2017 年 10 月 25 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 50.00

扬农化工（600486.SH） Buy 买入

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2017/10/24)	46.14
深证成指(2017/10/24)	3388.25
股价 12 个月高/低	46.45/30.58
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	142.99
主要股东	江苏扬农化工集团有限公司(36.17%)
每股净值(元)	12.04
股价/帐面净值	3.83

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	23.1	10.2	42.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

杀虫剂	45.57%
除草剂	42.87%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	42.0%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势

除草剂业务板块大幅增长，带动公司前三季度业绩大幅增长

结论与建议：

公司发布三季度业绩公告， 2017年前三季度公司实现营业总收入31.47亿元，同比增长 45.8%，实现归母净利润 4.07亿 元，同比增长38.2%，扣除非经常损益后的净利润3.57亿元，同比增长47.8%，其中第三季度，实现营业总收入11.45亿元，同比增长103.3%，环比增长20.3%，实现归母净利润 1.54亿 元，同比增长87.8%，环比增长24.8%。2017年第四季度，环保政策趋严，加之国外农化巨头补库存需求，公司产品价格有望高位运行，公司17年全年业绩有望保持稳定增长，给予 “买入”评级。

- **公司业绩增长主要受益于除草剂业务：**公司主要营业收入来源于杀虫剂和除草剂，杀虫剂主要产品是除虫菊酯，除草剂主要产品是草甘膦和麦草畏。17 年前三季度杀虫剂实现营业收入 14.34 亿元，占总营业收入的 45.57%，除草剂实现营业收入 13.49 亿元，占总营业收入的 42.87%，除草剂业务占比进一步扩大。除草剂因优嘉公司二期工程部分专案完工，产能增加，如 2 万吨麦草畏产能逐渐释放，17 年前三季度除草剂销售量为 3.56 万吨，相当于上年 9 成的销售量，第三季度除草剂销售量为 1.6 万吨，环比大幅增长 118.72%，同时，因环保政策等因素影响，公司除草剂前三季度平均售价为 3.79 万元/吨，同比增涨 51.95%。除草剂量价齐升，带动公司单季利润达到 1.54 亿元，创历史新高。
- **前三季度毛利率持续改善，汇兑损失拖累业绩增长：**公司 17 年前三季度综合毛利率分别为 24.83%、26.53%、28.04%，仅一季度同比有所下降，而三季度同比增加 4 个百分点，综合毛利率连续增加，主要受益于产品价格上涨幅度大于原材料上涨幅度，另外随着麦草畏产能逐步释放，单吨麦草畏成本有所下降。在财务费用率方面，17 年前三季财务费用率为 1.83%，而去年同期为-1.09%，财务费用增加一方面是贷款费用增加至利息支出费用增加，另一方面是由汇率波动而产生汇兑损失，上年同期体现为汇兑收益，财务费用率的上升放缓了公司业绩上涨幅度。
- **转基因作物顺利推广，麦草畏前景广阔：**孟山都 17 财年中大力推广的 Roundup Ready 2 Xtend 转基因大豆在美种植面积大于 2000 万英亩，同时该公司预计 2018 财年，该转基因大豆在美种植面积将在 2017 财年基础上翻倍，将超过 4000 万英亩，种植面积的迅速扩张，带动相关农药产品大幅增加。公司如东二期 2 万吨/年麦草畏产能主要用于转基因作物，随着公司麦草畏产能逐步释放 ，公司 2.5 万吨/年麦草畏产能成为全球麦草畏龙头企业，麦草畏因转基因作物推广而有望持续保持高景气度，将为公司带来稳定的业绩增长点。
- **草甘膦价格有望持续上涨：** 受到 17 年环保趋严，迭加 “2+26”城市冬季环保限产等因素影响，甘氨酸法草甘膦上游原料甘氨酸、黄磷产能将受到影响，如河北是国内甘氨酸主产区，产能占比近 50%。产能受限，带来上游原料价格上涨，对草甘膦价格形成有力支撑。公司 3 万吨/年草甘膦采用 IDA 法生产，二乙醇胺为主要原料，其价格相对平稳，相对于甘氨酸法，公司 3 万吨 IDA 法草甘膦更加收益。

- **如东三期项目，为未来业绩增长带来新动力：**继公司如东二期项目之后，公司再投资超 20.22 亿，计画建设 11475 吨杀虫剂、1000 吨除草剂、3000 吨杀菌剂，涵盖菊酯、除草剂、杀菌剂等 9 个品种，建设周期预计 3 年。如东三期投产后预计可贡献年收入约 20 亿、净利润 3 亿，成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测：**我们预计公司 2017/2018 年实现净利润 5.96/7.41 亿元，yoy+35.58%/+24.41%，折合 EPS 为 1.92/2.39 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 24.0 倍和 19.3 倍。国内环保政策趋严，国际农化巨头转基因作物的推广，公司产品有望延续高景气度，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建专案进度不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	455.09	439.26	595.56	740.91	930.71
同比增减	%	0.09%	-3.48%	35.58%	24.41%	25.62%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.47	1.42	1.92	2.39	3.00
同比增减	%	-16.59%	-3.48%	35.58%	24.41%	25.62%
A 股市盈率(P/E)	X	31.42	32.55	24.01	19.30	15.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.45	0.43	0.39	0.484	0.535
股息率 (Yield)	%	0.98%	0.00%	0.85%	1.05%	1.16%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.13	2,928.97	4,413.51	5,002.11	5,868.94
经营成本	2,286.81	2,202.04	3,210.75	3,603.12	4,190.33
营业税金及附加	7.54	10.70	14.11	9.69	18.42
销售费用	38.29	35.85	49.96	40.18	65.20
管理费用	291.01	268.83	379.62	438.66	460.76
财务费用	-57.07	-50.89	81.57	90.84	106.45
资产减值损失	27.18	14.83	24.26	30.13	31.66
投资收益	49.60	80.82	75.34	88.90	94.24
营业利润	569.96	528.44	737.04	878.39	1,090.35
营业外收入	5.85	9.12	2.15	2.26	2.39
营业外支出	6.50	7.94	3.43	3.60	3.82
利润总额	569.31	529.62	735.76	877.05	1,088.93
所得税	98.91	73.88	110.04	104.93	119.86
少数股东损益	15.32	16.48	30.16	31.21	38.36
归属于母公司股东权益	455.09	439.26	595.56	740.91	930.71

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,122.82	735.09	1,219.25	1,679.20	2,180.55
应收账款	546.38	667.63	834.54	876.26	946.37
存货	321.40	372.19	576.89	605.74	654.20
流动资产合计	2,479.69	3,402.65	4,820.41	5,460.42	6,264.27
长期股权投资			0.00	0.00	0.00
固定资产	955.46	870.97	914.52	960.24	1,037.06
在建工程	3.40	830.09	722.55	778.55	902.12
非流动资产合计	2,177.67	2,297.84	2,562.09	2,710.07	2,988.16
资产总计	4,657.36	5,700.48	7,382.50	8,170.50	9,252.43
流动负债合计	1,408.20	2,091.09	3,241.21	3,403.27	3,675.53
非流动负债合计		29.90	46.35	48.66	52.56
负债合计	1,422.66	2,140.28	3,317.43	3,483.31	3,761.97
少数股东权益	98.10	114.99	145.15	176.36	214.71
股东权益合计	3,234.69	3,560.21	4,065.07	4,687.19	5,490.46
负债及股东权益合计	4,657.36	5,700.49	7,382.50	8,170.50	9,252.43

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	245.33	256.91	734.76	698.02	760.85
投资活动产生的现金流量净额	-797.70	-839.88	-377.95	-359.05	-391.36
筹资活动产生的现金流量净额	-46.92	180.99	119.45	113.48	123.69
现金及现金等价物净增加额	-579.42	-390.20	484.16	459.95	501.35

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。