

研究所

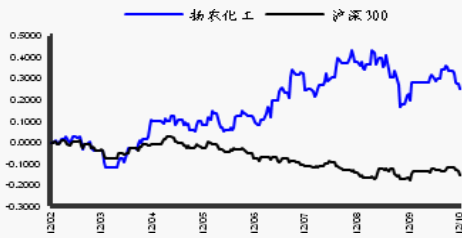
证券分析师：代鹏举
0755-23936132

S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn

稳健成长的农药龙头

——扬农化工（600486）2012年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
扬农化工	1.9	0.1	18.8
沪深300	1.7	-1.2	-16.6

市场数据

2012-10-28

当前价格(元)	20.54
52周价格区间(元)	13.28-24.22
总市值(百万)	3536.29
流通市值(百万)	3536.29
总股本(万股)	17216.61
流通股(万股)	17216.61
日均成交额(百万)	39.19
近一月换手(%)	14.08

相关报告

- 《稻飞虱横行，农药股受益》(6-14)
- 《农药行业深度报告》(7-11)
- 《扬农化工中报点评》(8-24)

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

10月27日，公司发布2012年三季度报，报告期公司实现营业收入17.12亿元，较去年同期增长23.04%；实现营业利润1.70亿元，较去年同期增长29.8%；实现归属于上市公司净利润1.37亿元，较去年同期增长27.1%。实现每股收益0.80元，较去年同期增长27.1%。第三季度单季度实现每股收益0.175元。

点评：

- **除草剂业务增收增利是报告期利润增长的主要来源。**今年6月份开始国内外出现异常气候，病虫害呈现高发态势，导致农药产品需求超预期，尤其是除草剂市场国际需求旺盛，带动草甘膦等农药价格上涨。公司有草甘膦产能3万吨、麦草畏产能1200吨，收入同比较大程度增长，同时毛利率较去年同期提高0.85个百分点，推动报告期利润较大幅度增长。
- **三季度产品处于季节性淡季，单季度收入利润同比增长、环比下降。**三季度卫生菊酯和农药处于季节性淡季，单季度收入同比增长28.8%，但环比下降21%。毛利率环比提高1.85个百分点，研发费用大幅增长导致管理费环比大幅增长42.4%，使得归属母公司股东净利润环比下降44.7%。
- **给予公司增持评级。**今年主要粮食主产国减产，预计明年全球种植面积增幅会超过往年，农药行业将仍能保持较高景气度。公司三季度业绩略低于预期，中化收购后公司尚无重大新项目，下调2012-2014年每股收益至1.02、1.28和1.41元，给予公司增持评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1843	2218	2490	2740
增长率(%)	17.6%	20.4%	12.3%	10.0%
净利润(百万元)	154	176	220	243
增长率(%)	14.7%	14.7%	24.6%	10.8%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.02	1.28	1.41
ROE(%)	8.3%	9.1%	10.5%	10.7%

表 1、扬农化工盈利预测

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	9%	10%	11%	EPS	0.89	1.02	1.28	1.41
毛利率	16%	18%	19%	19%	BVPS	10.40	10.91	11.80	12.79
期间费率	8%	7%	7%	7%	估值				
销售净利率	8%	8%	9%	9%	P/E	23.01	20.05	16.09	14.52
成长能力					P/B	1.98	1.88	1.74	1.61
收入增长率	18%	20%	12%	10%	P/S	1.92	1.59	1.42	1.29
利润增长率	15%	15%	25%	11%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.68	0.64	0.66	0.68	营业收入	1843	2218	2490	2740
应收账款周转率	6.40	7.30	8.11	8.69	营业成本	1539	1822	2018	2224
存货周转率	8.59	8.69	9.13	9.13	营业税金及附加	6	7	9	10
偿债能力					销售费用	20	22	27	30
资产负债率	31%	44%	44%	44%	管理费用	121	149	167	184
流动比	2.10	1.81	1.90	1.97	财务费用	(6)	(13)	(16)	(20)
速动比	1.89	1.66	1.75	1.82	其他费用/(-收入)	2	(14)	(12)	(10)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	165	217	273	302
现金及现金等价物	1245	2034	2380	2725	营业外净收支	14	(4)	(7)	(8)
应收款项	288	304	307	315	利润总额	178	213	266	294
存货净额	179	210	222	245	所得税费用	22	32	40	44
其他流动资产	40	44	50	55	净利润	157	181	226	250
流动资产合计	1753	2593	2959	3340	少数股东损益	3	5	6	7
固定资产	801	746	681	623	归属于母公司净利润	154	176	220	243
在建工程	34	14	9	4	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	84	84	77	72	经营活动现金流	365	711	409	415
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	157	181	226	250
资产总计	2691	3455	3745	4058	少数股东权益	3	5	6	7
短期借款	30	140	155	173	折旧摊销	162	89	83	76
应付款项	779	952	1055	1163	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	54	90	101	111	营运资金变动	44	436	94	82
其他流动负债	(28)	250	250	250	投资活动现金流	(62)	(13)	(13)	(13)
流动负债合计	834	1431	1560	1696	资本支出	116	(13)	(13)	(13)
长期借款及应付债券	0	75	75	75	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	(178)	0	0	0
长期负债合计	9	84	84	84	筹资活动现金流	(43)	97	(51)	(55)
负债合计	843	1515	1644	1780	债务融资	(69)	185	15	18
股本	172	172	172	172	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1848	1941	2101	2278	其它	27	(88)	(66)	(73)
负债和股东权益总计	2691	3456	3745	4058	现金净增加额	261	794	345	347

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【石油和化工研究团队】

代鹏举： 分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，三年化工行业工作经历，四年证券行业化工研究经历，2011年新财富分析师入围。

翟卢琼： 分析师，化学工艺硕士，两年证券行业化工研究经历，主要负责基础化工行业及相关上市公司的研究。

周成娟： 分析师，四川大学高分子材料本科，四川大学高分子材料与工程硕士，蓝星新材1年工作经历，证券行业1年工作经历，目前主要负责新材料行业及相关上市公司的研究。

朱玮琳： 研究助理，中山大学应用化学本科，中山大学金融学硕士。

梁 冰： 研究助理，天津大学生物化工本科，南开大学财务管理硕士。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn