

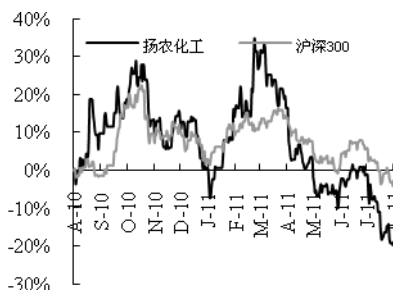


化工
Chemistry

2011 年 08 月 24 日

市场数据	2011 年 08 月 23 日
当前价格 (元)	18.22
52 周价格区间 (元)	17.36-32.01
总市值 (百万)	3136.87
流通市值 (百万)	3136.87
总股本 (万股)	17217
流通股 (万股)	17217
日均成交额 (百万)	36
近一月换手 (%)	24.99
Beta (2 年)	0.90
第一大股东	江苏扬农化工集团有限 公司
公司网址	www.yngf.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
扬农化工	-18.0	-13.8	-18.9
沪深 300	-8.1	-5.7	-2.6

杨杰

0755-83025935

yangjie@jyzq.com

执业证书编号: S0370511030002

扬农化工 (600486) 中报点评
——草甘膦继续下滑，菊酯有所好转

评级: 增持

赢利预测	2010 年	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1566.92	1557.71	1756.26	2007.45
主营收入增长率 (%)	1.48%	-0.59%	12.75%	14.30%
净利润 (百万元)	134.06	117.96	144.19	166.88
净利润增长率 (%)	-14.94%	-12.01%	22.24%	15.74%
每股收益 (元)	0.78	0.69	0.84	0.97
PE	23.39	26.59	21.76	18.80

资料来源: 金元证券研究所

● **公司业绩有所下滑。**2011 年上半年, 公司实现营业收入和净利润分别为 10.19 亿元和 0.85 亿元, 分别同比增长 3.18% 和 -24.69%。公司实现每股收益 0.49 元, 每股经营性净现金流 1.26 元, 实现平均净资产收益率 5.04%。

公司业绩明显下滑, 主要在于年初预期的农药需求复苏没有出现, 市场相对萎靡, 草甘膦市场继续下滑、原材料和劳动力成本上涨。

● **草甘膦市场继续下滑。**草甘膦市场下滑主要原因在于: (1) 上半年, 黄磷等原材料价格持续上涨, 以及劳动力成本上升推高公司草甘膦生产成本。从行业来看, 公司 IDA 法成本高于甘氨酸路线。(2) 人民币升值抬高了出口成本。(3) 草甘膦产能集中释放, 供求关系进一步恶化。(4) 国际草甘膦企业采取低价竞争策略, 压制草甘膦市场价格。根据我们推算, 上半年公司草甘膦处于亏损局面。

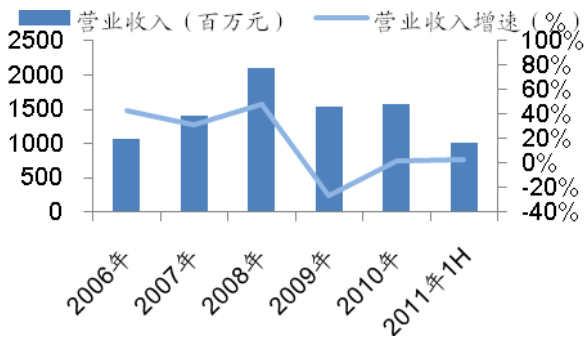
上半年公司麦草畏销量同比增长 35%, 但由于草甘膦销量和收入大幅下降, 导致公司除草剂业务收入同比下降 31.88%, 毛利率下滑至 4.76%。

● **菊酯业务略有好转。**尽管公司卫生菊酯受非法侵权产品冲击加剧, 但公司通过加大专利品种氯氟醚的推广和应用, 再加上今年夏季气温较高拉动需求, 公司卫生菊酯同比略有增长。

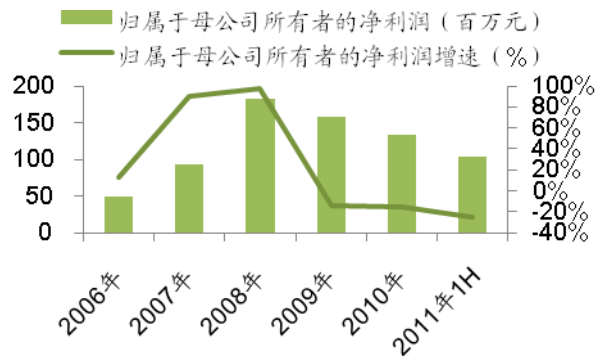
公司通过满足客户个性化需求, 重点把握受天气影响较小的北方市场, 主要农用菊酯产品销售良好。上半年公司杀虫剂销售 6.95 亿元, 同比增长 20.56%。受成本上涨影响, 公司杀虫剂毛利率下滑 4.77 个百分点, 达到 22.9%。

- 人民币升值加大公司出口难度。上半年公司出口收入 5.01 亿元，占公司占收入的 52%。随着人民币持续升值，削弱了公司产品在国际市场的竞争优势，同时提高了公司出口成本。
- 我们下调公司 2011-2013 年 EPS 至 0.68、0.81、0.91 元，对应 PE 为 26.9、22.41、19.96 倍。我们认为草甘膦继续下滑可能性较小，菊酯类产品随着竞争对手的逐步增多，存在竞争加剧的可能。下调公司评级至“增持”。

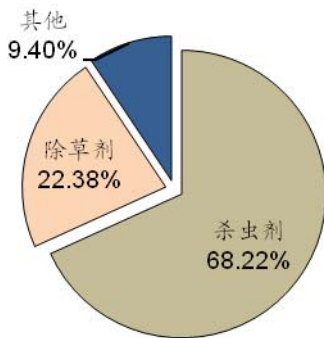
图表 1 公司收入基本稳定



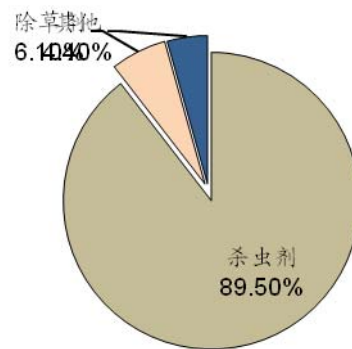
图表 2 2011年上半年公司利润下滑 24.7%



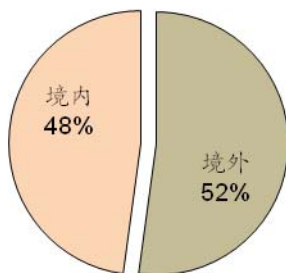
图表 3 公司 2011 年上半年收入构成



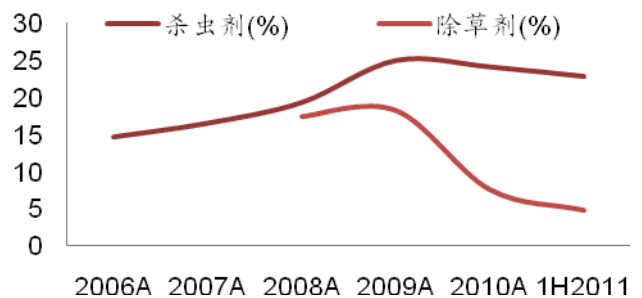
图表 4 公司 2011 年上半年毛利构成



图表 5 公司出口占比达到 52%



图表 6 公司除草剂毛利率陷入亏损



图表 6 公司利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	1558	1756	2007
营业成本	1295	1298	1464	1670
营业税金及附加	4	3	4	4
销售费用	19	18	20	23
管理费用	104	104	117	134
财务费用	5	-9	-14	-16
资产减值损失	7	10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	133	133	165	192
营业外收入	32	13	13	13
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	161	143	175	202
所得税	23	21	26	30
净利润	138	121	148	172
少数股东损益	4	4	4	5
归属于母公司净利润	134	118	144	167
EBIT	165	134	161	186
EPS (元)	0.78	0.69	0.84	0.97

资料来源：金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.