

投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	55.88
02 月 22 日收盘价 (元)	51.39
52 周股价波动 (元)	33.00-57.40
总股本/流通 A 股 (百万股)	310/310
总市值/流通市值 (百万元)	15926/15926

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	36.3	26.5	20.2
市净率	4.8	4.1	3.5
市销率	5.44	3.79	3.21
EV/EBITDA	27.8	16.6	13.6
分红率 (%)	—	0.01	0.01

相关研究

《三季度净利润 1.54 亿元, 同比增长 90.63%》
2017.10.24

《孟山都再次上调转基因作物种植面积, 看好公司新一轮快速成长》2017.10.10

《美国环保署允许继续使用麦草畏, 长期看好公司新一轮快速成长》2017.09.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.7	4.7	4.7
相对涨幅 (%)	0.4	6.2	7.9

资料来源: 海通证券研究所

商务部初裁印度醚醛存在倾销, 扬农化工菊酯产品有望受益

投资要点:

- **商务部裁定印度进口聚醚存在反倾销。**商务部近日初步裁定, 原产于印度的进口醚醛 (菊酯中间体) 存在倾销, 国内醚醛产业受到实质损害。对此商务部决定采用保证金形式实施临时反倾销措施: 自 2018 年 2 月 8 日起, 进口经营者在进口被调查产品时, 依据初裁决定所确定的各公司的保证金比率 (36.2%-56.9%) 向中华人民共和国海关提供保证金。我们认为, 实施反倾销措施将会提高进口醚醛成本, 从而推升菊酯产品价格上涨。
- **印度进口醚醛在中国市场占据主导地位。**醚醛 (间苯氧基苯甲醛) 是各类拟除虫菊酯类原料药中间体, 主要用于合成功夫菊酯 (三氟氯氰菊酯)、氯氰菊酯、高效氯氰菊酯等。印度是全球最大的间苯氧基苯甲醛生产国, 中国是印度间苯氧基苯甲醛最大的出口市场。根据商务部数据, 印度倾销间苯氧基苯甲醛的进口数量从 2013 年的 1571.4 吨不断增长到 2016 年的 3637.8 吨, 倾销进口产品在中国国内市场的份额也从 2013 年的 38-48% 增长到 2016 年的 61-81%, 累计增长 28.86 个百分点。
- **公司产业链齐全, 有望受益于产品价格上涨。**商务部调查显示, 损害调查期内印度进口价格始终低于国内同类产品的内销价格, 2013-2016 年二者之间的差额分别为 812-1022 元/吨、509-599 元/吨、3384-4069 元/吨和 4366-5194 元/吨, 总体呈扩大趋势。受倾销进口产品的影响, 国内同类产品的价格持续下降, 且始终低于同期的单位成本, 国内生产企业亏损严重, 薪农化工和一诺化工相继于 2013 年和 2015 年停产, 目前仅扬农化工和潍坊润农化学两家生产。我们认为, 扬农化工作为国内唯一一家菊酯产业链齐全的生产企业, 有望充分受益于中间体成本上升带来的价格上涨。
- **南通项目持续推进, 打开未来成长空间。**目前南通二期项目除吡啶菌酯外, 其他产品已全部建成, 进入试生产阶段。2017 年 4 月, 公司计划投建三期项目, 总投资 20.22 亿元, 将建成年产 11475 吨杀虫剂、1000 吨除草剂、3000 吨杀菌剂和 2500 吨氯代苯乙酮及相关副产品的生产能力。项目建设期暂定为 3 年, 公司预计投产后年均营业收入为 15.41 亿元, 成为新的盈利增长点。
- **盈利预测。**公司是国内农药企业龙头, 拥有国内规模最大、产品最多的菊酯产业链, 随着麦草畏订单增长及新产能投产, 有望迎来新一轮快速成长。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.94 元、2.54 元、2.93 元, 给予 18 年 22 倍 PE (以此测算 18 年 PEG 为 1), 对应目标价 55.88 元, 买入评级。
- **风险提示。**产品价格下跌; 转基因作物推广不及预期; 新产能投放不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3114.13	2928.97	4203.12	4954.66	5532.34
(+/-)YoY(%)	10.41%	-5.95%	43.50%	17.88%	11.66%
净利润(百万元)	455.09	439.26	600.22	786.53	903.37
(+/-)YoY(%)	0.09%	-3.48%	36.64%	31.04%	14.85%
全面摊薄 EPS(元)	1.47	1.42	1.94	2.54	2.92
毛利率(%)	26.57%	24.82%	27.55%	28.37%	28.67%
净资产收益率(%)	14.94%	13.13%	15.41%	17.34%	17.06%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 李智

Tel: (021) 23219392

Email: lz11785@htsec.com

盈利假设：（1）杀虫剂方面，公司原有宝塔湾厂区菊酯产品生产线将逐步关停，产能转移至南通优嘉厂区，总产能有所减少。假设产品单价将不断提升，一方面由于菊酯产品结构优化，另一方面受益于中间体供应紧张、成本上升推动。

（2）除草剂方面，公司目前拥有 3 万吨草甘膦和 2.5 万吨麦草畏产能，我们预计 2017-2019 年草甘膦满产满销，麦草畏销量分别为 1.4 万吨、2 万吨、2.5 万吨。假设草甘膦和麦草畏价格保持稳定，由于麦草畏占比提升整体除草剂价格上涨。

表 1 扬农化工分业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
杀虫剂					
产能（吨）	10000	10000	10000	9500	9000
销量（吨）	10199	10101	10650	9500	9000
单价（万元/吨，不含税）	15.53	16.18	18.75	20.72	21.62
收入（万元）	158,383	163,482	199,688	196,847	194,595
成本（万元）	111,262	118,480	139,781	135,824	134,270
毛利率（%）	29.8%	27.5%	30.0%	31.0%	31.0%
除草剂					
产能（吨）	35000	35000	55000	55000	55000
销量（吨）	35311	39459	44000	50000	55000
单价（万元/吨，不含税）	3.43	2.61	4.39	5.30	5.72
收入（万元）	121,283	102,884	182,500	236,036	278,829
成本（万元）	90,413	78,089	132,850	170,414	200,369
毛利率（%）	25.5%	24.1%	27.2%	27.8%	28.1%
其他					
收入（万元）	31747	26530	38124	62583	79811
成本（万元）	27006	23635	31880	48645	59971
毛利率（%）	14.9%	10.9%	16.4%	22.3%	24.9%
总收入（万元）	311413	292897	420312	495466	553234
总成本（万元）	228681	220204	304511	354884	394610
毛利率（%）	26.6%	24.8%	27.6%	28.4%	28.7%

资料来源：公司年报，海通证券研究所

注：2018 年其他业务收入规模及毛利率水平提升主要系氟胺胺、抗倒酯等高盈利产品逐步投产

表 2 麦草畏销量对扬农化工 2018-2019 年业绩预测的敏感性分析

公司名称	悲观预测		中性预测		乐观预测	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
麦草畏销量（吨）	18000	23000	20000	25000	22000	27000
归属净利润（百万元）	757.86	878.75	786.10	907.94	814.35	937.12
同比增速（%）	26.26%	15.95%	30.97%	15.50%	35.68%	15.08%
EPS（元/股）	2.45	2.84	2.54	2.93	2.63	3.02

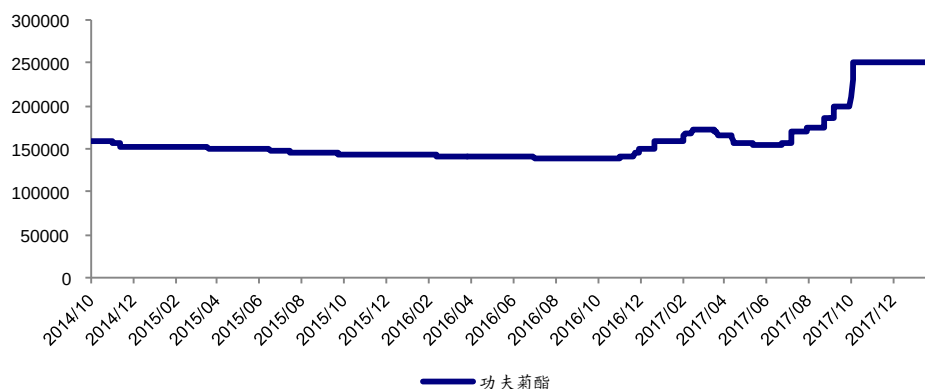
资料来源：海通证券研究所

表 3 同行业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价（元）	每股收益（元/股）					2018PEG
			2017	2018E	2019E	2018PE	g（17-19 年复合增速）	
603077.SH	和邦生物	2.10	0.08	0.09	0.11	23.0	14%	1.68
300575.SZ	中旗股份	38.21	1.58	2.02	2.85	18.9	34%	0.55
002391.SZ	长青股份	14.00	0.67	0.87	1.08	16.1	27%	0.60
平均值								0.94

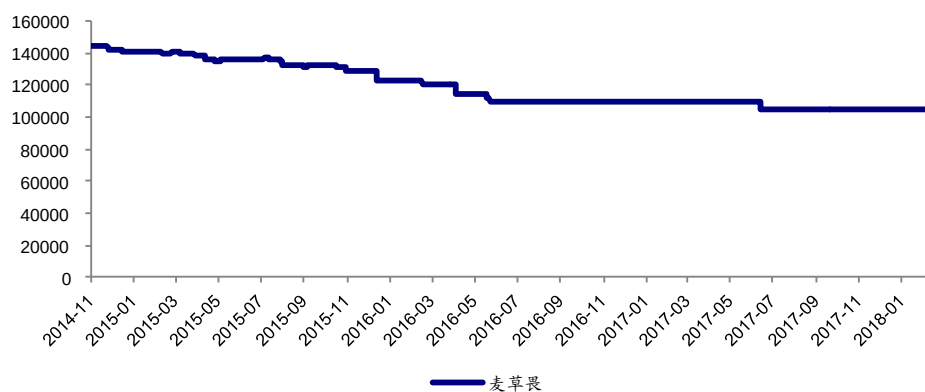
资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2018 年 2 月 22 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

图1 功夫菊酯价格走势（元/吨）



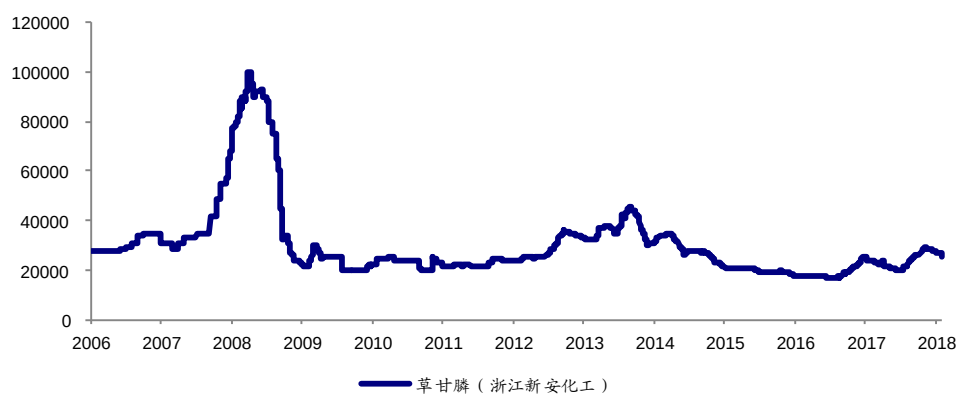
资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

图2 麦草畏价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

图3 草甘膦价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	2928.97	4203.12	4954.66	5532.34
每股收益	1.42	1.94	2.54	2.92	营业成本	2202.04	3045.11	3548.84	3946.10
每股净资产	10.80	12.57	14.64	17.09	毛利率%	24.82%	27.55%	28.37%	28.67%
每股经营现金流	0.83	2.76	3.04	3.65	营业税金及附加	10.70	15.13	17.93	19.98
每股股利	0.430	0.500	0.500	0.500	营业税金率%	0.37%	0.36%	0.36%	0.36%
价值评估（倍）					营业费用	35.85	50.44	59.46	66.39
P/E	36.26	26.53	20.25	17.63	营业费用率%	1.22%	1.20%	1.20%	1.20%
P/B	4.76	4.09	3.51	3.01	管理费用	268.83	336.25	386.46	420.46
P/S	5.44	3.79	3.21	2.88	管理费用率%	9.18%	8.00%	7.80%	7.60%
EV/EBITDA	27.81	16.64	13.55	11.58	EBIT	411.55	756.19	941.97	1079.41
股息率（%）	0.84%	0.97%	0.97%	0.97%	财务费用	-50.89	79.78	33.56	26.14
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-1.74%	1.90%	0.68%	0.47%
毛利率	24.82%	27.55%	28.37%	28.67%	资产减值损失	14.83	15.00	15.00	15.00
净利率	15.56%	14.95%	16.67%	17.19%	投资收益	80.82	80.00	80.00	80.00
净资产收益率	13.13%	15.41%	17.34%	17.06%	营业利润	528.44	741.41	973.41	1118.27
资产回报率	7.71%	8.71%	9.92%	10.08%	营业外收支	1.18	0.57	0.78	0.71
投资回报率	13.21%	22.50%	23.80%	24.54%	利润总额	529.62	741.99	974.19	1118.98
盈利增长（%）					EBITDA	558.16	908.11	1102.32	1253.46
营业收入增长率	-5.95%	43.50%	17.88%	11.66%	所得税	73.88	113.49	148.01	168.07
EBIT 增长率	-16.09%	83.74%	24.57%	14.59%	有效所得税率%	13.95%	15.29%	15.19%	15.02%
净利润增长率	-3.12%	37.91%	31.45%	15.10%	少数股东损益	16.48	28.28	39.66	47.55
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	439.26	600.22	786.53	903.37
资产负债率	37.5%	41.4%	40.5%	38.4%	扣除非经常性损益净利润	454.72	628.01	825.53	950.31
流动比率	1.63	1.52	1.51	1.59	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.41	1.33	1.31	1.38	货币资金	735.09	1293.29	1415.56	1789.15
现金比率	2.42	2.88	3.55	5.14	应收款项	667.63	779.75	955.05	1053.05
经营效率指标					存货	372.19	439.23	527.91	580.79
应收帐款周转天数	75.64	67.71	70.36	69.48	其它流动资产	1135.24	1135.24	1135.24	1135.24
存货周转天数	57.48	52.52	54.18	53.62	流动资产合计	3402.65	4255.72	4784.54	5382.98
总资产周转率	0.57	0.67	0.67	0.65	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	3.21	5.22	7.06	9.08	固定资产	870.97	890.97	970.97	1030.97
					在建工程	830.09	1286.29	1865.99	2404.52
					无形资产	145.31	161.12	165.19	171.35
					非流动资产合计	2297.84	2637.92	3146.34	3582.14
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	5700.48	6893.64	7930.88	8965.12
净利润	455.74	628.50	826.18	950.91	短期借款	300.00	445.00	395.00	345.00
折旧摊销	146.60	151.92	160.35	174.05	应付账款	1062.68	1263.63	1484.35	1646.18
营运资金变动	-278.36	119.79	-0.55	53.42	预收账款	126.15	141.76	182.54	198.08
经营活动现金流	256.91	854.60	942.43	1132.52	其它流动负债	0.39	0.39	0.39	0.39
固定资产投资	0.00	-20.00	-80.00	-60.00	流动负债合计	2091.09	2805.70	3161.71	3389.98
无形资产投资	0.00	-15.81	-9.07	-11.32	长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90
资本支出	561.33	501.44	672.99	614.14	其它长期负债	19.28	19.28	19.28	19.28
投资活动现金流	-839.88	-421.44	-592.99	-534.14	非流动负债合计	49.18	49.18	49.18	49.18
债务变化	329.90	145.00	-50.00	-50.00	负债总计	2140.28	2854.88	3210.89	3439.17
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	309.90	309.90	309.90	309.90
融资活动现金流	192.78	125.03	-227.17	-224.80	普通股股东权益	3345.40	3895.49	4537.06	5295.48
现金净流量	-390.20	558.20	122.27	373.59	少数股东权益	114.99	143.27	182.93	230.47
公司自由现金流	-189.78	435.23	304.89	549.91	负债和所有者权益合计	5700.48	6893.64	7930.88	8965.12
股权自由现金流	-88.18	551.29	263.37	516.67					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 22 日
资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,滨化股份,扬农化工,梅花生物,新洋丰,强力新材,藏格控股,合盛硅业,苏利股份,西陇科学,润禾材料,百傲化学,康得新,天马精化,天科股份,红星发展,乐凯胶片,浙江医药,江南高纤,中农立华,广信股份,玲珑轮胎,万润股份,三角轮胎,三友化工,巨化股份,浙江龙盛,鲁西化工,宏大爆破,国光股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。