>3,018.67</b>	<b>3,386.67</b>	<b>3,790.34</b>
管理费用	221.57	287.11	324.69	350.29	373.77	固定资产净值	786.08	982.64	938.05	905.58	946.36
占营业收入比(%)	7.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	减: 资产减值准备	(3.18)	(27.18)	(25.95)	(25.05)	(26.18)
<b>EBIT</b>	<b>480.99</b>	<b>490.48</b>	<b>588.87</b>	<b>644.68</b>	<b>689.39</b>	固定资产净额	782.90	955.46	912.10	880.53	920.18
财务费用	(34.41)	(57.07)	(77.76)	(95.54)	(111.71)	工程物资	38.24	16.24	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.2%	-1.8%	-2.2%	-2.5%	-2.8%	在建工程	288.17	3.40	184.46	433.50	600.38
资产减值损失	(3.18)	(27.18)	(13.29)	(14.55)	(18.34)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.70	49.60	30.83	37.71	39.38	<b>固定资产总额</b>	<b>1,109.31</b>	<b>975.10</b>	<b>1,096.56</b>	<b>1,314.03</b>	<b>1,520.56</b>
<b>营业利润</b>	<b>544.91</b>	<b>569.96</b>	<b>684.17</b>	<b>763.38</b>	<b>822.13</b>	无形资产	93.48	149.71	143.72	137.74	131.75
营业外净收入	7.96	(0.65)	(1.57)	1.92	(0.10)	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>552.87</b>	<b>569.31</b>	<b>682.60</b>	<b>765.30</b>	<b>822.03</b>	其他长期资产	89.23	1,052.85	1,052.85	1,052.85	1,052.85
所得税	83.90	98.91	116.04	130.10	139.75	<b>资产总额</b>	<b>4,307.77</b>	<b>4,657.36</b>	<b>5,311.80</b>	<b>5,891.29</b>	<b>6,495.51</b>
所得税率(%)	15.2%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>468.97</b>	<b>470.40</b>	<b>566.56</b>	<b>635.20</b>	<b>682.29</b>	应付款项	1,355.40	1,230.66	1,449.92	1,560.73	1,664.37
占营业收入比(%)	16.6%	15.1%	16.1%	16.7%	16.8%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(14.29)	(15.32)	(18.37)	(20.59)	(22.12)	其他流动负债	150.85	177.54	208.05	224.02	238.91
<b>归属母公司净利润</b>	<b>454.68</b>	<b>455.09</b>	<b>548.19</b>	<b>614.60</b>	<b>660.17</b>	<b>流动负债</b>	<b>1,506.24</b>	<b>1,408.20</b>	<b>1,657.97</b>	<b>1,784.74</b>	<b>1,903.28</b>
YOY(%)	20.4%	0.1%	20.5%	12.1%	7.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EPS (元)</b>	<b>1.76</b>	<b>1.47</b>	<b>1.77</b>	<b>1.98</b>	<b>2.13</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	6.38	14.46	22.54	30.62	38.70
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>负债总额</b>	<b>1,512.63</b>	<b>1,422.66</b>	<b>1,680.52</b>	<b>1,815.37</b>	<b>1,941.98</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	77.26	98.10	110.96	125.37	140.86
营业收入	-6.1%	10.4%	13.1%	7.9%	6.7%	股东权益	2,717.88	3,136.59	3,520.33	3,950.55	4,412.67
营业利润	16.5%	4.6%	20.0%	11.6%	7.7%	<b>负债和股东权益</b>	<b>4,307.77</b>	<b>4,657.36</b>	<b>5,311.80</b>	<b>5,891.29</b>	<b>6,495.51</b>
净利润	20.4%	0.1%	20.5%	12.1%	7.4%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
毛利率(%)	26.3%	26.6%	27.6%	27.8%	28.0%	税后利润	454.68	455.09	548.19	614.60	660.17
净利率(%)	16.6%	15.1%	16.1%	16.7%	16.8%	加: 少数股东损益	12.62	13.08	12.86	14.41	15.48
ROE(%)	16.7%	14.5%	15.6%	15.6%	15.0%	公允价值变动	3.18	27.18	13.29	14.55	18.34
ROA(%)	10.6%	9.8%	10.3%	10.4%	10.2%	折旧和摊销	145.76	182.88	72.48	74.87	79.98
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	184.23	-1,072.67	63.87	12.68	16.03
流动比率	2.00	1.76	1.82	1.90	1.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>800.47</b>	<b>-394.45</b>	<b>710.68</b>	<b>731.12</b>	<b>790.00</b>
速动比率	1.86	1.53	1.59	1.67	1.76	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	35.1%	30.5%	31.6%	30.8%	29.9%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	0.00	-41.58	-200.00	-300.00	-300.00
总资产周转率	65.5%	66.9%	66.3%	64.5%	62.4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>-41.58</b>	<b>-200.00</b>	<b>-300.00</b>	<b>-300.00</b>
应收账款周转天数	64.37	94.29	94.29	94.29	94.29	股权融资	9.25	20.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	39.83	55.46	55.46	55.46	55.46	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.76	1.47	1.77	1.98	2.13	股利分配	-53.34	-66.65	-164.46	-184.38	-198.05
每股净资产	10.52	10.12	11.36	12.75	14.24	计入循环贷款前融	-44.09	-46.65	-164.46	-184.38	-198.05
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/	-655.16	-29.81	0.00	0.00	0.00
P/E	13.2	15.9	13.2	11.7	10.9	<b>融资活动现金流</b>	<b>-752.59</b>	<b>-143.11</b>	<b>-164.46</b>	<b>-184.38</b>	<b>-198.05</b>
P/B	2.2	2.3	2.1	1.8	1.6	<b>现金净变动额</b>	<b>47.88</b>	<b>-579.14</b>	<b>346.22</b>	<b>246.74</b>	<b>291.95</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。