



买入 **15%↑**
目标价格: 人民币 26.00

600486.CH

价格: 人民币 22.64

目标价格基础: 20倍13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

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	57	4	24	26
相对新华富时A50指数	60	8	35	39

发行股数(百万)	172
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,898
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
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8月24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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

*王喆为本报告重要贡献者

扬农化工

量增价涨景气回升

扬农化工 2012 年上半年实现营业收入 12.3 亿元, 同比增长 20.93%, 归属上市公司股东的净利润 1.07 亿元, 同比增长 25.76%。展望下半年, 我们预计公司主要产品草甘膦、菊酯、麦草畏仍将处在景气相对高位, 随着未来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, 公司未来 2-3 年仍将稳定增长, 我们维持买入评级, 目标价格维持为 26.00 元。

支撑评级的要点

- 2012 年上半年公司净利增长 12%。公司上半年实现营业收入 12.3 亿元, 同比增长 20.93%。实现净利润 1.07 亿元, 较去年同期增长 25.76%。公司业绩大幅增长的主要原因是部分产品毛利大幅上涨以及出口大幅增长。
- 草甘膦产品价格大幅回升。受到全球市场草甘膦产品去库存化的完成, 今年上半年草甘膦原粉市场价格从 2.3 万元/吨回升到 2.6 万元/吨, 目前已经上涨到 3.2 万元/吨。产品价格的上涨使产品的毛利迅速增长, 我们预计从年初的微利状态回升到 6 月初的 10-15% 左右。下半年, 我们认为价格将维持在 3-3.3 万元/吨。
- 外销情况良好。公司的草甘膦、麦草畏等产品主要依赖于出口, 今年南、北美洲市场需求量稳定增长, 公司凭借与跨国农药巨头良好的合作关系, 加强海外市场建设。上半年, 公司自营出口完成 1.3 亿美元, 同比增长 60.88%。公司产品境外销售额比例达到 63.3% 的历史最高水平。

评级面临的主要风险

- 草甘膦价格回落; 安全环保; 原料大幅上涨。

估值

- 展望 2012 年下半年, 我们认为公司仍能够维持高开工率, 草甘膦、菊酯等产品销售良好, 下半年经营状况仍将维持稳定增长。考虑公司主要产品景气周期仍将继续维持, 我们维持买入评级, 目标价格维持 26.00 元。

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	2,065	2,220	2,350
变动(%)	1	18	12	7	6
净利润(人民币 百万)	134	154	191	224	258
全面摊薄每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.110	1.301	1.497
变动(%)	(14.9)	14.7	24.3	17.2	15.1
市场预期每股收益(人民币)			1.061	1.264	1.470
核心每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.110	1.301	1.497
变动(%)	(14.9)	14.7	24.3	17.2	15.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.1	25.4	20.4	17.4	15.1
核心市盈率(倍)	29.1	25.4	20.4	17.4	15.1
每股现金流量(人民币)	2.47	2.12	2.10	1.84	2.19
价格/每股现金流量(倍)	9.1	10.7	10.8	12.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	8.6	8.7	7.2	5.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.179	0.222	0.260
股息率(%)	0.0	0.0	0.8	1.0	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

展望 2012 年下半年，我们认为公司仍能够维持高开工率，草甘膦、菊酯等产品销售良好，下半年营业状况仍将维持稳定增长。考虑公司主要产品景气周期仍将继续维持，我们维持**买入**评级，目标价格维持 26.00 元。

2012 年上半年公司净利增长 12%

扬农化工 2012 年上半年实现营业收入 12.3 亿元，同比增长 20.93%。实现净利润 1.07 亿元，较去年同期增长 25.76%；扣除非经常性损益的净利润 1.06 亿元，较去年同期增长 24.68%。公司业绩大幅增长的主要原因是部分产品毛利大幅上涨以及出口大幅增长。

图表 1. 2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业额	1,019.22	1,232.49	21
销售税金	(1.18)	(5.60)	375
净销售额	1,018.04	1,226.89	21
销售成本	(841.34)	(1,018.09)	21
毛利润	176.70	208.80	18
销售费用	(8.40)	(10.60)	26
管理费用	(54.88)	(64.38)	17
经营利润	113.42	133.82	18
投资收益	(0.01)	0.00	-
财务费用	0.69	8.06	1,068
资产减值	(10.38)	(12.26)	18
其它	(1.34)	(0.48)	(64)
税前利润	102.38	129.14	26
所得税	(15.44)	(19.37)	25
少数股东权益	(1.78)	(2.70)	52
净利润	85.16	107.07	26
主要比率(%)			
毛利率	17.5	17.4	
经营利润率	11.1	10.9	
净利率	8.4	8.7	

资料来源：公司数据及中银国际研究

主要产品销量稳定、毛利回升

草甘膦产品价格大幅回升。受到全球市场草甘膦产品去库存化的完成，今年上半年草甘膦产品延续了去年下半年以来的缓慢回升势头，原粉市场价格从 2.3 万元/吨回升到 2.6 万元/吨，此后迅速上涨，至目前已经上涨到 3.2 万元/吨。产品价格的上涨使产品的毛利迅速增长，我们预计从年初的微利状态回升到 6 月初的 10-15% 左右。

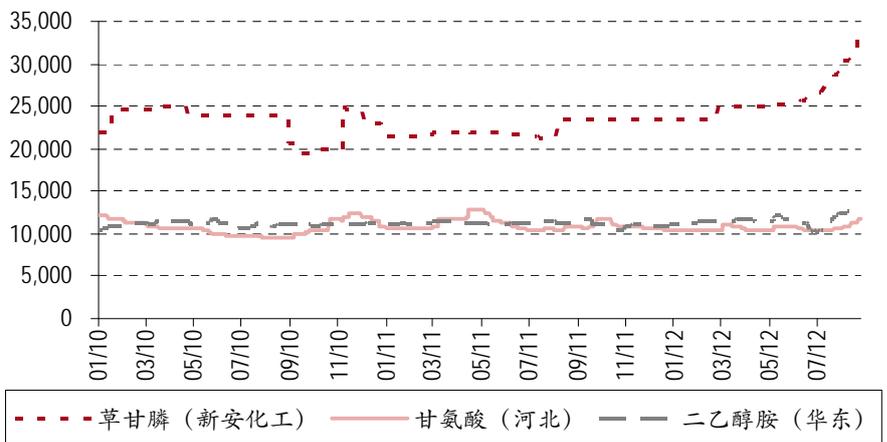
我们认为，以目前原材料的价格，IDA 路线和甘氨酸路线的生产成本分别为 21,000-24,000 和 23,000-25,000 元。现在的草甘膦产品的价位，可以支撑部分小企业复产。随着 7、8 月份部分装置检修的影响过后，产品开工率提升，届时市场供应将趋于宽松，产品价格会相应平稳。下半年，我们认为价格将维持在 3-3.3 万元/吨。

图表 2.草甘膦企业开工率



资料来源: 百川资讯和中银国际研究

图表 3.草甘膦及其主要原料的价格

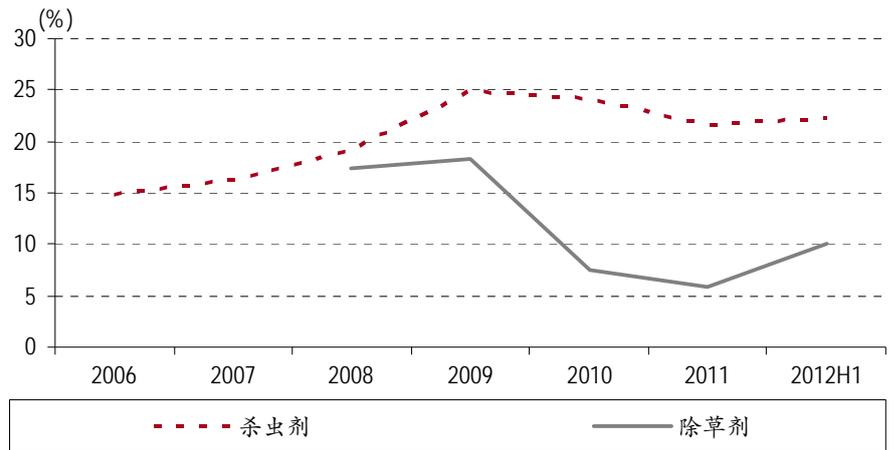


资料来源: 百川资讯和中银国际研究

菊酯产品毛利稳定, 公司是国内最大、全球第二的菊酯产品生产企业。菊酯产品上半年销售稳定, 毛利基本稳定在 22% 左右。公司的专利品种氯氟醚在两电产品中的市场份额进一步提高。氯氟菊酯、联苯菊酯、高效氯氟菊酯苯油销量同比均保持了增长势头。

今年农业病虫害频发, 属于中高度灾年, 尤其是粘虫发生面积近 5,000 万亩, 严重发生面积 650 万亩, 发生面积之大、危害程度之重是近十年最重的。近期有近 3,000 亩的受灾面积得到紧急处理, 按照农业部的要求和部署, 将会有大规模的机械化喷洒和飞机喷洒。按照《2012 年粘虫防治技术指导意见》, 戊菊酯 (来福灵)、高效氯氟菊酯 (功夫)、溴氟菊酯 (敌杀死) 可以作为适用药品。我们认为短期内这类品种的需求量将会快速增长, 但是其中大部分为政府采购, 预计价格的涨幅有限, 对公司的影响有限。

图表 4. 公司产品毛利率变化情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

外销情况良好带来高增长

公司的草甘膦、麦草畏等产品主要依赖于出口，今年南、北美洲市场需求量稳定增长，公司凭借与跨国农药巨头良好的合作关系，加强海外市场建设。上半年，公司自营出口完成 1.3 亿美元，同比增长 60.88%。公司产品境外销售额比例达到 63.3% 的历史最高水平。

图表 5. 公司产品销售区域情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

“一体两翼”发展思路明确

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，逐步发展新材料产品和农药中间体项目。

我们预计，虽然3季度是农药淡季，我们认为公司仍能够维持高开工率，草甘膦、菊酯等产品销售良好，下半年经营状况仍将维持稳定增长。随着未来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，公司未来2-3年仍将稳定增长。

我们预计公司2012-2014年的营业收入分别为20.7、22.2和23.5亿元，2012-2014年的净利润分别为1.91、2.24和2.58亿元，2012-2014年每股收益分别为1.11元、1.30元和1.50元。按照2011年8月24日收盘价22.64元计算，对应的动态市盈率分别为24倍、17倍和15倍。考虑公司主要产品景气周期仍将继续维持，我们维持**买入**评级，目标价格26.00元，相当于20倍2013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	2,065	2,220	2,350
销售成本	(1,295)	(1,539)	(1,723)	(1,829)	(1,912)
经营费用	50	15	(48)	(50)	(40)
息税折旧前利润	322	318	294	341	399
折旧及摊销	(177)	(162)	(116)	(132)	(149)
经营利润(息税前利润)	145	157	179	209	249
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	270	311
所得税	(23)	(22)	(35)	(40)	(47)
少数股东权益	(4)	(3)	(5)	(6)	(6)
净利润	134	154	191	224	258
核心净利润	134	154	191	224	258
每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.110	1.301	1.497
核心每股收益(人民币)	0.779	0.893	1.110	1.301	1.497
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.179	0.222	0.260
收入增长(%)	1	18	12	7	6
息税前利润增长(%)	(27)	8	14	17	19
息税折旧前利润增长(%)	(12)	(1)	(8)	16	17
每股收益增长(%)	(15)	15	24	17	15
核心每股收益增长(%)	(15)	15	24	17	15

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	270	311
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)	(35)	(40)	(47)
其他经营现金流	63	43	92	1	12
经营活动产生的现金流	377	365	362	317	377
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)	(45)
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	9	7
现金变动	50	261	173	111	151
期初现金	962	1,042	1,245	1,418	1,529
公司自由现金流	274	304	202	147	192
权益自由现金流	99	250	203	150	196

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	1,418	1,529	1,680
应收帐款	132	179	201	204	219
库存	332	329	392	429	439
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,506	1,753	2,010	2,162	2,338
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	3,036	3,273	3,536
应付帐款	730	833	984	1,022	1,067
短期债务	89	30	30	30	30
其他流动负债	3	(28)	1	8	7
流动负债总计	822	834	1,015	1,060	1,103
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	1,778	1,964	2,177
股东权益	1,662	1,790	1,950	2,136	2,349
少数股东权益	57	58	63	68	75
总负债及权益	2,562	2,691	3,036	3,273	3,536
每股帐面价值(人民币)	9.65	10.40	11.33	12.41	13.64
每股有形资产(人民币)	9.16	9.91	10.79	11.82	13.00
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.47)	(7.06)	(8.06)	(8.71)	(9.58)

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	14.2	15.4	17.0
息税前利润率(%)	9.3	8.5	8.6	9.4	10.6
税前利润率(%)	10.2	9.7	11.2	12.2	13.2
净利率(%)	8.6	8.3	9.2	10.1	11.0
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	93.5	109.1	129.9
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)	29.1	25.4	20.4	17.4	15.1
核心业务市盈率(倍)	29.1	25.4	20.4	17.4	15.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	28.3	24.6	19.8	16.9	14.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	9.1	10.7	10.8	12.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	8.6	8.7	7.2	5.8
周转率					
存货周转天数	85.6	78.4	76.3	81.9	82.8
应收帐款周转天数	34.5	30.8	33.5	33.3	32.9
应付帐款周转天数	171.5	154.8	160.6	165.0	162.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	16.1	17.1	17.4
净资产收益率(%)	8.4	8.9	10.2	11.0	11.5
资产收益率(%)	4.9	5.2	5.3	5.6	6.2
已运用资本收益率(%)	8.0	8.5	11.1	11.9	12.7

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。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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，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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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