

2018年04月24日

罗健  
H70406@capital.com.tw  
目标价(元) 58.00

## 扬农化工 (600486.SH)

Buy 买入

18年一季度净利润同比增 1.11 倍, 业绩超预期

### 结论与建议:

公司发布17年年报, 17年实现营业收入44.4亿元, YOY+51.5%, 录得归母净利润5.75亿元, YOY+30.9%, 折合每股收益1.86元, 单季度来看, 公司四季度实现营业收入12.9亿元, YOY+67.6%, 录得归母净利润1.68亿元, YOY+16.0%, 业绩符合预期。另外, 公司拟每10股派发现金5.6元(含税), 对应股息率为1.23%。与此同时, 公司发布18年一季度报告, 公司18年一季度实现营业收入16.1亿元, YOY+53.4%, 录得归母净利润2.74亿元, YOY+111%, 业绩超预期。此外, 公司预计2018上半年净利润同比增长80%至130%。农业部推出到2020年农药零增长使用量行动计划, 加之国内环保政策日益趋严, 国际农化巨头进入新一轮补库存周期, 公司产品有望维持高景气度, 叠加18年全年产能增加, 因此预计公司18年业绩仍保持大幅增长, 维持“买入”评级。

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2018/4/23)	45.42
上证指数(2018/4/23)	3068.01
股价 12 个月高/低	57.4/32.65
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	140.76
主要股东	江苏扬农化工集团有限公司 (36.17%)
每股净值(元)	13.48
股价/账面净值	3.37
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.8 -15.7 26.8

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

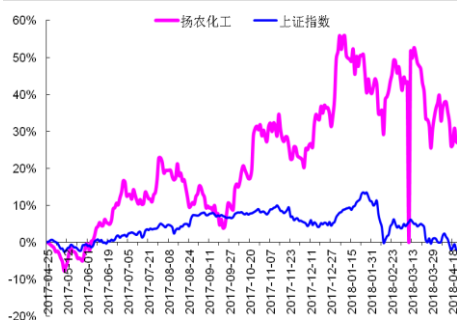
### 产品组合

杀虫剂	56.9%
除草剂	35.8%
其他	7.4%

### 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



- 17 年业绩增长主要系公司产品量价齐升:** 公司业绩主要由杀虫剂及除草剂两大业务构成, 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 年受国内环保趋严, 部分产能退出导致供给端偏紧, 以及国外农药巨头补库存等因素影响, 公司产品价格普遍上涨, 加之公司子公司优嘉公司二期项目 2 万吨麦草畏产能释放, 公司产品实现量价齐升, 带动全年业绩增长。销量方面, 杀虫剂全年销量 1.14 万吨, YOY+11.23%, 除草剂全年销量 4.78 万吨, YOY+22.65%。售价方面, 杀虫剂全年平均 16.67 万元/吨, YOY+4.89%, 除草剂全年平均 4.15 万元/吨, YOY+57.2%。
- 一季度超预期主要系麦草畏放量、菊酯涨价引起:** 公司子公司优嘉公司二期项目于 2017 年中建成投产, 18 年一季度产品产量、销量均有所增加, 二期项目中主要是 2600 吨拟除虫菊酯及 2 万吨麦草畏产能。一季度杀虫剂产销量分别为 2981 吨、3545 吨, 同比增长 6.3%、9.3%, 除草剂产销量分别为 18298 吨、18417 吨, 同比增长 80%、68%, 麦草畏产能快速释放使得除草剂产量大增, 带动一季度业绩增长。另外, 一季度杀虫剂、除草剂均价分别为 21.14 万元/吨、3.87 万元/吨, 同比上涨 27.66%、15.79%, 其中农用菊酯价格自 17 年四季度上涨以来, 一直维持高位运行, 综合来看, 麦草畏快速放量、农用菊酯价格上涨致一季度业绩超预期。
- 麦草畏有望成为明星除草剂:** 根据孟山都季报显示, 18 年麦草畏转基因双抗大豆(抗麦草畏、抗草甘膦)海外推广面积由上年的 2000 万英亩预期至 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。从一季报可以看出, 公司一季度除草剂的产销两旺, 新增产能快速释放, 并能迅速外销, 侧面说明麦草畏下游需求旺盛。同时, 值得注意的是, 公司除草剂主要是麦草畏和草甘膦, 18 年一季度草甘膦均价为 2.59 万元/吨, 同比上涨 7.3%, 而一季度除草剂均价为 3.87 万元/吨, 同比上涨 15.79%, 表明麦草畏在供给增加的同时, 依旧维持高景气度。公司 2.5 万吨/年麦草畏产能, 约占全球总产能的 50%, 有极强的定价话语权, 稳定盈利将为公司带来稳定的业绩增长点。
- 如东三期项目, 打开未来业绩增长空间:** 继公司如东二期项目之后, 公司再投资超 20.22 亿建如东三期项目, 该项目主要包括 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，新专案产品大多定位于具有高效、低毒及环境友好等特性的新一代农药。公司预计如东三期投产后预计可贡献年收入约 20 亿元、净利润 3 亿元，进一步打开业绩增长空间。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2018/2019 年实现净利润 9.05/11.07 亿元，yoy+57.6%/+22.2%，折合 EPS 为 2.92/3.57 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 15.5 倍和 12.7 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，预计公司 18 年业绩大幅增长，维持“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。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	439	574	905	1,106	1,206
同比增减	%	-3.48%	30.89%	57.56%	22.16%	9.00%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.42	1.86	2.92	3.57	3.89
同比增减	%	-3.48%	30.89%	57.56%	22.16%	9.00%
A 股市盈率(P/E)	X	32.04	24.48	15.54	12.72	11.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.43	0.56	0.61	0.63	0.65
股息率 (Yield)	%	0.95%	1.23%	1.34%	1.39%	1.43%

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)	2016	2016	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,928.97	4,438.23	5,791.01	6,660.85	6,953.32
经营成本	2,202.04	3,219.78	3,966.64	4,474.94	4,607.83
营业税金及附加	10.70	15.51	16.80	19.32	20.17
销售费用	35.85	56.34	72.96	83.92	87.59
管理费用	268.83	378.19	479.14	551.11	575.30
财务费用	-50.89	78.36	134.32	154.52	161.31
资产减值损失	14.83	66.86	84.04	96.56	100.78
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	528.44	708.57	1,117.19	1,361.37	1,482.85
营业外收入	9.12	0.37	-1.55	-1.58	-1.61
营业外支出	7.94	11.70	11.91	12.15	12.39
利润总额	529.62	697.22	1,103.72	1,347.64	1,468.84
所得税	73.88	91.75	150.43	182.97	199.36
少数股东损益	16.48	30.52	47.41	58.03	63.28
归属于母公司股东权益	439.26	574.95	905.87	1,106.64	1,206.20

## 附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2016	2018E	2019E	2020E
货币资金	735.09	1,193.64	1,632.36	2,110.56	2,631.81
应收账款	667.63	824.06	865.26	934.48	981.21
存货	372.19	437.33	459.20	495.93	520.73
流动资产合计	3,402.65	4,115.10	4,699.90	5,423.51	6,110.40
在建工程	870.97	2,026.98	2,211.65	2,563.76	3,054.96
非流动资产合计	830.09	42.96	778.55	902.12	947.23
资产总计	2,297.84	2,968.60	3,299.59	3,800.02	4,353.03
流动负债合计	5,700.48	7,083.70	7,999.49	9,223.53	10,463.43
非流动负债合计	2,091.09	3,005.49	3,155.76	3,408.23	3,578.64
负债合计	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	2,140.28	3,031.02	3,182.57	3,437.18	3,609.04
股东权益合计	114.99	156.28	203.69	261.73	325.00
负债及股东权益合计	3,560.21	4,052.68	4,816.92	5,786.35	6,854.39

## 附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2016	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	256.91	1,138.70	1,081.77	1,179.12	1,285.24
投资活动产生的现金流量净额	-839.88	-604.66	-574.43	-626.13	-682.48
筹资活动产生的现金流量净额	180.99	-54.58	-51.85	-56.52	-61.60
现金及现金等价物净增加额	-390.20	461.82	438.72	478.20	521.24

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益证券(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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。