

扬农化工(600486)

点评报告

耐麦草畏转基因作物推广持续向好，麦草畏需求高增长确定  
——扬农化工跟踪点评

✍️：杨云 执业证书编号：S0860510120006  
☎️：021-80108120  
✉️：caochengan@stocke.com.cn 报告联系人：曹承安

事件

近日孟山都公布 2017 财年业绩快报，报告期内，公司耐麦草畏转基因大豆 (Roundup Ready 2 Xtend®) 在美国推广种植面积超过 2000 万英亩，公司预期 2018 财年耐麦草畏转基因大豆在美国的种植面积将超过 4000 万英亩；2017 财年公司耐麦草畏转基因棉花 (Bollgard II® XtendFlex®) 推广种植面积超过 600 万英亩。

点评

□ 耐麦草畏转基因作物推广持续超预期，麦草畏需求高增长确定

2017 财年孟山都耐麦草畏转基因大豆种植面积超过 2000 万英亩 (约 809 万公顷)，较其最初预计值增加 500 万英亩；耐麦草畏转基因棉花种植面积超过 600 万英亩 (约 243 万公顷)，较其最初预计值增加 200 万英亩，两大转基因作物推广种植面积持续超预期。麦草畏需求增量主要来自耐麦草畏转基因作物的推广，根据孟山都 XtendiMax™ 麦草畏制剂规格和施用方法测算，2017 财年耐麦草畏转基因大豆带来的麦草畏需求增量为 7175 吨~9507 吨，2018 财年孟山都预计耐麦草畏转基因大豆种植面积将超过 4000 万英亩，相应的麦草畏需求增量将达到 1.44 万~1.9 万吨。随着耐麦草畏转基因作物的顺利推广，麦草畏未来需求高增长基本确定。

□ 麦草畏全球市场需求空间广阔，未来或迎来量价齐升格局

麦草畏传统领域应用较为平稳，年需求量约 1.5 万~2 万吨，随着全球耐麦草畏转基因作物渗透率的提升，未来麦草畏市场需求空间广阔。根据 Wind 统计，全球转基因大豆种植面积约 9165 万公顷，其中美国约 3200 万公顷，假设耐麦草畏转基因大豆全球渗透率达到 100%，则其带来的麦草畏需求增量将达 8.13 万~10.77 万吨，其中美国需求增量约为 2.84 万~3.76 万吨；全球转基因棉花种植面积约 2336 万公顷，随着耐麦草畏转基因棉花渗透率的提升，也将带来可观的麦草畏增量。麦草畏工艺技术壁垒较高，全球只有少数几家企业能够生产，当前全球麦草畏总产能约 3.7 万吨/年，预计到 2019 年中期将扩充至 4.7 万吨/年，未来麦草畏市场供需关系可能趋紧，或将迎来量价齐升格局。

□ 公司麦草畏产能有效释放，将助推公司业绩大幅提升

公司如东一期麦草畏 5000 吨/年产能于 2014 年底投产，如东二期新建 2 万吨/年产能，其中今年 4 月初投产 1 万吨/年产能，基本满负荷生产，公司 2017 年麦草畏订单量 1.2 万吨，较去年增加 7000~8000 吨，另外 1 万吨/年麦草畏产能基本建成，将根据市场情况择机释放。新建产能全部投产后，公司麦草畏总产能将达到 2.5 万吨/年，成为全球第一大麦草畏供应商。公司麦草畏全部采用二氯苯法工艺，产品纯度达到 98%，主要供应耐麦草畏转基因作物，同时公司拥有原料配套优势，行业竞争力强。随着麦草畏市场需求量的提升和公司新增产能的有效释放，将助推公司业绩大幅提升。

□ 菊酯和草甘膦价格有所上涨，如东三期奠定长期成长基础

评级

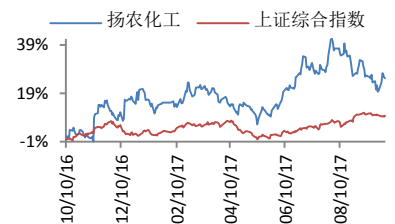
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥40.98

单季度业绩

元/股

2Q/2017	0.41
1Q/2017	0.44
4Q/2016	0.49
3Q/2016	0.28



公司简介

扬农化工是国内规模最大的拟除虫菊酯生产企业，目前已形成以菊酯为核心，除草剂为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，企业生产规模和技术水平居国内同行领先水平。

相关报告

- 1 《扬农化工 (600486) 半年报点评：上半年业绩稳步增长，如东二期项目快速推进》2017.08.21
- 2 《扬农化工 (600486) 一季报点评：一季报业绩靓丽，奠定全年业绩增长基础》2017.04.20
- 3 《扬农化工 (600486) 年报点评：业绩符合预期，麦草畏有望加速公司未来成长》2017.04.11
- 4 《扬农化工 (600486) 深度报告：菊酯行业领导者，麦草畏开启成长新篇章》2017.03.03

报告撰写人：杨云

数据支持人：曹承安

行业公司研究——化学制品行业一

根据百川资讯统计,近期农药细分品种价格纷纷上涨,其中95%氯氟菊酯原粉市场价上涨约5000元/吨至9万~10万元/吨,98%联苯菊酯原粉市场价上涨约5000元/吨至23万~24万元/吨,公司是全球菊酯龙头,产品种类丰富,有望受益于菊酯产品价格的上涨。公司草甘膦FOB价由8月份的3400美元/吨上调至3800美元/吨,公司拥有草甘膦原粉产能3万吨/年,本轮调价有望带来业绩增厚。此外,公司如东二期有望明年一季度前全部建成,投资20.2亿元的如东三期项目预计明年中期开工建设,将奠定公司长期成长基础。

#### □ 盈利预测及估值

我们维持此前对公司的盈利预测,预计公司2017-2019年归母净利润分别为5.66亿、7.32亿、8.42亿元,同比增长28.8%、29.4%、15%,对应EPS为1.83、2.36、2.72元,当前股价对应PE为22倍、17倍、15倍。维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

主要产品价格下跌、转基因作物推广不及预期、如东项目建设不及预期,汇率波动风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2928.97	3952.31	4919.47	5535.45
(+/-)	-5.95%	34.94%	24.47%	12.52%
净利润	439.26	565.77	732.32	841.99
(+/-)	-3.48%	28.80%	29.44%	14.98%
每股收益(元)	1.42	1.83	2.36	2.72
P/E	28.86	22.39	17.36	15.07

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3402.65	3615.16	4284.33	5477.57
现金	735.09	1186.63	1366.28	2178.92
应收账款	1072.68	1259.23	1628.58	1874.47
其它应收款	15.40	8.70	21.96	14.88
预付账款	72.05	67.89	66.87	68.94
存货	372.19	499.84	606.06	617.44
其他	1135.24	592.88	594.57	722.93
<b>非流动资产</b>	2297.84	2982.06	3505.45	3576.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	870.97	2048.83	2472.88	2595.05
无形资产	145.31	163.91	184.61	194.78
其他	1281.56	769.33	847.96	786.53
<b>资产总计</b>	5700.48	6597.22	7789.78	9053.94
<b>流动负债</b>	2091.09	2408.62	2841.48	3233.65
短期借款	300.00	162.47	133.33	177.78
应付账款	1533.37	1979.67	2361.13	2678.51
其他	257.72	266.48	347.02	377.36
<b>非流动负债</b>	49.18	43.28	45.61	46.02
长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90
其他	19.28	13.38	15.71	16.12
<b>负债合计</b>	2140.28	2451.89	2887.09	3279.67
少数股东权益	114.99	134.34	159.38	188.96
归属母公司股东权益	3445.22	4010.99	4743.31	5585.30
<b>负债和股东权益</b>	5700.48	6597.22	7789.78	9053.94
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	256.91	1078.63	1034.22	1233.99
净利润	455.74	585.12	757.37	871.57
折旧摊销	146.60	249.95	364.78	434.61
财务费用	-50.89	28.08	-60.80	-85.16
投资损失	-80.82	-77.34	-61.87	-46.40
营运资金变动	-287.18	383.57	124.66	42.62
其它	73.46	-90.76	-89.91	16.75
<b>投资活动现金流</b>	-839.88	-459.01	-886.63	-551.50
资本支出	-561.54	-822.82	-717.67	-618.15
长期投资	352.18	-105.91	-137.16	126.74
其他	-630.52	469.71	-31.80	-60.09
<b>筹资活动现金流</b>	180.99	-168.08	32.08	130.16
短期借款	300.00	-137.53	-29.13	44.44
长期借款	29.90	0.00	0.00	0.00
其他	-148.91	-30.55	61.21	85.71
<b>现金净增加额</b>	-401.98	451.53	179.66	812.64

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2928.97	3952.31	4919.47	5535.45
营业成本	2202.04	2906.09	3642.01	4069.24
营业税金及附加	10.70	14.44	17.98	20.23
营业费用	35.85	35.57	44.28	49.82
管理费用	268.83	339.90	423.07	476.05
财务费用	-50.89	28.08	-60.80	-85.16
资产减值损失	14.83	20.01	24.91	28.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.82	77.34	61.87	46.40
<b>营业利润</b>	528.44	685.55	889.90	1023.66
营业外收入	9.12	9.79	8.25	9.05
营业外支出	7.94	6.96	7.13	7.34
<b>利润总额</b>	529.62	688.38	891.02	1025.37
所得税	73.88	103.26	133.65	153.81
<b>净利润</b>	455.74	585.12	757.37	871.57
少数股东损益	16.48	19.35	25.05	29.58
<b>归属母公司净利润</b>	439.26	565.77	732.32	841.99
EBITDA	678.67	934.80	1244.19	1441.24
EPS (元)	1.42	1.83	2.36	2.72
<b>主要财务比率</b>				
	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-5.95%	34.94%	24.47%	12.52%
营业利润	-7.28%	29.73%	29.81%	15.03%
归属母公司净利润	-3.48%	28.80%	29.44%	14.98%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.82%	26.47%	25.97%	26.49%
净利率	15.56%	14.80%	15.40%	15.75%
ROE	12.93%	14.68%	16.19%	15.77%
ROIC	12.12%	13.85%	15.23%	14.77%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.55%	37.17%	37.06%	36.22%
净负债比率	15.57%	7.89%	5.70%	6.39%
流动比率	1.63	1.50	1.51	1.69
速动比率	1.45	1.29	1.29	1.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.64	0.68	0.66
应收帐款周转率	4.83	5.04	4.87	4.65
应付帐款周转率	2.35	2.47	2.56	2.39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.42	1.83	2.36	2.72
每股经营现金	0.83	3.48	3.34	3.98
每股净资产	11.12	12.94	15.31	18.02
<b>估值比率</b>				
P/E	28.86	22.39	17.36	15.07
P/B	3.77	3.23	2.73	2.32
EV/EBITDA	1.30	12.96	9.59	7.77

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>