

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 扬农化工（600486.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.04.25

**郭荆璞** 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

**李皓** 行业分析师

执业编号：S1500515070002

联系电话：+86 10 83326852

邮箱：lihao1@cindasc.com

**葛韶峰** 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

**陈磊** 研究助理

联系电话：+86 10 83326706

邮箱：chenleia@cindasc.com

#### 相关研究

《量价齐升 17 年业绩靓丽，产能释放一季度销量再创新高》2018.04

《除草剂业务量价齐升，公司业绩有望持续增长》2017.10

《扬农化工（600486）业绩筑底，即将迎来拐点》2017.04

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

# 量价齐升业绩持续高增长，收购农化资产加速一体化布局

2018 年 8 月 24 日

#### 事件：

公司发布 2018 年半年度报告。2018 年上半年公司实现营业收入 30.95 亿元，同比增长 54.63%；归属于上市公司股东的净利润 5.63 亿元，同比增长 122.28%；归属于上市公司股东的扣非净利润 5.57 亿元，同比增长 151.92%；基本每股收益 1.816 元/股，同比增长 122.28%。

其中，二季度公司实现营业收入 14.85 亿元，同比增长 55.99%；归属于上市公司股东的净利润 2.89 亿元，同比增长 134.15%，基本每股收益 0.93 元/股，同比增长 132.50%。公司预计 2018 年前三季度累计净利润同比增长 80%-130%。

#### 点评：

- **农药产品量价齐升推动业绩增长，盈利能力大幅提高。**公司主营农药业务，产品包括杀虫剂、除草剂和杀菌剂三类。近年来，受供给侧改革及环保严监管影响，农药行业落后产能逐渐出清，叠加公司新产能投产，主要产品迎来量价齐升的良好局面。上半年，受优嘉二期于去年年中投产影响，公司杀虫剂和除草剂产品分别实现销量 0.72 和 3.17 万吨，同比分别增长 16.58% 和 69.64%。同时产品价格仍维持高位，上半年杀虫剂和除草剂平价售价为 16.71 和 3.80 万元/吨，同比分别增长 23.42% 和 5.47%，使得公司上半年毛利率同比增长 5.55 ppt. 至 31.19%，受人民币贬值影响，公司汇兑收益增加致使财务费用大幅下降，期间费用率同比下降 2.95 ppt. 至 7.99%。
- **麦草畏快速放量，草甘膦仍处景气周期。**2017 年，优嘉公司二期 2 万吨/年麦草畏项目建成投产，公司麦草畏产能达 2.5 万吨/年，推动除草剂业务销量大幅增长。近年来麦草畏价格中枢有所下降，目前华东地区麦草畏价格维持在 10 万元左右，与 2015 年 14-15 万元/吨的价格水平相比有较大幅度的下滑，即便如此，公司麦草畏业务仍旧维持较高盈利能力。麦草畏未来的需求增量主要来自于二代转基因作物中耐麦草畏作物的推广，应用方向为与草甘膦复配。随着 2016 年 11 月美国环境保护署（EPA）批准孟山都麦草畏制剂 XtendiMax 在美使用，麦草畏开始步入加速推广期。孟山都 2017 年财报显示，2017 年 Roundup Ready 2 Xtend 大豆美国种植面积超过 2000 万英亩，预计 2018 年种植面积将超过 4000 万英亩，照此趋势将轻松实现其 2019 年的 5500 万英亩种植面积目标。同时，孟山都上调了 Bollgard II XtendFlex 棉花种植面积预期为超过 600 万英亩。据此测算，我们预计 2019 年全球麦草畏需求将增加至 3.5~5.0 万吨，公司作为麦草畏的主要生产厂家将进入放量期。

- 公司除草剂业务主要有草甘膦和麦草畏两个品种。目前拥有草甘膦产能 3 万吨。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已经下降至 70 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态，国内草甘膦华东市场（95%原药）价格在去年下半年由 1.95 万元/吨最高上涨至 2.95 万元/吨，在今年年初经历一轮价格回落后，受甘氨酸、甲醇等产品上涨影响，目前草甘膦价格提升至 2.70 万元/吨。公司草甘膦采用长协定价，可部分平滑市场价格波动，公司一季度草甘膦港口 FOB 价格 4300 美元/吨，同比上涨 26.47%。
- **受中间体短缺以及醚醛反倾销影响，菊酯价格维持高位。**公司杀虫剂业务主要是拟除虫菊酯，优嘉二期项目投产后原宝塔湾厂区菊酯生产线停产，目前拥有菊酯产能 2600 吨/年。我们判断农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势，公司是目前国内唯一的一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业企业相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。受上游中间体功夫酸、联苯醇价格上涨以及部分菊酯装置停车影响，功夫菊酯价格自 7 月底进入上涨通道，华东地区出厂价由 15.5 万元/吨上涨至目前 30.0 万/吨，近期商务部裁定印度进口醚醛存在倾销，菊酯价格有望继续上行，公司业绩或将因此进一步提振。
- **收购中化国际农化资产，加速产业一体化布局。**8 月，公司公告拟以现金方式受让关联方中化国际持有的中化作物和农研公司 100% 股权。中化作物主要从事农资经营及进出口业务，有利于公司向下游销售终端布局，中化作物 2018H1 营收和归母净利分别为 19.40 和 1.82 亿元，占公司 2018 年营收和归母净利的 62.68%和 32.33%，收购完成后预计将大幅增厚公司利润；农研公司主要从事农药研发业务，收购农研公司将进一步提升公司研发实力。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别达到 50.48 亿元、55.70 亿元和 60.44 亿元，同比增长 13.74%、10.33%和 8.51%，归母净利润分别达到 9.36 亿元、11.06 亿元和 13.28 亿元，同比增长 62.81%、18.20%和 20.06%，EPS 分别达到 3.02 元、3.57 元和 4.26 元，对应 2018 年 08 月 23 日收盘价（52.17 元/股）的动态 PE 分别为 17 倍、15 倍和 12 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**草甘膦开工率持续上升、麦草畏抗性种子推广不达预期、新业务消耗现金头寸。

**公司财务数据**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,928.97	4,438.23	5,047.98	5,569.62	6,043.65
增长率 YoY %	-5.95%	51.53%	13.74%	10.33%	8.51%
归属母公司净利润(百万元)	439.26	574.95	936.08	1,106.44	1,328.40
增长率 YoY%	-3.48%	30.89%	62.81%	18.20%	20.06%
毛利率%	24.82%	27.45%	32.70%	34.18%	36.82%
净资产收益率 ROE%	13.35%	15.66%	21.88%	21.23%	20.66%
每股收益 EPS(元)	1.42	1.86	3.02	3.57	4.29
市盈率 P/E(倍)	37	28	17	15	12
市净率 P/B(倍)	4.69	4.15	3.47	2.80	2.28

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年08月23日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3,402.65	4,115.10	4,943.18	6,218.36	7,637.82
货币资金	735.09	1,193.64	1,808.03	2,880.05	4,130.82
应收票据	405.05	507.21	576.89	636.51	690.68
应收账款	667.63	824.06	937.27	1,034.13	1,122.14
预付账款	72.05	121.89	128.60	138.78	144.56
存货	372.19	437.33	461.42	497.92	518.65
其他	1,150.64	1,030.97	1,030.97	1,030.97	1,030.97
<b>非流动资产</b>	2,297.84	2,968.60	3,117.24	3,222.66	3,339.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	870.97	2,026.98	2,106.32	2,228.00	2,336.26
无形资产	145.31	169.16	163.87	158.59	153.30
其他	1,281.56	772.46	847.05	836.07	849.83
<b>资产总计</b>	5,700.48	7,083.70	8,060.43	9,441.01	10,977.21
<b>流动负债</b>	2,091.09	3,005.49	3,169.99	3,385.40	3,522.68
短期借款	300.00	385.18	385.18	385.18	385.18
应付账款	1,062.68	1,323.73	1,396.63	1,507.14	1,569.87
其他	728.41	1,296.58	1,388.17	1,493.08	1,567.63
<b>非流动负债</b>	49.18	25.53	25.53	25.53	25.53
长期借款	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.28	25.53	25.53	25.53	25.53
<b>负债合计</b>	2,140.28	3,031.02	3,195.52	3,410.93	3,548.21
少数股东权益	114.99	156.28	205.98	264.71	335.23
归属母公司股东权益	3,445.22	3,896.39	4,658.93	5,765.37	7,093.77
<b>负债和股东权益</b>	5700.48	7083.70	8060.43	9441.01	10977.21

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,928.97	4,438.23	5,047.98	5,569.62	6,043.65
同比	-5.95%	51.53%	13.74%	10.33%	8.51%
归属母公司净利润	439.26	574.95	936.08	1,106.44	1,328.40
同比	-3.48%	30.89%	62.81%	18.20%	20.06%
毛利率	24.82%	27.45%	32.70%	34.18%	36.82%
ROE	13.35%	15.66%	21.88%	21.23%	20.66%
每股收益(元)	1.42	1.86	3.02	3.57	4.29
P/E	37	28	17	15	12
P/B	4.69	4.15	3.47	2.80	2.28
EV/EBITDA	24.56	16.97	11.74	10.09	8.55

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	2,928.97	4,438.23	5,047.98	5,569.62	6,043.65
营业成本	2,202.04	3,219.79	3,397.11	3,665.89	3,818.49
营业税金及附加	10.70	15.52	17.65	19.47	21.13
营业费用	35.85	56.33	64.07	70.69	76.71
管理费用	268.83	378.19	430.15	474.60	514.99
财务费用	-50.89	78.36	14.48	11.92	4.17
资产减值损失	14.83	66.87	29.72	26.75	30.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.82	75.16	68.53	74.83	72.84
<b>营业利润</b>	528.44	708.56	1,163.33	1,375.13	1,650.62
营业外收入	9.12	0.37	5.11	5.11	5.11
营业外支出	7.94	11.70	8.71	9.45	9.95
<b>利润总额</b>	529.62	697.23	1,159.74	1,370.79	1,645.78
所得税	73.88	91.76	173.96	205.62	246.87
<b>净利润</b>	455.74	605.48	985.78	1,165.17	1,398.92
少数股东损益	16.48	30.52	49.69	58.73	70.52
<b>归属母公司净利润</b>	439.26	574.95	936.08	1,106.44	1,328.40
EBITDA	671.81	977.49	1,412.83	1,644.19	1,940.81
EPS (摊薄)	1.42	1.86	3.02	3.57	4.29

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	256.91	1,138.70	1,076.32	1,380.23	1,593.84
净利润	455.74	605.48	985.78	1,165.17	1,398.92
折旧摊销	146.60	239.42	232.96	251.80	274.16
财务费用	-4.41	40.85	20.14	21.60	20.87
投资损失	-80.82	-75.16	-68.53	-74.83	-72.84
营运资金变动	-287.18	286.86	-78.92	-14.50	-61.79
其它	26.98	41.27	-15.11	30.99	34.53
<b>投资活动现金流</b>	-839.88	-604.66	-268.25	-286.61	-322.19
资本支出	-561.33	-656.87	-336.78	-361.45	-395.03
长期投资	144.74	1,330.81	68.53	74.83	72.84
其他	-423.30	-1,278.60	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	180.99	-54.58	-193.68	-21.60	-20.87
吸收投资	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
借款	329.90	85.70	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	146.44	163.55	193.68	21.60	20.87
<b>现金净增加额</b>	-390.20	461.82	614.39	1072.02	1250.78

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**李皓**，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

**葛韶峰**，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

**陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。