

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2017年10月23日

麦草畏放量超预期，扬农三季度业绩大幅增长

扬农化工三季度业绩符合预期

公司今日披露 2017 年三季度报告，实现营业收入 31.5 亿元，同比增长 45.80%；实现净利润 4.1 亿元，同比增长 38.20%，EPS 1.31 元。其中 Q3 单季度营业收入 11.5 亿元，同比增长 103.3%；实现净利润 1.5 亿元，同比增长 88.0%。此外，考虑到 Q3 财务费用 2900 万元（主要为汇兑损失），公司实际经营情况更好。公司 Q3 业绩的高增长主要源于麦草畏的放量，Q3 单季度公司除草剂产品销量为 1.69 万吨，我们预计其中麦草畏 4000 吨左右。

孟山都加速双抗作物推广，公司麦草畏放量有望超预期

孟山都近期公布 17 年双抗大豆种植面积为大于 2000 万英亩，棉花种植面积 600 万英亩，较年初目标大幅提高（1500/400 万英亩）。此外孟山都对 18-19 年双抗大豆的种植面积做出指引，预期 18 年推广面积为大于 4000 万英亩，19 年进一步达到 5000 万英亩。双抗种子推广不断超预期，麦草畏需求十分强劲，我们测算 17-19 年麦草畏全球需求量为 3.02/4.16/5.50 万吨，其中双抗需求 1.20/2.16/3.30 万吨。

扬农化工是麦草畏的行业龙头，现有产能 2.5 万吨。公司和跨国巨头深度合作，长单销售，对产能利用率有保证。公司采用二氯苯工艺路线，成本较同行更低。此外公司全产业链优势突出，扬农集团是国内为数不多可以大规模生产二氯苯、三氯苯的企业，为公司原料供应提供安全保障。随着孟山都双抗种子推广超预期，我们判断扬农麦草畏全年产销量有望达到 1.3-1.4 万吨，当前麦草畏合理的盈利区间为 2.5-3.0 万元/吨。

原料紧张，供给收缩，菊酯产品有望继续涨价

环保趋严，供给紧张，功夫菊酯 Q3 均价上涨至 17.1 万元/吨，同比上涨 22.0%。我们判断菊酯类产品价格未来将继续上行，首先春江润田（菊酯产品总产能 4000 吨）近期因安全事故停产，短期预计无法复产；其次菊酯重要中间体胍亨酸甲酯供应商南通天泽因环保问题被停产，部分菊酯生产企业面临原料供应短缺问题。扬农是菊酯行业龙头，拥有菊酯完整产业链，技术优势雄厚。我们测算，菊酯每涨价 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.02 元。

草甘膦大幅涨价，IDA 工艺更受益

近期环保高压，厂商库存低位，草甘膦供给继续收缩；此外原料甘氨酸供应紧张价格大幅上涨，草甘膦 Q3 均价 2.3 万元/吨，同比上涨 30.5%。扬农采用乙二醇胺-IDA 法，三废更低、副产物较少，环保压力小。我们测算，草甘膦每涨价 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.07 元。

维持“买入”评级

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 6.2/8.5/9.7 亿元，对应 EPS 为 2.02/2.75/3.12 元，现价对应 2017 年 PE 21X。随着如东二期 2 万吨麦草畏负荷提高，扬农化工打开成长空间。此外公司是国内菊酯龙头企业，受益于菊酯涨价，盈利持续改善；草甘膦涨价预期大，为公司提供业绩弹性。参考可比公司，给予目标价 51.0 元，25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：麦草畏产销量低于预期，美元贬值

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,114.13	2,928.97	3,959.59	4,940.99	5,753.20
增长率(%)	10.41	(5.95)	35.19	24.79	16.44
EBITDA(百万元)	695.77	624.15	893.10	1,124.92	1,268.14
净利润(百万元)	455.09	439.26	624.91	852.31	967.38
增长率(%)	0.09	(3.48)	42.26	36.39	13.50
EPS(元/股)	1.47	1.42	2.02	2.75	3.12
市盈率(P/E)	29.15	30.20	21.23	15.57	13.71
市净率(P/B)	4.23	3.85	3.45	2.90	2.46
市销率(P/S)	4.26	4.53	3.35	2.69	2.31
EV/EBITDA	10.08	16.65	12.14	8.92	6.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.81 元
目标价格	51.0 元
上次目标价	51 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.90
流通 A 股股本(百万股)	309.90
A 股总市值(百万元)	13,266.77
流通 A 股市值(百万元)	13,266.77
每股净资产(元)	11.54
资产负债率(%)	41.37
一年内最高/最低(元)	44.48/30.91

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 联系人
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《扬农化工-公司点评:孟山都转基因作物超预期，麦草畏需求持续向好》 2017-10-09
- 《扬农化工-公司点评:禁用传言证伪，麦草畏打开成长空间》 2017-09-27
- 《扬农化工-半年报点评:麦草畏持续放量，菊酯、草甘膦有望继续涨价》 2017-08-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,122.82	735.09	2,019.14	2,716.28	4,146.89
应收账款	554.18	683.03	526.84	845.66	752.45
预付账款	60.68	72.05	93.88	108.78	130.46
存货	321.40	372.19	323.23	438.00	452.60
其他	420.61	1,540.29	644.90	904.10	735.14
流动资产合计	2,479.69	3,402.65	3,607.99	5,012.82	6,217.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	955.46	870.97	1,424.58	1,425.34	1,389.81
在建工程	3.40	830.09	207.52	124.51	74.71
无形资产	151.10	146.69	142.35	138.01	133.67
其他	1,067.71	450.09	546.10	681.86	554.28
非流动资产合计	2,177.67	2,297.84	2,320.55	2,369.73	2,152.47
资产总计	4,657.36	5,700.48	5,928.54	7,382.55	8,370.02
短期借款	0.00	300.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	829.24	1,081.85	1,192.36	1,649.29	1,710.51
其他	578.96	709.24	741.11	981.47	1,050.57
流动负债合计	1,408.20	2,091.09	1,933.47	2,630.75	2,761.09
长期借款	0.00	29.90	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.46	19.28	13.38	15.71	16.12
非流动负债合计	14.46	49.18	13.38	15.71	16.12
负债合计	1,422.66	2,140.28	1,946.85	2,646.46	2,777.21
少数股东权益	98.10	114.99	136.36	166.30	200.75
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37
留存收益	2,735.69	3,035.50	3,535.43	4,259.89	5,082.16
其他	(724.37)	(715.55)	(815.37)	(815.37)	(815.37)
股东权益合计	3,234.69	3,560.21	3,981.69	4,736.09	5,592.81
负债和股东权益总	4,657.36	5,700.48	5,928.54	7,382.55	8,370.02

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	470.40	455.74	624.91	852.31	967.38
折旧摊销	182.88	146.60	83.77	87.99	90.52
财务费用	(19.88)	(4.41)	50.00	0.00	0.00
投资损失	(49.60)	(80.82)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	8.89	(632.65)	593.52	(8.46)	356.14
其它	(347.37)	372.44	21.37	29.94	34.45
经营活动现金流	245.33	256.91	1,293.57	881.77	1,368.49
资本支出	96.82	877.30	5.91	(2.33)	(0.42)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(894.52)	(1,717.18)	591.48	(54.83)	207.16
投资活动现金流	(797.70)	(839.88)	597.39	(57.16)	206.74
债权融资	0.00	333.22	1.11	1.47	1.97
股权融资	123.99	59.71	(149.82)	0.00	0.00
其他	(170.92)	(211.94)	(458.20)	(128.95)	(146.58)
筹资活动现金流	(46.92)	180.99	(606.91)	(127.48)	(144.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(599.30)	(401.98)	1,284.05	697.13	1,430.62

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.13	2,928.97	3,959.59	4,940.99	5,753.20
营业成本	2,286.81	2,202.04	2,781.67	3,425.55	4,007.73
营业税金及附加	7.54	10.70	13.86	17.29	20.14
营业费用	38.29	35.85	51.47	66.70	77.67
管理费用	291.01	268.83	368.24	459.51	535.05
财务费用	(57.07)	(50.89)	50.00	0.00	0.00
资产减值损失	27.18	14.83	15.00	15.00	15.00
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	80.00	80.00	80.00
其他	(99.19)	(161.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	569.96	528.44	759.34	1,036.93	1,177.62
营业外收入	5.85	9.12	9.00	9.00	9.00
营业外支出	6.50	7.94	8.00	8.00	8.00
利润总额	569.31	529.62	760.34	1,037.93	1,178.62
所得税	98.91	73.88	114.05	155.69	176.79
净利润	470.40	455.74	646.29	882.24	1,001.83
少数股东损益	15.32	16.48	21.37	29.94	34.45
归属于母公司净利润	455.09	439.26	624.91	852.31	967.38
每股收益(元)	1.47	1.42	2.02	2.75	3.12

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.41%	-5.95%	35.19%	24.79%	16.44%
营业利润	4.60%	-7.28%	43.69%	36.56%	13.57%
归属于母公司净利润	0.09%	-3.48%	42.26%	36.39%	13.50%
获利能力					
毛利率	26.57%	24.82%	29.75%	30.67%	30.34%
净利率	14.61%	15.00%	15.78%	17.25%	16.81%
ROE	14.51%	12.75%	16.25%	18.65%	17.94%
ROIC	42.15%	38.75%	32.78%	62.02%	74.62%
偿债能力					
资产负债率	30.55%	37.55%	32.84%	35.85%	33.18%
净负债率	-5.85%	8.42%	26.92%	-1.55%	-1.27%
流动比率	1.76	1.63	1.87	1.91	2.25
速动比率	1.53	1.45	1.70	1.74	2.09
营运能力					
应收账款周转率	6.91	4.73	6.55	7.20	7.20
存货周转率	11.67	8.45	11.39	12.98	12.92
总资产周转率	0.69	0.57	0.68	0.74	0.73
每股指标(元)					
每股收益	1.47	1.42	2.02	2.75	3.12
每股经营现金流	0.79	0.83	4.17	2.85	4.42
每股净资产	10.12	11.12	12.41	14.75	17.40
估值比率					
市盈率	29.15	30.20	21.23	15.57	13.71
市净率	4.23	3.85	3.45	2.90	2.46
EV/EBITDA	10.08	16.65	12.14	8.92	6.92
EV/EBIT	13.68	21.76	13.40	9.68	7.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com