

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

菊酯高景气延续, 麦草畏放量推动全年业绩增长

——扬农化工(600486)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2018-10-23)

收盘价(元)	41.18
一年内最高/最低(元)	64.93/37.86
沪深300指数	3183.43
市净率(倍)	3.28
流通市值(亿元)	127.62

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	14.59
每股经营现金流(元)	2.82
毛利率(%)	30.98
净资产收益率-摊薄(%)	17.38
资产负债率(%)	36.67
总股本/流通股(万股)	30989.89/30989.89
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《扬农化工(600486)年报点评: 麦草畏放量、菊酯景气提升保障2018年业绩高增长》 2018-04-25
- 2 《扬农化工(600486)中报点评: 除草剂推动业绩增长, 麦草畏前景广阔》 2017-08-22

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年10月25日

事件: 公司公布2018年三季报, 前三季度公司实现营业收入43.45亿元, 同比增长38.07%, 实现净利润7.86亿元, 同比增长93.14%, 扣非后的净利润7.87亿元, 同比增长120.29%, 基本每股收益2.54元。

- **菊酯维持高景气与麦草畏放量带动业绩快速增长。** 公司主营业务为杀虫剂和除草剂, 包括菊酯和草甘膦、麦草畏等品种。今年以来菊酯行业景气度保持在较高水平, 前三季度公司杀虫剂销售均价20.59万元/吨, 同比提升26.14%, 带动杀虫剂业务实现收入20.18亿元, 同比增长40.73%。除草剂方面, 受益于麦草畏的逐步放量, 前三季度除草剂实现销量4.36万吨, 同比增长22.47%, 销售均价4.18万元/吨, 同比提升10.17%, 实现收入18.20亿元, 同比增长34.91%。前三季度公司综合毛利率30.98%, 同比提升4.47个百分点。杀虫剂与除草剂两业务良好的发展势头共同推动了公司业绩的快速增长。

- **菊酯景气有望延续, 公司有望受益。** 受环保监管趋严及部分企业停产等因素影响, 2017年以来菊酯价格大幅上涨, 行业景气大幅提升。根据卓创资讯价格数据, 今年以来功夫菊酯价格自25万元/吨上涨至37万元/吨, 涨幅48%, 联苯菊酯自29万元/吨上涨至45万元/吨, 涨幅55%。公司作为我国菊酯行业龙头, 拥有8100吨产能, 位居国内第一, 业绩弹性较大。目前菊酯行业供需仍保持紧张态势, 价格维持高位, 公司有望充分受益。

- **麦草畏市场前景广阔, 保障公司长期成长。** 近年来抗草甘膦杂草问题不断提升, 国际农化巨头纷纷推广新型耐麦草畏转基因作物, 为麦草畏市场增长打开了空间。随着美国环保部批准麦草畏新型制剂的应用, 孟山都、巴斯夫等巨头开始大力推广的耐麦草畏作物, 有望为麦草市场带来大量新增需求。目前全球麦草畏行业供给扩张总体有序, 随着需求的快速增长, 麦草畏行业前景广阔。随着今年优嘉二期2万吨麦草畏项目投产, 公司产能扩大至2.5万吨, 位居全球第一, 有望充分受益麦草畏景气的提升, 保障业绩的长期增长。

- **三季度销售环比下滑, 长期增长仍有望维持。** 从单季度数据看, 三季度公司杀虫剂、除草剂分别销售2562和11826吨, 同比下滑0.7%和29.9%, 环比下滑30.6%和11.2%。销售均价分别为20.5和4.63万元/吨, 环比增长1.8%和10.4%。受销量下滑影响, 公司三季度营业收入12.49亿元, 同比增长9.08%, 环比下滑15.89%; 实现净利润2.23亿元, 同比增长45.20%, 环比下滑22.59%。三季度销售的下滑主要是季节性因素影响。长期来看在国内农药行业环保高压的态势下, 公司业绩增长动力仍在。公司预计全年净利润8.62-11.5亿元, 同比增长

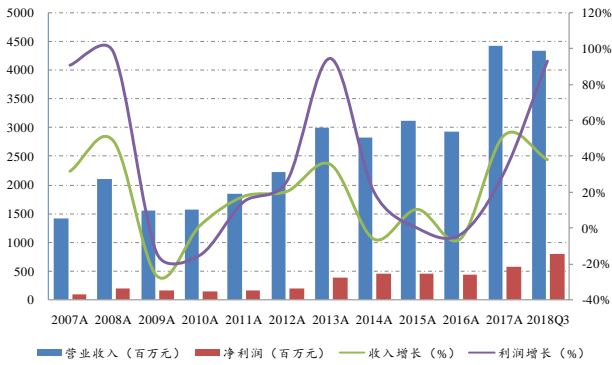
50%-100%。

- **优嘉项目持续推进，长期增长具有保障。**公司如东优嘉项目二期目前已全部投产，成为公司近两年业绩增长的主要保障。未来公司将继续推进优嘉公司三期项目的建设，包括 11475 吨杀虫剂、1000 吨除草剂、3000 吨杀菌剂以及 2500 吨氯代苯乙酮项目。该项目预计投资额 20.2 亿元，投产后总投资收益率 18.4%，届时有望大幅增厚公司业绩。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 3.27 元和 3.50 元，以 10 月 23 日收盘价 41.18 元计算，对应 PE 分别为 12.6 倍和 11.8 倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**产品价格大幅下跌、麦草畏推广进度低于预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2929.0	4438.2	5858.5	6561.5	7217.6
增长比率	-5.9%	51.5%	32.0%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	439.3	575.0	1012.7	1083.6	1171.4
增长比率	-3.5%	30.9%	76.1%	7.0%	8.1%
每股收益(元)	1.42	1.86	3.27	3.50	3.78
市盈率(倍)	29.1	22.2	12.6	11.8	10.9

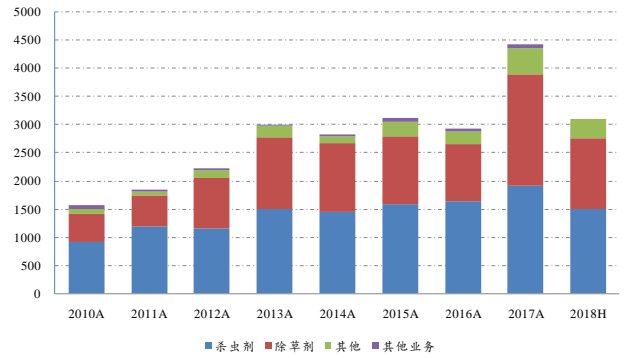
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



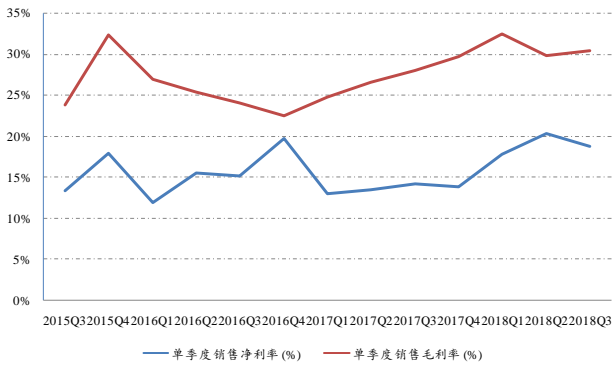
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



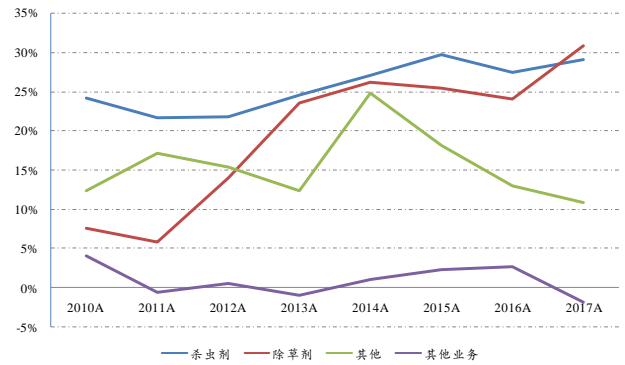
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2929.0	4438.2	5858.5	6561.5	7217.6	成长性					
减: 营业成本	2,202.0	3,219.8	4,100.9	4,658.6	5,124.5	营业收入增长率	-5.9%	51.5%	32.0%	12.0%	10.0%
营业税费	10.7	15.5	21.7	24.3	26.2	营业利润增长率	-7.3%	34.1%	73.1%	7.3%	8.6%
销售费用	35.8	56.3	72.6	81.4	90.2	净利润增长率	-3.5%	30.9%	76.1%	7.0%	8.1%
管理费用	268.8	378.2	498.0	557.7	614.0	EBITDA 增长率	-10.3%	62.8%	35.5%	5.4%	7.3%
财务费用	-50.9	78.4	3.9	-10.9	-18.3	EBIT 增长率	-6.9%	62.6%	58.4%	6.0%	8.1%
资产减值损失	14.8	66.9	15.0	15.0	32.3	NOPLAT 增长率	-3.0%	66.3%	54.8%	6.0%	8.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	98.1%	-1.0%	0.4%	-10.9%	-11.8%
投资和汇兑收益	80.8	75.2	80.0	80.0	80.0	净资产增长率	10.1%	13.8%	5.7%	20.3%	18.6%
营业利润	528.4	708.6	1,226.3	1,315.4	1,428.7	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	-11.3	-	-	-3.8	毛利率	24.8%	27.5%	30.0%	29.0%	29.0%
利润总额	529.6	697.2	1,226.3	1,315.4	1,424.9	营业利润率	18.0%	16.0%	20.9%	20.0%	19.8%
减: 所得税	73.9	91.8	171.7	184.1	199.5	净利润率	15.0%	13.0%	17.3%	16.5%	16.2%
净利润	439.3	575.0	1012.7	1083.6	1171.4	EBITDA/营业收入	21.3%	22.9%	23.5%	22.1%	21.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	16.3%	17.5%	21.0%	19.9%	19.5%
货币资金	735.1	1,193.6	1,107.7	2,191.2	3,354.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	118	120	100	84
应收帐款	683.0	855.5	1,211.4	1,242.2	1,340.2	流动营业资本周转天数	13	4	-5	-3	-6
应收票据	405.0	507.2	582.4	763.3	672.1	流动资产周转天数	361	305	263	286	327
预付帐款	72.0	121.9	121.5	157.8	148.9	应收帐款周转天数	76	62	64	67	64
存货	372.2	437.3	656.0	637.6	721.6	存货周转天数	43	33	34	35	34
其他流动资产	1,135.2	999.6	768.4	967.7	911.9	总资产周转天数	637	518	442	435	454
可供出售金融资产	-	604.0	201.3	268.4	357.9	投资资本周转天数	194	169	128	108	87
持有至到期投资	376.7	-	458.9	278.5	245.8	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	14.8%	24.8%	22.1%	20.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.5%	14.5%	13.2%	12.7%
固定资产	871.0	2,027.0	1,886.0	1,745.0	1,604.0	ROIC	38.8%	32.6%	50.9%	53.8%	65.3%
在建工程	830.1	43.0	43.0	43.0	43.0	费用率					
无形资产	145.3	169.2	163.9	158.7	153.5	销售费用率	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	74.8	125.5	92.1	99.0	105.5	管理费用率	9.2%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
资产总额	5,700.5	7,083.7	7,292.7	8,552.5	9,658.5	财务费用率	-1.7%	1.8%	0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	300.0	385.2	-	-	-	三费/营业收入	8.7%	11.6%	9.8%	9.6%	9.5%
应付帐款	1,081.9	1,357.5	1,962.4	1,818.9	2,244.6	偿债能力					
应付票据	470.7	730.1	799.4	988.6	941.1	资产负债率	37.5%	42.8%	41.2%	39.7%	36.7%
其他流动负债	238.6	532.7	225.6	568.7	337.0	负债权益比	60.1%	74.8%	70.2%	65.9%	58.0%
长期借款	29.9	-	-	-	-	流动比率	1.63	1.37	1.49	1.77	2.03
其他非流动负债	19.3	25.5	19.8	21.5	22.3	速动比率	1.45	1.22	1.27	1.58	1.82
负债总额	2,140.3	3,031.0	3,007.2	3,397.8	3,544.9	利息保障倍数	-9.38	9.91	312.81	-119.77	-77.04
少数股东权益	115.0	156.3	196.1	242.9	295.7	分红指标					
股本	309.9	309.9	309.9	309.9	309.9	DPS(元)	0.43	0.56	0.99	1.06	1.15
留存收益	3,035.5	3,477.2	3,779.5	4,601.9	5,507.9	分红比率	30.3%	30.2%	30.4%	30.3%	30.3%
股东权益	3,560.2	4,052.7	4,285.5	5,154.7	6,113.5	股息收益率	1.0%	1.4%	2.4%	2.6%	2.8%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	455.7	605.5	1,012.7	1,083.6	1,171.4	EPS(元)	1.42	1.86	3.27	3.50	3.78
加: 折旧和摊销	146.6	239.4	146.2	146.2	146.2	BVPS(元)	11.12	12.57	13.20	15.85	18.77
资产减值准备	14.8	66.9	-	-	-	PE(X)	29.1	22.2	12.6	11.8	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.3	3.1	2.6	2.2
财务费用	-4.4	40.8	3.9	-10.9	-18.3	P/FCF	-48.0	18.8	21.3	9.7	9.1
投资收益	-80.8	-75.2	-80.0	-80.0	-80.0	P/S	4.4	2.9	2.2	1.9	1.8
少数股东损益	16.5	30.5	41.9	47.6	54.0	EV/EBITDA	18.3	10.8	7.8	6.7	5.5
营运资金的变动	-632.6	347.4	-121.3	74.5	67.3	CAGR(%)	35.4%	26.5%	30.9%	35.4%	26.5%
经营活动产生现金流量	256.9	1,138.7	1,003.5	1,261.0	1,340.6	PEG	0.8	0.8	0.4	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-839.9	-604.7	141.8	69.7	66.3	ROIC/WACC	3.7	3.1	4.9	5.1	6.2
融资活动产生现金流量	181.0	-54.6	-1,231.3	-247.2	-244.1	REP	1.5	1.7	1.1	1.0	0.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。