

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

农药景气提升有望带来业绩复苏，麦草畏市场空间广阔

——扬农化工（600486）年报点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2017年4月12日

报告关键要素：

受农药行业景气下滑影响，公司除草剂业务收入、盈利能力均出现下滑，拖累全年业绩，杀虫剂业务则总体保持稳定。2016年公司实现收入29.29亿元，同比下滑5.95%，实现净利润4.39亿元，同比下滑3.48%。四季度以来受益于海外巨头补库存，农药产品价格均出现上涨，带动公司业绩回升。未来农药巨头补库存有望拉动农药海外需求，加上环保因素推动供给收缩，农药行业有望迎来景气复苏。随着麦草畏新型制剂获批，耐麦草畏新型作物迎来推广良机，带动需求快速增长，行业景气有望大幅提升。公司适时扩产2万吨产能，有望充分受益，带动业绩大幅增长。预计公司2017、2018年EPS分别为1.82元和2.33元，以4月11日收盘价35.99元计算，对应PE分别为19.75倍和15.45倍，给予“增持”的投资评级。

事件：

- 扬农化工（600486）发布2016年年报。2016年，公司实现营业收入29.29亿元，同比下滑5.95%，实现归属于上市公司股东的净利润4.39亿元，同比下滑3.48%，扣非后的净利润为3.71亿元，同比下滑9.95%，基本每股收益1.42元。利润分配预案为每10股派发现金红利4.3元。

点评：

- 除草剂盈利下滑拖累业绩，四季度大幅回升。公司主营业务为杀虫剂和除草剂，包括菊酯和草甘膦、麦草畏等品种。2016年农药行业形势总体低迷，需求不振、价格下跌，加上国际巨头去库存等因素影响，导致公司业绩出现小幅下滑。从公司各业务看，菊酯产品总体稳定，尽管需求不足销量下滑0.96%，但受益于价格的提升，全年杀虫剂业务实现收入16.34亿元，同比增长3.22%，毛利率27.53%，同比下降2.22个百分点，总体表现稳定，保障了全年业绩。除草剂业务方面，受草甘膦、麦草畏等产品价格下跌影响，全年共实现收入10.29亿元，同比下滑15.17%，毛利率24.10%，下降1.35个百分点。贡献毛利2.48亿元，下滑19.68%，是全年业绩下滑的主要因素。

四季度以来，受益于国外农药企业补库存，农药行业景气复苏，价格普遍开始上涨，推动公司四季度盈利大幅好转。公司单季度实现净利润1.45亿元，环比增长76.78%。未来行业景气有望继续复苏，推动公司业绩继续回升。

图1：公司历年业绩增长

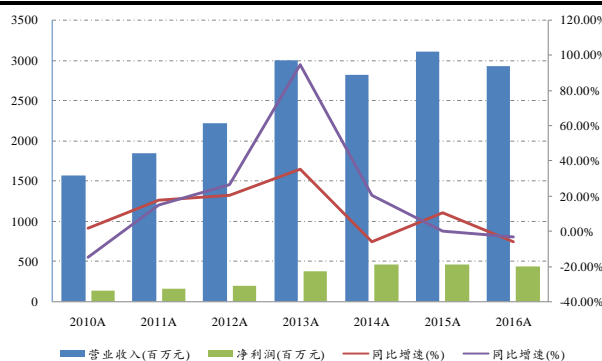
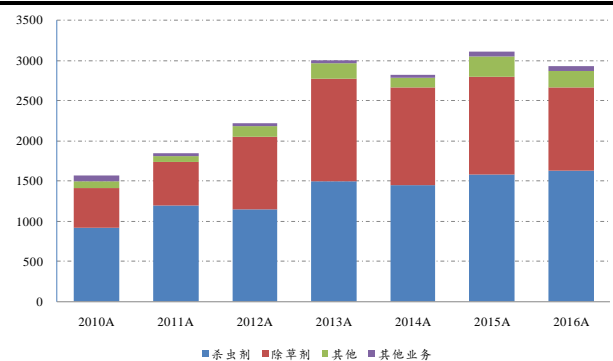


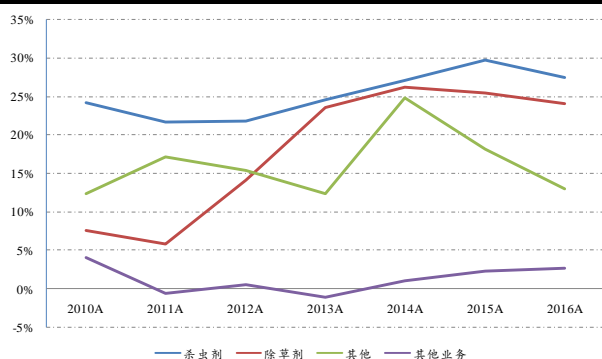
图2：公司主营产品收入(百万元)



资料来源：中原证券、wind

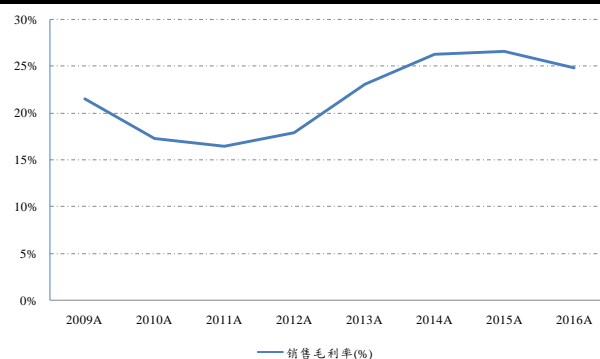
资料来源：中原证券、wind

图3：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

图4：公司综合毛利率

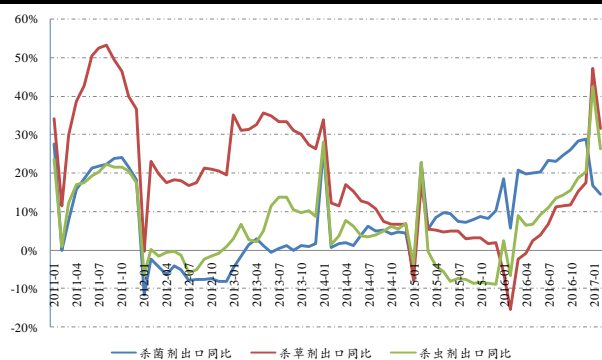


资料来源：中原证券、wind

- **农药巨头开启补库存周期，行业有望迎来景气复苏。**2012年以来，受粮食价格下跌等因素影响，全球农药行业景气逐步下滑。国际巨头农化业务收入、利润均大幅下滑，库存亦处于低位。2016年下半年以来，海外巨头逐步开启补库存周期，带动需求回暖。从出口形势来看，2016年3月份开始，我国农药出口数量开始恢复增长。2016年我国农药出口128.5万吨，同比增长20.26%。除草剂、杀虫剂、杀菌剂出口分别增长15.25%、18.90%和28.51%。2017年前2月农药出口依旧维持快速增长态势。我国农药产业主要为全球农药巨头提供原药，出口的增长反映了国际农药巨头的补库存行为。

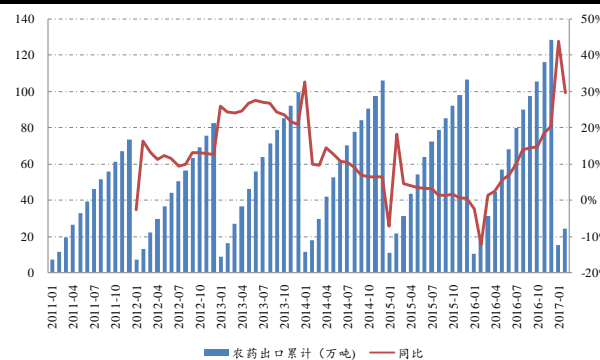
近年来农药行业环保压力不断加大，推动行业产能开始收缩。农药行业环保压力较大，去产能进程走在各行业前头。在环保、市场等多重因素推动下，农药行业供给侧改革有望不断推进，加上海外需求的回暖，农药行业景气有望出现复苏。

图5：我国农药出口形势（分品种）



资料来源：中原证券、wind

图6：我国农药出口总量及增速



资料来源：中原证券、wind

- **麦草畏市场有望启动，为公司业绩带来巨大空间。**近年来抗草甘膦杂草问题不断提升，推动了新型耐麦草畏转基因作物的推广。2016年11月美国环保部批准了麦草畏新型制剂的应用，为耐麦草畏作物的推广打开了空间。孟山都大力推广的耐麦草畏作物2017年种植面积较2016年增长15倍以上，有望为麦草市场带来大量的新增需求。预计到2020年将为麦草畏带来4-5万吨的需求增量，目前全球产能仅2.2万吨，未来新增产能亦有限，行业供需关系有望大幅好转。公司目前产能6500吨，2017年如东二期投产后，产能将进一步扩产2万吨，规模位居全球第一，届时有望充分受益麦草畏景气的提升，推动业绩的爆发性增长。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为1.82元和2.33元，以4月11日收盘价35.99元计算，对应PE分别为19.75倍和15.45倍，给予“增持”的投资评级。

- 风险提示：农药价格大幅下跌、新项目进度低于预期。

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2928.97	3855.00	4675.00	5430.00
增长比率（%）	-5.95	31.62	21.27	16.15
净利润（百万元）	439.26	564.78	721.83	897.14
增长比率（%）	-3.48	28.58	27.81	24.29
每股收益（元）	1.42	1.82	2.33	2.89
市盈率（倍）	25.40	19.75	15.45	12.43

资料来源：中原证券、wind

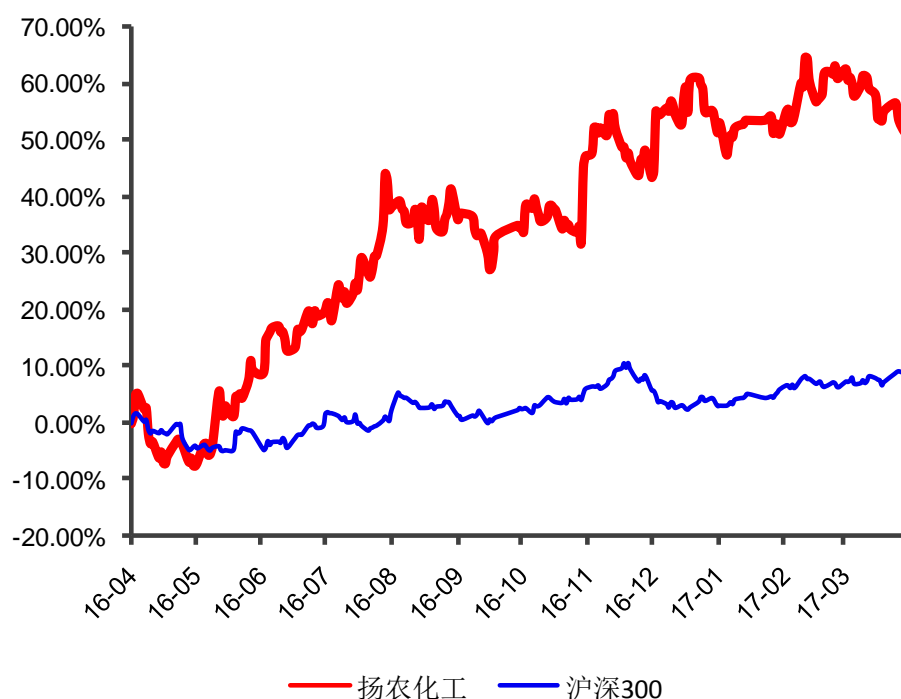
市场数据（2017年4月11日）

收盘价（元）	35.99 元
一年内最高最低（元）	50.45/17.98
沪深300指数	3517.33
市净率（倍）	3.24
流通市值（亿元）	111.53

基础数据（2016年12月31日）

每股净资产（元）	11.12
每股经营现金流（元）	0.83
毛利率（%）	24.82
净资产收益率（%）	12.75
资产负债率（%）	37.55
总股本/流通股（万股）	30990/30990
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300走势



附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元					单位：百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2928.97	3855.00	4675.00	5430.00	流动资产	3402.65	3565.06	4536.99	5611.04
营业成本	2202.04	2849.72	3398.87	3871.07	现金	735.09	1655.40	2353.90	3181.20
营业税金及附加	10.70	14.26	17.30	20.09	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	35.85	48.19	58.44	67.88	应收票据	405.05	308.40	374.00	434.40
管理费用	268.83	354.66	430.10	499.56	应收款项	683.03	589.82	715.28	830.79
财务费用	-50.89	-15.91	-34.29	-48.02	存货	372.19	427.46	509.83	580.66
资产减值损失	14.83	0.00	0.00	0.00	其他	1207.29	583.99	583.99	583.99
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	2297.84	2147.70	1978.96	1803.61
投资收益	80.82	80.00	80.00	80.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	528.44	684.08	884.59	1099.43	投资	870.97	1138.99	1185.48	1121.21
营业外收入	9.12	5.00	5.00	5.00	固定资产	145.31	138.04	131.14	124.58
营业外支出	7.94	5.00	5.00	5.00	无形资产	1281.56	870.67	662.34	557.81
利润总额	529.62	684.08	884.59	1099.43	其他	5700.48	5712.76	6515.95	7414.64
所得税	73.88	95.77	132.69	164.91	资产总计	2091.09	1818.68	2125.10	2388.68
净利润	455.74	588.31	751.90	934.52	流动负债	300.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	16.48	23.53	30.08	37.38	短期借款	1062.68	997.40	1189.60	1354.87
归属母公司净利	439.26	564.78	721.83	897.14	应付款项	126.15	128.00	129.64	131.15
每股收益(元)	1.42	1.82	2.33	2.89	预收账款	602.26	693.27	805.85	902.65
					其他	48.34	49.18	49.68	49.68
					长期负债	0.00	29.90	29.90	29.90
					长期借款	19.28	19.78	19.78	19.78
					其他	2140.28	1868.36	2174.78	2438.36
					负债合计	309.90	309.90	309.90	309.90
					股本	815.37	815.37	815.37	815.37
					资本公积	1996.33	2335.20	2768.29	3306.57
					未分配利润	114.99	138.52	168.60	205.98
					少数股东权益	3345.40	3740.75	4246.02	4874.02
					母公司所有者权益	5700.48	5747.63	6589.40	7518.36
					负债及股东权益				

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。