

扬农化工(600486)/

盈利能力强劲, 成长路径清晰

**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

研究助理: 李海勇

Email: lihy@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	310
流通股本(百万股)	310
市价(元)	43.93
市值(百万元)	13600
流通市值(百万元)	13700

### 股价与行业-市场走势对比

### 相关报告

- 1 新洋丰(000902)2016年三季报点评: 受磷铵拖累业绩同比下滑, 持续看好公司转型现代农业
- 2 新洋丰(000902)2016年半年报点评: 复合肥逆势增量, 延伸现代农业值得期待

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2928.97	4438.23	5855.90	6704.60	6929.03
增长率 yoy%	-5.95%	51.53%	31.94%	14.49%	3.35%
净利润	439.26	574.95	1028.97	1197.84	1298.82
增长率 yoy%	-3.48%	30.89%	78.96%	16.41%	8.43%
每股收益(元)	1.42	1.86	3.32	3.87	4.19
每股现金流量	0.83	3.67	4.24	4.85	5.62
净资产收益率	12.80%	14.94%	21.71%	21.18%	19.60%
P/E	30.99	24	13	11	10
PEG	-	0.77	0.17	0.69	1.24
P/B	3.82	3.36	2.73	2.29	1.95

备注:

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报, 报告期内实现营业收入 43.35 亿元, 同比增长 38.07%; 实现归母净利润 7.86 亿元, 同比增长 93.14%, 其中扣非净利润 7.87 亿元, 同比增长 120.29%。Q3 实现净利润 2.23 亿元, 同比增长 45.2%, 符合预期。同时公司预计 2018 年累计净利润与上年同期相比预计增长 50%-100%。
- **优嘉项目继续放量, 菊酯价格同比上涨。** 由于公司优嘉二期产品放量主要在去年三季度, 因此受基数原因的影响, 公司 Q3 单季度营业收入同比增长仅为 9.11%, 但是公司 Q3 净利润同比增加 45.2%, 盈利能力持续得到提升。18Q3 公司杀虫剂销量因为季节性原因, 相比二季度有所下滑, 但是同比基本持平, 加之由于菊酯等产品价格持续上涨, 公司杀虫剂价格同比去年提升 26.14%, 带动杀虫剂业务向好。由于麦草畏的持续放量和菊酯价格的提升, 公司综合毛利率同比提升 4.47 个百分点至 30.98%, 环比于二季度单季也略有提升。同时, 由于人民币贬值影响公司 Q3 单季度财务费用为-5367 万元, 带动公司业绩向好, 但由于公司进行了远期外汇买卖业务, 报告期内造成公允价值变动损失约 3165 万元。
- **麦草畏龙头, 优嘉项目持续贡献成长性。** 公司是国内仿生农药行业规模最大的企业, 技术优势、品牌优势和产业链优势突出, 优嘉二期项目的持续放量, 将为公司稳步快速发展保驾护航。明星产品麦草畏有望受益于孟山都转基因作物的顺利推广而放量, 公司目前具有麦草畏产能 2.5 万吨/年, 是全球麦草畏龙头企业, 行业竞争格局优异, 未来发展值得期待。此外, 公司近期公告将建设 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羧酯农药等新项目, 我们认为后续随着优嘉项目的持续放量和落地, 在满足农药行业发展要求的同时, 将实现公司盈利能力和产品结构将不断优化, 培育新的效益增长点, 不断提升公司整体竞争力。
- **菊酯量价齐升贡献超预期利润, 草甘膦价格中枢有望持续提升。** 由于常态化环保对供应端的压制以及原材料成本的显著上涨形成支撑, 我们认为农用菊酯和草甘膦等农药子行业或迎来较长周期的景气期。加之因为竞争对手的关停, 公司的产品价格持续提升, 目前如功夫菊酯的价格已经达到 37 万元/吨, 较 17 年底价格提升超过 100%, 后续出口订单或有望跟涨。草甘膦价格近期也重回涨势, 价格中枢逐步持续上移, 公司将持续受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 18-20 年 EPS 分别为 3.32 元、3.87 元、4.19 元, 对应动态 PE 分别为 13 倍、11 倍和 10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求或不及预期的风险、麦草畏推广进度或不及预期的风险、环保督察力度或不及预期的风险、资产收购项目不及预期的风险。

## 关键假设:

- 假设 1: 预计 18-20 年麦草畏销量分别为 1.9 万吨、2.6 万吨和 2.6 万吨, 含税单价分别为 10 万元/吨、9 万元/吨和 9 万元/吨;
- 假设 2: 预计 18-20 年草甘膦销量保持在 3.5 万吨, 含税单价分别为 2.5 万元/吨、2.6 万元/吨和 2.65 万元/吨;
- 假设 3: 杀虫剂不含税均价分别为 20.5 万元/吨、23 万元/吨和 24 万元/吨。
- 基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

图表 1: 扬农化工分业务收入及毛利率拆分

万元		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	2929.0	4438.2	5855.9	6704.6	6929.0
	yoy	-5.95%	51.53%	31.94%	14.49%	3.35%
	营业成本	2202.0	3219.8	4029.9	4517.2	4639.2
	毛利率	24.82%	27.45%	31.18%	32.62%	33.05%
杀虫剂	收入	1634.8	1907.4	2671.8	2990.0	3120.0
	yoy	3.22%	16.67%	40.08%	11.91%	4.35%
	成本	1184.8	1351.6	1668.3	1755.0	1794.0
	毛利率	27.53%	29.14%	37.56%	41.30%	42.50%
除草剂	收入	1028.8	1983.6	2500.0	2927.9	2943.7
	yoy	-15.17%	92.80%	26.03%	17.12%	0.54%
	成本	780.9	1370.9	1745.9	2054.2	2066.4
	毛利率	24.10%	30.89%	30.16%	29.84%	29.80%
其他	收入	265.3	547.2	684.1	786.7	865.3
	yoy	-16.43%	106.27%	25.00%	15.00%	10.00%
	成本	236.3	497.3	615.7	708.0	778.8
	毛利率	10.92%	9.13%	10.00%	10.00%	10.00%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 扬农化工三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4438.23	5855.90	6704.60	6929.03	净利润	605.48	1083.59	1261.43	1367.77
营业成本	3219.79	4029.87	4517.24	4639.18	折旧与摊销	239.42	289.88	329.92	358.11
营业税金及附加	15.52	20.78	23.68	24.51	财务费用	78.36	-64.41	73.75	62.36
销售费用	56.33	72.61	87.16	86.61	资产减值损失	66.87	60.00	60.00	60.00
管理费用	378.19	497.75	563.19	554.32	经营营运资本变动	411.88	13.68	-88.31	28.78
财务费用	78.36	-64.41	73.75	62.36	其他	-263.29	-70.30	-135.10	-134.98
资产减值损失	66.87	60.00	60.00	60.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1138.70	1312.43	1501.69	1742.04
投资收益	75.16	75.00	75.00	75.00	资本支出	-368.89	-600.00	-600.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	-64.50	0.00	0.00	其他	-235.76	499.20	75.00	75.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-604.66	-100.80	-525.00	-25.00
<b>营业利润</b>	708.56	1249.80	1454.59	1577.05	短期借款	85.18	-185.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.33	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	-29.90	-29.90	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	697.23	1247.80	1452.59	1575.05	股权融资	0.00	120.00	0.00	0.00
所得税	91.76	164.21	191.16	207.28	支付股利	-133.26	-156.82	-296.93	-342.31
净利润	605.48	1083.59	1261.43	1367.77	其他	23.40	-77.03	-73.75	-62.36
少数股东损益	30.52	54.62	63.59	68.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	-54.58	-328.94	-370.68	-404.67
归属母公司股东净利润	574.95	1028.97	1197.84	1298.82	<b>现金流量净额</b>	461.82	882.70	606.00	1312.38
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1193.64	2076.34	2682.34	3994.72	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1484.56	1935.85	2260.34	2309.10	销售收入增长率	51.53%	31.94%	14.49%	3.35%
存货	437.33	502.84	563.86	579.09	营业利润增长率	34.09%	76.39%	16.39%	8.42%
其他流动资产	999.58	674.06	771.75	797.59	净利润增长率	32.85%	78.96%	16.41%	8.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.44%	43.74%	25.96%	7.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2069.95	2386.20	2662.41	2410.43	毛利率	27.45%	31.18%	32.62%	33.05%
无形资产和开发支出	170.54	164.41	158.28	152.15	三费率	11.56%	8.64%	10.80%	10.15%
其他非流动资产	728.11	728.11	728.11	728.11	净利率	13.64%	18.50%	18.81%	19.74%
<b>资产总计</b>	7083.70	8467.81	9827.09	10971.18	ROE	14.94%	21.71%	21.18%	19.60%
短期借款	385.18	200.00	200.00	200.00	ROA	8.55%	12.80%	12.84%	12.47%
应付和预收款项	2553.24	3238.33	3627.84	3745.13	ROIC	26.03%	34.55%	38.17%	39.62%
长期借款	0.00	-29.90	-29.90	-29.90	EBITDA/销售收入	23.12%	25.19%	27.72%	28.83%
其他负债	92.59	69.23	74.52	75.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3031.02	3477.66	3872.46	3991.07	总资产周转率	0.69	0.75	0.73	0.67
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	固定资产周转率	3.06	2.78	2.85	2.90
资本公积	815.37	935.37	935.37	935.37	应收账款周转率	5.95	6.05	5.54	5.26
留存收益	2661.83	3533.97	4434.88	5391.40	存货周转率	7.94	8.56	8.46	8.11
归属母公司股东权益	3896.39	4779.24	5680.14	6636.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.52%	—	—	—
少数股东权益	156.28	210.91	274.49	343.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4052.68	4990.14	5954.64	6980.11	资产负债率	42.79%	41.07%	39.41%	36.38%
负债和股东权益合计	7083.70	8467.81	9827.09	10971.18	带息债务/总负债	12.71%	4.89%	4.39%	4.26%
					流动比率	1.37	1.49	1.62	1.92
					速动比率	1.22	1.35	1.47	1.78
					股利支付率	23.18%	15.24%	24.79%	26.36%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.86	3.32	3.87	4.19
					每股净资产	13.08	16.10	19.21	22.52
					每股经营现金	3.67	4.24	4.85	5.62
					每股股利	0.43	0.51	0.96	1.10
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1026.33	1475.26	1858.26	1997.52					
PE	23.68	13.23	11.37	10.48					
PB	3.36	2.73	2.29	1.95					
PS	3.07	2.32	2.03	1.96					
EV/EBITDA	11.80	7.44	5.58	4.54					
股息率	0.98%	1.15%	2.18%	2.51%					

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。