

分析师： 齐求实
执业证书编号： S0050511070001
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100033)



扬农化工 (600486. SH)

中短期看草甘膦行情和南美市场需求

投资要点

我们 9 月对公司进行了调研，就公司经营情况、对行业未来的看法等与公司管理层进行了沟通，形成以下观点：

●菊酯类产品仍是业绩稳定的基础。公司是菊酯行业龙头，今年上半年菊酯类产品毛利占比达到 75%。公司一方面加大新产品研发力度，一方面通过“原药来源证明”来限制下游中小企业使用假药，减少假药对市场的冲击。根据百川资讯的信息，公司功夫菊酯报价 19 万/吨，氯氰菊酯 11 万/吨，高效氯氰聚酯原药 16 万/吨，销售情况良好。

●短期来看，草甘膦价格的上涨为公司业绩增长预留想象空间。甘氨酸路线草甘膦成交价已达到 3.5-3.7 万元/吨，同比上涨 30%左右，原因是海外草甘膦市场开始补库存周期、行业供需结构优化、巴西地区进入种植季。

●中期来看，南美巴西地区为公司农药出口盈利的增加提供了需求支撑。今年上半年美国遭遇了 25 年来最严重的旱灾，FAO 预计全球粮食减产 2.2%，高粮价将刺激全球种植面积和农业种植投入的增加。从调研获得的信息，公司农用药出口收入增长较快的主要是南美巴西地区。

●长期来看，“一体两翼”总体发展思路不变，仍然以农药为主体，以精细化学品和新材料为两翼来发展。

●盈利预测与投资评级。预计公司 2012-2014 年 ESP 分别为 1.03 元、1.16 元、1.18 元，给予“增持”的投资评级。

●风险提示。草甘膦价格下滑风险，南美种植面积不达预期风险，人民币持续升值风险。

化工

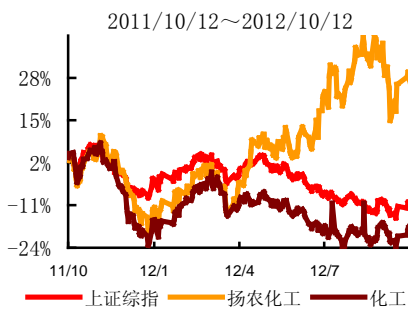
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据

市价(元)	21.13
上市的流通 A 股(亿股)	1.72
总股本(亿股)	1.72
52 周股价最高最低(元)	13.28-24.22
上证指数/深证成指	2102.87/8665.09
2011 年股息率	0.9%

52 周相对市场表现



联系人

黄景文
010-59355819
huangjw@chinans.com.cn

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1842.81	2211.38	2388.29	2555.47
增长率(%)	17.60	20	8	7
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	153.71	177.44	198.79	202.44
增长率(%)	14.65	15.44	12.03	1.83
毛利率(%)	16.46	18.2	18.5	18
净资产收益率(%)	8.59	9.18	9.49	8.96
EPS(元)	0.89	1.03	1.16	1.18
P/E(倍)	23.67	20.5	18.3	17.97
P/B(倍)	2.07	1.88	1.74	1.61

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	1310	1661	1699	2040
应收账款	274	382	327	431
其它应收款	14	19	16	21
预付账款	49	48	48	48
存货	179	264	213	300
其他	0	0	0	0
非流动资产				
长期投资	0	0	0	0
固定资产	801	778	740	736
无形资产	84	82	79	76
其他	0	0	0	0
资产总计	2742	3246	3181	3747
流动负债				
短期借款	30	0	0	0
应付账款	779	1095	921	1249
其他	23	148	92	162
非流动负债				
长期借款	885	1243	1013	1411
其他	9	8	8	8
负债合计	894	1251	1021	1419
少数股东权益	58	61	65	69
股本	172	172	172	172
资本公积金	850	850	850	850
留存收益	768	912	1073	1237
归属母公司股东权益	1848	1995	2160	2327
负债和股东权益	2742	3246	3181	3747
现金流量表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	375	436	130	472
净利润	157	181	203	206
折旧摊销	62	62	62	64
财务费用	4	-4	-6	-7
投资损失	-47	-85	51	-88
营运资金变动	92	279	-183	293
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-62	-25	-60	-100
资本支出	0	25	60	100
长期投资	0	0	0	0
其他	-62	0	0	0
筹资活动现金流	-43	-59	-32	-32
短期借款	0	-29	-32	-32
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-43	-30	0	0
现金净增加额	268	351	38	341

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1843	2211	2388	2555
营业成本	1539	1809	1946	2095
营业税金及附加	6	6	6	6
营业费用	20	25	27	29
管理费用	121	145	156	167
财务费用	-16	-4	-6	-7
资产减值损失	-2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	165	213	238	243
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	165	213	238	243
所得税	8	32	35	38
净利润	157	181	203	206
少数股东损益	3	3	4	4
归属母公司净利润	154	177	199	202
EBITDA	324	270	295	301
EPS (元)	0.89	1.03	1.15	1.18
主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	18	20	8	7
营业利润	27	25	12	2
归属母公司净利润	15	15	12	2
获利能力				
毛利率	16	18	19	18
净利率	9	8	8	8
ROE	9	9	9	9
ROIC	17	30	55	41
偿债能力				
资产负债率	33	39	32	38
净负债比率	-1	-1	-1	-1
流动比率	2	2	2	2
速动比率	2	2	2	2
营运能力				
总资产周转率	1	1	1	1
应收帐款周转率	7	6	7	6
应付帐款周转率	2	1	2	1
每股指标(元)				
每股收益	0.89	1.03	1.16	1.18
每股经营现金	2	3	1	3
每股净资产	10	11	12	13
估值比率				
P/E	24	21	18	18
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源：公司报表、民族证券

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。