

2017年04月14日

扬农化工 (600486.SH)

新项目奠定扬农未来5年发展基础

事件:公司4月13日发布投资计划,规划20亿元投资项目。包括11475吨杀虫剂(拟除虫菊酯,噁虫酮,氟啶脲)1000吨除草剂(苯磺隆,噻苯隆,高效盖草能),3000吨杀菌剂(丙环唑,苯醚甲环唑)。规划收入达15.41亿元,投资收益率18.4%。

■**公司资金充足土地充裕,大幅扩张条件具备:**公司过去由于土地局限,未做大的投资项目,多年利润积累账上,拥有10亿理财资金。目前新厂区如东550亩土地就位,账上资金充裕,万事俱备,20亿投资是公司大幅扩张的开始。

■**2万吨麦草畏预计年中投产,恰逢麦草畏全球需求放量。**公司2万吨麦草畏预计年中投产,根据孟山都最新季报,耐麦草畏大豆17年种植面积将达1800万英亩,新增麦草畏需求0.7-1.5万吨。是15年1.5-2倍。公司麦草畏恰迎需求放量。

■**农药需求复苏,产品涨价带来业绩拐点:**全球农药17年复苏迹象明显,跨国企业进入补库存周期,需求好转。供给上环保趋严公司菊酯草甘膦涨价明显。据调研,去年底以来公司主要产品联苯功夫菊酯草甘膦均涨价30%左右,公司2017大概率迎来业绩拐点。

■**新项目奠定未来3-5年发展基础:**我们参考过去扬农谨慎扩张步伐,考虑到扬农国企背景,扬农所选项目必然在工艺和市场开发均有高确定性才有可能上马,我们预计公司项目未来达产销路均不成问题。参考新投资项目15亿元收入,加上2万吨麦草畏未来15-20亿元收入,我们认为未来3-5年,新项目奠定了未来发展基础。

■**投资建议:**预计2017-2019年EPS1.81,2.3,3.5元,对应PE20/16/10。给予买入-A评级。6个月目标价58.5元。

■**风险提示:**全球复苏疲弱,麦草畏推广不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,114.1	2,929.0	3,457.0	4,265.9	6,036.0
净利润	455.1	439.3	561.8	712.0	1,085.8
每股收益(元)	1.47	1.42	1.81	2.30	3.50
每股净资产(元)	10.12	11.12	12.35	14.31	17.48

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	24.5	25.4	19.9	15.7	10.3
市净率(倍)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.1
净利润率	14.6%	15.0%	16.2%	16.7%	18.0%
净资产收益率	14.5%	12.7%	14.7%	16.1%	20.0%
股息收益率	1.3%	0.0%	0.7%	1.0%	0.9%
ROIC	42.2%	38.8%	27.1%	19.7%	25.9%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价: **58.5元**
股价(2017-04-13) **35.99元**

交易数据

总市值(百万元)	11,153.26
流通市值(百万元)	11,153.26
总股本(百万股)	309.90
流通股本(百万股)	309.90
12个月价格区间	22.20/38.81元

股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.72	-5.37	43.58
绝对收益	-6.08	-2.27	53.1

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

张汪强

报告联系人

zhangwq1@essence.com.cn

姬静远

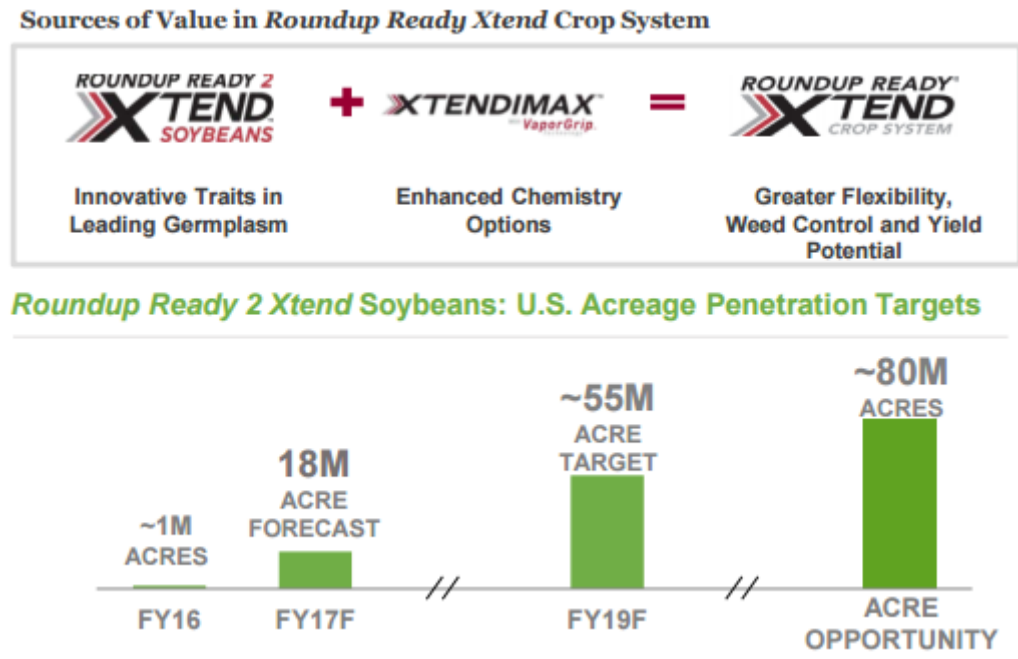
报告联系人

jjy@essence.com.cn

相关报告

扬农化工:业绩稳定,麦草畏引领新一轮增长	2017-04-10
扬农化工:菊酯草甘膦涨价,麦草畏迎增长窗口期	2017-03-29

图 1：孟山都预测 2017 年耐麦草畏大豆种植面积 1800 万英亩



资料来源：孟山都

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.1	2,929.0	3,457.0	4,265.9	6,036.0	成长性					
减:营业成本	2,286.8	2,202.0	2,408.8	2,962.5	4,183.1	营业收入增长率	10.4%	-5.9%	18.0%	23.4%	41.5%
营业税费	7.5	10.7	10.4	12.9	19.5	营业利润增长率	4.6%	-7.3%	28.4%	27.1%	52.9%
销售费用	38.3	35.8	41.5	52.0	73.3	净利润增长率	0.1%	-3.5%	27.9%	26.8%	52.5%
管理费用	291.0	268.8	311.1	341.3	422.5	EBITDA 增长率	6.0%	-10.3%	39.7%	33.7%	44.7%
财务费用	-57.1	-50.9	-8.4	16.2	3.4	EBIT 增长率	0.5%	-6.9%	40.3%	31.1%	50.4%
资产减值损失	27.2	14.8	15.1	19.0	16.3	NOPLAT 增长率	-2.1%	-3.0%	38.6%	31.1%	50.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.5%	97.9%	80.4%	14.7%	8.5%
投资和汇兑收益	49.6	80.8	-	-	-	净资产增长率	15.7%	10.1%	11.3%	15.9%	22.2%
营业利润	570.0	528.4	678.5	862.1	1,317.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.6	1.2	5.0	5.0	5.0	毛利率	26.6%	24.8%	30.3%	30.6%	30.7%
利润总额	569.3	529.6	683.5	867.1	1,322.9	营业利润率	18.3%	18.0%	19.6%	20.2%	21.8%
减:所得税	98.9	73.9	102.5	130.1	198.4	净利润率	14.6%	15.0%	16.2%	16.7%	18.0%
净利润	455.1	439.3	561.8	712.0	1,085.8	EBITDA/营业收入	22.3%	21.3%	25.2%	27.3%	28.0%
						EBIT/营业收入	16.5%	16.3%	19.4%	20.6%	21.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	100	112	134	167	148
货币资金	1,122.8	735.1	553.1	682.6	965.8	流动营业资本周转天数	-14	13	73	102	78
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	318	361	357	307	251
应收账款	554.2	683.0	643.4	711.0	838.3	应收账款周转天数	52	76	69	57	46
应收票据	250.3	405.0	288.1	319.9	419.2	存货周转天数	31	43	38	33	29
预付账款	60.7	72.0	96.0	106.6	134.1	总资产周转天数	518	637	618	554	448
存货	321.4	372.2	355.3	426.6	553.3	投资资本周转天数	119	194	306	343	270
其他流动资产	170.3	1,135.2	1,513.8	1,583.0	1,675.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.5%	12.7%	14.7%	16.1%	20.0%
持有至到期投资	1,000.0	376.7	-	-	-	ROA	10.1%	8.0%	9.4%	10.6%	14.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	42.2%	38.8%	27.1%	19.7%	25.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	955.5	871.0	1,695.2	2,272.4	2,691.0	销售费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
在建工程	3.4	830.1	815.0	657.5	578.8	管理费用率	9.3%	9.2%	9.0%	8.0%	7.0%
无形资产	151.1	146.7	142.3	138.0	133.7	财务费用率	-1.8%	-1.7%	-0.2%	0.4%	0.1%
其他非流动资产	67.7	73.4	67.0	63.5	61.7	三费/营业收入	8.7%	8.7%	10.0%	9.6%	8.3%
资产总额	4,657.4	5,700.5	6,169.3	6,961.2	8,051.2	偿债能力					
短期债务	-	300.0	542.8	664.9	490.3	资产负债率	30.5%	37.5%	35.8%	34.0%	30.3%
应付账款	829.2	1,081.9	984.5	965.3	1,188.7	负债权益比	44.0%	60.1%	55.7%	51.5%	43.4%
应付票据	422.3	470.7	414.9	460.8	557.8	流动比率	1.76	1.63	1.65	1.70	1.89
其他流动负债	156.7	238.6	149.1	160.7	185.8	速动比率	1.53	1.45	1.48	1.51	1.66
长期借款	-	29.9	100.4	100.7	-	利息保障倍数	-8.99	-9.38	-80.18	54.30	389.35
其他非流动负债	14.5	19.3	15.0	15.0	15.0	分红指标					
负债总额	1,422.7	2,140.3	2,206.6	2,367.4	2,437.5	DPS(元)	0.45	-	0.25	0.34	0.34
少数股东权益	98.1	115.0	134.2	159.2	197.9	分红比率	30.6%	0.0%	14.0%	14.9%	9.6%
股本	309.9	309.9	309.9	309.9	309.9	股息收益率	1.3%	0.0%	0.7%	1.0%	0.9%
留存收益	2,735.7	3,035.5	3,518.6	4,124.7	5,105.9						
股东权益	3,234.7	3,560.2	3,962.7	4,593.8	5,613.7						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	470.4	455.7	561.8	712.0	1,085.8	EPS(元)	1.47	1.42	1.81	2.30	3.50
加:折旧和摊销	182.9	146.6	202.1	288.2	366.2	BVPS(元)	10.12	11.12	12.35	14.31	17.48
资产减值准备	27.2	14.8	-	-	-	PE(X)	24.5	25.4	19.9	15.7	10.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.1
财务费用	-19.9	-4.4	-8.4	16.2	3.4	P/FCF	27.9	-41.9	-13.7	39.9	25.3
投资损失	-49.6	-80.8	-	-	-	P/S	3.6	3.8	3.2	2.6	1.8
少数股东损益	15.3	16.5	19.2	25.0	38.7	EV/EBITDA	10.1	16.6	12.7	9.5	6.2
营运资金的变动	8.9	-632.6	-889.8	-143.4	-35.8	CAGR(%)	16.1%	35.1%	7.4%	16.1%	35.1%
经营活动产生现金流量	245.3	256.9	-115.1	898.0	1,458.3	PEG	1.5	0.7	2.7	1.0	0.3
投资活动产生现金流量	-797.7	-839.9	-207.8	-769.3	-792.3	ROIC/WACC	4.2	3.8	2.7	1.9	2.5
融资活动产生现金流量	-46.9	181.0	140.9	0.6	-382.7	REP	1.6	1.3	1.1	1.3	0.9
						业绩和估值指标					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034