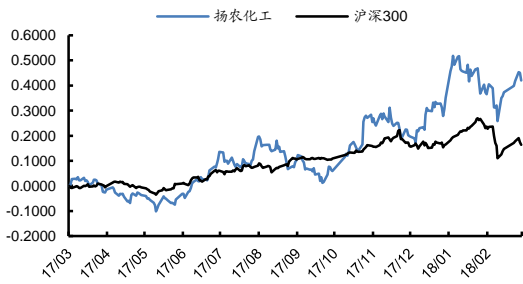


研究所
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈博 S0350518010001
 010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
 联系人：谷航 S0350117040024
 021-58901053 guh@ghzq.com.cn

国际龙头巴斯夫（BASF）完成麦草畏扩产，行业高度景气

——扬农化工（600486）国际对标巴斯夫公司 2017 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
扬农化工	3.9	18.5	42.3
沪深 300	-5.2	0.6	16.3

市场数据

市场数据	2018-02-28
当前价格（元）	52.18
52 周价格区间（元）	32.65 - 57.40
总市值（百万）	16170.52
流通市值（百万）	16170.52
总股本（万股）	30989.89
流通股（万股）	30989.89
日均成交额（百万）	93.85
近一月换手（%）	14.97

相关报告

- 《扬农化工（600486）下游客户孟山都公司一季报点评：麦草畏下游“双抗”种子产品推广符合预期，行业龙头率先完成扩产受益显著》——2018-01-05
- 《扬农化工（600486）动态研究：农药行业龙头，麦草畏产能释放扩大公司业绩弹性》——2017-11-29
- 《扬农化工（600486）三季报点评：草甘膦高景气度催生业绩大增（增持）*化工行业*代鹏举》——2013-10-29
- 《扬农化工（600486）中报点评：近看草甘膦，

事件：

2018年2月28日，扬农化工（600486）国际对标龙头公司巴斯夫（BASF）发布 2017 年年报，2017 年巴斯夫（BASF）实现销售收入 644.75 亿欧元，同比 2016 年的 575.50 亿欧元增长 12.0%；实现息税前利润（EBIT）85.22 亿欧元，同比 2016 年的 62.75 亿欧元增长 35.8%；2017 年实现净利润 60.78 亿欧元，同比 2016 年的 40.56 亿欧元增长 49.9%；实现每股收益 6.62 欧元/股，同比增长 49.8%；2017 年自由现金流达到 47.89 亿欧元，同比 2016 年的 35.72 亿欧元，增长 34.1%。

截至 2017 年底巴斯夫公司总资产 787.68 亿欧元，同比增长 3.0%；账上现金及等价物达到 64.95 亿欧元，同比增长 372.4%；负债达到 440.12 亿欧元，同比增长 0.2%，资产负债率达到 55.9%，同比下降 1.5 个百分点。

涉及麦草畏的农药及解决方案业务板块 2017 年实现营业收入 56.96 亿欧元，同比增长 2.3%；实现息税前利润 10.15 亿欧元，同比下降 2.1%；实现息税前利率 17.8%，同比下降 0.8 个百分点。

2017 年在投资与收购业务方面，巴斯夫公司总投资 40.20 亿欧元，同比 2016 年下降 2.02 亿欧元。在北美的投资中公司在德州建立了合成氨生产线，同时在德州的 Beaumont（波蒙特城）城市麦草畏扩产已经完成，并且已经运行。

根据合理测算，巴斯夫原有麦草畏产能 8000 吨/年，本次完成投产后预计总产能增加 50%以上，保守估计将达到 1.6 万吨。新增产能投放印证麦草畏行业景气度高。

投资要点：

- 农药行业龙头，全面布局除草剂、杀虫剂和杀菌剂业务行业竞争力强。公司是农药行业龙头，全面布局除草剂、杀虫剂和杀菌剂产业，除草剂方面目前公司拥有 3 万吨/年草甘膦产能和 2.5 万吨/年麦草畏产能，杀虫剂方面，公司布局农用和卫生用菊酯产品，2016 年公司杀虫剂总产量在 1 万吨以上，其中菊酯产品总产量达到 8000 吨；杀菌剂方面，公司拥有氟啶胺产能 600 吨/年，受益于农药行业高景气度，公司整体竞争力强。

远看麦草畏（买入）*化工行业*代鹏举》——
2013-08-27

《扬农化工（600486）2013年一季报预告点评：
草甘膦高景气度充分受益 z(买入)*化工*代鹏举》
——2013-04-12

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司
已发行股份的 1%。

- **麦草畏产品下游需求旺盛,公司新增 2 万吨产能持续放量扩大业绩弹性。** 2016 年 7 月 1 日后百草枯水剂在国内全面禁用, 作为其替代产品麦草畏、草甘膦、草铵膦景气度提升, 海外方面美国孟山都公司开发出抗麦草畏的棉花、大豆种子并且规划在北美和南美地区推广, 麦草畏作为与草甘膦混配剂能够杀灭因长期使用单一草甘膦而产生抗草甘膦杂草, 提升除草效果。在此下游需求旺盛背景下, 公司从 2015 年起为优嘉子公司增资, 实现麦草畏产品从 5000 吨/年产能扩产到 2.5 万吨/年, 新增麦草畏产能持续放量扩大公司业绩弹性。
- **退城入园规划逐步落地, 如东地区布局开启公司业绩增长征程。** 公司从 2013 年开始规划如东地区优嘉公司产业园的建设, 实现从扬州本部退城入园, 目前已经完成三期项目建设, 目前如东优嘉子公司 2600 吨卫生菊酯项目已经投产, 本部产品产能将逐步关停, 实现退城入园, 在环保和公用工程配套等优势逐步扩展的情况下, 未来如东产业园将成为开启公司业绩增长新空间。
- **盈利预测和投资评级:** 我们看好公司作为农药行业龙头的发展未来, 公司新投麦草畏产能达产后, 除草剂产品业务将进一步扩大公司业绩弹性。预计公司 2017 至 2019 年 EPS 分别为 1.81、2.34 和 2.77 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 农药产品价格下降风险; 农药产品下游需求低于预期; 公司新增产能建设进度低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2929	4185	5243	6318
增长率(%)	-5.9%	42.9%	25.3%	20.5%
净利润(百万元)	439	559	726	859
增长率(%)	-3%	27%	30%	18%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.81	2.34	2.77
ROE(%)	12.34%	13.60%	15.38%	16.89%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 扬农化工盈利预测表

证券代码:	600486.sh	股票价格:	52.18	投资评级:	买入	日期:	2018/2/28		
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	14%	15%	17%	EPS	1.42	1.81	2.34	2.77
毛利率	25%	27%	27%	27%	BVPS	11.12	12.84	14.71	15.82
期间费率	9%	12%	11%	11%	估值				
销售净利率	15%	13%	14%	14%	P/E	36.81	28.91	22.29	18.82
成长能力					P/B	4.69	4.06	3.55	3.30
收入增长率	-6%	43%	25%	21%	P/S	5.52	3.86	3.08	2.56
利润增长率	-3%	27%	30%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.51	0.59	0.62	0.66	营业收入	2929	4185	5243	6318
应收账款周转率	2.69	2.92	3.04	3.04	营业成本	2202	3062	3832	4626
存货周转率	5.92	5.62	5.89	6.08	营业税金及附加	11	21	24	28
偿债能力					销售费用	36	63	73	82
资产负债率	38%	42%	44%	47%	管理费用	269	360	461	562
流动比	1.63	1.75	1.77	1.77	财务费用	(51)	50	30	25
速动比	1.45	1.55	1.58	1.59	其他费用/(-收入)	66	52	55	45
					营业利润	528	681	877	1039
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	1	4	7	3
现金及现金等价物	735	2025	2776	3292	利润总额	530	685	884	1042
应收款项	1088	1433	1724	2077	所得税费用	74	106	134	154
存货净额	372	549	655	765	净利润	456	578	749	888
其他流动资产	1207	1379	1623	1831	少数股东损益	16	19	24	28
流动资产合计	3403	4760	6150	7334	归属于母公司净利润	439	559	726	859
固定资产	871	1299	1393	1380					
在建工程	830	380	360	276	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	145	145	136	136	经营活动现金流	257	528	908	995
长期股权投资	0	1	2	3	净利润	456	578	749	888
资产总计	5700	7038	8493	9581	少数股东权益	16	19	24	28
短期借款	300	400	500	550	折旧摊销	147	87	123	130
应付款项	1533	1978	2579	3177	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	126	172	187	173	营运资金变动	(362)	(157)	12	(51)
其他流动负债	132	175	211	244	投资活动现金流	(840)	(69)	(200)	(37)
流动负债合计	2091	2725	3477	4144	资本支出	(742)	(66)	(197)	(33)
长期借款及应付债券	30	180	280	330	长期投资	0	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	19	19	19	19	其他	(98)	(2)	(2)	(3)
长期负债合计	49	199	299	349	筹资活动现金流	181	225	55	(416)
负债合计	2140	2925	3776	4493	债务融资	330	250	200	100
股本	310	310	310	310	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3560	4113	4717	5088	其它	(149)	(25)	(145)	(516)
负债和股东权益总计	5700	7038	8493	9581	现金净增加额	(402)	684	764	543

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年券商行研经验。

谷航，北京大学化学专业本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年项目管理经验，现在负责化工行业研究。

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。