



2017-02-13

公司点评报告

增持/首次

扬农化工(600486)

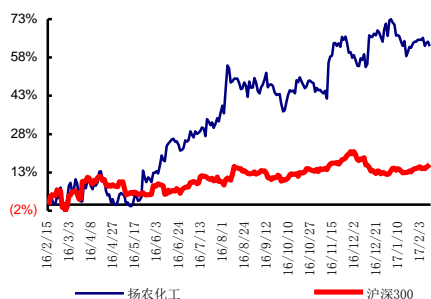
目标价: 45.00

昨收盘: 35.63

化工 化学制品

传统业务稳健增长，麦草畏项目开启公司发展新通道

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 310/310 |
| 总市值/流通(百万元) | 11,042/11,042 |
| 12个月最高/最低(元) | 37.97/21.96 |

证券分析师: 杨林 CPA

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516100002

研究助理: 段一帆

研究助理: 陈振华

研究助理: 王亮

事件: 2016年11月9日美国环保署(EPA)批准使用孟山都的VaporGrip技术的麦草畏制剂,未来除草剂麦草畏有望得到大规模应用。

看好麦草畏未来的大规模推广,公司未来最重要的业绩增长点。 2016年11月9日美国环保署批准使用孟山都的VaporGrip技术的麦草畏制剂,12月8日巴西批准商业化孟山都MON87708转基因大豆,参照北美节奏预测麦草畏制剂很快实现在南美的批准使用。同时,欧盟委员会宣布批准进口RoundupReady2Xtend转基因大豆。目前麦草畏的全球产能为2万吨,传统市场需求1万多吨,我们认为未来随着孟山都都在北美和南美大规模推广双抗棉花和大豆种子的推广种植,预计2017年将在美国种植面积合计700万公顷,而到2019年,合计种植面积将不低于4,000万吨公顷。按照1:3的复配比例计算,对应复配使用的新增麦草畏需求量到2019年可以达到约4.5万吨,总量达到约6.5万吨,按照目前110,000元/吨的市场价格,其市场空间达到70亿元以上。目前公司具备麦草畏产能5,000吨,为采用二氯苯路线工艺,收率较高,三废排放少,以目前的价格计算,盈利能力显著。我们预计如东二期项目20,000吨产能将在今年投产,届时公司将成为全球麦草畏龙头企业,掌握产品的定价话语权。

公司草甘膦业务受行业周期性影响相对较小。 受益于原材料甘氨酸价格的上涨、环保检查和海外采购旺季,国内草甘膦主流市场价格从2016年三、四季度的约17,000元/吨上涨到目前的25,000元/吨,上涨幅度达到47%,甘氨酸价格也从7,000元/吨大幅上涨至最高14,000元/吨。而步入2017年1月后,由于甘氨酸行业开工率的提升和海外采购旺季的结束,目前草甘膦价格开始出现下滑。公司的30,000吨草甘膦生产路线为IDA工艺,收率高,且副产物少,产品纯度高,可以制得97%纯度的草甘膦原粉,主要面向欧美市场,目前满产满销。我们认为公司IDA工艺的原材料二乙醇胺涨幅远小于甘氨酸,公司草甘膦业务的盈利能力显著强于其他企业,同时由于公司与海外客户签订价格稳定的长期协议,相对国内其他企业而言,草甘膦价格波动对公司影响很小。

杀虫剂菊酯业务行业领先,未来发展空间稳定。 公司在杀虫剂菊酯产品上技术和规模上优势显著,卫生用菊酯和农用菊酯的国内市场占有率分别达到了70%和30%,毛利率更是接近30%,多年以来盈利情况十分稳定。此外,公司在生产菊酯产品的关键中间体贲亭酸甲酯、

氯菊酸、DV 菊酰氯等均实现自己合成制造，与同行业公司相比，优势显著。公司目前拥有卫生菊酯产能 3,500 吨/年、农药菊酯产能 5,500 吨/年，未来如东二期项目仍有 2,600 吨菊酯产能投产，将具备明显的行业规模效益。未来菊酯类杀虫剂有望逐步替代高毒性的有机磷、烟碱类杀虫剂，其行业发展空间十分稳定。

估值与评级。我们假设如东二期麦草畏项目将于 2017 年下半年投产并逐渐释放产能，我们预计公司 2016 年和 2017 年实现归母净利润分别为 4.36 亿元和 5.71 亿元，分别增长-4.21%和 30.98%，EPS 分别为 1.41 元和 1.84 元，对应 2017 年 2 月 13 日收盘价（36.54 元）PE 分别为 26X 和 20X，我们看好麦草畏未来在全球的大规模使用，有望成为仅次于草甘膦的第二大除草剂，公司如东二期项目投产后，将具备 2.5 万吨麦草畏产能，成为全球行业龙头，首次覆盖，给予“**增持**”评级，6 个月目标价 45.00 元。

风险提示。如东二期项目投产不及预期的风险；麦草畏全球需求不及预期的风险；草甘膦价格大幅下降的风险。

■ 主要财务指标

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2820.49 | 3114.13 | 2860.52 | 3795.90 |
| 净利润(百万元) | 454.68 | 455.09 | 435.92 | 570.95 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.467 | 1.468 | 1.407 | 1.842 |

资料来源：Wind，太平洋证券

| 资产负债表(百万) | | | | | 利润表(百万) | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 1629.55 | 1053.42 | 2254.95 | 2586.19 | 营业收入 | 2820.49 | 3114.13 | 2860.52 | 3795.90 |
| 应收和预付款项 | 568.34 | 865.12 | 190.47 | 1209.63 | 营业成本 | 2078.79 | 2286.81 | 2087.77 | 2757.43 |
| 存货 | 212.38 | 321.40 | 54.80 | 442.07 | 营业税金及附加 | 10.17 | 7.54 | 6.92 | 9.19 |
| 其他流动资产 | 531.23 | 169.56 | 169.56 | 169.56 | 销售费用 | 26.06 | 38.29 | 37.19 | 49.35 |
| 流动资产合计 | 2941.49 | 2409.50 | 2669.77 | 4407.44 | 管理费用 | 224.49 | 291.01 | 271.75 | 360.61 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | -34.41 | -57.07 | -31.50 | -39.28 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | 3.18 | 27.18 | 30.00 | 30.00 |
| 固定资产 | 782.90 | 955.46 | 782.29 | 627.53 | 投资收益 | 32.70 | 49.60 | 76.00 | 76.00 |
| 在建工程 | 326.41 | 19.64 | 19.64 | 0.00 | 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产开发支出 | 94.86 | 151.10 | 146.61 | 142.12 | 营业利润 | 544.91 | 569.96 | 534.39 | 704.60 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非经营损益 | 7.96 | -0.65 | -1.57 | -1.57 |
| 其他非流动资产 | 71.12 | 1000.00 | 1000.00 | 1000.00 | 利润总额 | 552.87 | 569.31 | 532.83 | 703.04 |
| 资产总计 | 4216.79 | 4535.69 | 4618.31 | 6177.08 | 所得税 | 83.90 | 98.91 | 82.23 | 112.87 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 468.97 | 470.40 | 450.60 | 590.17 |
| 应付和预收款项 | 1419.03 | 1298.38 | 981.52 | 2017.09 | 少数股东损益 | 14.29 | 15.32 | 14.67 | 19.22 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归母股东净利润 | 454.68 | 455.09 | 435.92 | 570.95 |
| 其他负债 | 2.62 | 2.62 | 2.62 | 2.62 | | | | | |
| 负债合计 | 1421.65 | 1300.99 | 984.14 | 2019.70 | | | | | |
| 股本 | 258.25 | 309.90 | 309.90 | 309.90 | 预测指标 | | | | |
| 资本公积 | 815.37 | 815.37 | 815.37 | 815.37 | 毛利率 | 26.30% | 26.57% | 27.01% | 27.36% |
| 留存收益 | 1644.26 | 2011.33 | 2396.13 | 2900.12 | 销售净利率 | 16.63% | 15.11% | 15.75% | 15.55% |
| 归母公司股东权益 | 2717.88 | 3136.59 | 3521.39 | 4025.38 | 销售收入增长率 | -6.13% | 10.41% | -8.14% | 32.70% |
| 少数股东权益 | 77.26 | 98.10 | 112.78 | 132.00 | EBIT 增长率 | 23.16% | 4.42% | -10.30% | 30.86% |
| 股东权益合计 | 2795.14 | 3234.69 | 3634.17 | 4157.38 | 净利润增长率 | 20.00% | 0.30% | -4.21% | 30.98% |
| 负债和股东权益 | 4216.79 | 4535.69 | 4618.31 | 6177.08 | ROE | 16.73% | 14.51% | 12.38% | 14.18% |
| | | | | | ROA | 12.55% | 12.18% | 10.73% | 10.50% |
| | | | | | ROIC | 52.48% | 40.68% | 34.75% | 134.08% |
| | | | | | EPS(X) | 1.467 | 1.468 | 1.407 | 1.842 |
| | | | | | PE(X) | 24.28 | 24.26 | 25.33 | 19.34 |
| | | | | | PB(X) | 4.06 | 3.52 | 3.14 | 2.74 |
| | | | | | PS(X) | 3.91 | 3.55 | 3.86 | 2.91 |
| | | | | | EV/EBITDA(X) | 11.27 | 12.40 | 12.32 | 9.56 |

| 现金流量表(百万) | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|--------|
| 经营性现金流 | 542.87 | 205.07 | 1140.72 | 269.02 |
| 投资性现金流 | -348.77 | -797.70 | 74.72 | 74.72 |
| 融资性现金流 | -64.44 | -46.92 | -13.90 | -12.50 |
| 现金增加额 | 138.91 | -619.68 | 1201.53 | 331.24 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。