

推荐（首次）

## 扬农化工（600486）深度报告

风险评级：中风险

菊酯和麦草畏龙头，子公司优嘉推动公司成长

2018年3月29日

### 投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

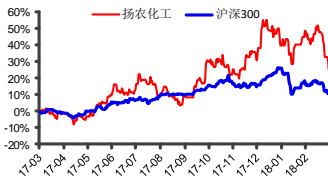
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

### 主要数据

2018年3月28日

收盘价(元)	44.93
总市值(亿元)	139.24
总股本(亿股)	309.90
流通股本(亿股)	309.90
ROE(TTM)	14.79%
12月最高价(元)	55.80
12月最低价(元)	32.65

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- 公司简介：农药龙头企业，实际控制人是中化集团。**公司主要经营农药原药，除草剂主要有草甘膦和麦草畏，草甘膦产能3万吨/年，麦草畏2.5万吨/年。公司的杀虫剂主要是拟除虫菊酯产品，分为农用菊酯和卫生菊酯，农用菊酯产能5500吨/年，卫生菊酯产能2600吨/年，还有菊酯中间体胥亭酸甲酯5000吨/年。杀菌剂主要是氟啶胺，产能600吨/年。中化集团实际掌握扬农集团40.59%股权，为扬农集团第一大股东。
- 杀虫剂：公司是菊酯行业龙头，受益产品价格上涨。**公司是国内唯一实现基础化工原料-中间体-农药原药产业链一体化的拟除虫菊酯生产厂家。目前公司菊酯产品销售规模为国内第一，全球第二，全球市场份额仅次于日本住友化学，与之形成双寡头竞争格局。在国内卫生菊酯市场，公司市场份额约70%；在国内农用菊酯市场，公司市场份额约30%。菊酯类杀虫剂具备高效、低毒的突出优势，市场前景良好。随着环保政策不断的趋严，拟除虫类菊酯中间体出现供应紧张，部分生产企业被迫退出，菊酯各类产品价格均出现大幅上涨。
- 除草剂：草甘膦有望走出低谷，麦草畏推动公司业绩快速增长。**《控制污染物排污许可证实行方案》颁发，到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，农药行业是排污许可证重点行业。《环境保护税法》于2018年1月1日起施行，提高了环保税征收的规范性和透明度。这些都有利于技术先进、注重环保的优秀企业。在环保政策不断趋严下，草甘膦有效供给受限，价格逐渐走出低谷。**麦草畏：除草剂明日之星。**除草剂第一大品种草甘膦出现了杂草抗药性，麦草畏与草甘膦的复配混用能较好的解决这个问题。国际种子巨头推出了耐麦草畏系列转基因种子并大力推广，耐麦草畏作物的种植面积得到不断扩大，带来麦草畏需求快速增长。公司已经成为全球最大的麦草畏生产商，占全球产能一半以上，公司与孟山都紧密合作，先发优势明显。
- 子公司优嘉盈利能力强，三期项目保障公司成长。**优嘉公司成立于2013年1月，一期项目投资6.14亿元，于2014年末建成并投产；二期项目投资合计约30亿元，部分项目已经投产并实现收益，预计2018年可全面投产；三期项目投资20.2亿元，建设期3年，项目建成投产后，预计年均营业收入为15.41亿元。优嘉公司净利润率都在20%以上，远高于公司子公司优士公司（持股95%）10%左右的净利润率。
- 给予公司“推荐”投资评级。**公司是菊酯、麦草畏龙头企业，特别麦草畏产能投产恰逢市场需求快速增长，说明公司对行业市场的把握能力。公司盈利能力强，近5年ROE均高于同类可比公司，并且波动幅度相对较小。子公司优嘉公司盈利能力远高于公司原有业务，随着项目的不断投产，推动公司业绩快速增长，二期项目将在2018年全面投产，公司2018年业绩增长有保障，三期项目将再给公司业绩带上一个新台阶。我们预计公司2017年、2018年EPS分别1.84元、2.48元，目前股价对应PE分别为24倍、18倍，给予公司“推荐”投资评级。

## 目 录

1. 公司简介：农药龙头企业，盈利能力强 .....	3
2. 杀虫剂：公司是菊酯行业龙头，受益产品价格上涨.....	6
3. 除草剂：草甘膦有望走出低谷，麦草畏推动公司业绩快速增长.....	8
4. 子公司优嘉盈利能力强，三期项目保障公司成长.....	11
5. 给予公司“推荐”投资评级.....	12

## 插图目录

图 1：中化集团是公司的实际控制人 .....	3
图 2：公司营业收入和净利润情况（亿元） .....	4
图 3： 公司主营业务收入结构（2016） .....	4
图 4：公司产品以出口为主 .....	5
图 5：扬农化工 ROE 高于同类可比公司.....	5
图 6：公司杀虫剂产销量（吨） .....	7
图 7：菊酯产品价格走势（元/吨） .....	7
图 8：草甘膦价格有望逐渐走出低谷 .....	9
图 9：公司除草剂产销量（吨）（2016 年公司 5000 吨麦草畏投产） .....	9

## 表格目录

表 1：公司主营业务产品情况 .....	3
表 2：2016 年中国农药生产企业综合实力前十.....	4
表 3：拟除虫菊酯类农药优势 .....	6
表 4：高毒性杀虫剂陆续遭到禁用或限用 .....	6
表 5：国内草甘膦主要生产企业 .....	8
表 6：全球麦草畏主要生产企业 .....	10
表 7：子公司优嘉三期项目 .....	11
表 8：子公司优嘉净利润率远高于子公司优士.....	12
表 9：公司盈利预测简表 .....	错误！未定义书签。

## 1. 公司简介：农药龙头企业，实际控制人是中化集团

扬农化工主营业务为农药产品的生产、销售，产品主要分为除草剂、杀虫剂和杀菌剂，公司主要经营农药原药，客户主要是下游制剂企业。公司的除草剂主要有草甘膦和麦草畏两个品种，草甘膦产能3万吨/年，麦草畏2.5万吨/年。公司的杀虫剂主要是拟除虫菊酯产品，分为农用菊酯和卫生菊酯，农用菊酯产能5500吨/年，卫生菊酯产能2600吨/年，还有菊酯中间体贲亭酸甲酯5000吨/年。杀菌剂主要有氟啶胺，产能600吨/年。

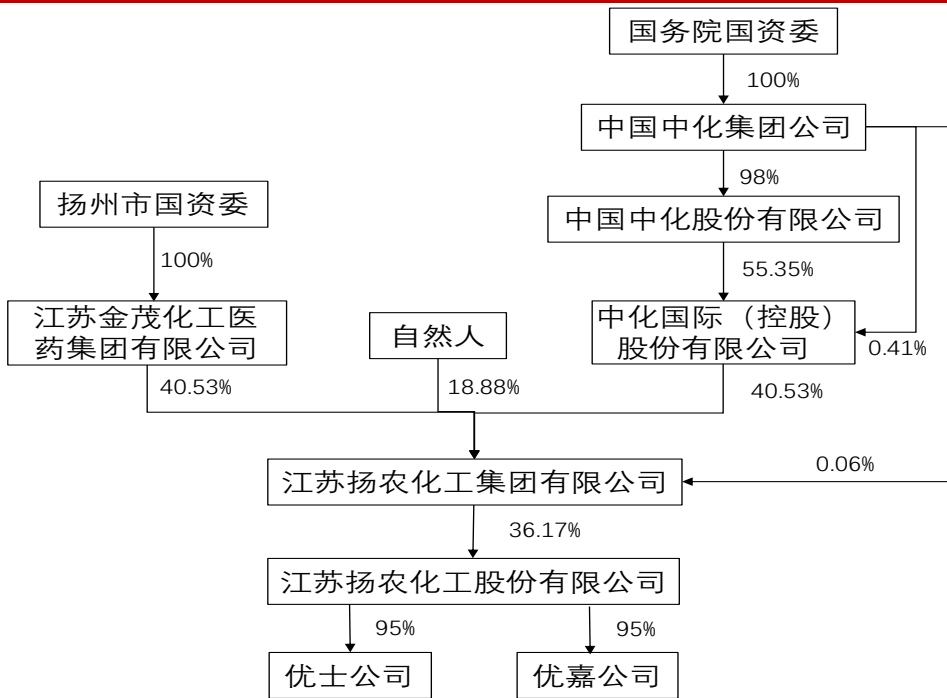
表1：公司主营业务产品情况

品类	品名	产能（吨/年）	备注
除草剂	草甘膦	30000	实际产量有 3.5 万吨
	麦草畏	25000	
杀虫剂	卫生菊酯	2600	如东二期 2600 吨投产，原有 3500 吨退出。 功夫菊酯 2000 吨、联苯菊酯 800 吨、氯氰菊酯 500 吨。
	农用菊酯	5500	
	贲亭酸甲酯	5000	
杀菌剂	氟啶胺	600	重要菊酯中间体。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司实际控制人是中化集团，2012年中化集团通过购买和增资获得40.53%扬农集团股份，2014年扬州国资委旗下金茂集团转让扬农集团0.06%股权，中化集团实际掌握扬农集团40.59%股权，成为扬农集团第一大股东。中化集团最大的农业投入品（化肥、种子、农药）一体化经营企业，中化集团的农药业务涵盖产品研发、原药生产、制剂加工及分装、产品登记、品牌营销等产业链各环节。中化集团下属的沈阳化工研究院、浙江省化工研究院作为两大国家级农药研发平台，拥有国内领先的农药创制能力。

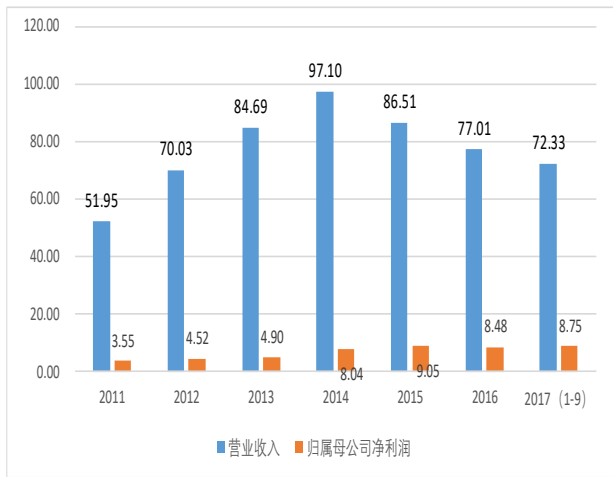
图1：中化集团是公司的实际控制人



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

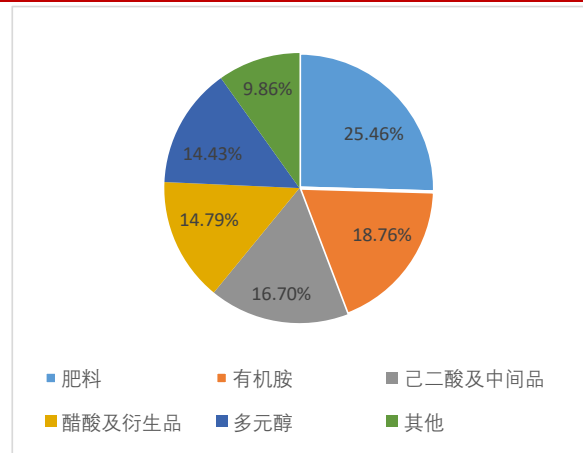
公司收入来源主要是杀虫剂和除草剂，2017年前三季度营业收入31.47亿元，同比增长45.80%；归属于母公司所有者的净利润为4.07亿元，同比增长38.20%。

图2：公司营业收入和净利润情况（亿元）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图3：公司主营业务收入结构（2016）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

公司综合实力排在国内农药第一梯队，2016年国内农药销售额超过30亿元的企业只有10家，公司实现销售额28.76亿元，排名第七。公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国同类农药行业第一。

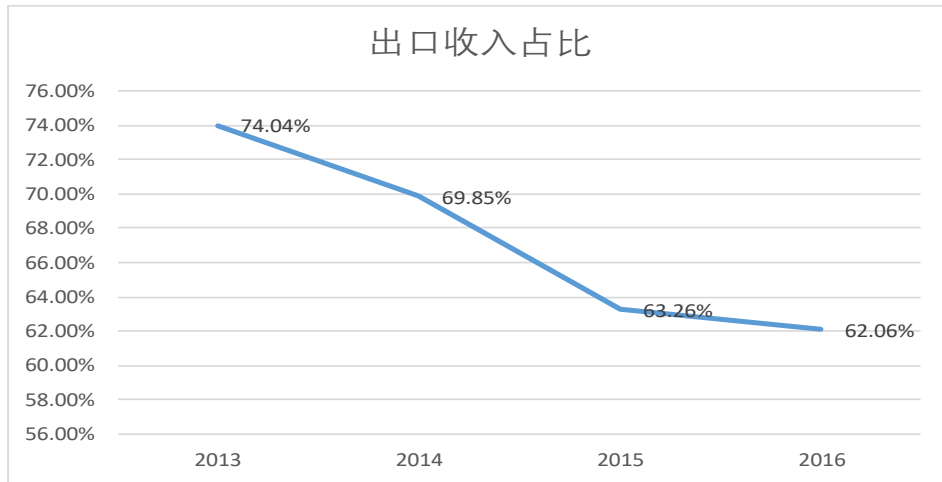
表 2：2016 年中国农药生产企业综合实力前十

排名	公司	营业收入(亿元)
1	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	45.49
2	山东潍坊润丰化工股份有限公司	37.51
3	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	36.64
4	南京红太阳股份有限公司	34.96
5	江苏辉丰农化股份有限公司	31.78
6	浙江新安化工集团股份有限公司	30.14
7	江苏扬农化工股份有限公司	28.76
8	中化作物保护品有限公司	28.37
9	山东滨农科技有限公司	25.37
10	南通江山农药化工股份有限公司	20.9

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

公司产品以出口为主，2017年公司中报没有披露具体出口情况，2016年公司出口收入占营业收入比例为62%。人民币汇率对公司有一定的影响，2016年公司汇兑收益5344万元，占营业利润比例为10%。

图4：公司产品以出口为主

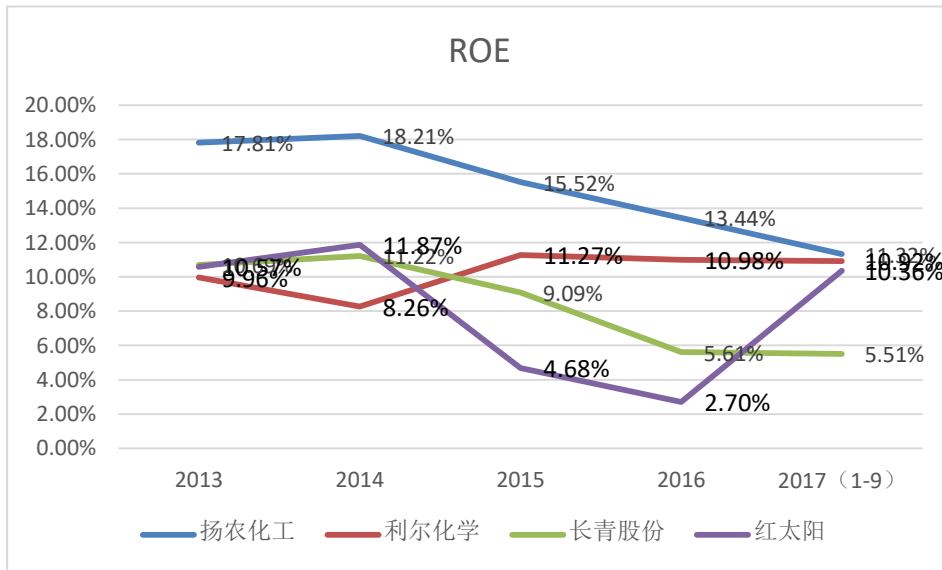


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 扬农化工盈利能力强

与同类可比上市公司利尔化学、长青股份、红太阳相比，扬农化工近5年ROE均高于同类可比公司，并且波动幅度相对较小。2017年前三季度扬农化工ROE为11.32%，利尔化学、长青股份和红太阳ROE分别为10.92%、5.51%和10.36%。

图5：扬农化工ROE高于同类可比公司



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

## 2.杀虫剂：公司是菊酯行业龙头，受益产品价格上涨

公司的杀虫剂主要是拟除虫菊酯产品，拟除虫菊酯(Pyrethroids)是一类具有高效、广谱、低毒和能生物降解等特性重要的合成杀虫剂，又分为卫生菊酯和农用菊酯两大系列，卫生菊酯主要用于卫生害虫的消杀，农用菊酯主要用于大田害虫的防治，广泛用于果树、蔬菜、茶叶等作物。

表3：拟除虫菊酯类农药优势

优势	介绍
高效	菊酯类农药的单亩用量极低，同等药效下用量是非菊酯类杀虫剂的1/10-1/100。
低毒	菊酯类农药大多为低毒品种，其对昆虫的毒性比对哺乳动物的毒性高得多，LD50（半数致死量）差别可达500-4500倍，因此具有更强的选择性，对哺乳动物安全。同时，菊酯类农药对光敏感，在野光照的条件下容易分解，因此不容易产生毒性残留。
广谱	菊酯类农药可以广泛应用于各类大田作物及经济作物，包括小麦、玉米、大豆、茶树、棉花、苹果、番茄、甘蓝、柑橘树、花生、黄瓜、姜、辣椒、梨树、荔枝、马铃薯、十字花科蔬菜、小白菜、小油菜、烟草等，用途十分广泛。由于早期的菊酯类农药对鱼、贝、甲壳类等水生生物的毒性较强，因此在水稻中的应用较少，但新开发的品种如醚菊酯、乙腈菊酯等已经可以在稻田中使用，进一步扩宽了菊酯类农药的适用范围。

资料来源：东莞证券研究所

随着人们对食品安全意识和环境保护意识的进一步提高，高毒、高残留杀虫剂的品种和范围将会进一步受到限制，其中有机磷类杀虫剂由于对人体的较大毒性已在多个国家遭禁用，市场份额不断下降；新烟碱类杀虫剂由于存在对于蜜蜂的毒性，多个产品已经受到部分地区的管制或禁用，预计未来增速将放缓。而高效、低毒、对环境友好且不易产生抗性的杀虫剂将会得到愈来愈广泛的应用。菊酯类杀虫剂具备高效、低毒的突出优势，市场前景良好。

表4：高毒性杀虫剂陆续遭到禁用或限用

大类	时间	国家	政策
有机磷杀虫剂	2011.03	新西兰	环境危害管理局（ERMA）提议禁用高灭磷和久效磷
	2011.05	南非	农业林业和渔业局宣布禁止毒死蜱在家居和园艺中使用
	2012.02	巴西	国家卫生监督局建议禁止杀虫杀螨剂甲基对硫磷和甲拌磷
新烟碱类杀虫剂	2015.11	美国	环保署（EPA）建议禁止毒死蜱在美国的使用
	2013.04	欧盟	委员会对可丁尼、益达胺和塞速安提出两年禁令
	2013.08	美国	环保署（EPA）对农药添加密封保护标识，禁止在蜜蜂栖息地使用某些烟碱类农药
	2014.03	荷兰	禁止所有新烟碱农药在农业、家庭庭院和景观中的一切用途
	2015.06	加拿大	安大略省发布关于在玉米和大豆种子上使用新烟碱类农药包衣的规定，限制新烟碱类农药使用

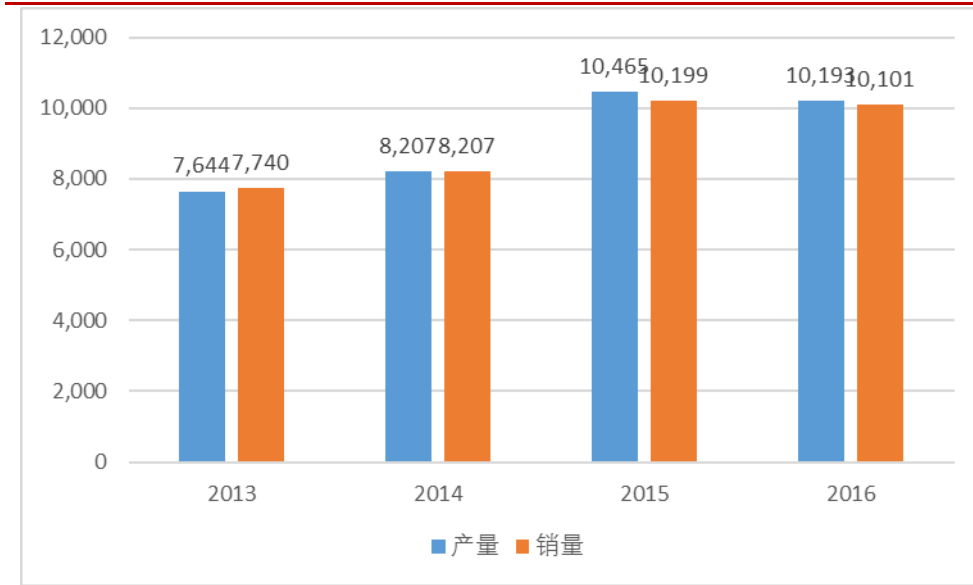
资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

公司目前卫生菊酯产能2600吨/年，农用菊酯5500吨/年，同时公司拥有菊酯中间体贲亭酸甲酯5000吨/年，公司是国内唯一实现基础化工原料-中间体-农药原药产业链一体化的拟除虫菊酯生产厂家。目前公司菊酯产品销售规模为国内第一，全球第二，全球市场份额仅次于日本住友化学，与之形成双寡头竞争格局。在国内卫生菊酯市场，公司市

场份额约70%；在国内农用菊酯市场，公司市场份额约30%。

公司2014年、2015、2016年杀虫剂产量分别为8207吨、10465吨、10193吨，销量分别为8207吨、10199吨、10101吨，产量均超过公司产品设计产能，这是由于公司部分产品由集团进行代工生产，2016年公司向扬农集团采购加工农药产品额度为1.04亿元。

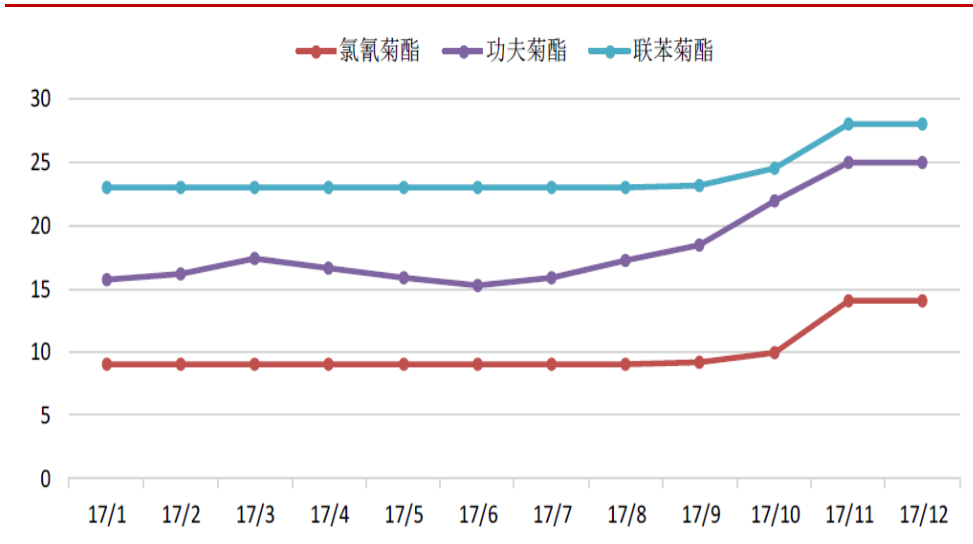
图6：公司杀虫剂产销量（吨）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2017年来，随着环保政策不断的趋严，拟除虫类菊酯中间体出现供应紧张，部分生产企业被迫退出，菊酯各类产品价格均出现大幅上涨。

图7：菊酯产品价格走势（元/吨）



资料来源：世界农化网，东莞证券研究所

### 3. 除草剂：草甘膦有望走出低谷，麦草畏推动公司业绩快速增长

#### 草甘膦：

草甘膦（glyphosate）是一种非选择性、无残留灭生性除草剂，对多年生根杂草非常有效。据统计，2017年世界草甘膦产能约为105万吨，其中国内产能占比约70%。草甘膦生产工艺分为IDA法和甘氨酸法两种工艺，其中IDA法22万吨，甘氨酸法49.5万吨。

表5：国内草甘膦主要生产企业

省份	企业	路线	产能（万吨）
四川	福华化工	甘氨酸	15
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13
浙江	新安化工	甘氨酸	8
江苏	南通江山	甘氨酸+IDA	7（3+4）
江苏	好收成韦恩	IDA	7
四川	和邦生物	IDA	5
内蒙古	腾龙	甘氨酸	5
安徽	广信农化	甘氨酸	3
江苏	扬农化工	IDA	3
四川	广安诚信	IDA	3
河南	许昌东方	甘氨酸	3
江西	金龙	甘氨酸	2.5
合计			71.5
工艺路线		甘氨酸	49.5
		IDA	22

资料来源：百川资讯，东莞证券研究所

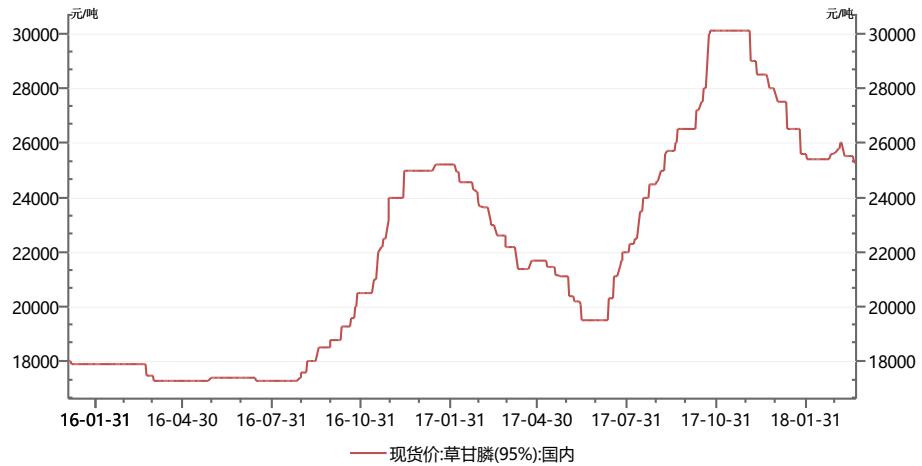
2016年11月21日，国务院办公厅正式印发《控制污染物排污许可证实施方案》，到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作。农药行业是排污许可证重点行业，截至2018年3月21日，共998家农药企业获得排污许可证，按照工信部统计的1707家农药企业，核发比例仅为58.47%。

《中华人民共和国环境保护税法》于2018年1月1日起施行，以法律形式确定了“污染者付费”的原则，提高了环保税征收的规范性和透明度。环保税法明确规定了大气污染物和水污染物的税额幅度，大气污染物为每污染当量1.2-12元，水污染物为每污染当量1.4-14元。同时又根据减排幅度增加税收减免的规定，即纳税人排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于规定标准30%的，按75%征收环境保护税。企业多排污就多交税，少排污则能享受税收减免。那些技术先进、注重环保的优秀企业未来市场竞争优势会越来越明显，同时那些高污染、高能耗的企业将会逐渐被挤出市场。这将使市场竞争实现良性循环。

IDA法相比甘氨酸法具有低污染、高产率的优势，甘氨酸路线，每生产1吨草甘膦约产生4.5吨草甘膦母液及大量含磷废水。另外，我国甘氨酸产能合计57万吨，其中河北省28.5万吨、山东省10万吨，而河北省和山东省是环保督查重中之重，甘氨酸供应严重受限，从而推动甘氨酸及草甘膦价格走高。



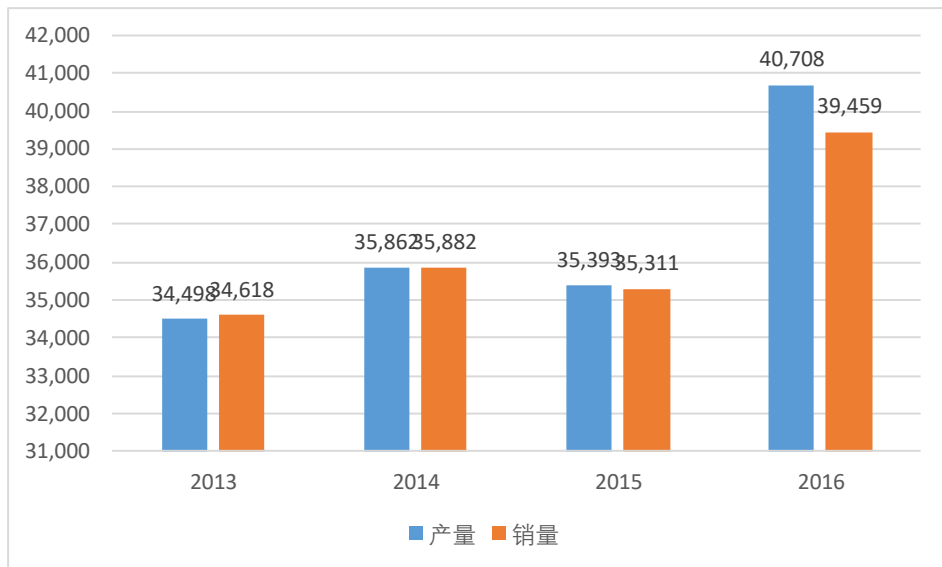
图8：草甘膦价格有望逐渐走出低谷



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

近几年国内草甘膦行业平均开工率一直在50%左右徘徊，但是扬农化工草甘膦生产一直处于满产状态。扬农化工草甘膦产能3万吨/年，近几年产量一直在3.5万吨左右，这也与公司草甘膦销售采取长协定价具有一定的关系。

图9：公司除草剂产销量（吨）（2016年公司5000吨麦草畏投产）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 麦草畏：除草剂明日之星，推动公司业绩增长

麦草畏（Dicamba，3,6-二氯-2-甲氧基苯甲酸），又称百草敌、麦草威，属于安息香酸系除草剂，被认为是除草剂的明日之星。最早由美国维尔斯科尔化学公司（Velsicol Chemical Corp）创制，1963年在加拿大取得登记，1967年首次作为除草剂报道并取得美国登记。麦草畏对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果，在土壤中可以微生物分解，具有药效迅速持久、用量少、经济效益高等优点，属高效低毒、选择性好的安全除草剂，广泛应用于对小麦、玉米、谷子、高粱等禾本科作物，在大豆、棉花等阔叶植物

上的应用仍处于早期推广阶段。

麦草畏全球销售额：2003年为1.58 亿美元，2009 年为1.90亿美元，增量仅为0.3亿美元；2011年为2.05亿美元，2015年达到2.91亿元，销量增速明显加快。麦草畏需求量快速增长的主要原因：

1、除草剂第一大品种草甘膦出现了杂草抗药性，由于长时间大量单一连续使用草甘膦，杂草的抗性已经非常突出，根据拜耳报告，2015年美国出现耐草甘膦杂草的面积已经达到9100万英亩，相比2014年增加了1100万英亩。麦草畏与草甘膦的复配混用能较好的解决这个问题。

2、国际种子巨头推出了耐麦草畏系列转基因种子并大力推广，耐麦草畏作物的种植面积得到不断扩大，带来麦草畏需求快速增长。

孟山都公司2018年3月8日宣布，公司的Intacta 2 Xtend转基因大豆正式获得巴西批准。Intacta 2 Xtend转基因大豆具有耐麦草畏和草甘膦的性状，还可以抵抗部分鳞翅目害虫的侵袭。孟山都的预测，2018 财年Roundup Ready 2 Xtend大豆在美种植面积在2017财年基础上将翻倍至超过4000万英亩， BollgardII XtendFlex棉花在美种植面积有望达到600万英亩，同时随着除草制剂未来在南美等全球国家推广，预计全球耐麦草畏转基因作物2025年将到达2-2.5亿英亩，麦草畏需求将进入爆发式增长。

目前全球的草甘膦消费量在100万吨左右，草甘膦与麦草畏复配比例决定着未来麦草畏的市场空间。目前麦草畏的复配制剂中，麦草畏与草甘膦的比例为1:3-1:9，如果有50%的草甘膦与麦草畏复配，复配比例3:1，那么麦草畏的需求增量为16.7万吨。

目前麦草畏全球产能合计4.45万吨，行业集中度高，国外主要是德国BASF8000吨、瑞士先正达2000吨和印度Gharda1000；国内产能主要是扬农化工、长青股份、升华拜克。

扬农化工麦草畏原有5000吨产能在2016年实现满产，新建如东二期项目2万吨/年麦草畏产能于2017年4月投产，产能快速释放。目前公司已经成为全球最大的麦草畏生产商，占全球产能一半以上，公司与孟山都紧密合作，先发优势明显。

公司合成麦草畏主要以二氯苯为原料，转化为二氯苯胺后再经多步反应制得，相比业内普遍采用的三氯苯工艺，该工艺具有生产收率高、产品纯度高优势。另外母公司扬农集团拥有二氯苯产能6万吨，还在新建年产5万吨二氯苯项目（江苏连云港市），这有利于充分保障公司二氯苯原料供应来源。

表6：全球麦草畏主要生产企业

企业	地点	现有产能（吨）	工艺路线	备注
扬农化工	江苏	25000	二氯苯路线	
巴斯夫	德国/美国	8000	三氯苯路线	投资 2.7 亿美元在北美扩建麦草畏
长青股份	江苏	5000	二氯苯路线/三氯苯路线	
先正达	瑞士	2000	三氯苯路线	
升华拜克	浙江	2000	二氯苯路线	
嘉隆化工	江苏	1000		
Gharda	印度	1000		
韦恩好收成	江苏	500		
孟山都	美国			孟山都公司投资 10 亿美元扩建生产麦草畏除草剂，预计 2019 年开始投入使用

共计

44500

资料来源：生意社，东莞证券研究所

#### 4. 子公司优嘉盈利能力强，三期项目保障公司成长

优嘉公司成立于2013年1月，公司持有优嘉公司95%的股权，天平化工持有5%的股权。

一期项目投资6.14亿元，包括麦草畏（5000吨）、联苯菊酯（800吨）、氟啶胺（600吨）和贲亭酸甲酯（1500吨）四个产品，于2014年末建成并投产。

二期项目投资合计约30亿元，建设3550吨/年杀虫剂、25000吨/年除草剂（麦草畏）和1200吨/年杀菌剂，二期项目已于2016年年中开工建设，目前正在加紧推进，部分项目已经投产并实现收益，预计2018年可全面投产。

2017年3月，公司公告投资20.2亿元启动优嘉三期项目，包括11,475吨/年杀虫剂（拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶胺）、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，建设期3年。项目建成投产后，预计年均营业收入为15.41亿元。

表7：子公司优嘉三期项目

项目	产品	简介
11,475 吨/年 杀虫剂	拟除虫菊酯类农药	广泛应用于农作物防控害虫，也大量用作（灭蚊和杀蟑螂等害虫）卫生杀虫剂
	噁虫酮	卫生用杀虫剂，对昆虫有胃毒、触杀作用，用作卫生杀虫剂对防治蟑螂、跳蚤等室内害虫具有很好的效果，对蚜虫、飞虱、叶蝉等农业害虫亦有效
	氟啶胺	新型高效、低毒、低残留杀虫剂，对环境友好，主要用于蔬菜、茶树和棉花上害虫的防治，对其他杀虫剂产生抗性的害虫防治效果尤为显著
1,000 吨/年除 草剂	苯磺隆	磺酰胺类内吸传导型芽后选择性除草剂，需求预计将随着小麦尤其是优质小麦种植面积的增长而出现较大增长。
	噻苯隆	被用作植物生长调节剂，属于高效、低毒农药品种，主要用于棉花采收前的脱叶剂。
	高效盖草能	主要用于防除阔叶作物中一年或多年生禾本杂草，在世界除草剂市场中占有重要位置。
3,000 吨/年杀 菌剂	丙环唑	主要用于和谷类作物，防治子囊菌、担子菌和半知菌引起的病害，是一个成长性较好的杀菌剂品种。
	苯醚甲环唑	对防治葡萄、花生、仁果、马铃薯、小麦和各种蔬菜的病害有优异的防效，不易产生抗药性，并对天敌及有益生物不会造成伤害。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

随着项目的不断投产，优嘉公司业绩快速增长，2015年度营业收入7.26亿元，净利润1.48亿元；2016年营业收入7.36亿元，净利润1.82亿元；2017年上半年营业收入6.89亿元，净利润1.53亿元。净利润率都在20%以上，远高于公司子公司优士公司（持股95%）10%左右的净利润率。随着优嘉公司收入不断的增长，带动扬农化工整个盈利能力不断增强。

**表8：子公司优嘉净利润率远高于子公司优士**

子公司名称		收入（万元）	净利润（万元）	净利率
优士公司（持股95%）	2015	156,950.54	15,808.83	10.07%
	2016	132,087.32	14,769.96	11.18%
	2017H	81,557.32	7,265.78	8.91%
优嘉公司（持股95%）	2015	72,559.48	14,828.72	20.44%
	2016	73,590.68	18,194.61	24.72%
	2017H	68,876.43	15,327.27	22.25%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5. 给予公司“推荐”投资评级

公司是菊酯、麦草畏龙头企业，特别麦草畏产能投产恰逢市场需求快速增长，说明公司对行业市场的把握能力。公司盈利能力强，近5年ROE均高于同类可比公司，并且波动幅度相对较小。子公司优嘉公司盈利能力远高于公司原有业务，随着项目的不断投产，推动公司业绩快速增长，二期项目将在2018年全面投产，公司2018年业绩增长有保障，三期项目将再给公司业绩带上一个新台阶。我们预计公司2017年、2018年EPS分别1.84元、2.48元，目前股价对应PE分别为24倍、18倍，给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：产品需求低于预期，产品价格下跌，项目建设低于预期。

**表9：公司盈利预测简表**

科目（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>3114</b>	<b>2,929</b>	<b>4,101</b>	<b>5,023</b>
<b>营业总成本</b>	<b>2594</b>	<b>2,481</b>	<b>3,480</b>	<b>4,163</b>
营业成本	2,287	2,202	2,993	3,617
营业税金及附加	8	11	14	18
销售费用	38	36	50	61
管理费用	291	269	328	392
财务费用	-57	-51	74	50
<b>其他经营收益</b>	<b>50</b>	<b>81</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	50	81	80	80
其他收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>570</b>	<b>528</b>	<b>700</b>	<b>940</b>
加 营业外收入	6	9	0	0
减 营业外支出	7	8	0	0
<b>利润总额</b>	<b>569</b>	<b>530</b>	<b>700</b>	<b>940</b>
减 所得税	99	74	105	141
<b>净利润</b>	<b>470</b>	<b>456</b>	<b>595</b>	<b>799</b>
减 少数股东损益	15	16	24	32
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>455</b>	<b>439</b>	<b>572</b>	<b>767</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>1.47</b>	<b>1.42</b>	<b>1.84</b>	<b>2.48</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn