

公司主营业务稳中有升

——扬农化工（600486）调研快报

2012年5月25日

推荐/首次

扬农化工

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
联系人: 郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

近日我们实地调研了扬农化工, 与公司董秘就公司主营产品生产销售情况、公司未来发展规划等进行了深入的交流。

主要观点如下:

1、公司菊酯产品稳中有升。

公司主导产品是菊酯产品, 分为卫生用菊酯与农用聚酯, 11年二者收入分别为5.2亿元与5.3亿元, 两者总计占到了11年总收入18亿元的57%, 是公司最主要的收入来源。

公司卫生菊酯产能约3000吨, 卫生菊酯的销量取决于蚊虫的多少, 目前看今年蚊虫有些偏少。公司农用菊酯产能约4000吨, 一季度属于传统旺季。公司一季度净利润同比增幅在40.7%, 公司认为一季度业绩增多较多的原因在于农药行业经历过去的四个小年后, 从去年下半年开始业内人士普遍预期行业将会好转, 迎来一定景气度的提升, 所以下游制剂企的生产普遍启动的较早, 带动对原药需求一季度的较大增长。

表 1: 公司研发项目情况

产品	主营业务收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	毛利润 (亿元)	毛利占比 (%)
杀虫剂	12.0	66.3%	21.65%	2.60	85.8%
除草剂	5.4	29.8%	5.82%	0.31	10.2%
其他	0.7	3.9%	17.14%	0.12	4.0%
合计	18.1		16.72%	3.03	

资料来源: 公司招股, 东兴证券

2、草甘膦整体情况有所好转。

公司草甘膦生产用的是IDA法, 目前公司对草甘膦采取缩量保价的政策, 公司价格略高于市场平均价格, 毛利率约在3%左右。2012年初开始, 10%剂型的退出对市场有一定的正面作用。关于国家对草甘膦生产的环保要求加强的相关规定, 公司认为, 环保有倒逼作用, 但是对大企业的作用更明显。目前, 草甘膦价格平均价格25000元/吨, 公司表示, 如果价格超过3万元/吨以上, 停产的小企业还是会有再次开工的可能性。

3、麦草畏市场前景较为看好，南美旺盛需求拉动价格上涨。

麦草畏近几年呈现需求增长的趋势，与草甘膦作为广谱性除草剂不同，麦草畏是选择性除草剂，主要用于旱田禾本科杂草的去除，由于目前有一些作物也出现了对草甘膦的抗性，所以麦草畏与草甘膦一般复配进行使用。近年一些国际巨头在培育新的转基因植物品种，其中包括抗麦草畏的品种，这将拉动对麦草畏需求的增加。公司麦草畏有 1200 吨的产能，产品主要用于出口，南美市场需求较大，预计 12 年产销量将有较为明显增长。11 年末开始，麦草畏在南美需求较旺盛的带动下，价格从 10.5 万元/吨上升至一季度的 12.5 万元/吨。

4、公司未来发展思路是一体两翼（农药、化工新材料和精细化学品）。

公司未来发展思路将是以农药为主体，同时逐步开发生产精细化学品，包括中间体品种，并进入化工新材料领域。农药方面，公司菊酯是最大类的产品，公司将继续保持行业领先地位，同时公司也将加快非菊酯类产品的开发，进一步丰富除草剂和杀虫剂品种。关于新的农药品种，公司还将采取进军系列产品的方式（类似菊酯类）。

结论：

公司菊酯产品是最主要的收入及利润来源，12 年菊酯类产品将保持稳中有升的局面。公司除草剂也呈现较为良好的发展态势。我们预计公司 12-14 年每股收益分别为 1.03、1.19、1.50 元，最新股价 18.30 元，对应 PE 分别为 18、15、12 倍，给予公司“推荐”投资评级。

表 2：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,566.92	1,842.81	2,075.00	2,300.00	2,641.00
营业成本	1,295.23	1,539.42	1,726.40	1,897.50	2,152.42
营业费用	18.64	20.26	22.83	25.30	29.05
管理费用	104.45	120.61	134.88	149.50	171.67
财务费用	4.74	(6.04)	(11.90)	(14.25)	(16.59)
投资收益	(0.03)	(0.02)	0.00	0.00	0.00
营业利润	133.02	164.75	196.58	235.05	296.54
利润总额	160.60	178.28	206.58	245.05	306.54
所得税	23.04	21.69	26.85	36.76	45.98
净利润	137.56	156.58	179.72	208.29	260.56
归属母公司所有者的					
净利润	134.06	153.71	176.72	205.29	257.56
NOPLAT	118.00	139.39	160.67	187.68	237.95
基本每股收益（元）	0.78	0.89	1.03	1.19	1.50
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,041.75	1,245.01	1,348.75	1,537.03	1,781.53
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	184.23	155.76	198.97	220.55	253.25

预付款项	22.07	40.46	49.09	58.58	69.34
存货	131.97	179.14	189.19	207.95	235.88
流动资产合计	1,506.09	1,752.72	1,943.55	2,198.73	2,540.52
非流动资产	1,056.30	937.93	912.31	914.05	907.35
资产总计	2,562.39	2,690.64	2,855.86	3,112.78	3,447.87
短期借款	89.16	29.68	5.92	0.00	0.00
应付帐款	442.62	444.56	520.28	571.85	648.67
预收款项	43.78	54.33	64.70	76.20	89.41
流动负债合计	821.88	834.20	898.00	997.96	1,136.87
非流动负债	21.48	8.57	8.57	8.57	8.57
少数股东权益	57.41	58.02	61.02	64.02	67.02
母公司股东权益	1,661.62	1,789.85	1,879.22	2,033.19	2,226.36
净营运资本	684.21	918.52	1,045.55	1,200.77	1,403.64
投入资本 IC	776.43	642.55	602.42	565.18	516.85
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	137.56	156.58	179.72	208.29	260.56
折旧摊销	177.04	161.71	0.00	78.25	86.70
净营运资金增加	223.94	234.30	127.03	155.22	202.87
经营活动产生现金流	376.92	365.38	243.40	311.28	372.30
投资活动产生现金流	(103.36)	(61.64)	(78.62)	(80.00)	(80.00)
融资活动产生现金流	(223.92)	(42.55)	(61.04)	(43.00)	(47.80)
现金净增(减)	49.64	261.18	103.74	188.28	244.50

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。