

证券研究报告

公司研究——公告点评

扬农化工 (600486.sh)

郭荆璞 行业首席分析师
 执业编号: S1500510120013
 联系电话: +86 10 63081257
 邮箱: guojingpu@cindasc.com



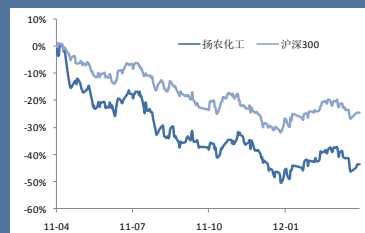
公司主要数据

52 周内股价	13.51-
波动区间(元)	27.54
最近一月涨跌幅(%)	-7.44
总股本(亿股)	1.72
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	27.19

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街九号院
 一号楼六层研究开发中心
 邮编: 100031

扬农化工相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

菊酯及麦草畏平稳向上 草甘膦提高弹性

2011 年年报点评

2012 年 4 月 12 日

本期内容提要:

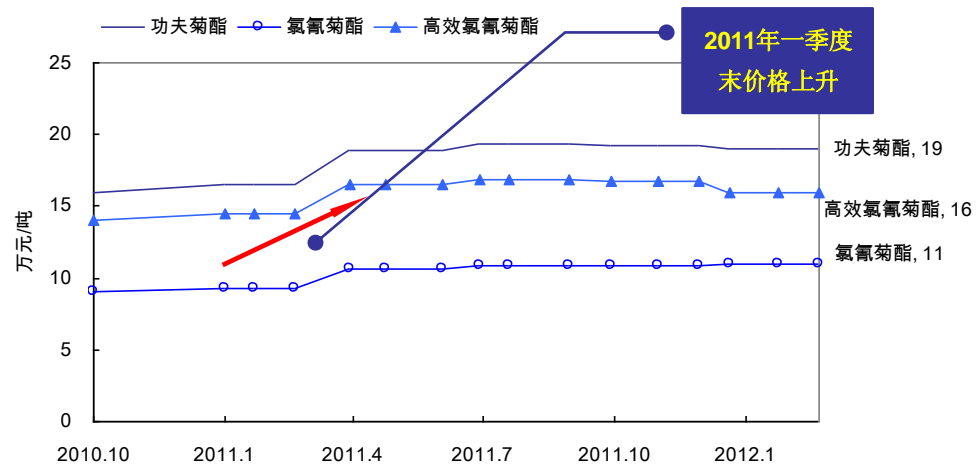
事件: 公司发布 2011 年年报, 2011 年实现营业收入 18.43 亿元, 同比增长 17.61%; 实现利润总额 1.78 亿元, 同比增长 11.01%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1.54 亿元, 同比增长 14.66%, 每股收益 0.89 元。

点评:

- ◇ 扣除非经常损益后每股收益 0.79 元, 略高于我们此前 0.76 元的预期, 高于市场的一致预期。主要原因是四季度业绩超预期, 四季度公司净利润为 4574 万元。我们对一季度同比和环比利润比较乐观, 预计公司一季度利润将在菊酯和草甘膦的驱动下超出市场预期。
- ◇ 菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势, 而市场对这一重大变化缺乏足够的认识。农用菊酯需求将重现稳定快速增长。公司拥有中间体产能, 同时对下游开发和系列配套有着丰富的经验积累, 将受益于菊酯的新一轮增长。我们预计菊酯类杀虫剂业务将带来息税前利润(EBIT)约 1.5~2.2 亿元/年, 菊酯业务估值 16 亿元。
- ◇ 麦草畏需求在 2011 年平稳上升, 未来受耐麦草畏抗性转基因作物的支撑, 需求将持续增长。麦草畏行业竞争结构合理, 进入技术壁垒较高。公司麦草畏产能 1200 吨/年, 我们预计麦草畏业务将带来息税前利润(EBIT)约 0.1~0.2 亿元/年, 麦草畏业务估值 1 亿元。
- ◇ 草甘膦业务一定程度上受到长单的保护, 能够在市场低迷时维持稳定; IDA 路线目前开工率较低, 在市场好转时也具有相当可观的弹性, 假设草甘膦上涨 1000 元/吨, 扬农化工 EPS 将上升 0.08~0.12 元/股。草甘膦产能 3 万吨/年。我们预计草甘膦业务将为扬农化工带来息税前利润(EBIT)约 0.5~0.8 亿元/年, 一旦出现供给受事件性影响导致的涨价, 息税前利润可能上升至 1.3 亿元, 草甘膦业务估值 8 亿元。
- ◇ 经营业务估值合计 25 亿元, 加上公司目前账面净现金约 12 亿元, 合理市值 37 亿元, 上升空间 41%。
- ◇ 盈利预测: 我们预计公司 2012~2014 年每股收益分别为 0.94 元、1.13 元、1.55 元, 对应 2012 年 4 月 10 日收盘价 (15.79 元) 的市盈率分别为 16 倍、12 倍、10 倍, 维持增持评级。
- ◇ 风险因素: 恶劣天气、事件性刺激、新业务消耗现金头寸。

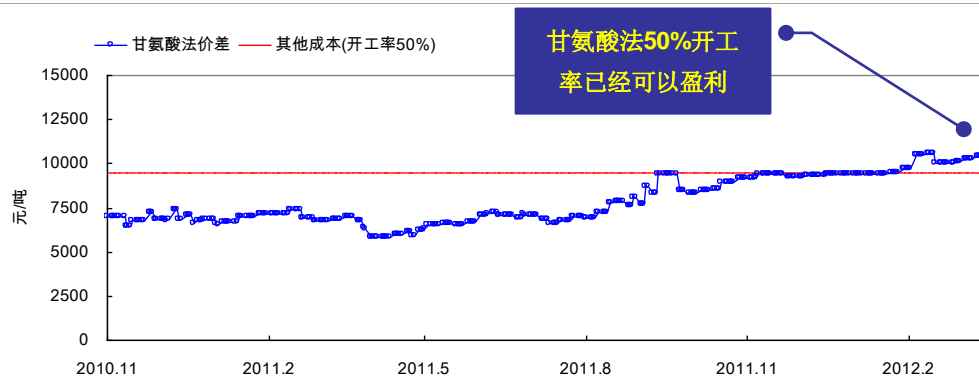
菊酯产品价格在一季度同比将有明显上升。

图表 1：菊酯产品价格



资料来源：信达证券研发中心

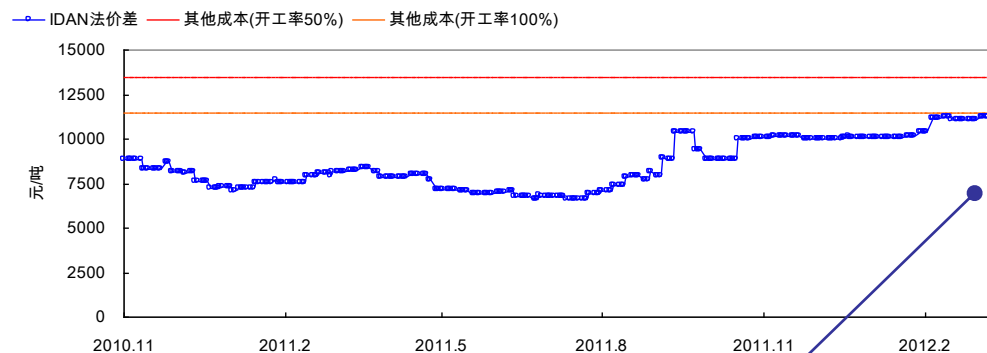
图表 2：甘氨酸法草甘膦价差



$$\text{甘氨酸法价差} = \text{草甘膦} - \text{甘氨酸} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

资料来源：信达证券研发中心

图表 3：IDA 法草甘膦价差



$$\text{IDA 法价差} = \text{草甘膦} - \text{IDA} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

资料来源：信达证券研发中心

IDA法仍然亏损

财务数据

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	1842.81	2139.05	2694.24	2963.63
增长率 YoY	17.61%	16.08%	25.95%	10.00%
归属母公司股东的净利润(百万元)	153.71	165.55	228.54	263.13
增长率 YoY	14.66%	7.71%	38.05%	15.14%
毛利率	16.46%	16.40%	17.31%	18.02%
净资产收益率 ROE	8.47%	8.56%	10.71%	11.13%
每股收益 EPS(元, 前复权)	0.89	0.96	1.33	1.53
市场一致预期 EPS(元)		0.94	1.13	1.55
市盈率 P/E(倍)	18	16	12	10
市净率 P/B(倍)	1.47	1.42	1.29	1.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 4 月 10 日收盘价

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1752.72	2257.33	2293.93	2638.27	营业收入	1842.81	2139.05	2694.24	2963.63
现金	1245.01	1592.12	1487.29	1855.54	营业成本	1539.42	1788.20	2227.94	2429.66
应收账款	155.76	218.83	283.76	255.37	营业税金及附加	5.93	5.42	7.17	8.31
其它应收款	13.69	12.67	22.23	16.99	营业费用	20.26	24.28	30.75	33.35
预付账款	40.46	33.40	50.41	47.75	管理费用	120.61	128.34	161.65	177.82
存货	179.14	258.89	239.95	300.10	财务费用	-6.04	-3.75	4.28	3.63
其他	118.65	141.42	210.28	162.53	资产减值损失	-2.12	4.43	5.02	2.75
非流动资产	937.93	997.76	1190.32	1188.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-0.10	-0.24	-0.41	投资净收益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02
固定资产	801.08	853.09	1016.16	1008.16	营业利润	164.75	192.12	257.41	308.10
无形资产	85.39	97.55	121.93	131.26	营业外收入	17.02	11.14	21.50	12.00
其他	51.46	47.22	52.47	49.28	营业外支出	3.49	3.65	3.80	3.64
资产总计	2690.64	3255.08	3484.24	3826.56	利润总额	178.28	199.61	275.11	316.45
流动负债	834.20	1262.99	1291.12	1399.80	所得税	21.69	29.94	41.27	47.47
短期借款	29.68	110.29	76.38	72.12	净利润	156.58	169.67	233.84	268.99
应付账款	444.56	826.30	669.67	904.10	少数股东损益	2.88	4.12	5.31	5.86
其他	359.95	326.41	545.08	423.58	归属母公司净利润	153.71	165.55	228.54	263.13
非流动负债	8.57	8.98	10.61	9.69	EBITDA	136.65	265.38	367.13	430.91
长期借款	0.00	0.30	1.03	0.75	EPS (摊薄)	0.89	0.96	1.33	1.53
其他	8.57	8.68	9.58	8.94					
负债合计	842.77	1271.98	1301.73	1409.49	主要财务比率				
少数股东权益	58.02	62.14	67.45	73.30	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	1789.85	1920.97	2115.07	2343.77	成长能力				
负债和股东权益	2690.64	3255.08	3484.24	3826.56	营业收入增长率	17.61%	16.08%	25.95%	10.00%
					营业利润增长率	23.85%	16.62%	33.98%	19.69%
					归属于母公司净利润增长率	14.66%	7.71%	38.05%	15.14%
					获利能力				
					毛利率	16.46%	16.40%	17.31%	18.02%
					净利率	8.50%	7.93%	8.68%	9.08%
					ROE	8.47%	8.56%	10.71%	11.13%
					ROIC	6.53%	6.44%	8.78%	9.21%
					偿债能力				
					资产负债率	31.32%	39.08%	37.36%	36.83%
					净负债比率	2.15%	5.58%	3.56%	3.03%
					流动比率	2.10	1.79	1.78	1.88
					速动比率	1.89	1.58	1.59	1.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.72	0.80	0.81
					应收账款周转率	10.84	11.42	10.72	10.99
					应付账款周转率	3.47	2.81	2.98	3.09
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	0.96	1.33	1.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	2.78	1.73	3.35
					每股净资产(最新摊薄)	10.73	11.52	12.68	14.04
					估值比率				
					P/E	0.00	16	12	10
					P/B	0.00	1.42	1.29	1.16
					EV/EBITDA	-8.33	4.93	3.78	2.36
					永续增长率	3.00%		WACC	10.26%
					终值	8168.23		Ke	10.60%
					企业价值	12516.21		Kd	5.61%
					非核心资产价值	1592.02		t	15.00%
					债务价值	119.34		Rf	4.00%
					股权价值	13926.75		Rm	10.00%
					股本	172.17		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	80.89		Beta	1.10

分析师简介

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

化工行业重点覆盖公司

盐湖股份 (000792)	芭田股份 (002170)	神马股份 (600810)	天科股份 (600378)
烟台万华 (600309)	新纶科技 (002341)	云天化 (600096)	碧水源 (300070)
华昌化工 (002274)	高盟新材 (300200)	沧州大化 (600230)	江山股份 (600389)
扬农化工 (600486)	诺普信 (002215)	S 仪化 (600871)	风神股份 (600469)
三聚环保 (300072)	上海家化 (600315)	中国化学 (601117)	中化国际 (600500)
沈阳化工 (000698)			

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuang@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 ±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。