

证券研究报告

公司研究——季报点评

扬农化工 (600486.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.04.12

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号: S1500515070002

联系电话: +86 10 83326852

邮箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《盈利稳定, 如东二期项目贡献未来利润增长》
2016.03

《一季度净利润同比下滑》2016.04

《业绩小幅下滑, 菊酯提供业绩支撑》2016.08

《季度业绩有所好转, 公司业绩有望改善》2016.10

《扬农化工 (600486) 业绩筑底, 即将迎来拐点》
2017.04

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

一季度盈利大增, 如东三期保障长期增长

2017年04月21日

事件: 公司发布2017年一季报, 公司一季度实现营业收入10.50亿元, 同比上涨28.40%, 实现归属于上市公司股东的净利润1.30亿元, 同比增加36.60%, 折合基本每股收益0.419元, 同比增加36.60%。

点评:

- **农药需求回暖, 业绩触底反弹。** 公司一季度实现营业收入10.50亿元, 同比上涨28.40%, 归母净利润1.30亿元, 同比增加36.60%。其中, 杀虫剂业务实现营业收入5.37亿元, 产销量分别为2,805、3,242吨, 除草剂业务实现营业收入3.68亿元, 产销量分别为10,168、10,995吨。一季度为农药需求旺季, 在需求拉动和成本支撑下, 公司大部分杀虫剂产品价格上涨, 除草剂价格基本保持平稳。受烧碱、二乙醇胺、异戊二烯等原材料价格上涨影响, 公司一季度毛利率24.83%, 同比下降2.16个百分点。此外, 公司一季度取得投资收益1546.45万元, 同比增加773.45%, 期间费用率9.99%, 同比增加0.41个百分点。
- **草甘膦筑底回升, 麦草畏进入放量期。** 公司除草剂业务主要有草甘膦和麦草畏两个品种。公司拥有草甘膦产能3万吨, 并采用长协定价, 可部分平滑草甘膦市场价格的波动, 盈利能力波动亦不如其他草甘膦企业剧烈。草甘膦行业经历2014年以来的去产能, 目前行业有效产能已经下降至77.2万吨, 全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态, 同时2016年四季度由于河北环保限产草甘膦主要原材料甘氨酸供应紧张, 价格飙涨, 推动草甘膦价格大幅上涨。目前, 河北甘氨酸逐渐复工下价格理性回落, 草甘膦价格虽也跟随回落, 但价差依旧改善明显, 2017年一季度甘氨酸法平均价差为10031元/吨, 而上年同期平均价差为6537元/吨, 企业盈利大幅改善。
- 公司拥有麦草畏产能5000吨, 如东二期仍有2万吨麦草畏新增产能预计将于2017年二季度起逐步投产。2016年麦草畏价格中枢有所下降, 目前华东地区麦草畏价格维持在9.9-10.5万元/吨, 与2015年14-15万元/吨的价格水平相比有较大幅度的下滑, 即便如此, 公司麦草畏业务仍旧维持较高盈利能力。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, 2017年孟山都耐麦草畏转基因大豆、棉花种子正式开始商业化种植, 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进入放量期。
- **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, 公司菊酯价格稳定, 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，与国内同行业企业相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。

- **如东二期 2017 年起贡献利润，如东三期保障公司长期增长。**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 19.8 亿，包括 50 吨/年避蚊胺、300 吨/年抗倒酯、20000 吨/年麦草畏、1000 吨/年杀菌剂吡唑醚菌酯、2600 吨/年卫生用拟除虫菊酯类农药及相关副产品 99600 吨，体量巨大且盈利能力佳，预计 2017 年二季度起逐渐投产，开始贡献业绩增量。
- 公司近期发布公告称，子公司优嘉公司计划投资如东三期项目，包括 11,475 吨/年杀虫剂（拟除虫菊酯类农药、虫酮、氟啶脲）、1,000 吨/年除草剂（苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能）、3,000 吨/年杀菌剂（丙环唑、苯醚甲环唑）和 2,500 吨/年氯代苯乙酮及相关副产品 37,384 吨/年项目，项目报批总投资估算值为 20.2 亿元，建设期预计 3 年，建成投产后，预计年均营业收入为 15.41 亿元，总投资收益率 18.40%，保障了公司业绩长期增长。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别达到 38.35 亿元、46.12 亿元和 50.30 亿元，同比增长 30.93%、20.27%和 9.05%，归母净利润分别达到 6.09 亿元、7.70 亿元和 8.78 亿元，同比增长 38.59%、26.50%和 13.98%，EPS 分别达到 1.96 元、2.48 元和 2.83 元，对应 2017 年 4 月 20 日收盘价（35.79 元/股）的动态 PE 分别为 18 倍、14 倍和 13 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**草甘膦开工率持续上升、麦草畏抗性种子推广不达预期、新业务消耗现金头寸。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,114.13	2,928.97	3,834.99	4,612.49	5,029.99
增长率 YoY %	10.41%	-5.95%	30.93%	20.27%	9.05%
归属母公司净利润(百万元)	455.09	439.26	608.77	770.10	877.78
增长率 YoY%	0.09%	-3.48%	38.59%	26.50%	13.98%
毛利率%	26.57%	24.82%	27.40%	28.96%	29.19%
净资产收益率 ROE%	15.55%	13.35%	16.53%	17.89%	17.11%
每股收益 EPS(元)	1.47	1.42	1.96	2.48	2.83
市盈率 P/E(倍)	24	25	18	14	13
市净率 P/B(倍)	3.5	3.2	2.8	2.4	2.0

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,479.69	3,402.65	3,104.47	4,443.86	5,273.63
货币资金	1,122.82	735.09	468.30	1,518.65	2,189.72
应收票据	250.27	405.05	347.70	418.19	456.05
应收账款	546.38	667.63	669.07	804.71	877.55
预付账款	60.68	72.05	86.66	101.99	110.86
存货	321.40	372.19	382.10	449.68	488.81
其他	178.15	1,150.64	1,150.64	1,150.64	1,150.64
非流动资产	2,177.67	2,297.84	3,261.78	3,037.47	2,793.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	955.46	870.97	1,500.99	2,358.20	2,115.83
无形资产	149.71	145.31	140.65	135.99	131.32
其他	1,072.49	1,281.56	1,620.15	543.28	546.70
资产总计	4,657.36	5,700.48	6,366.25	7,481.33	8,067.48
流动负债	1,408.20	2,091.09	2,278.16	2,619.09	2,322.73
短期借款	0.00	300.00	300.00	300.00	-200.00
应付账款	808.38	1,062.68	1,222.01	1,438.13	1,563.28
其他	599.82	728.41	756.15	880.96	959.45
非流动负债	14.46	49.18	49.18	49.18	49.18
长期借款	0.00	29.90	29.90	29.90	29.90
其他	14.46	19.28	19.28	19.28	19.28
负债合计	1,422.66	2,140.28	2,327.35	2,668.27	2,371.91
少数股东权益	98.10	114.99	118.17	122.24	126.97
归属母公司股东权益	3,136.59	3,445.22	3,920.73	4,690.82	5,568.60
负债和股东权益	4657.36	5700.48	6366.25	7481.33	8067.48

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.13	2,928.97	3,834.99	4,612.49	5,029.99
同比	10.41%	-5.95%	30.93%	20.27%	9.05%
归属母公司净利润	455.09	439.26	608.77	770.10	877.78
同比	0.09%	-3.48%	38.59%	26.50%	13.98%
毛利率	26.57%	24.82%	27.40%	28.96%	29.19%
ROE	15.55%	13.35%	16.53%	17.89%	17.11%
每股收益(元)	1.47	1.42	1.96	2.48	2.83
P/E	24	25	18	14	13
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	15.15	17.01	12.34	9.58	8.09

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.13	2,928.97	3,834.99	4,612.49	5,029.99
营业成本	2,286.81	2,202.04	2,784.15	3,276.54	3,561.66
营业税金及附加	7.54	10.70	11.65	14.01	15.28
营业费用	38.29	35.85	46.94	56.46	61.57
管理费用	291.01	268.83	351.98	423.34	461.66
财务费用	-57.07	-50.89	-29.21	-23.41	-59.16
资产减值损失	27.18	14.83	17.38	20.90	22.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.60	80.82	65.00	65.00	65.00
营业利润	569.96	528.44	717.11	909.65	1,031.20
营业外收入	5.85	9.12	9.79	8.25	14.39
营业外支出	6.50	7.94	6.96	7.13	7.34
利润总额	569.31	529.62	719.94	910.78	1,038.25
所得税	98.91	73.88	107.99	136.62	155.74
净利润	470.40	455.74	611.95	774.16	882.51
少数股东损益	15.32	16.48	3.19	4.06	4.73
归属母公司净利润	455.09	439.26	608.77	770.10	877.78
EBITDA	732.31	671.81	925.92	1,192.74	1,349.75
EPS (摊薄)	1.47	1.42	1.96	2.48	2.83

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	245.33	256.91	972.76	1,044.52	1,175.71
净利润	470.40	455.74	611.95	774.16	882.51
折旧摊销	182.88	146.60	222.80	298.79	343.33
财务费用	-19.88	-4.41	-16.83	-16.83	-31.83
投资损失	-49.60	-80.82	-65.00	-65.00	-65.00
营运资金变动	-349.77	-287.18	201.07	30.98	22.14
其它	11.29	26.98	18.76	22.42	24.56
投资活动现金流	-797.70	-839.88	-1,123.12	-11.00	-36.47
资本支出	-326.18	-561.33	-1,188.12	-76.00	-101.47
长期投资	528.48	144.74	65.00	65.00	65.00
其他	-1,000.00	-423.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-46.92	180.99	-153.05	-19.79	-504.79
吸收投资	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	329.90	0.00	0.00	-500.00
支付利息或股息	66.65	146.44	153.05	19.79	4.79
现金净增加额	-579.42	-390.20	-266.79	1050.35	671.07

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信达证券，现任研究开发中心总经理，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、纺织化学品、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。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@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。