

环保高压收紧农药供给，新增产能持续释放

——扬农化工（600486）财报点评

2017年08月21日

强烈推荐/维持

扬农化工

财报点评

刘宇卓 分析师

执业证书编号：S1480516110002

liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

扬农化工发布 2017 年中报：实现营业收入 20.02 亿元，YoY+25%，归母净利润 2.53 亿元，YoY+19%，EPS 0.82 元，经营活动现金流 5.43 亿元。其中，第 2 季度单季实现营业收入 9.52 亿元，YoY+22%，QoQ-9%，归母净利润 1.23 亿元，YoY+5%，QoQ-5%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	774.55	817.62	777.62	563.12	770.60	1049.81	951.89
增长率（%）	5.85%	-11.13%	-11.86%	4.80%	-0.51%	28.40%	22.41%
毛利率（%）	32.38%	26.99%	25.41%	24.02%	22.51%	24.83%	26.53%
期间费用率（%）	12.63%	9.57%	9.70%	10.45%	5.36%	9.99%	11.99%
营业利润率（%）	20.91%	14.23%	18.58%	18.84%	20.96%	15.07%	16.04%
净利润（百万元）	135.45	95.10	117.45	81.91	144.80	129.91	123.22
增长率（%）	-1.53%	-21.27%	-9.55%	18.73%	6.90%	36.60%	4.91%
每股盈利（季度，元）	0.44	0.31	0.38	0.26	0.47	0.42	0.40
资产负债率（%）	30.55%	31.26%	29.69%	33.59%	37.55%	39.08%	41.37%
净资产收益率（%）	4.32%	2.94%	3.65%	2.48%	4.20%	3.63%	3.45%
总资产收益率（%）	2.91%	1.96%	2.49%	1.60%	2.54%	2.14%	1.95%

观点：

环保督查支撑部分农药品种价格高位。2017 年上半年，因菊酯、草甘膦大幅涨价，公司杀虫剂产品均价同比上涨 6%至 16.71 万元/吨；除草剂产品均价同比上涨 57%至 3.80 万元/吨，其中草甘膦市场均价同比上涨 26%至 2.2 万元/吨。近期国家第 4 批环保督查进驻山东、浙江、四川等 8 省，4 季度起京津冀“2+26”环保督查有望收紧河北、山东等地区的农药供应格局，部分农药中间体和原药供应受限，同时下半年部分农药企业进入常规检修期，进一步加剧农药行业供给收缩，我们预期草甘膦等多个农药品种价格有望持续上涨或维持高位。

南通基地项目建设稳步推进，未来几年将持续贡献业绩增量。2017 年上半年优嘉公司实现营收 6.89 亿元，利润总额 1.80 亿元，利润率 26%，同比提升 6ppt。

- 南通二期项目建设已基本完成, 麦草畏于 2 季度率先投产, 新增产能 2 万吨, 达产后麦草畏合计产能 2.5 万吨, 规模全球领先。得益于孟山都耐麦草畏转基因作物的推广和抗草甘膦杂草增多带来的复配领域需求, 麦草畏市场空间广阔, 全球需求即将爆发, 龙头企业有望优先受益。此外, 二期项目其余品种预计将于年底前全面投产, 包括 50 吨/年避蚊胺、300 吨/年抗倒酯、1000 吨/年吡唑醚菌酯、2600 吨/年卫生用拟除虫菊酯类农药及相关副产品。
- 南通三期项目拟投资 20.22 亿元, 品种包括 11,475 吨/年杀虫剂 (拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、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, 项目建设期暂定为 3 年。公司在坚守优势品种市场的同时, 积极扩充产品线、优化产品结构, 强化竞争优势。

结论:

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 5.77 亿元、6.87 亿元、8.08 亿元, EPS 分别为 1.86 元、2.22 元、2.61 元。目前股价对应 P/E 分别为 22 倍、19 倍、16 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

农药产品价格下滑; 环保核查执行力度不及预期; 新建产能投放进度不及预期。

图 1: 草甘膦产品价格



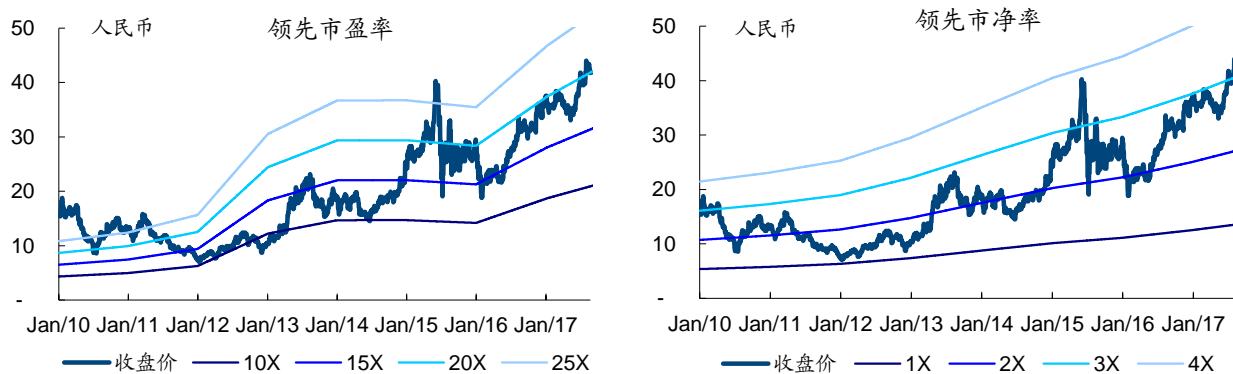
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 2: 麦草畏产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 3: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2480	3403	4316	5287	6232	营业收入	3114	2929	3982	4725	5235
货币资金	1123	735	1116	1701	2391	营业成本	2294	2213	2917	3464	3789
应收账款	546	668	908	1077	1193	营业税金及附加	8	11	15	17	19
其他应收款	9	15	95	113	123	营业费用	38	36	40	47	52
预付款项	61	72	21	25	28	管理费用	291	269	319	378	419
存货	321	372	490	583	637	财务费用	-57	-51	8	5	0
其他流动资产	420	1540	1686	1789	1859	资产减值损失	27	15	0	0	0
非流动资产合计	2178	2298	2416	2423	2370	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	50	81	0	0	0
固定资产	955	871	892	910	912	营业利润	570	528	699	831	975
无形资产	150	145	141	136	132	营业外收入	6	9	0	0	0
其他非流动资产	1072	1282	1383	1377	1326	营业外支出	7	8	8	8	8
资产总计	4657	5700	6732	7710	8602	利润总额	569	530	691	823	967
流动负债合计	1408	2091	2661	3104	3370	所得税	99	74	96	115	135
短期借款	0	300	300	300	300	净利润	470	456	595	708	832
应付账款	808	1063	1400	1664	1819	少数股东损益	-15	-16	-18	-21	-24
预收款项	47	126	172	203	225	归属母公司净利润	455	439	577	687	808
一年内到期的非流	0	3	0	0	0	EBITDA	497	462	682	807	943
非流动负债合计	14	49	49	49	49	BPS (元)	1.47	1.42	1.86	2.22	2.61
长期借款	0	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1423	2140	2710	3154	3419	成长能力					
少数股东权益	98	115	133	153	177	营业收入增长	10.41%	-5.95%	35.96%	18.64%	10.81%
实收资本(或股本)	310	310	310	310	310	营业利润增长	4.60%	-7.28%	32.32%	18.79%	17.38%
资本公积	815	815	815	815	815	归属于母公司净利润	0.09%	-3.48%	31.38%	19.11%	17.61%
未分配利润	2011	2320	2764	3278	3880	获利能力					
归属母公司股东权	3137	3445	3889	4403	5006	毛利率(%)	26.32%	24.45%	26.76%	26.68%	27.62%
负债和所有者权	4657	5700	6732	7710	8602	净利率(%)	15.11%	15.56%	14.94%	14.98%	15.89%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		9.77%	7.71%	8.57%	8.92%	9.40%
经营活动现金流	245	257	796	933	1016	偿债能力					
净利润	455	439	577	687	808	资产负债率(%)	31%	38%	40%	41%	40%
折旧摊销	183	147	152	163	173	流动比率	1.76	1.63	1.62	1.70	1.85
财务费用	-57	-51	8	5	0	速动比率	1.53	1.45	1.44	1.52	1.66
应收账款减少	405	345	533	386	255	营运能力					
预收帐款增加	-98	380	573	443	266	总资产周转率	1.80	1.31	1.69	1.95	2.18
投资活动现金流	-798	-840	-270	-170	-120	应收账款周转率	7.04	4.83	5.06	4.76	4.61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.33	2.38	2.60	2.71	2.72
长期股权投资减少	-329	-562	-270	-170	-120	每股指标(元)					
投资收益	50	81	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.47	1.42	1.86	2.22	2.61
筹资活动现金流	-47	181	-145	-178	-206	每股净现金流(最新)	-1.87	-1.26	1.23	1.89	2.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.12	11.12	12.55	14.21	16.15
长期借款增加	0	333	-3	0	0	估值比率					
普通股增加	20	0	0	0	0	P/E	28.51	29.53	22.48	18.87	16.05
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.14	3.77	3.34	2.95	2.59
现金净增加额	-579	-390	381	585	690	EV/EBITDA	18.49	18.13	16.31	9.62	14.01

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，从事基础化工行业研究，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。