



买入

22%↑

目标价格: 人民币 22.00

600486.SS

价格: 人民币 18.08

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司业绩大幅回升
- 草甘膦产品景气程度回升
- 菊酯产品市场地位稳固

我们的观点有何不同?

- 公司2季度情况继续向好

主要催化剂/事件

- 主要产品价格提升

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	26	23	18	(22)
相对新华富时A50指数	11	15	13	(9)

发行股数(百万)	172
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	31.78
3个月日均交易额(人民币 百万)	38.5
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江苏扬农化工集团有限公司	36.17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月2日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 农药

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

扬农化工

产品景气程度回升, 公司迎来小阳春

公司2011年实现净利润1.54亿元, 同比上升14.66%; 2012年1季度实现净利润5,246万元, 同比上涨40.73%。展望2012年, 我们预计随着菊酯、麦草畏等产品景气程度的恢复, 公司将迎来一个小阳春, 我们预计公司今年的业绩增速将超过20%。考虑公司目前估值较为便宜, 我们维持买入评级, 目标价格22.00元。

主要发现

- 公司业绩不断上升。公司自去年下半年起, 业绩均较同期有较大幅度的增长, 我们认为, 今年整体的农药产业较去年有很大的提升, 但是远未恢复到景气阶段。随着菊酯等产品销售量的增长以及草甘膦等产品的毛利的回升, 公司的业绩仍有较大增长的空间。
- 草甘膦毛利逐步回升。公司去年草甘膦原药销量不到2万吨, 约占总销售收入的30%, 但预计该产品对净利润的贡献不大。目前国内产能集中度不断地提高, 但是短期内供大于求的局面很难改变, 我们预计但是草甘膦产品的毛利将逐步回升。
- 菊酯产品市场主导地位不变。公司卫生菊酯产能3,000吨, 农用菊酯产能4,000吨, 均为国内最大的生产企业。随着氯氟醚产品大幅推广, 预计公司卫生菊酯产品将稳定增长, 盈利能力进一步增强; 农用菊酯作为一种低毒农药, 需求增速将会超过卫生菊酯。
- 公司继续坚持“一体两翼”的发展战略。公司未来的发展战略还是以农药产品为主, 兼顾新材料和精细化学品。公司目标是在“十二五”期间, 销售收入翻倍。目前还是立足现有的产品, 逐步发展PBS等新材料产品和农药中间体项目。

评级面临的主要风险

- 产品价格大幅下降; 原料价格大幅上涨。

估值

- 考虑公司主要产品今年景气周期仍将进一步提升, 我们维持买入评级, 目标价格22.00元, 相当于20倍2012年预期市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,567	1,843	1,971	2,191	2,429
变动(%)	1	18	7	11	11
净利润(人民币 百万)	134	154	190	216	259
全面摊薄每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.106	1.257	1.503
变动(%)	(14.9)	14.7	23.9	13.7	19.5
核心每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.106	1.257	1.503
变动(%)	(14.9)	14.7	23.9	13.7	19.5
全面摊薄市盈率(倍)	23.2	20.3	16.3	14.4	12.0
核心市盈率(倍)	23.2	20.3	16.3	14.4	12.0
每股现金流量(人民币)	2.47	2.12	1.97	1.91	2.32
价格/每股现金流量(倍)	7.3	8.5	9.2	9.5	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.1	6.2	5.1	3.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.179	0.221	0.251
股息率(%)	0.0	0.0	1.0	1.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

展望 2012 年，我们预计随着菊酯、麦草畏等产品景气程度的恢复，公司将迎来一个小阳春，我们预计公司今年的业绩增速将超过 20%。考虑公司目前估值较为便宜，我们维持 **买入** 评级，目标价格 22.00 元。

受益于主要产品价格上涨，公司业绩继续回升

公司 2011 年公司完成销售收入 18.43 亿元，同比上升 17.61%；全年实现净利润 1.54 亿元，同比上升 14.66%。2012 年 1 季度实现净利润 5,246 万元，同比上涨 40.73%。

公司自去年下半年起，业绩均较同期有较大幅度的增长，仔细分析其原因，各季度又有所不同。去年 3 季度，传统的国内农药淡季，受益于出口情况良好，业绩同比增长 57%；4 季度，部分产品开始提价，加之国内部分经销商开始备货，业绩较同期扭亏为盈；今年 1 季度，受益于草甘膦等产品的价格不断上涨，业绩出现了较大幅度的上涨。

我们认为，今年整体的农药产业较去年有很大的提升，但是远未恢复到景气阶段。随着菊酯等产品销售量的增长以及草甘膦等产品的毛利的回升，公司的业绩仍有较大增长的空间。

图表 1. 2011 年业绩摘要

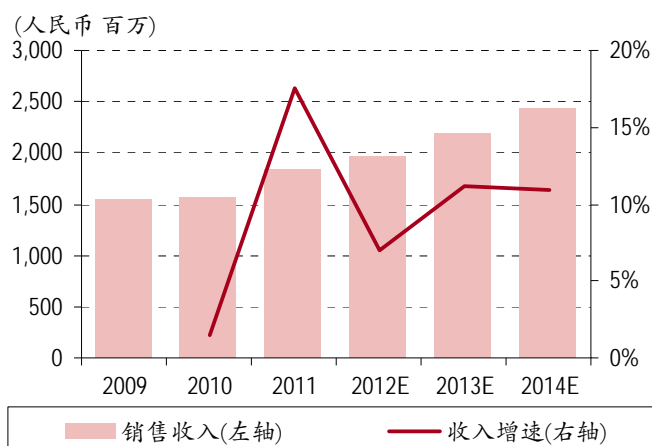
(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业额	1,566.92	1,842.81	18
销售税金	(3.50)	(5.93)	69
净销售额	1,563.42	1,836.88	17
销售成本	(1,295.23)	(1,539.42)	19
毛利润	268.19	297.46	11
销售费用	(18.64)	(20.26)	9
管理费用	(104.45)	(120.61)	15
经营利润	145.1	156.59	8
投资收益	(0.03)	(0.02)	(33)
财务费用	(4.74)	6.04	(227)
资产减值	(7.32)	2.12	(129)
其它	27.57	13.53	(51)
税前利润	160.58	178.26	11
所得税	(23.04)	(21.69)	(6)
少数股东权益	(3.5)	(2.88)	(18)
净利润	134.04	153.69	15
主要比率(%)			
毛利率	17.1	16.1	
经营利润率	9.3	8.5	
净利率	8.6	8.3	

资料来源：公司数据及中银国际研究

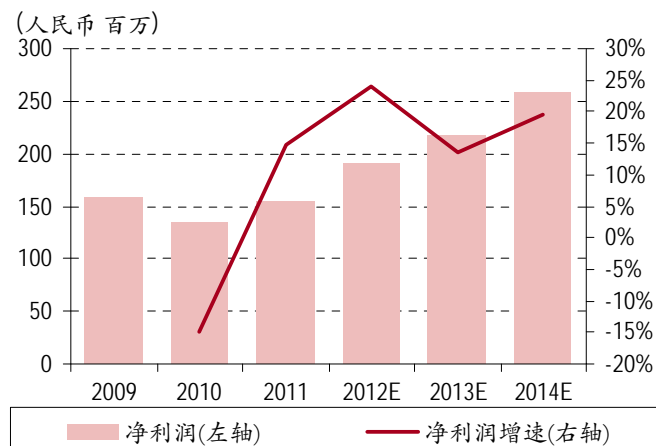
图表 2. 2012 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业额	502.46	625.35	24
销售税金	(0.59)	(3.14)	432
净销售额	501.87	622.21	24
销售成本	(418.76)	(510.52)	22
毛利润	83.11	111.69	34
销售费用	(3.53)	(5.20)	47
管理费用	(26.48)	(32.25)	22
经营利润	53.1	74.24	40
投资收益	(0.01)	0	(100)
财务费用	1.92	(0.05)	(103)
资产减值	(10.82)	(10.58)	(2)
其它	(0.18)	(0.51)	183
税前利润	44.01	63.1	43
所得税	(5.9)	(9.46)	60
少数股东权益	(0.83)	(1.18)	42
净利润	37.28	52.46	41
主要比率(%)			
毛利率	16.5	17.9	
经营利润率	10.6	11.9	
净利率	7.4	8.4	

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3. 公司销售收入变化


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 公司净利润变化


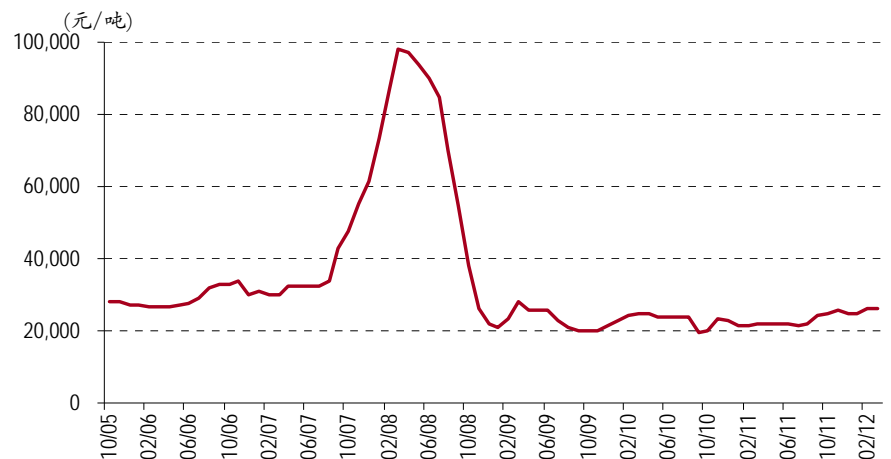
资料来源：公司数据，中银国际研究

草甘膦行业整合后期，毛利逐步回升

公司去年草甘膦原药销量不到 2 万吨，约占总销售收入的 30%。但由于草甘膦行业产能过剩，预计该产品对净利润的贡献不大。

由于草甘膦价格在低谷徘徊近 3 年，国内的部分小草甘膦生产企业已经停产，甚至转产，产能集中度不断地提高（目前国内主要生产企业为新安化工、江山化工、扬农化工、四川福华和华星化工）。虽然有效产能在不断减少，但是短期内供大于求的局面很难改变，我们预计草甘膦产品的毛利仍将稳步回升，但不会再有暴利的机会，因此小企业复产是小概率事件。对大型的企业而言，虽经历了几年惨淡的行情，但在技术水平、与国外大型农药生产企业合作关系、环保水平均有一定的提升，长期看来更具竞争优势。

图表 5.草甘膦价格



资料来源：公司数据及中银国际研究

菊酯产品市场主导地位不变

公司卫生菊酯产能 3,000 吨，是全球第二大生产企业、国内最大的生产企业，国内市场占有率 70% 左右，公司短期内也没有扩建的计划。卫生菊酯的增速比较稳定，随着人民生活水平提高和城镇卫生水平提高，预计产品消费量增速接近 10%。公司去年三分之一左右的产品出口，公司有一定的市场定价权，但是有一些非法侵权的假药，无研发和环保投入带来的成本优势，就会把一些中小客户挤向灰色地带（预计目前灰色地带占全国总销量的 20% 左右）。但是这种情况正逐步改变，随着国家农业部的相关产业政策出台以及下游大企业自身的规范，公司的卫生菊酯产品销量将逐步增长。

此外氯氟醚菊酯作为公司自有专利的独特品种，将获得大幅推广，预计公司卫生菊酯产品将稳定增长，盈利能力进一步增强。

公司农用菊酯产能 4,000 吨，国内市场占有率 40% 左右，全国第一大企业**红太阳**(000525.SZ/人民币 13.85, 未有评级)是国内最大的竞争对手。农用菊酯作为一种低毒农药，需求增速将会超过卫生菊酯。

公司未来的发展思路

公司未来的发展战略还是以农药产品为主，兼顾新材料和精细化学品。公司目标是在“十二五”期间销售收入翻倍。目前还是立足现有的产品，逐步发展 PBS 等新材料产品和农药中间体项目。

我们预计，在 2011 年公司主营业务收入和净利润均同比增长的基础上，公司 2012 年将会继续保持向好的势头。随着菊酯产品销量的增加以及草甘膦、麦草畏等产品毛利的提升，公司 2012 年将有接近 20% 的增长。

我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 19.7、21.9 和 24.3 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 1.90、2.16 和 2.59 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 1.11 元、1.26 元和 1.50 元。按照 2011 年 5 月 2 日收盘价 18.08 元计算，对应的动态市盈率分别为 16 倍、14 倍和 12 倍。考虑公司主要产品今年景气周期仍将进一步提升，我们维持**买入**评级，目标价格 22.00 元，相当于 20 倍 2012 年市盈率。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,567	1,843	1,971	2,191	2,429
销售成本	(1,295)	(1,539)	(1,636)	(1,811)	(1,983)
经营费用	50	15	(40)	(47)	(46)
息税折旧前利润	322	318	294	333	400
折旧及摊销	(177)	(162)	(116)	(132)	(149)
经营利润(息税前利润)	145	157	178	201	251
净利息收入/(费用)	(3)	(5)	38	42	46
其他收益/(损失)	18	27	14	18	15
税前利润	161	178	230	261	312
所得税	(23)	(22)	(34)	(39)	(47)
少数股东权益	(4)	(3)	(5)	(5)	(6)
净利润	134	154	190	216	259
核心净利润	134	154	190	216	259
每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.106	1.257	1.503
核心每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.106	1.257	1.503
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.179	0.221	0.251
收入增长(%)	1	18	7	11	11
息税前利润增长(%)	(27)	8	14	13	25
息税折旧前利润增长(%)	(12)	(1)	(8)	13	20
每股收益增长(%)	(15)	15	24	14	20
核心每股收益增长(%)	(15)	15	24	14	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	161	178	230	261	312
折旧与摊销	177	162	116	132	149
净利息费用	3	5	(38)	(42)	(46)
运营资本变动	(3)	0	(3)	(2)	(2)
税金	(23)	(22)	(34)	(39)	(47)
其他经营现金流	63	43	69	19	33
经营活动产生的现金流	377	365	339	329	399
购买固定资产净值	(103)	(62)	(200)	(214)	(234)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(103)	(62)	(200)	(214)	(234)
净增权益	(47)	0	0	0	0
净增债务	(172)	(49)	4	4	6
支付股息	0	0	(31)	(38)	(43)
其他融资现金流	(5)	6	38	42	46
融资活动产生的现金流	(224)	(43)	11	8	9
现金变动	50	261	150	123	174
期初现金	962	1,042	1,245	1,395	1,518
公司自由现金流	274	304	179	158	213
权益自由现金流	99	250	181	161	217

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,042	1,245	1,395	1,518	1,692
应收帐款	132	179	190	202	228
库存	332	329	374	423	454
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,506	1,753	1,959	2,143	2,373
固定资产	959	839	916	990	1,065
无形资产	85	84	92	101	110
其他长期资产	13	15	18	20	22
长期资产总计	1,056	938	1,026	1,111	1,197
总资产	2,562	2,691	2,985	3,254	3,570
应付帐款	730	833	935	1,012	1,106
短期债务	89	30	30	30	30
其他流动负债	3	(28)	(1)	7	8
流动负债总计	822	834	964	1,049	1,144
长期借款	10	0	0	0	0
其他长期负债	11	9	9	9	9
股本	172	172	172	172	172
储备	1,489	1,618	1,777	1,956	2,171
股东权益	1,662	1,790	1,950	2,128	2,343
少数股东权益	57	58	63	68	75
总负债及权益	2,562	2,691	2,985	3,254	3,570
每股帐面价值(人民币)	9.65	10.40	11.32	12.36	13.61
每股有形资产(人民币)	9.16	9.91	10.79	11.78	12.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.47)	(7.06)	(7.93)	(8.64)	(9.65)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.6	17.3	14.9	15.2	16.5
息税前利润率(%)	9.3	8.5	9.0	9.2	10.3
税前利润率(%)	10.2	9.7	11.7	11.9	12.8
净利率(%)	8.6	8.3	9.7	9.9	10.7
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.1	2.0	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	54.5	31.2	93.3	104.7	130.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.7	1.6	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	23.2	20.3	16.3	14.4	12.0
核心业务市盈率(倍)	23.2	20.3	16.3	14.4	12.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	28.3	24.6	19.9	17.5	14.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	7.3	8.5	9.2	9.5	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.1	6.2	5.1	3.8
周转率					
存货周转天数	85.6	78.4	78.3	80.4	80.7
应收帐款周转天数	34.5	30.8	34.2	32.7	32.3
应付帐款周转天数	171.5	154.8	163.7	162.2	159.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	16.1	17.6	16.7
净资产收益率(%)	8.4	8.9	10.2	10.6	11.6
资产收益率(%)	4.9	5.2	5.3	5.5	6.2
已运用资本收益率(%)	8.0	8.5	11.1	11.5	12.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371