

2018年04月24日

公司研究

评级：买入（维持）

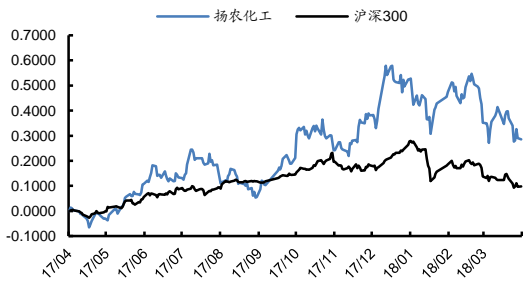
研究所

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
010-88576933 guh@ghzq.com.cn

麦草畏量价齐升，行业龙头完成扩产业绩显著 增长

——扬农化工（600486）2017 年报及 2018 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
扬农化工	-4.9	-15.7	27.5
沪深 300	-3.5	-14.2	9.8

市场数据

2018-04-23

当前价格（元）	45.42
52 周价格区间（元）	32.65 - 57.40
总市值（百万）	14075.61
流通市值（百万）	14075.61
总股本（万股）	30989.89
流通股（万股）	30989.89
日均成交额（百万）	99.96
近一月换手（%）	14.84

相关报告

《扬农化工（600486）下游客户孟山都半年报点评：大豆和棉花业务快速增长，涉及“双抗”种子业务盈利能力提升》——2018-04-08

《扬农化工（600486）国际对标巴斯夫公司 2017 年报点评：国际龙头巴斯夫（BASF）完成麦草畏扩产，行业高度景气》——2018-03-01

《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

事件：

2018 年 4 月 23 日，扬农化工（600486）发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 44.38 亿元，同比 2016 年增长 51.5%；实现归母净利润 5.75 亿元，同比 2016 年增长 30.9%；实现扣非后归母净利润 5.13 亿元，同比 2016 年增长 38.5%。2017 年第四季度实现营业收入 12.91 亿元，同比 2016 年第四季度增长 67.6%，环比 2017 年第三季度增长 12.8%；第四季度实现归母净利润 1.68 亿元，同比 2016 年第四季度增长 16.0%，环比 2017 年第三季度增长 9.2%。

2018 年 4 月 23 日，扬农化工（600486）发布 2018 年一季报，2018 年第一季度公司实现营业收入 16.10 亿元，同比 2017 年一季度增长 53.4%；实现归母净利润 2.74 亿元，同比增长 111.0%。公司预计 2018 上半年公司净利润将同比增长 80%-130%，主要原因是子公司优嘉公司二期项目投产使产能较上年同期提高，且农用菊酯价格处于高位，市场处于旺季。

2017 年优嘉公司二期项目陆续建成并试生产，在建工程减少，固定资产净值大幅增加 11.56 亿元，达到 20.27 亿元。财务费用报告期比上年同期增加 12924.88 万元，主要是由于报告期汇兑损失增加。资产减值损失报告期比上年同期增加 350.90%，主要是报告期母公司实施退城进园工作，生产线停产，计提的固定资产减值损失。经营活动产生的现金流量净额报告期比上年同期增加 343.23%，主要是报告期销售规模扩大，利润增加。

2017 年，我国农化行业整体呈现稳定向好的局面。国际农化跨国公司兼并重组力度加大，全球农化市场集中度进一步提高，去库存基本结束，进入新一轮补库存周期。受供给侧改革的影响，原辅材料出现较大幅度的涨价，产品价格也呈现上涨态势，2017 年，部分农化企业停产限产，市场供给端不足，公司产品需求旺盛，企业的赢利状况得到明显改善，核心客户全部实现业绩增长，销售和利润均创历史新高。麦草畏成为公司第二个销量过万吨的品种，菊酯类和麦草畏稳居行业领先地位。在 2017 年高业绩的基础上，2018 年要实现进一步增长具有一定难度。2018 年公司围绕二期项目，进一步加强优嘉二期项目的技术改进，全力推进优嘉三期项目，努力完善创新体系，稳定扩大市场份额，深化与跨国公司的战略合作，做大做强拳头产品，实现新的业绩增长。

投资要点：

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

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%。

- **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，2017年公司除草剂总产量达到4.7万吨以上，同比增长17.4%，得益于优嘉公司二期项目提前完成；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。公司灵活制定营销策略，同时农药供给端因环保收紧将持续受限，需求端相对刚性且逐步恢复，农药行业高度景气，公司整体竞争力强。
- **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，2017年与天平化工完成向优嘉的增资，优嘉公司二期项目建设速度较原计划提前半年，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，目前已经完成二期项目建设。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。2018年，公司继续重点推进优嘉公司三期项目，包括11475吨/年杀虫剂、1000吨/年除草剂、3000吨/年杀菌剂和2500吨/年氯代苯乙酮项目，培育新的增长点，公司盈利状况有望持续向好。
- **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2018至2020年EPS分别为2.36、2.88和3.01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	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	4438	5308	6478	7156
增长率(%)	51.5%	19.6%	22.0%	10.5%
净利润（百万元）	575	732	891	933
增长率(%)	31%	27%	22%	5%
摊薄每股收益（元）	1.86	2.36	2.88	3.01
ROE(%)	14.19%	15.30%	16.12%	15.69%

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:	45.42	投资评级:	买入	日期:	2018/4/23		
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	15%	16%	16%	EPS	1.86	2.36	2.88	3.01
毛利率	27%	27%	27%	26%	BVPS	12.57	14.83	17.13	18.33
期间费率	12%	11%	11%	11%	估值				
销售净利率	13%	14%	14%	13%	P/E	24.48	19.22	15.80	15.08
成长能力					P/B	3.61	3.06	2.65	2.48
收入增长率	52%	20%	22%	10%	P/S	3.17	2.65	2.17	1.97
利润增长率	31%	27%	22%	5%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.63	0.64	0.66	0.66	营业收入	4438	5308	6478	7156
应收账款周转率	3.26	2.92	3.04	3.04	营业成本	3220	3878	4739	5276
存货周转率	7.36	5.62	5.89	6.08	营业税金及附加	16	24	29	31
偿债能力					销售费用	56	74	84	100
资产负债率	43%	43%	44%	45%	管理费用	378	467	577	630
流动比	1.37	1.54	1.64	1.69	财务费用	78	23	18	20
速动比	1.22	1.34	1.45	1.50	其他费用/(-收入)	8	55	45	50
					营业利润	709	897	1077	1149
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	(11)	7	3	(2)
现金及现金等价物	1194	1894	2718	3296	利润总额	697	904	1080	1147
应收款项	1363	1818	2130	2353	所得税费用	92	137	160	164
存货净额	437	695	810	873	净利润	605	767	920	983
其他流动资产	1121	1446	1725	1856	少数股东损益	31	35	29	49
流动资产合计	4115	5362	6889	7881	归属于母公司净利润	575	732	891	933
固定资产	2027	2060	1991	1928					
在建工程	43	23	43	73	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	169	169	167	155	经营活动现金流	1139	330	1102	1227
长期股权投资	0	1	2	3	净利润	605	767	920	983
资产总计	7084	8344	9822	10770	少数股东权益	31	35	29	49
短期借款	385	485	535	585	折旧摊销	239	186	189	183
应付款项	2054	2596	3237	3677	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	292	189	177	137	营运资金变动	263	(658)	(36)	13
其他流动负债	274	213	250	278	投资活动现金流	(605)	(202)	(144)	(154)
流动负债合计	3005	3483	4199	4677	资本支出	(369)	(199)	(140)	(150)
长期借款及应付债券	0	50	70	120	长期投资	0	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	26	26	26	26	其他	(236)	(2)	(3)	(3)
长期负债合计	26	76	96	146	筹资活动现金流	(55)	117	(108)	(460)
负债合计	3031	3559	4295	4822	债务融资	55	150	70	100
股本	310	310	310	310	权益融资	20	0	0	0
股东权益	4053	4785	5527	5948	其它	(130)	(33)	(178)	(560)
负债和股东权益总计	7084	8344	9822	10770	现金净增加额	479	245	850	613

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年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

【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、展示或以其他任何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。