



强劲的销售势头将在二季度持续；重申强力买入

建议理由

我们重申强力买入扬农化工，公司2012年近90%的利润可能来自杀虫剂业务，因而有望最大程度上受益于年初至今全球强劲的杀虫剂需求。随着菊酯杀虫剂的价格和销量从2011年低点回升以及草甘膦除草剂利润率企稳，我们认为扬农化工有望在2012-2014年实现20%的盈利年均复合增幅。我们的2012-13年盈利预测较万得市场预测高6%/2%。尽管回报高于历史均值，但该股市盈率和市净率较历史均值低1个标准差，估值具有吸引力。

推动因素

2012年8月：随着销量和利润率继续环比回升，我们预计公司有望继一季度好于预期的业绩之后在二季度继续实现强劲盈利；

2012年下半年：完成化工园区附近居民的搬迁工作，为公司的新产能扩张计划创造条件并推动2013-2014年的销量增长。

估值

我们将2012年每股盈利预测上调4%，以计入更强劲的杀虫剂销量以及除草剂销售均价的上升，但将2013-14年每股盈利预测分别下调6%左右，以反映农用菊酯和麦草畏产能扩张的延迟。鉴于2012年盈利预测上调，我们相应地将12个月目标价格上调至人民币25元，基于2.2倍的2012年预期市净率和10%的2012-13年净资产回报率均值（此前为人民币21.90元，2倍的市净率和11%的净资产回报率）。我们认为该股估值具吸引力，尽管回报水平相近，但其2012年预期市盈率和市净率分别为16.4倍和1.6倍，低于24倍和2倍的农药行业中值。

主要风险

(1) 恶劣天气损害杀虫剂需求；(2) 完成搬迁的时间长于预期，导致公司新产能扩张计划进一步延迟。

所属投资名单

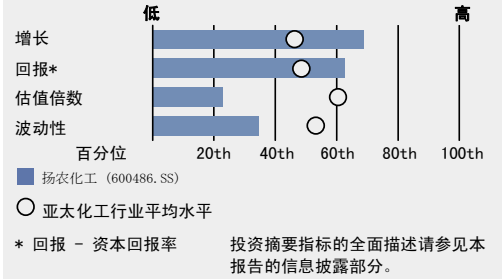
亚太买入名单

亚太强力买入名单

行业评级：谨慎

赖平伦 (联系人) 执业证书编号: S1420110030008
+86(10)6627-3461 jessie.p.lai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
金俊 (分析师) 执业证书编号: S1420511100003
+86(10)6627-3467 carol.jin@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

| 主要数据 | 当前 |
|-----------------------|-----------------|
| 股价 (Rmb) | 17.47 |
| 12个月目标价格 (Rmb) | 25.00 |
| 市值 (Rmb mn / US\$ mn) | 3,004.8 / 474.9 |
| 外资持股比例 (%) | -- |

| | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 每股盈利 (Rmb) 新 | 0.89 | 1.07 | 1.28 | 1.54 |
| 每股盈利调整幅度 (%) | 0.0 | 3.9 | (6.0) | (5.5) |
| 每股盈利增长 (%) | 14.8 | 19.2 | 20.4 | 20.0 |
| 每股摊薄盈利 (Rmb) 新 | 0.89 | 1.07 | 1.28 | 1.54 |
| 市盈率 (X) | 19.5 | 16.4 | 13.6 | 11.3 |
| 市净率 (X) | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA (X) | 7.7 | 4.2 | 3.2 | 2.1 |
| 股息收益率 (%) | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 2.0 |
| 净资产回报率 (%) | 8.9 | 9.8 | 10.9 | 12.0 |
| CROCI (%) | 21.4 | 21.2 | 23.4 | 25.2 |

股价走势图



股价表现 (%)

| 股价表现 (%) | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
|-----------|------|-------|--------|
| 绝对 | 9.7 | (3.6) | (24.9) |
| 相对于上证A股指数 | 11.3 | (0.9) | (8.6) |

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为5/21/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

扬农化工：财务数据概要

| 损益表 (Rmb mn) | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E | 资产负债表 (Rmb mn) | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 1,842.8 | 2,406.6 | 2,715.5 | 3,120.8 | 现金及等价物 | 1,245.0 | 1,632.2 | 1,774.9 | 2,103.2 |
| 主营业务成本 | (1,545.3) | (2,028.8) | (2,273.9) | (2,598.8) | 应收账款 | 288.1 | 463.6 | 399.5 | 592.4 |
| 销售、一般及管理费用 | (140.9) | (182.9) | (206.4) | (237.2) | 存货 | 179.1 | 230.7 | 228.6 | 296.3 |
| 研发费用 | -- | -- | -- | -- | 其它流动资产 | 40.5 | 40.5 | 40.5 | 40.5 |
| 其它营业收入/ (支出) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产 | 1,752.7 | 2,366.9 | 2,443.4 | 3,032.4 |
| EBITDA | 318.3 | 349.7 | 412.8 | 485.3 | 固定资产净额 | 839.2 | 747.4 | 772.7 | 775.0 |
| 折旧和摊销 | (161.7) | (154.7) | (177.6) | (200.5) | 无形资产净额 | 84.0 | 81.2 | 78.3 | 75.5 |
| EBIT | 156.6 | 195.0 | 235.3 | 284.8 | 长期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 利息收入 | 18.8 | 22.4 | 29.4 | 31.9 | 其它长期资产 | 14.7 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 财务费用 | (12.7) | (5.4) | (8.3) | (8.0) | 资产合计 | 2,690.6 | 3,210.2 | 3,309.1 | 3,897.6 |
| 联营公司 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 应付账款 | 789.6 | 1,093.5 | 1,017.1 | 1,395.0 |
| 其它 | 15.6 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 短期贷款 | 29.7 | 99.7 | 99.7 | 99.7 |
| 税前利润 | 178.3 | 217.0 | 261.4 | 313.8 | 其它流动负债 | 14.9 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| 所得税 | (21.7) | (30.4) | (36.6) | (43.9) | 流动负债 | 834.2 | 1,208.1 | 1,131.7 | 1,509.7 |
| 少数股东损益 | (2.9) | (3.4) | (4.1) | (5.0) | 长期贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 优先股股息前净利润 | 153.7 | 183.2 | 220.7 | 264.9 | 其它长期负债 | 8.6 | 8.6 | 8.6 | 8.6 |
| 优先股息 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 长期负债 | 8.6 | 8.6 | 8.6 | 8.6 |
| 非经常性项目前净利润 | 153.7 | 183.2 | 220.7 | 264.9 | 负债合计 | 842.8 | 1,216.7 | 1,140.2 | 1,518.2 |
| 税后非经常性损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 优先股 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 153.7 | 183.2 | 220.7 | 264.9 | 普通股权益 | 1,789.8 | 1,932.0 | 2,103.3 | 2,308.8 |
| 每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb) | 0.89 | 1.07 | 1.28 | 1.54 | 少数股东权益 | 58.0 | 61.5 | 65.6 | 70.5 |
| 每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 0.89 | 1.07 | 1.28 | 1.54 | 负债及股东权益合计 | 2,690.6 | 3,210.2 | 3,309.1 | 3,897.6 |
| 每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 0.89 | 1.07 | 1.28 | 1.54 | 每股净资产 (Rmb) | 10.41 | 11.23 | 12.23 | 13.42 |
| 每股股息 (Rmb) | 0.20 | 0.24 | 0.29 | 0.35 | | | | | |
| 股息支付率 (%) | 22.4 | 22.4 | 22.4 | 22.4 | | | | | |
| 自由现金流收益率 (%) | 8.2 | 11.7 | 6.3 | 12.6 | | | | | |
| 增长率和利润率 (%) | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E | 比率 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
| 主营业务收入增长率 | 17.6 | 30.6 | 12.8 | 14.9 | CROCI (%) | 21.4 | 21.2 | 23.4 | 25.2 |
| EBITDA增长率 | (1.2) | 9.9 | 18.1 | 17.5 | 净资产回报率 (%) | 8.9 | 9.8 | 10.9 | 12.0 |
| EBIT增长率 | 7.9 | 24.5 | 20.7 | 21.1 | 总资产回报率 (%) | 5.9 | 6.2 | 6.8 | 7.4 |
| 净利润增长率 | 14.7 | 19.2 | 20.4 | 20.0 | 平均运用资本回报率 (%) | 21.5 | 31.5 | 43.3 | 57.3 |
| 每股盈利增长 | 14.8 | 19.2 | 20.4 | 20.0 | 存货周转天数 | 36.7 | 36.9 | 36.9 | 36.9 |
| 毛利率 | 16.1 | 15.7 | 16.3 | 16.7 | 应收账款周转天数 | 59.3 | 57.0 | 58.0 | 58.0 |
| EBITDA利润率 | 17.3 | 14.5 | 15.2 | 15.5 | 应付账款周转天数 | 175.6 | 169.4 | 169.4 | 169.4 |
| EBIT利润率 | 8.5 | 8.1 | 8.7 | 9.1 | 净负债/股东权益 (%) | (65.8) | (76.9) | (77.2) | (84.2) |
| | | | | | EBIT利息保障倍数 (X) | NM | NM | NM | NM |
| 现金流量表 (Rmb mn) | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E | 估值 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
| 优先股股息前净利润 | 153.7 | 183.2 | 220.7 | 264.9 | 基本市盈率 (X) | 19.5 | 16.4 | 13.6 | 11.3 |
| 折旧及摊销 | 161.7 | 154.7 | 177.6 | 200.5 | 市净率 (X) | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| 少数股东权益 | 2.9 | 3.4 | 4.1 | 5.0 | EV/EBITDA (X) | 7.7 | 4.2 | 3.2 | 2.1 |
| 运营资本增减 | 28.4 | 76.9 | (10.3) | 117.4 | 企业价值/总投资现金 (X) | 1.6 | 1.0 | 0.8 | 0.5 |
| 其它 | 18.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 股息收益率 (%) | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 2.0 |
| 经营活动产生的现金流 | 365.4 | 418.2 | 392.1 | 587.7 | | | | | |
| 资本开支 | (61.6) | (60.0) | (200.0) | (200.0) | | | | | |
| 收购 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 剥离 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其它 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 投资活动产生的现金流 | (61.6) | (60.0) | (200.0) | (200.0) | | | | | |
| 支付股息的现金 (普通股和优先股) | (34.4) | (41.0) | (49.4) | (59.3) | | | | | |
| 借款增减 | (58.0) | 70.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 普通股发行 (回购) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其它 | (8.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 筹资活动产生的现金流 | (100.5) | 29.0 | (49.4) | (59.3) | | | | | |
| 总现金流 | 203.3 | 387.2 | 142.7 | 328.4 | | | | | |

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

赖平伦

jessie.p.lai@ghsl.cn

金俊

carol.jin@ghsl.cn

2012年的亮点：菊酯杀虫剂和麦草畏除草剂

经过最近对农药行业的实地调研后，我们对国内和出口市场的杀虫剂需求及利润率同比上升趋势持积极看法。普遍而言，一季度企业大部分产品销量和价格的上升趋势正在持续到二季度。根据农业部和多家媒体（如2012年5月16日的《南方农村报》）的消息，今年中国和东南亚水稻和小麦产区的病虫害发生程度重于上年，而东南亚是中国杀虫剂产品（尤其是扬农的菊酯产品）的主要出口市场。农作物价格的上升推动了全球种植面积的扩大，也刺激了对拉美和北美的农药出口，因而令扬农化工的麦草畏除草剂业务从中受益。

中国2012年一季度农药原药产量同比上升34%至历史新高，主要受到了出口同比强劲增长40%的推动。在我们的研究范围内，我们认为扬农化工是全球强劲需求趋势的主要受益者，因为杀虫剂业务占其2012年预期利润的近90%。其股票因而成为杀虫剂需求增长趋势下的良好投资选择。

一季度增长通常为全年农药需求的总体势头奠定基础。2012年一季度的良好开端令我们相信2012年中国农药销量有望实现两位数的同比稳健增长（高于2010年的5%和2011年的10%）。关于一季度中国和主要全球作物保护同业一季度销售趋势的更详细分析，请参见我们今日发表的另一篇报告“长青股份(002391.SZ)：杀虫剂销售强劲，新产品扩张加速；上调评级至买入”。

菊酯杀虫剂（占2012年预期收入的66%；预期毛利的88%）

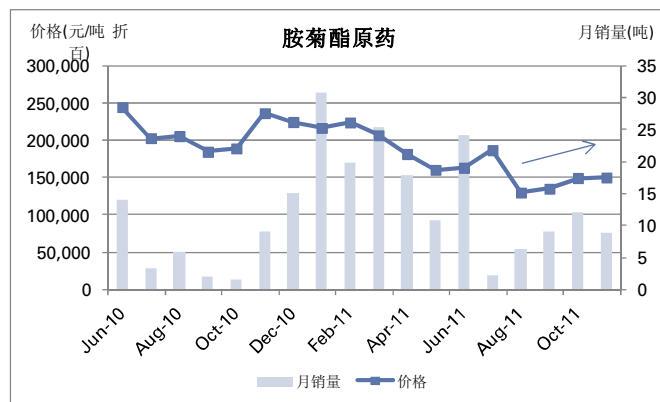
销量（上升）：根据中国农药工业协会(CCPIA)的数据，扬农化工部分主要非农用菊酯产品（例如蚊香）销量在2012年一季度同比增长10%-86%，印证了我们在农药行业调研过程中企业关于杀虫剂需求十分强劲的言论。

价格（稳中有升）：2010-2011年菊酯原药的销售均价一直呈总体下降趋势，这主要是国内新增产能和一些伪劣产品生产企业的价格战所致。然而，我们看得到目前价格企稳甚至出现一定程度的反弹，扬农化工将其归结于公司加大了假冒伪劣产品打击力度。扬农化工是中国产量最大、产品线最广泛的菊酯生产企业，因此大多数主要菊酯制剂生产企业及经销商都是其客户。

菊酯类产品众多，图表1-4列出了可获得售价和销量数据的部分代表性产品。非农用菊酯原药（胺菊酯和右旋胺菊酯）的价格一直稳步回升，农用菊酯原药（氰戊菊酯和联苯菊酯）的价格和销量年初至今保持强劲。

图表1: 价格从2011年三季度低点回升...

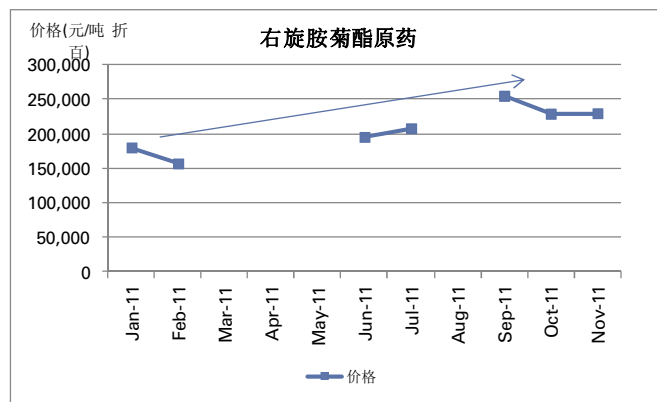
胺菊酯（非农用菊酯）价格和销量趋势



资料来源：中国农药工业协会、高华证券研究

图表2: ...尤其是更高效的右旋胺菊酯

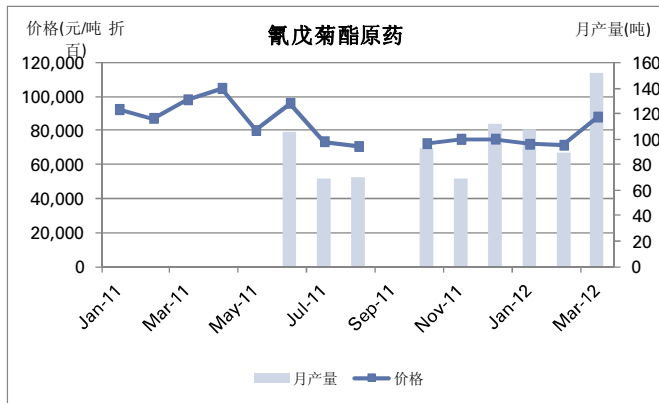
右旋胺菊酯（非农用菊酯）价格趋势



资料来源：中国农药工业协会、高华证券研究

图表3: 农用菊酯价格和销量反弹...

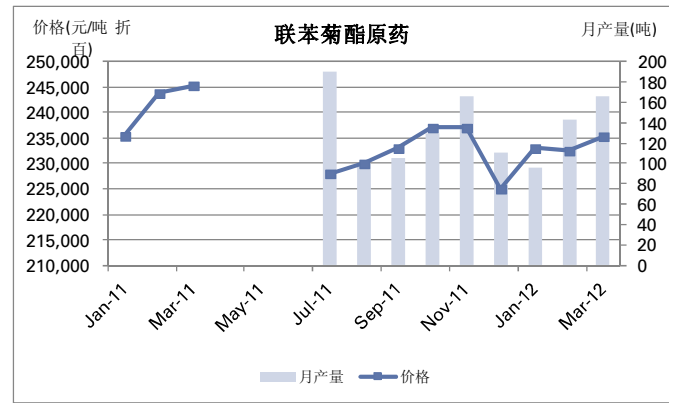
氰戊菊酯（农用菊酯）的价格和产量趋势



资料来源：中国农药工业协会、高华证券研究

图表4: ...且可能在未来数月中持续

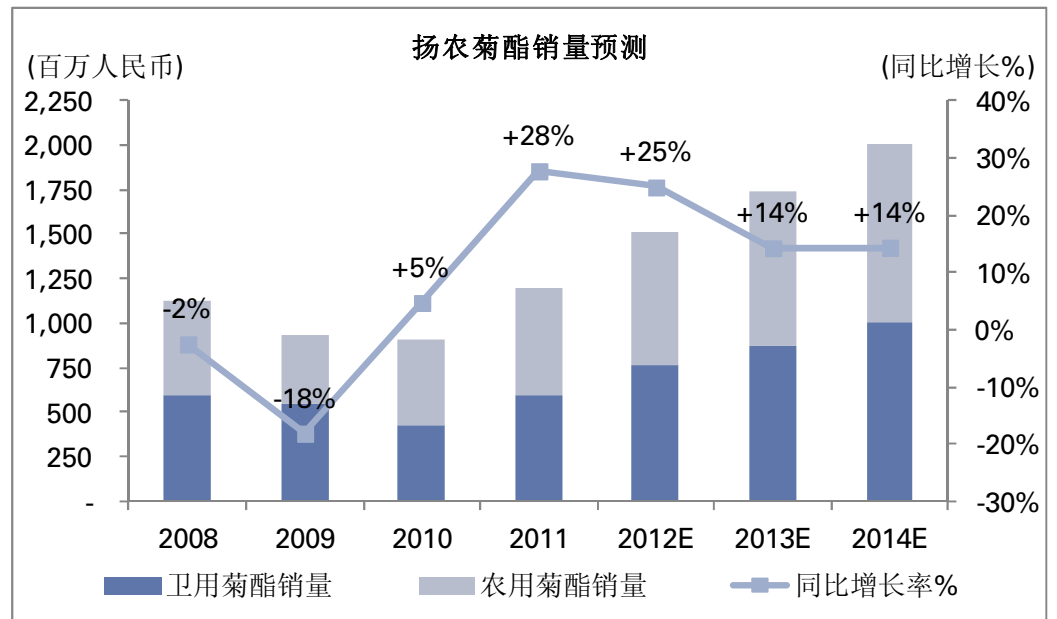
联苯菊酯（农用菊酯）的价格和销量趋势



资料来源：中国农药工业协会、高华证券研究

图表5: 我们预计 2012 年销售收入将从 2008-2010 年的低基数强劲增长, 2013-2014 年增速稳定在 15%左右

扬农化工菊酯销售趋势, 2008-2014E



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

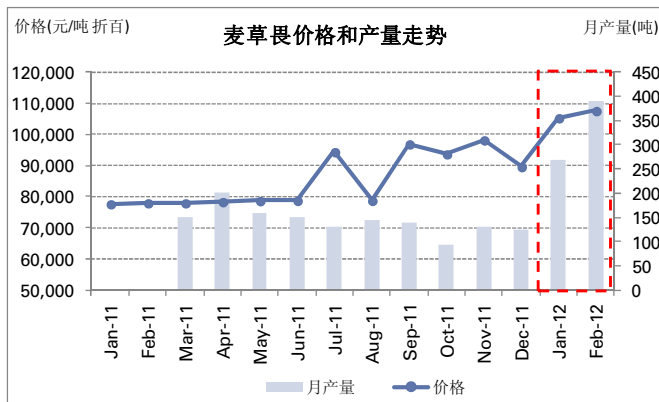
麦草畏除草剂（占 2012 年预期收入的 6%；预期毛利的 5%）

2012 年一季度中国的麦草畏价格同比上涨了 38%，中国农药工业协会数据显示 1-2 月份单月产量接近 2011 年平均水平的一倍。我们认为这主要是受到拉美大豆种植面积增长带来的强劲需求推动（麦草畏是在大豆种植中使用的主要芽前处理除草剂）。

扬农化工年产 1,000 吨的麦草畏厂已经达产，我们认为公司在 2014 年前仍将寻求进一步扩大麦草畏生产规模，因为：1) 全球麦草畏需求增长前景强劲，因孟山都欲在 2014 耕作年推出抗麦草畏大豆种子，以及 2) 公司的竞争对手长青股份 (002391.SZ, 买入) 打算在未来两年内建立年产 2,000 吨的麦草畏生产厂。

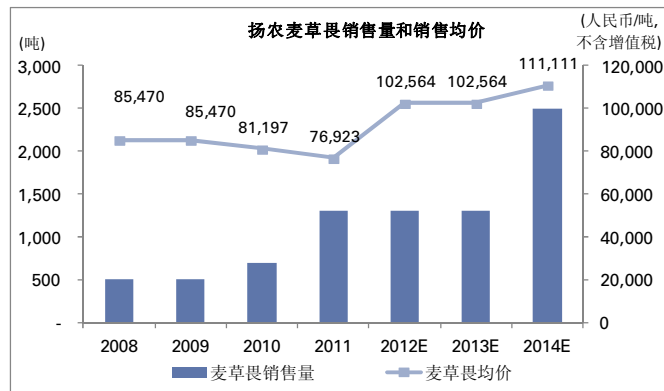
同时，我们预计扬农化工 2012 年麦草畏销量增长将主要来自销售均价的上升（同比涨幅 33%）。虽然我们预计麦草畏仅占公司 2012-13 年毛利的 4%-5%，但其利润贡献到 2012-15 年将提高一倍。

图表6: 一季度强劲的麦草畏需求推动价格同比上涨 38%
中国麦草畏月度价格和产量趋势



资料来源：中国农药工业协会、高华证券研究

图表7: 扬农化工麦草畏生产厂的开工率已达 100%，但 2012-13 年价格的上涨将促使公司扩大生产规模
扬农化工麦草畏销量和价格趋势



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

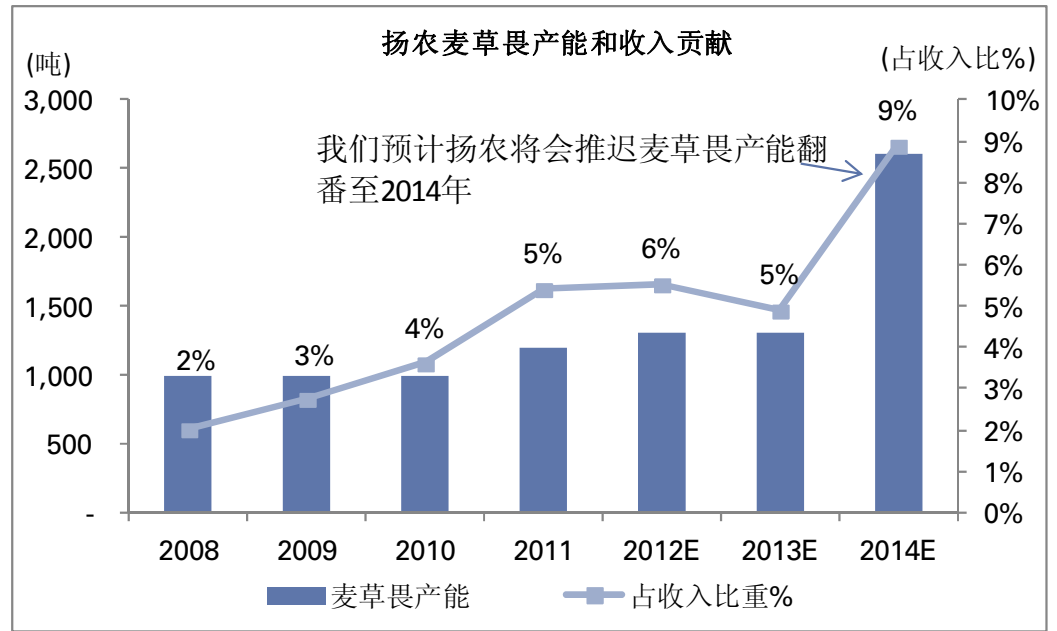
化工园区问题给新产能扩张时间表和 2013-14 年盈利增长前景蒙上阴影

我们预计新产能扩张将推迟 6 至 12 个月

按照环保规定的要求，扬州化工园区（扬农化工持股 95% 的子公司优士化学所在地）附近的居民正在进行搬迁。对化工园区的新投资将推迟到搬迁结束之后。

因此，我们目前预计麦草畏和农用菊酯的产能扩张将推迟 6 至 12 个月，我们认为这意味着中期内扬农化工的产量将受到限制。同样，公司在新材料领域的新项目（年产 1 万吨的 PBS 项目和年产 3 万吨的 SP 项目）也会被延迟，我们认为这些项目在 2015 年之前不太可能实现量产。有关扬农化工产能扩张的更多信息，请参见 2011 年 12 月 8 日发表的报告“扬农化工 (600486.SS) 买入：进入生物可降解塑料 PBS 领域有望推动公司长期增长；重申强力买入”。

图表8: 我们预计麦草畏的产能扩张将推迟到 2014 年
扬农化工的麦草畏产能和收入贡献



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

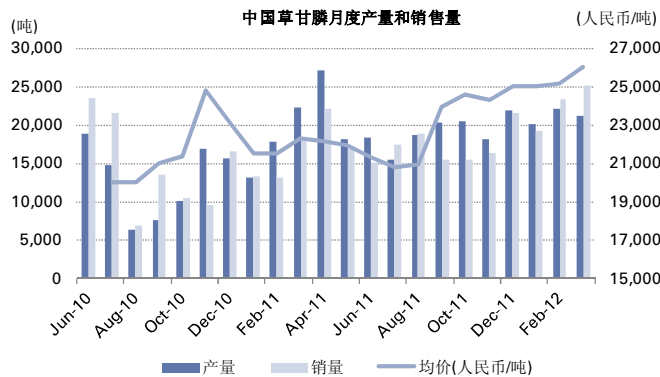
草甘膦的利润率改善，但仍低于历史水平

产能扩张延迟的一个间接影响是优士化学的草甘膦生产厂（公司在园区独立的生产车间）将继续面临营业费用和折旧压力，而我们原先预期新增产能将为其带来成本协同效应。因此，虽然中国农药工业协会的数据显示销售势头将逐渐复苏、原材料成本的下降将缓解成本压力，但我们预计扬农化工的草甘膦业务仍将处于净亏损状态。

我们仍然认为，虽然全球转基因农作物种植面积的增加将继续支撑草甘膦的需求增长，但由于孟山都的定价策略对2012年下游草甘膦零售价格造成了短期上限，我们预计短期内草甘膦原药出厂价格将基本持平。

图表9: 最近数月国内销量超过了产量，为短期内草甘膦价格提供了下行支撑

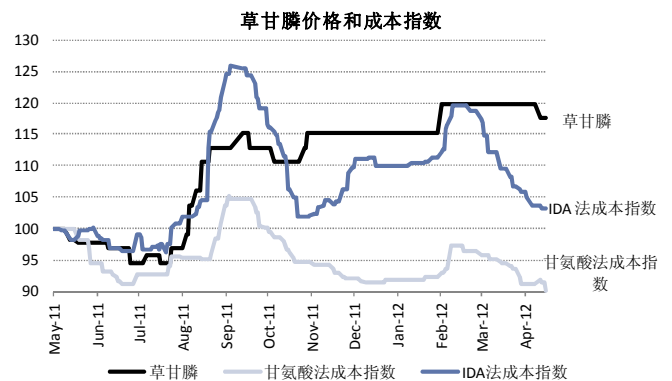
中国草甘膦价格、产量和销量走势



资料来源：中国农药工业协会、中华商务网、高华证券研究

图表10: 2012年2月份以来成本大幅下降，利润率上升带动扬农化工在2012年一季度提高了其草甘膦业务的开工率

中国草甘膦价格和成本指数



资料来源：中华商务网、高华证券研究预测

调整盈利预测，但重申强力买入扬农化工

我们将2012年每股盈利预测上调了4%，以计入菊酯销售走强和麦草畏销售均价上调的因素，但将2013-2014年每股盈利预测下调了5%-6%以体现农用菊酯和麦草畏产能扩张的延迟。此外，鉴于新项目延迟导致其独立的草甘膦生产车间的销售管理费用上升，我们下调了2013-2014年草甘膦业务的利润率预测。

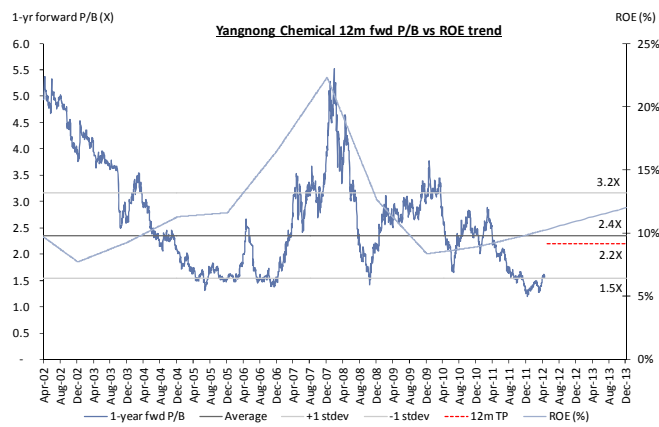
上调2012年盈利预测后，我们将12个月目标价格上调至人民币25元，对应2.2倍的2012年预期市净率和10%的2012-2013年预期净资产回报率均值（原为人民币21.90元、2.0倍和11%）。相对于农化行业（尤其是农药股）而言，扬农化工的估值具有吸引力。尽管回报水平相近，但其2012年预期市盈率和市净率分别为16.4倍和1.6倍，低于24倍和2.0倍的农药行业中值。我们重申强力买入扬农化工，潜在上行空间为43%。

图表11: 我们上调了2012年销售预测以体现强劲的菊酯和麦草畏需求；鉴于产能扩张延迟而下调了草甘膦利润率预测
对扬农化工的主要假设

| 扬农基本假设变化 | 2012E | 2013E | 2014E | 简评 |
|-------------------|-------|--------|--------|--|
| 每股盈利 (人民币) | | | | |
| 新 | 1.07 | 1.28 | 1.54 | 2012年每股盈利上升主要由较强的菊酯和麦草畏销售推动；2013年和2014年每股盈利下降主要由于新产能推迟上线导致的草甘膦毛利下降引起 |
| 旧 | 1.02 | 1.37 | 1.63 | |
| 变化% | 4% | -6% | -6% | |
| 草甘膦毛利率 (%) | | | | |
| 新 | 4% | 5% | 5% | |
| 旧 | 4% | 9% | 10% | |
| 变化% | - | -4.0pp | -5.0pp | |

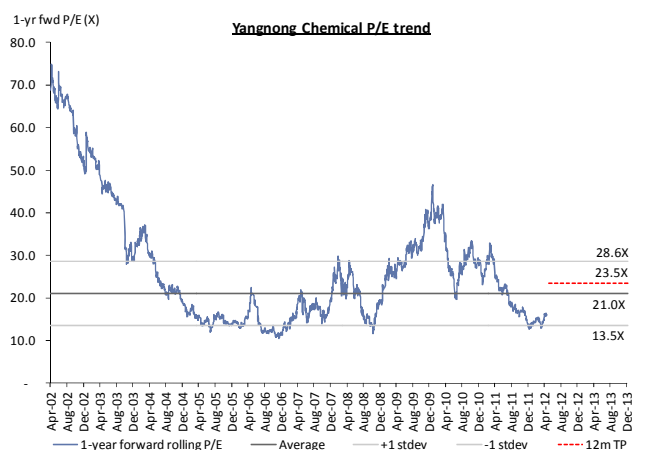
资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表12: 尽管回报有所改善而且高于均值，但该股市净率较历史均值低1个标准差；我们预计市净率将均值回归至2.2倍
扬农化工的12个月预期市净率和净资产回报率走势



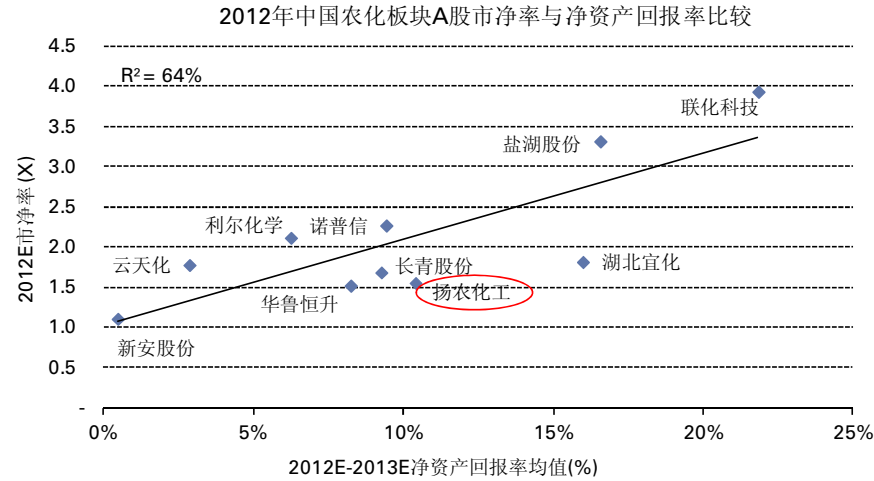
资料来源：Datastream、高华证券研究预测

图表13: 该股市盈率较历史均值低近1个标准差；我们目标价格隐含的市盈率为23.5倍
扬农化工的12个月预期市盈率走势



资料来源：Datastream、高华证券研究预测

图表14: 扬农化工相对于中国农化股同行企业而言被低估了
中国农化股 2012 年预期市净率与 2012-2013 年预期平均净资产回报率 (A 股)



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

图表15: 中国农化股估值比较表

| 公司(计价货币) | 代码 | 评级 | 股价 5月21日 | 12个月 目标价 | 潜在上涨/ 下跌空间 (%) | 市值 (百万美元) | 市盈率(X) | | 市净率(X) | | 净资产回报率(%) | | EV/EBITDA (X) | | 每股净利润(报告货币) | | 与市场预测差异 | | 每股盈利增长 (%) | | |
|---------------|-----------|-----|-------------|-------------|----------------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|-------|-------------|-------------|------------|------------|--|
| | | | | | | | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | 2012E | 2013E | |
| 化肥企业 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 湖北宜化 | 000422.SZ | 买入 | Rmb19.80 | Rmb25.30 | 28% | 1,961 | 12.7 | 10.1 | 1.8 | 1.6 | 15% | 17% | 7.1 | 6.0 | 1.55 | 1.96 | -18% | -19% | 3% | 26% | |
| 华鲁恒升 | 600426.SS | 买入 | Rmb8.71 | Rmb11.40 | 31% | 1,313 | 21.5 | 16.0 | 1.5 | 1.4 | 7% | 9% | 10.4 | 8.9 | 0.41 | 0.54 | -26% | -27% | 9% | 34% | |
| 中海化学 | 3983.HK | 中性 | HK\$5.10 | HK\$6.30 | 24% | 1,163 | 8.9 | 8.2 | 1.4 | 1.3 | 17% | 16% | 4.1 | 3.7 | 0.47 | 0.51 | -10% | -4% | 11% | 8% | |
| 盐湖股份 | 000792.SZ | 中性 | Rmb32.41 | Rmb36.90 | 14% | 8,146 | 24.9 | 16.3 | 3.3 | 2.9 | 14% | 19% | 19.5 | 13.7 | 1.30 | 1.99 | -13% | -8% | -27% | 53% | |
| 中化化肥 | 0297.HK | 中性 | HK\$1.40 | HK\$1.70 | 21% | 1,266 | 14.4 | 14.2 | 0.6 | 0.6 | 4% | 4% | 14.0 | 14.8 | 0.08 | 0.08 | -48% | -36% | -7% | 2% | |
| 云南云天化 | 600096.SS | 卖出 | Rmb16.04 | Rmb11.40 | -29% | 1,758 | 123.1 | 41.6 | 1.8 | 1.8 | 1% | 4% | 13.6 | 11.0 | 0.13 | 0.39 | -30% | -34% | -50% | 196% | |
| 化肥企业中值 | | | | | | | 17.9 | 15.1 | 1.7 | 1.5 | 11% | 13% | 12.0 | 10.0 | | | -22% | -23% | -2% | 30% | |
| 农药企业 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 扬农化工 | 600486.SS | 买入* | Rmb17.47 | Rmb25.00 | 43% | 475 | 16.4 | 13.6 | 1.6 | 1.4 | 10% | 11% | 4.2 | 3.2 | 1.07 | 1.28 | 6% | 2% | 19% | 20% | |
| 长青股份 | 002391.SZ | 买入 | Rmb14.45 | Rmb18.00 | 25% | 470 | 20.5 | 16.2 | 1.7 | 1.6 | 8% | 10% | 13.5 | 10.6 | 0.70 | 0.89 | 1% | 1% | 28% | 27% | |
| 联化科技 | 002250.SZ | 中性 | Rmb15.53 | Rmb17.90 | 15% | 1,267 | 19.9 | 16.1 | 3.9 | 3.4 | 21% | 23% | 14.2 | 11.7 | 0.78 | 0.96 | -4% | -6% | 37% | 24% | |
| 新安股份 | 600596.SS | 中性 | Rmb6.45 | Rmb5.95 | -8% | 692 | 741.1 | 144.4 | 1.1 | 1.1 | 0% | 1% | 21.0 | 16.2 | 0.01 | 0.04 | -38% | 0% | -66% | 413% | |
| 诺普信 | 002215.SZ | 中性 | Rmb8.29 | Rmb7.70 | -7% | 475 | 26.0 | 22.7 | 2.3 | 2.1 | 9% | 10% | 17.2 | 14.3 | 0.32 | 0.36 | -5% | 4% | 39% | 14% | |
| 利尔化学 | 002258.SZ | 卖出 | Rmb10.20 | Rmb8.50 | -17% | 326 | 35.7 | 32.2 | 2.1 | 2.0 | 6% | 6% | 13.4 | 11.2 | 0.29 | 0.32 | 0% | 0% | -17% | 11% | |
| 农药企业中值 | | | | | | | 23.3 | 19.4 | 1.9 | 1.8 | 9% | 10% | 13.9 | 11.4 | | | -2% | 0% | 23% | 22% | |

注: 重要信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

* 该股位于我们的地区强力买入名单。

资料来源: Datastream、彭博、万得、高华证券研究预测

本报告中的股价基于 2012 年 5 月 21 日收盘价, 除非另有说明。

信息披露附录

申明

我们，赖平伦、金俊，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

赖平伦：亚洲化工行业、亚太消费品及零售行业

亚洲化工行业：江南化工、中海化学、敦煌种业、久联发展、丰乐种业、华鲁恒升、回天胶业、湖北宜化、南岭民爆、长青股份、扬农化工、金发科技、联化科技、利尔化学、隆平高科、红宝丽、盐湖股份、登海种业、诺普信、雅化集团、中化化肥、烟台万华、云天化、新安股份

亚太消费品及零售行业：Ajisen China Holdings、中国粮油控股、中国雨润、远东百货、Gourmet Master、纷美包装、恒安国际、蒙牛乳业、统一超商、Ruentex Industries、九兴控股、高鑫零售、康师傅控股、统一企业、统一企业、中国旺旺、裕元工业

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：扬农化工 (Rmb17.99)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。