

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2018年10月26日

量跌价升，扬农 18Q3 业绩略低于预期

扬农化工 18Q3 业绩略低于预期

公司近期披露 2018 三季度报告，实现营收 43.45 亿元，同比增长 38.07%，归母净利润 7.86 亿元，同比增长 93.14%，EPS 2.536 元，业绩略低于市场预期。

公司 Q3 营收 12.49 亿元，同比增长 9.11%，环比降低 15.9%。其中杀虫剂营收 5.3 亿元，环比降低 29.3%；除草剂营收 5.5 亿元，环比降低 1.9%。杀虫剂方面，Q3 是卫用菊酯淡季，杀虫剂销量较 Q2 减少 1128 吨至 2562 吨；杀虫剂 Q3 均价较 Q2 上涨 1.8%，主要系农用菊酯价格大幅上涨所致，其中功夫菊酯环比上涨 26.7%达到 31.7 万/吨，联苯菊酯环比上涨 10.31%达到 40.6 万/吨（卓创资讯）。除草剂方面，公司 Q3 销量 11825 吨，低于预期；我们认为麦草畏前三季度较为稳定，草甘膦销量可能下滑。Q3 除草剂均价环比上涨 10.4%达到 4.6 万吨，主要原因是高价麦草畏占比提升，次因是草甘膦 Q3 均价环比上涨 7.3%（卓创资讯）。

Q3 毛利率 30.5%，同比提高 2.43%，环比提高 0.66%，考虑到高毛利卫用菊酯销量极低，我们认为 Q3 毛利率提升主要来自于产品大幅涨价。三项费用方面，公司销售费用同比增加 35.15%达到 0.5 亿元，主要系销售人员薪酬增加；研发费用同比增加 0.6 亿元达到 2.1 亿元，主要系新产品研发投入；财务费用受益于汇兑收益增加降低至-0.66 亿元。

公司预测全年净利润同比增长 50-100%，对应 8.6-11.5 亿元。

菊酯高景气度贯穿全年，公司加大扩产力度强化龙头地位

受益于菊酯行业供给收缩，中间体涨价（公司一体化生产），今年菊酯价格持续新高，2018Q1-Q3 功夫菊酯均价分别为 25.0/25.0/31.6 万/吨，同比增长 53.17%/57.19%/85.55%；联苯菊酯均价分别为 31.1/36.8/40.6 万/吨，同比增长 35.02%/59.89%/73.58%（卓创资讯）。考虑到环保高压之下，苏北某企业、江苏皇马较难复产，春江润田低负荷运行，行业供需短期难有较大改善，菊酯价格预计高位震荡。

公司优嘉三期包含 1.1 万吨农用菊酯搬迁扩产项目，近期也公告了优嘉四期项目，包括 3800 吨联苯菊酯。我们认为公司此次扩张将进一步强化龙头地位，未来菊酯业务极具成长性。

麦草畏长逻辑不变，2020 年巴西双抗大豆推广带来新市场

中国大豆严重依赖进口（17 年进口 9556 万吨），贸易战中国减少美国进口，加大巴西及阿根廷进口量。根据孟山都规划，巴西将于 19-20 年实现双抗大豆推广，阿根廷也将于 2025 年前完成推广。我们认为贸易战影响的是麦草畏出口结构而不是总量。公司将于 19-20 年逐步实现满产满销。

投资建议与盈利预测

三季度除草剂销量不及预期，我们小幅下调公司 18-20 年净利润至为 10.6/12.6/15.1 亿元（为 11.1/12.6/15.1 亿元），现价对应 2018 年 PE 11X，维持“买入”评级。

风险提示：气候异常风险，农药需求下滑风险，汇率风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,928.97	4,438.23	5,889.70	6,831.47	8,058.60
增长率(%)	(5.95)	51.53	32.70	15.99	17.96
EBITDA(百万元)	624.15	1,016.11	1,532.01	1,901.70	2,320.01
净利润(百万元)	439.26	574.95	1,062.79	1,259.99	1,512.75
增长率(%)	(3.48)	30.89	84.85	18.55	20.06
EPS(元/股)	1.42	1.86	3.43	4.07	4.88
市盈率(P/E)	27.61	21.09	11.41	9.62	8.02
市净率(P/B)	3.52	3.11	2.61	2.12	1.73
市销率(P/S)	4.14	2.73	2.06	1.78	1.50
EV/EBITDA	16.65	13.37	6.31	4.48	3.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.90
流通 A 股股本(百万股)	309.90
A 股总市值(百万元)	12,126.34
流通 A 股市值(百万元)	12,126.34
每股净资产(元)	14.59
资产负债率(%)	36.67
一年内最高/最低(元)	64.93/37.86

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090003
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《扬农化工-半年报点评:菊酯持续涨价，麦草畏满产满销，18Q3 值得期待》2018-08-21
- 《扬农化工-公司点评:现金收购中化农化资产，农药龙头加快做大做强》2018-08-05
- 《扬农化工-公司点评:中化增资收购扬农集团，看好扬农化工远期发展》2018-06-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	735.09	1,193.64	1,545.84	2,944.54	3,885.56
应收账款	683.03	855.46	944.18	953.45	1,285.05
预付账款	72.05	121.89	119.38	158.88	167.03
存货	372.19	437.33	578.91	452.50	757.69
其他	1,540.29	1,506.79	810.81	948.25	947.15
流动资产合计	3,402.65	4,115.10	3,999.11	5,457.62	7,042.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	870.97	2,026.98	2,507.57	2,835.27	3,057.45
在建工程	830.09	42.96	6.44	3.87	2.32
无形资产	146.69	170.54	165.32	160.10	154.87
其他	450.09	728.11	1,125.69	944.21	910.82
非流动资产合计	2,297.84	2,968.60	3,805.02	3,943.44	4,125.46
资产总计	5,700.48	7,083.70	7,804.14	9,401.06	11,167.95
短期借款	300.00	385.18	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,081.85	1,357.54	1,933.30	1,834.02	2,484.33
其他	709.24	1,262.77	1,013.51	1,581.59	1,341.85
流动负债合计	2,091.09	3,005.49	2,946.81	3,415.61	3,826.18
长期借款	29.90	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.28	25.53	19.76	21.52	22.27
非流动负债合计	49.18	25.53	19.76	21.52	22.27
负债合计	2,140.28	3,031.02	2,966.57	3,437.14	3,848.45
少数股东权益	114.99	156.28	200.24	255.61	325.35
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37
留存收益	3,035.50	3,477.20	4,327.43	5,398.42	6,684.25
其他	(715.55)	(706.07)	(815.37)	(815.37)	(815.37)
股东权益合计	3,560.21	4,052.68	4,837.57	5,963.93	7,319.51
负债和股东权益总	5,700.48	7,083.70	7,804.14	9,401.06	11,167.95

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	455.74	605.48	1,062.79	1,259.99	1,512.75
折旧摊销	146.60	239.42	250.96	355.22	459.25
财务费用	(4.41)	40.85	(20.00)	0.00	0.00
投资损失	(80.82)	(75.16)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(632.65)	347.39	366.06	406.81	(236.68)
其它	372.44	(19.27)	43.95	55.37	69.74
经营活动现金流	256.91	1,138.70	1,623.77	1,997.39	1,725.07
资本支出	877.30	630.54	679.77	672.23	673.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,717.18)	(1,235.20)	(1,243.97)	(1,085.87)	(1,234.53)
投资活动现金流	(839.88)	(604.66)	(564.20)	(413.63)	(561.28)
债权融资	333.22	417.33	11.82	15.76	19.91
股权融资	59.71	(68.88)	(89.30)	0.00	0.00
其他	(211.94)	(403.03)	(629.89)	(200.82)	(242.67)
筹资活动现金流	180.99	(54.58)	(707.36)	(185.06)	(222.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(401.98)	479.47	352.20	1,398.70	941.03

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,928.97	4,438.23	5,889.70	6,831.47	8,058.60
营业成本	2,202.04	3,219.79	4,064.96	4,641.35	5,445.87
营业税金及附加	10.70	15.52	20.61	23.91	28.21
营业费用	35.85	56.33	76.57	92.22	108.79
管理费用	268.83	378.19	506.51	587.51	684.98
财务费用	(50.89)	78.36	(20.00)	0.00	0.00
资产减值损失	14.83	66.87	20.00	20.00	10.00
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	80.00	80.00	80.00
其他	(161.64)	(160.54)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	528.44	708.56	1,301.05	1,546.48	1,860.76
营业外收入	9.12	0.37	9.00	9.00	9.00
营业外支出	7.94	11.70	8.00	8.00	8.00
利润总额	529.62	697.23	1,302.05	1,547.48	1,861.76
所得税	73.88	91.76	195.31	232.12	279.26
净利润	455.74	605.48	1,106.74	1,315.36	1,582.49
少数股东损益	16.48	30.52	43.95	55.37	69.74
归属于母公司净利润	439.26	574.95	1,062.79	1,259.99	1,512.75
每股收益(元)	1.42	1.86	3.43	4.07	4.88

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-5.95%	51.53%	32.70%	15.99%	17.96%
营业利润	-7.28%	34.09%	83.62%	18.86%	20.32%
归属于母公司净利润	-3.48%	30.89%	84.85%	18.55%	20.06%
获利能力					
毛利率	24.82%	27.45%	30.98%	32.06%	32.42%
净利率	15.00%	12.95%	18.04%	18.44%	18.77%
ROE	12.75%	14.76%	22.92%	22.07%	21.63%
ROIC	38.75%	32.56%	52.40%	60.28%	75.58%
偿债能力					
资产负债率	37.55%	42.79%	38.01%	36.56%	34.46%
净负债率	8.42%	26.45%	29.35%	23.62%	6.51%
流动比率	1.63	1.37	1.36	1.60	1.84
速动比率	1.45	1.22	1.16	1.47	1.64
营运能力					
应收账款周转率	4.73	5.77	6.55	7.20	7.20
存货周转率	8.45	10.97	11.59	13.25	13.32
总资产周转率	0.57	0.69	0.79	0.79	0.78
每股指标(元)					
每股收益	1.42	1.86	3.43	4.07	4.88
每股经营现金流	0.83	3.67	5.24	6.45	5.57
每股净资产	11.12	12.57	14.96	18.42	22.57
估值比率					
市盈率	27.61	21.09	11.41	9.62	8.02
市净率	3.52	3.11	2.61	2.12	1.73
EV/EBITDA	16.65	13.37	6.31	4.48	3.31
EV/EBIT	21.76	17.49	7.55	5.50	4.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com