

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

除草剂推动业绩增长, 麦草畏前景广阔

——扬农化工(600486)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2017-08-21)

收盘价(元)	41.86
一年内最高/最低(元)	44.48/29.46
沪深300指数	3740.99
市净率(倍)	3.77
流通市值(亿元)	129.72

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	11.54
每股经营现金流(元)	1.75
毛利率(%)	25.64
净资产收益率-摊薄(%)	7.08
资产负债率(%)	41.37
总股本/流通股(万股)	30989.89/30989.89
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年08月22日

投资要点: 公司公布2017半年报, 上半年公司实现营业收入20.02亿元, 同比增长25.48%, 净利润2.53亿元, 同比增长19.09%, 基本每股EPS 0.82元。

- **除草剂是业绩增长主要动力。** 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。上半年杀虫剂、除草剂分别实现收入10.37亿元、7.11亿元, 同比增长11.63%和30.46%。除草剂是上半年业绩增长的主要动力。一方面草甘膦价格较去年同期有所上涨, 另一方面上半年麦草畏销量实现大幅增长。在两方面因素带动下, 上半年公司除草剂销售均价3.8万元, 同比提升56.9%。此外上半年杀虫剂收入11.37亿元, 同比增长11.63%, 销售均价16.71万元, 增长6.2%
- **草甘膦价格上涨, 有望提升业绩。** 受环保政策趋严及中央督察组入驻等因素影响, 下半年以来草甘膦供给受限, 推动了价格快速上涨。目前草甘膦市场价2.35万元/吨, 自6月底以来价格上涨14.6%。随着四季度旺季来临及环保政策的持续收紧, 价格有望继续上涨, 公司拥有3万吨IDA法草甘膦产能, 有望充分受益。
- **麦草畏市场前景广阔, 保障公司长期成长。** 近年来抗草甘膦杂草问题不断提升, 国际农化巨头纷纷推广新型耐麦草畏转基因作物, 为麦草畏市场增长打开了空间。随着美国环保部批准麦草畏新型制剂的应用, 孟山都、巴斯夫等巨头开始大力推广的耐麦草畏作物, 有望为麦草市场带来大量新增需求。上半年公司麦草畏销售大幅增长, 未来前景广阔。公司目前产能6500吨, 随着如东二期投产, 产能将进一步扩产2万吨, 规模位居全球第一, 有望充分受益麦草畏景气的提升, 保障业绩的长期增长。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司2017、2018年EPS分别为1.77元和2.28元, 以8月21日收盘价41.86元计算, 对应PE分别为23.7倍和18.3倍, 维持“增持”的投资评级。

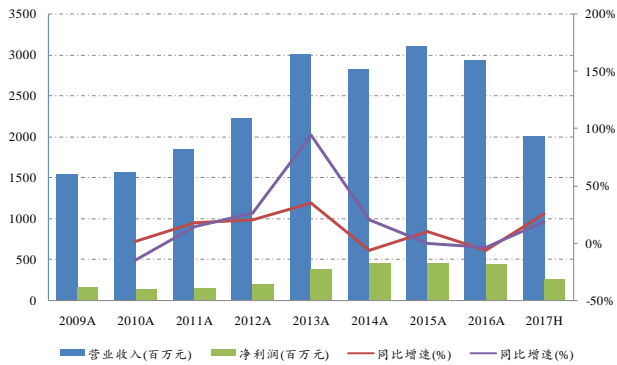
风险提示: 产品价格大幅下跌、新项目进度低于预期

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,114.1	2,929.0	3,855.1	4,675.1	5,430.1
增长率	10.4%	-5.9%	31.6%	21.3%	16.2%
净利润(百万元)	455.1	439.3	547.5	707.7	876.5
增长率	0.1%	-3.5%	24.6%	29.3%	23.8%
每股收益(元)	1.47	1.42	1.77	2.28	2.83
市盈率(倍)	28.5	29.5	23.7	18.3	14.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

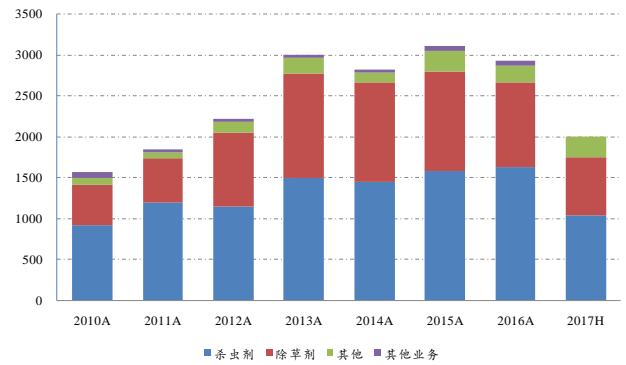


图 1: 公司历年业绩增长



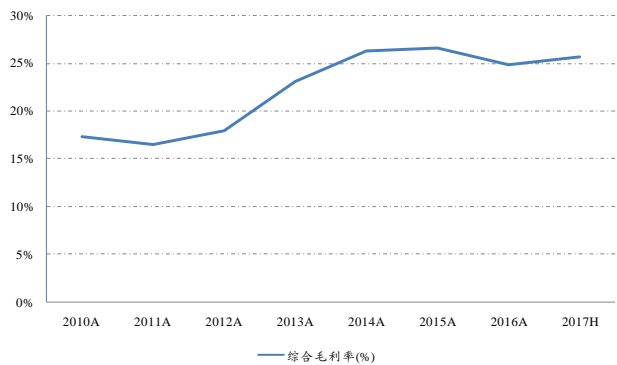
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



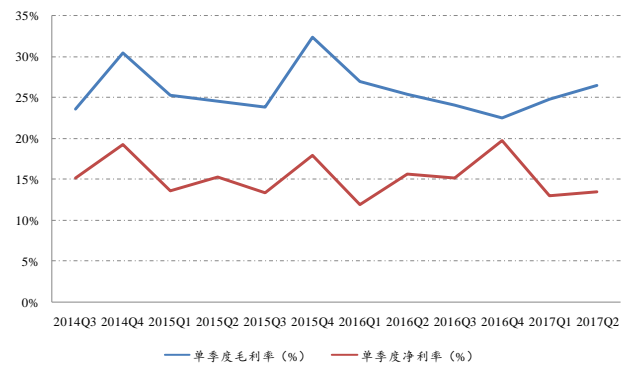
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司单季度毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.1	2,929.0	3,855.1	4,675.1	5,430.1	成长性					
减: 营业成本	2,286.8	2,202.0	2,849.7	3,398.8	3,871.7	营业收入增长率	10.4%	-5.9%	31.6%	21.3%	16.2%
营业税费	7.5	10.7	14.3	17.3	20.1	营业利润增长率	4.6%	-7.3%	20.5%	29.3%	23.8%
销售费用	38.3	35.8	48.2	58.4	67.9	净利润增长率	0.1%	-3.5%	24.6%	29.3%	23.8%
管理费用	291.0	268.8	354.7	430.1	499.6	EBITDA 增长率	6.0%	-10.3%	29.2%	22.6%	20.3%
财务费用	-57.1	-50.9	16.7	12.5	16.7	EBIT 增长率	0.5%	-6.9%	36.8%	27.9%	24.0%
资产减值损失	27.2	14.8	15.0	15.0	15.0	NOPLAT 增长率	-2.1%	-3.0%	36.7%	27.9%	24.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.5%	98.1%	-41.7%	42.7%	-44.3%
投资和汇兑收益	49.6	80.8	80.0	80.0	80.0	净资产增长率	15.7%	10.1%	8.0%	12.9%	14.1%
营业利润	570.0	528.4	636.6	822.9	1,019.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.6	1.2	-	-	-	毛利率	26.6%	24.8%	26.1%	27.3%	28.7%
利润总额	569.3	529.6	636.6	822.9	1,019.2	营业利润率	18.3%	18.0%	16.5%	17.6%	18.8%
减: 所得税	98.9	73.9	89.1	115.2	142.7	净利润率	14.6%	15.0%	14.2%	15.1%	16.1%
净利润	455.1	439.3	547.5	707.7	876.5	EBITDA/营业收入	22.3%	21.3%	20.9%	21.1%	21.9%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	16.5%	16.3%	16.9%	17.9%	19.1%
货币资金	1,122.8	735.1	1,888.1	1,646.3	3,068.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	112	74	50	33
应收帐款	554.2	683.0	537.9	1,064.8	893.5	流动营业资本周转天数	-14	13	-10	-10	-7
应收票据	250.3	405.0	181.8	604.6	380.4	流动资产周转天数	318	361	329	318	344
预付帐款	60.7	72.0	97.9	103.1	128.0	应收帐款周转天数	52	76	57	62	65
存货	321.4	372.2	314.4	579.9	477.1	存货周转天数	31	43	32	34	35
其他流动资产	170.3	1,135.2	612.9	639.5	795.9	总资产周转天数	518	637	540	490	482
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	119	194	155	114	90
持有至到期投资	1,000.0	376.7	482.6	619.8	493.0	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.5%	12.7%	14.7%	16.8%	18.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	8.0%	9.3%	10.3%	11.4%
固定资产	955.5	871.0	722.2	573.4	424.6	ROIC	42.2%	38.8%	26.8%	58.8%	51.1%
在建工程	3.4	830.1	830.1	830.1	830.1	费用率					
无形资产	149.7	145.3	141.0	136.6	132.3	销售费用率	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	69.1	74.8	57.9	66.5	66.4	管理费用率	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
资产总额	4,657.4	5,700.5	5,866.8	6,864.6	7,689.7	财务费用率	-1.8%	-1.7%	0.4%	0.3%	0.3%
短期债务	-	300.0	-	-	-	三费/营业收入	8.7%	8.7%	10.9%	10.7%	10.8%
应付帐款	829.2	1,081.9	1,248.0	1,571.5	1,674.3	偿债能力					
应付票据	422.3	470.7	602.7	669.1	823.3	资产负债率	30.5%	37.5%	34.5%	36.8%	35.6%
其他流动负债	156.7	238.6	159.1	269.3	223.5	负债权益比	44.0%	60.1%	52.6%	58.2%	55.3%
长期借款	-	29.9	-	-	-	流动比率	1.76	1.63	1.81	1.85	2.11
其他非流动负债	14.5	19.3	13.4	15.7	16.1	速动比率	1.53	1.45	1.65	1.62	1.94
负债总额	1,422.7	2,140.3	2,023.1	2,525.6	2,737.1	利息保障倍数	-8.99	-9.38	39.17	66.60	61.91
少数股东权益	98.1	115.0	115.0	115.0	115.0	分红指标					
股本	309.9	309.9	309.9	309.9	309.9	DPS(元)	0.45	0.43	0.53	0.69	0.85
留存收益	2,735.7	3,035.5	3,418.7	3,914.1	4,527.7	分红比率	30.6%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,234.7	3,560.2	3,843.6	4,339.0	4,952.6	股息收益率	1.1%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	470.4	455.7	547.5	707.7	876.5	EPS(元)	1.47	1.42	1.77	2.28	2.83
加: 折旧和摊销	182.9	146.6	153.1	153.1	153.1	BVPS(元)	10.12	11.12	12.03	13.63	15.61
资产减值准备	27.2	14.8	-	-	-	PE(X)	28.5	29.5	23.7	18.3	14.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.8	3.5	3.1	2.7
财务费用	-19.9	-4.4	16.7	12.5	16.7	P/FCF	32.4	-48.8	11.9	69.9	7.9
投资收益	-49.6	-80.8	-80.0	-80.0	-80.0	P/S	4.2	4.4	3.4	2.8	2.4
少数股东损益	15.3	16.5	-	-	-	EV/EBITDA	15.7	18.6	13.0	10.6	7.7
营运资金的变动	8.9	-632.6	739.0	-684.3	620.6	CAGR(%)	14.6%	24.4%	5.3%	14.6%	24.4%
经营活动产生现金流量	245.3	256.9	1,376.2	109.1	1,586.9	PEG	2.0	1.2	4.5	1.3	0.6
投资活动产生现金流量	-797.7	-839.9	389.6	-126.4	114.4	ROIC/WACC	4.0	3.7	2.6	5.6	4.9
融资活动产生现金流量	-46.9	181.0	-612.9	-224.5	-279.2	REP	2.6	1.5	3.4	1.1	1.9

资料来源: 贝格数据, 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。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。