

2012年2月10日

扬农化工（600486）：农用菊酯支撑业绩，草甘膦业务难言改善

研究员：姚 凯
 执业证书编号：S0910511010001
 电话：021-62448087
 Email：yaokai@casstock.com

研究支持：高 高
 电话：021-62448067
 Email：gaogao@casstock.com
 地址：上海市曹杨路430号

当前价格：15.69
 目标价格：17.1
 目标期限：6个月

总股本：17217万
 总市值：27.01亿
 流通市值：27.01亿
 流通比例：100.00%

评级：中性（首次）

主要观点：

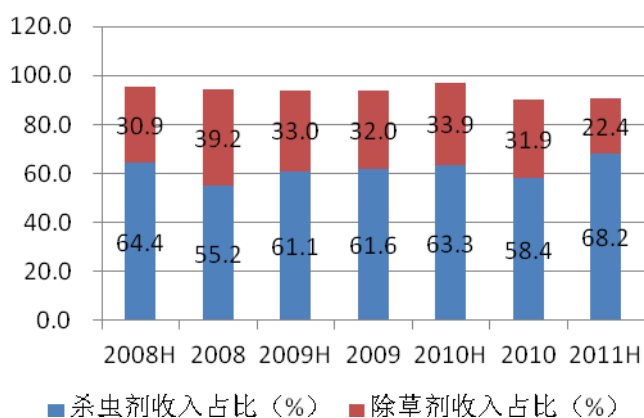
- ◆ **事件：**多家涉及草甘膦业务的公司近日公告，澳大利亚立案对中国草甘膦制剂进行反倾销调查。我们对这一事件给扬农化工产生的影响进行了分析，并结合公司和所处行业的研究，给出中性评级。
- ◆ **主要逻辑：**
 - （1）目前扬农化工的草甘膦主要出口至美国并保持比较稳定的合同，不直接出口到澳大利亚。出口澳大利亚的中国企业若要争取其他地方的市场，我们认为由于对质量的要求首先受到冲击的将是南美市场。此次澳大利亚反倾销使得公司草甘膦业务进一步恶化的可能性较小。
 - （2）近期草甘膦价格上涨主要来自于成本压力。产能过剩、原材料价格上涨、草甘膦抗性杂草的升级和贸易摩擦等问题将使得草甘膦行业的发展如履薄冰。我们认为扬农化工的草甘膦业务在2012年仍然难以言善。不过目前行业已经处于谷底，在行业即将进行休克性整合时大公司承受风险的能力较强，扬农化工依靠北美较为稳定的客户关系有能力保护当前微利的局面。
 - （3）公司卫生用拟除虫菊酯受到非法竞争的冲击，农用拟除虫菊酯作为高效仿生杀虫剂被国际列入高毒农药替代的主要品种，前景较好。近年来农用菊酯行业保持较快的增长，销量增速约为12%。由于抗药性的产生和仿制企业的产能扩张，后续的增长将来自于新产品的研发和应用领域的拓展。农用拟除虫菊酯在抗药性研制、水稻田试用和城市绿化方面应用的开发是行业未来发展的方向。拟除虫菊酯类农药新产品合成过程相对技术要求比较高的是中间体生产，扬农化工具有完整的产业链且技术研发实力雄厚，竞争优势明显。
- ◆ **投资建议：**2011年公司业绩大概率下滑。我们预计公司2011~2013年的EPS分别为0.69元、0.95元和1.00元，PE水平分别为22.9、16.6和15.7，PB水平分别为1.53、1.39和1.28。按照18倍的估值中枢，给予目标价17.1元，给予中性评级。
- ◆ **风险提示：**极端天气的发生、贸易摩擦的升级、原油价格上涨

一、草甘膦业务受澳大利亚反倾销影响较小，短期盈利难以改善

扬农化工目前的主营业务是杀虫剂和除草剂，其中杀虫剂主要包括卫生用菊酯和农用菊酯，除草剂主要包括草甘膦和麦草畏，其中草甘膦在除草剂的业务收入中占到90%左右。

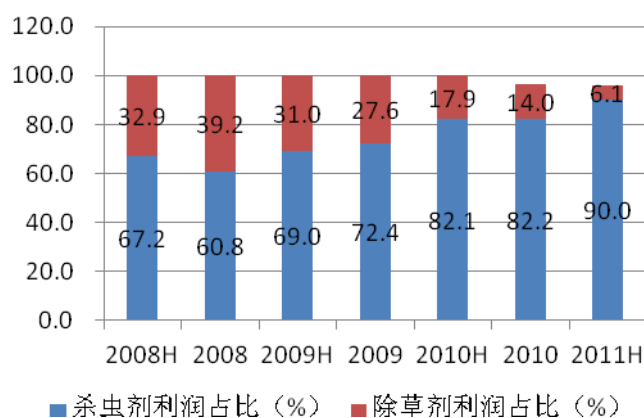
公司拥有从中间体到原药再到制剂的一条较为完整的产业链。最初公司以卫生用菊酯为主营，市场份额占到70%，后来由于农用菊酯替代高毒农药的良好前景而逐渐增加了农用菊酯的比重。草甘膦从04年初开始研究，07年上中间体，08年上半年正式开始生产。但是草甘膦价格在08年到达高点之后一路下滑，由于3万吨的产能较大，在收入中占比依然较大但贡献的利润却大大降低，这成为拖累公司业绩的主要原因。

图表 1: 扬农化工的收入构成



资料来源: ifind, 航天证券研发部

图表 2: 扬农化工的毛利构成



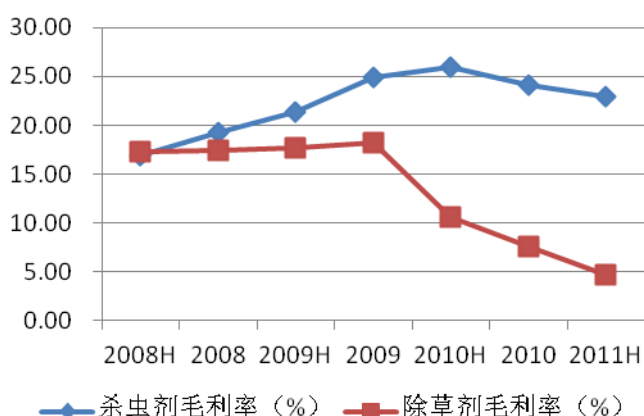
资料来源: ifind, 航天证券研发部

从除草剂这一块的毛利率来看，从08年起一直下滑，2011年中报显示已跌至5%左右，目前处于微利状态。草甘膦国内需求在5万吨左右，全球的需求在60万吨左右，而中国的总产能接近80万吨，过剩非常严重，行业急待整合。中国的草甘膦绝大部分依靠出口，2010年共出口22.31万吨，出口排名前三的国家分别是阿根廷5.83万吨、美国3.28万吨、巴西1.99万吨。2010年出口澳大利亚1.23万吨，同比增长40.38%，位于中国出口国第7位。进口国家对质量要求最高的当属北美，目前扬农化工的草甘膦主要出口至美国并保持比较稳定的合同，不直接出口到澳大利亚。出口澳大利亚的中国企业若要争取其他地方的市场，我们认为由于对质量的要求首先受到冲击的将是南美市场。此次澳大利亚反倾销使得公司草甘膦业务进一步恶化的可能性较小。

毛利下滑与草甘膦的价格走势密切相关，由于国外产能的关闭使得草甘膦在07-08年快速上涨，价格3.5万元/吨上涨至10万元/吨，后由于国内产能的快速扩张价格迅速下滑，目前价格在2万元/吨~2.5万元/吨运行。2011年下半年草甘膦价格的小幅上涨主要来自于成本上升的压力¹，从主要生产草甘膦的上市公司毛利变化来看，三季度相比于二季度进一步恶化。

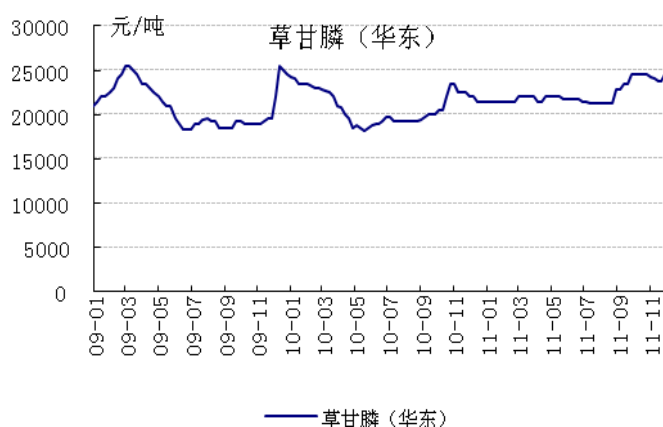
整合需要时间需要循序渐进，产能过剩、原材料价格上涨、草甘膦抗性杂草的升级和贸易摩擦等问题将使得草甘膦行业的发展如履薄冰。我们认为扬农化工的草甘膦业务在2012年仍然难以言善。不过目前行业已经处于谷底，在行业即将进行休克性整合时大公司承受风险的能力较强，扬农化工依靠北美较为稳定的客户关系有能力保护当前微利的局面。

图表 3：扬农化工的除草剂业务毛利大幅下滑



资料来源：ifind，航天证券研发部

图表 4：近期草甘膦价格走势



资料来源：ifind，航天证券研发部

二、卫生菊酯竞争激烈，农用菊酯支撑业绩

扬农化工是卫生用拟除虫菊酯²的行业龙头，公司通过自主创新和研发打破日本住友在中国长达20年的垄断，不仅将其挤出中国市场还成为住友公司在国际上最强的竞争对手。由于住友公司开发高效专利产品努力重返中国市场，国内小企业争相仿制，造成行业的无序竞争。扬农化工09年起投放新型高效产品与之抗衡，但由于新药的性价比相对于市场来说大大提高了，旧药受到冲击，卫生用拟除虫

¹草甘膦的生产工艺主要有甘氨酸和 IDA 两种，其原料包括甘氨酸、亚磷酸二甲酯、多聚甲醛、亚氨基二乙腈、二乙醇胺、亚磷酸、液碱、硫酸、双氧水、盐酸等。

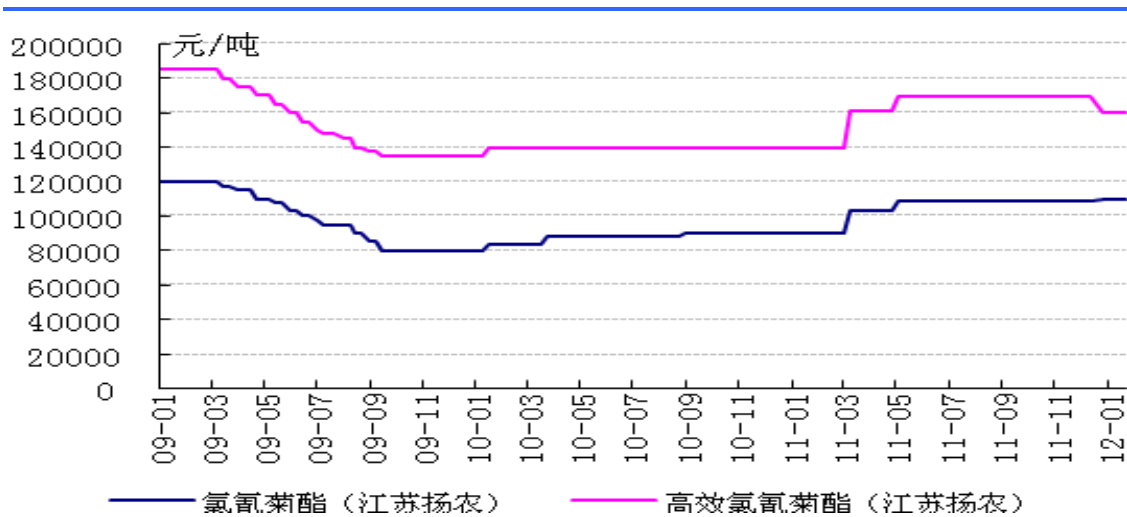
² 卫生用拟除虫菊酯是蚊、蝇、蟑螂等卫生害虫消杀制品的关键原料，其是在模拟天然除虫菊花的基础上发展起来的仿生型杀虫剂。

菊酯销售收入下降。2010年年报显示，卫生用聚酯相比于2009年销售额下降20.1%，虽然扬农化工致力于用法律手段解决非法竞争，但这种无序的局面在2011年并没有大的企业。我们期待企业经营环境的改善。

农用拟除虫菊酯作为高效仿生杀虫剂被国际列入高毒农药替代的主要品种，具有高效、安全、杀虫广谱、环境友好的特点，可以用于除水稻外的棉花、玉米、油菜、蔬菜、果树、茶树和大豆等类作物。近年来农用菊酯行业保持较快的增长，销量增速约为12%。由于抗药性的产生和仿制企业的产能扩张，农药的生命周期一般是5-7年，后续的增长将来自于新产品的研发和应用领域的拓展。农用拟除虫菊酯在抗药性研制、水稻田试用和城市绿化方面应用的开发是行业为来发展的方向。拟除虫菊酯类农药新产品合成过程相对技术要求比较高的是中间体生产，扬农化工具有完整的产业链且技术研发实力雄厚，竞争优势明显。

从08年起农药持续经历小年，除因绿色防控技术和专业化统防统治的推广使得农药的使用量得以降低外，更是受到有极端天气的影响。虽然从农药周期的角度来看，连续的小年之后遇到农药大年的概率较大，不过介于对2011年冬天气候的感知，我们对2012年的农药需求保持谨慎乐观。近期农药价格的上涨主要动力依旧来自原料成本的上升。

图表 5: 农用菊酯价格走势



资料来源：百川资讯，航天证券研发部

三、预计 2011 年业绩下滑，未来业绩期待新产品研发

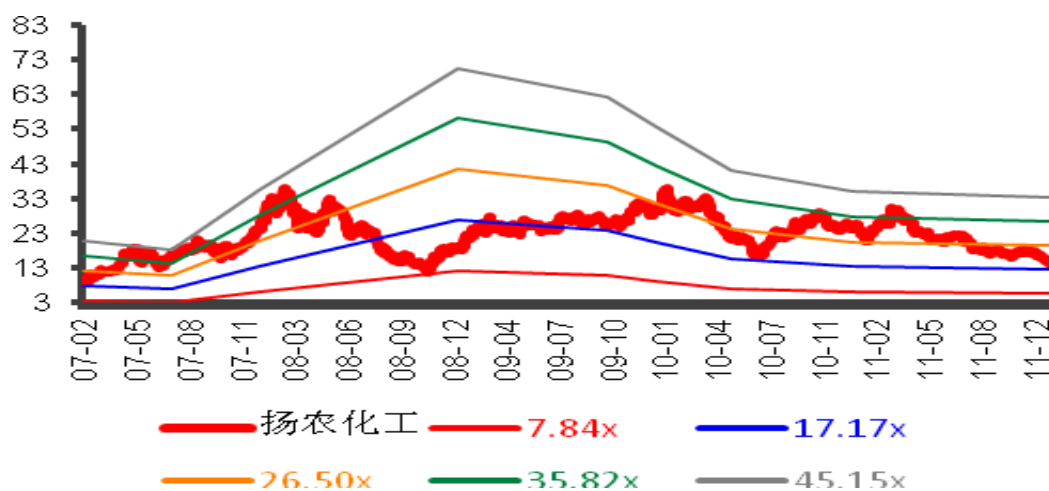
从2011年前三季度的财务数据来看，毛利率一直处于下滑趋势。虽然公司尚

未发布2011年业绩预告，但是从同做草甘膦的新安股份、江山股份的公告来看，业绩预减都在80%以上，我们预计扬农化工2011年业绩也难逃业绩下降的厄运。未来业绩的增长，一方面寄希望于农用拟除虫菊酯的产销量进一步上升，另一方面寄希望于公司对产业链的拓展，比如在精细化工领域里开发生物可降解塑料PBS等。

我们预计公司2011~2013年的EPS分别为0.69元、0.95元和1.00元，PE水平分别为22.9、16.6和15.7，PB水平分别为1.53、1.39和1.28。放在整个农药板块来看，公司的PE水平接近行业中值，但PB明显偏低，主要是ROE水平较低。我们对ROE进行拆分研究，发现主要原因在于公司的总资产周转率较低，公司闲置的固定资产较多。

参考行业的估值中枢和公司的PE/PB-Bands来看，我们认为可以给予公司18倍PE，给予17.1元的目标价，当前股价为15.69元，给予中性评级。

图表 5: 扬农化工动态 PE-Bands



资料来源: Wind, 航天证券研发部

附注：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1402	1506	1852	2148	2446
现金	962	1042	1355	1576	1805
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	118	113	129	149	166
应收款项	132	184	181	210	235
其它应收款	6	13	9	10	12
存货	165	132	152	174	196
其他	19	22	26	29	33
非流动资产	1154	1056	964	903	851
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1062	901	837	783	738
无形资产	78	85	76	69	62
其他	14	71	51	51	51
资产总计	2556	2562	2816	3051	3297
流动负债	941	822	925	1003	1082
短期借款	212	89	300	300	300
应付账款	534	443	511	583	656
预收账款	89	44	42	48	54
其他	106	246	72	72	72
长期负债	16	21	50	40	30
长期借款	10	10	50	40	30
其他	6	11	0	0	0
负债合计	957	843	975	1043	1112
股本	132	172	172	172	172
资本公积金	897	850	850	850	850
留存收益	498	605	724	887	1059
少数股东权益	54	57	60	65	69
母公司所有者权益	1544	1661	1780	1943	2115
负债及权益合计	2555	2562	2816	3051	3296

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	255	377	94	326	331
净利润	0	0	119	163	172
折旧摊销	0	0	163	151	142
财务费用	0	0	9	6	2
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-199	-2	7
其它	0	0	3	9	8
投资活动现金流	-162	-103	-70	-90	-90
资本支出	0	0	-70	-90	-90
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	344	-224	290	-16	-12
借款变动	0	0	311	-10	-10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	0	0	-21	-6	-2
现金净增加额	436	50	314	220	229

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1544	1567	1786	2070	2311
营业成本	1211	1295	1497	1706	1920
营业税金及附加	3	4	4	4	5
营业费用	17	19	21	25	28
管理费用	114	104	125	145	162
财务费用	16	5	9	6	2
资产减值损失	4	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	178	133	130	183	195
营业外收入	13	32	15	15	15
营业外支出	3	4	2	2	2
利润总额	188	161	143	197	208
所得税	26	23	21	29	31
净利润	162	138	122	167	177
少数股东损益	5	4	3	4	4
归属于母公司净利润	158	134	119	163	172
EPS (元)	1.19	0.78	0.69	0.95	1.00

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-27%	1%	14%	16%	12%
营业利润	-19%	-25%	-2%	41%	6%
净利润	-14%	-15%	-12%	37%	6%
获利能力					
毛利率	22%	17%	16%	18%	17%
净利率	10%	9%	7%	8%	7%
ROE	10%	8%	7%	8%	8%
ROIC	9%	6%	5%	7%	7%
偿债能力					
资产负债率	37%	33%	35%	34%	34%
净负债比率	9%	4%	15%	13%	12%
流动比率	149%	183%	200%	214%	226%
速动比率	131%	167%	184%	197%	208%
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.9	8.7	10.5	10.5	10.4
应收帐款周转率	13.5	9.9	9.8	10.6	10.4
应付帐款周转率	2.3	2.7	3.1	3.1	3.1
每股资料 (元)					
每股收益	1.19	0.78	0.69	0.95	1.00
每股经营现金	1.93	2.19	0.54	1.90	1.92
每股净资产	11.7	9.6	10.3	11.3	12.3
每股股利	0	0	0	0	0
估值比率					
PE	13.2	20.2	22.9	16.6	15.7
PB	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	24.0	27.9	28.8	25.5	25.7

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，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“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com