

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

杀虫剂量价齐升带动业绩增长, 长期增长具有保障

——扬农化工(600486)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-04-03)

收盘价(元)	59.95
一年内最高/最低(元)	64.93/34.87
沪深300指数	3971.29
市净率(倍)	3.93
流通市值(亿元)	181.69

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	14.93
每股经营现金流(元)	4.26
毛利率(%)	29.64
净资产收益率-摊薄(%)	19.35
资产负债率(%)	35.09
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

- 《扬农化工(600486)公司点评报告: 四季度业绩低于预期, 长期增长仍值得期待》
2019-01-28
- 《扬农化工(600486)季报点评: 菊酯高景气延续, 麦草畏放量推动全年业绩增长》
2018-10-25
- 《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

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

发布日期: 2019年04月03日

事件: 公司公布2018年业绩报告, 2018年公司实现营业收入52.91亿元, 同比增长19.21%, 实现归属于上市公司股东的净利润8.95亿元, 同比增长55.73%, 扣非后的净利润8.88亿元, 同比增长73.01%, 基本每股收益2.89元。公司同时公布了利润分配预案, 拟每10股派发现金红利8.7元。

- **杀虫剂量价齐升带动全年业绩增长。**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。2018年以来, 菊酯价格保持稳步上升态势, 根据卓创数据, 2018年公司主要品种功夫菊酯价格自年初的25万元/吨上涨至年底的36.9万元/吨, 涨幅47.6%, 联苯菊酯价格上涨10.5%。受益于此, 公司杀虫剂业务量价齐升, 全年销量1.25万吨, 同比增长11.24%, 销售均价21.2万元/吨, 同比上涨24.87%。杀虫剂业务收入26.5亿元, 同比增长38.91%, 毛利率32.74%, 提升3.6个百分点。杀虫剂业务的量价齐升是全年业绩增长的主要动力。此外2018年优嘉二期投产, 公司麦草畏产能提升至2.5万吨, 带动了除草剂销量的增长。全年除草剂销售5.16万吨, 同比增长6.6%, 销售均价3.92万元/吨, 下滑4.30%。由于公司除草剂主要用于出口, 中美贸易摩擦对四季度除草剂销售带来一定冲击。
- **菊酯价格有望维持高位, 对未来业绩带来支撑。**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。菊酯包括农用菊酯和卫生菊酯两大类, 需求以国内为主, 因此未来需求具有保障。由于农药行业污染压力较大, 环保边际放松的空间不大, 预计菊酯价格有望维持高位。公司作为我国菊酯行业龙头, 拥有8100吨产能, 位居国内第一, 菊酯业务有望对公司业绩带来支撑。
- **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、2500吨氯代苯乙酮以及相关副产品3.7万吨的年产能。该项目预计投资额20.2亿元, 投产后总投资收益率18.4%, 贡献税后利润3.6亿元。此外优嘉公司计划2.3亿元用于农药制剂项目和码头及仓储工程项目, 投资4.3亿元用于3800吨/年联苯菊酯、1000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯、200吨/年轻啉酯农药项目。两项目分别预计带来0.91和0.93亿元净利润。随着新产能的陆续投放, 公司长期增长具有保障。
- **外延式并购进一步增强公司综合实力。**2018年8月, 公司公告拟以现金受让中化国际持有的中化作物保护品有限公司100%股权和沈阳中化农药化工研发有限公司100%股权。目前公司相关事项仍在有序推进

中。随着公司外延式并购的推进，有助于公司加强销售及研发领域的布局，进一步增强公司的综合实力。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 3.36 元和 3.91 元，以 4 月 2 日收盘价 58.63 元计算，对应 PE 分别为 17.5 倍和 15.0 倍，维持“增持”的投资评级。

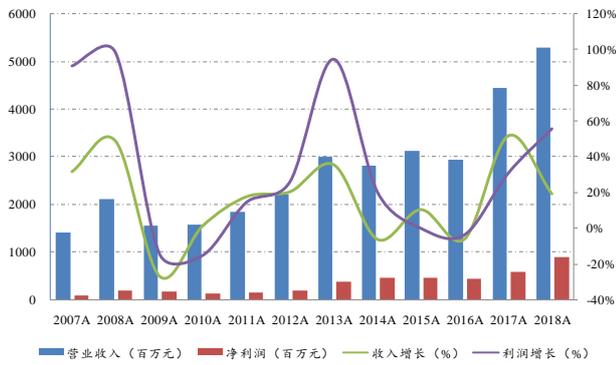
风险提示：产品价格大幅下滑、新项目进度不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4438.2	5290.7	5872.7	6577.4	7235.2
增长比率	51.5%	19.2%	11.0%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	575.0	895.4	1041.0	1211.4	1326.2
增长比率	30.9%	55.7%	16.3%	16.4%	9.5%
每股收益(元)	1.86	2.89	3.36	3.91	4.28
市盈率(倍)	31.6	20.3	17.5	15.0	13.7

资料来源：贝格数据，中原证券

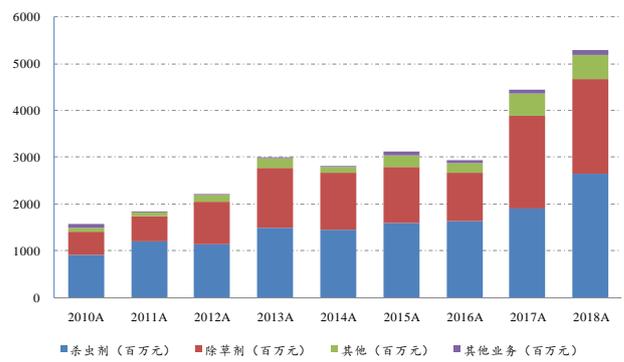


图 1: 公司历年业绩增长



资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



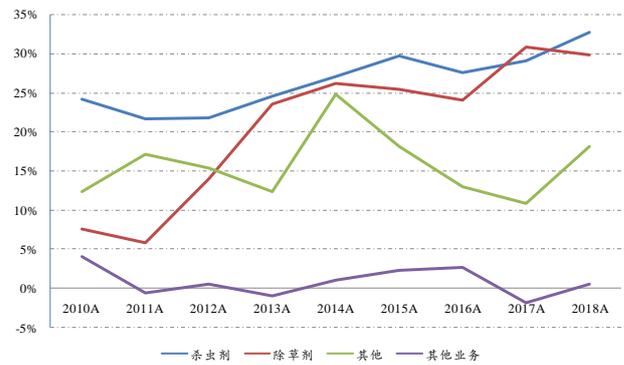
资料来源: 中原证券、wind

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4438.2	5290.7	5872.7	6577.4	7235.2	成长性					
减: 营业成本	3,219.8	3,722.7	4,193.1	4,670.0	5,137.0	营业收入增长率	51.5%	19.2%	11.0%	12.0%	10.0%
营业税费	15.5	16.9	21.7	24.3	25.6	营业利润增长率	34.1%	57.5%	13.9%	16.5%	10.0%
销售费用	56.3	66.7	75.2	84.2	92.2	净利润增长率	30.9%	55.7%	16.3%	16.4%	9.5%
管理费用	378.2	185.3	352.4	394.6	434.1	EBITDA 增长率	62.8%	55.8%	-0.9%	12.4%	8.1%
财务费用	78.4	-54.2	-0.7	-15.9	-22.0	EBIT 增长率	62.6%	65.9%	-1.4%	15.3%	9.7%
资产减值损失	66.9	34.6	40.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	66.3%	34.1%	19.2%	15.3%	9.7%
加: 公允价值变动收益	-	-30.7	-	-	-	投资资本增长率	-1.0%	32.1%	-23.9%	-17.9%	-11.9%
投资和汇兑收益	75.2	54.6	80.0	80.0	80.0	净资产增长率	13.8%	19.1%	17.8%	17.1%	13.2%
营业利润	708.6	1,116.1	1,271.0	1,480.2	1,628.4	利润率					
加: 营业外净收支	-11.3	-27.6	0.5	-	-9.0	毛利率	27.5%	29.6%	28.6%	29.0%	29.0%
利润总额	697.2	1,088.5	1,271.5	1,480.2	1,619.4	营业利润率	16.0%	21.1%	21.6%	22.5%	22.5%
减: 所得税	91.8	149.2	178.0	207.2	226.7	净利润率	13.0%	16.9%	17.7%	18.4%	18.3%
净利润	575.0	895.4	1,041.0	1,211.4	1,326.2	EBITDA/营业收入	22.9%	29.9%	26.7%	26.8%	26.3%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	17.5%	24.4%	21.6%	22.3%	22.2%
货币资金	1,193.6	1,446.0	2,535.8	3,882.6	5,000.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	118	136	113	85	62
应收帐款	855.5	818.6	1,306.3	940.7	1,518.9	流动营业资本周转天数	4	12	20	6	6
应收票据	507.2	292.5	843.7	362.5	910.9	流动资产周转天数	305	303	354	381	422
预付帐款	121.9	128.5	133.9	162.0	168.9	应收帐款周转天数	62	57	65	61	61
存货	437.3	452.1	673.5	507.7	794.2	存货周转天数	33	30	34	32	32
其他流动资产	999.6	1,665.3	1,266.7	1,310.5	1,414.2	总资产周转天数	518	494	511	509	523
可供出售金融资产	604.0	-	201.3	268.4	156.6	投资资本周转天数	169	164	148	104	80
持有至到期投资	-	-	125.6	41.9	55.8	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.8%	19.3%	19.1%	19.1%	18.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	12.6%	11.8%	13.6%	12.0%
固定资产	2,027.0	1,983.6	1,691.1	1,398.7	1,106.2	ROIC	32.6%	44.1%	39.8%	60.3%	80.7%
在建工程	43.0	88.2	88.2	88.2	88.2	费用率					
无形资产	169.2	199.5	193.6	187.6	181.7	销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	125.5	364.4	178.1	216.2	251.9	管理费用率	8.5%	3.5%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	7,083.7	7,438.6	9,237.8	9,366.9	11,647.6	财务费用率	1.8%	-1.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%
短期债务	385.2	325.3	-	-	-	三费/营业收入	11.6%	3.7%	7.3%	7.0%	7.0%
应付帐款	1,357.5	1,063.7	2,117.4	1,255.4	2,394.0	偿债能力					
应付票据	730.1	659.7	950.2	809.2	1,132.6	资产负债率	42.8%	35.1%	38.4%	28.9%	35.3%
其他流动负债	532.7	521.0	454.8	610.3	547.6	负债权益比	74.8%	54.1%	62.4%	40.6%	54.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.37	1.87	1.92	2.68	2.41
其他非流动负债	25.5	40.3	28.4	31.4	33.4	速动比率	1.22	1.69	1.73	2.49	2.21
负债总额	3,031.0	2,610.0	3,550.7	2,706.3	4,107.6	利息保障倍数	9.91	-23.79	-1,771.65	-91.95	-72.89
少数股东权益	156.3	200.4	250.3	310.8	375.8	分红指标					
股本	309.9	309.9	309.9	309.9	309.9	DPS(元)	0.56	0.87	1.01	1.18	1.29
留存收益	3,477.2	4,199.0	5,126.9	6,039.9	6,854.2	分红比率	30.2%	30.1%	30.2%	30.2%	30.2%
股东权益	4,052.7	4,828.6	5,687.1	6,660.7	7,540.0	股息收益率	1.0%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	605.5	939.3	1,041.0	1,211.4	1,326.2	EPS(元)	1.86	2.89	3.36	3.91	4.28
加: 折旧和摊销	239.4	295.1	298.4	298.4	298.4	BVPS(元)	12.57	14.93	17.54	20.49	23.12
资产减值准备	66.9	34.6	-	-	-	PE(X)	31.6	20.3	17.5	15.0	13.7
公允价值变动损失	-	30.7	-	-	-	PB(X)	4.7	3.9	3.3	2.9	2.5
财务费用	40.8	0.4	-0.7	-15.9	-22.0	P/FCF	26.7	129.3	13.2	11.4	11.9
投资收益	-75.2	-54.6	-80.0	-80.0	-80.0	P/S	4.1	3.4	3.1	2.8	2.5
少数股东损益	30.5	44.0	52.5	61.6	66.5	EV/EBITDA	16.1	10.3	9.4	7.7	6.6
营运资金的变动	347.4	-714.5	543.3	37.9	-130.6	CAGR(%)	28.1%	14.0%	33.9%	28.1%	14.0%
经营活动产生现金流量	1,138.7	1,320.2	1,854.6	1,513.4	1,458.4	PEG	1.1	1.4	0.5	0.5	1.0
投资活动产生现金流量	-604.7	-804.1	-214.9	113.7	155.8	ROIC/WACC	3.1	4.2	3.8	5.7	7.7
融资活动产生现金流量	-54.6	-275.2	-549.9	-280.3	-496.7	REP	2.5	1.4	1.9	1.4	1.1

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。

