证券研究报告
分析师 张伟保 S1080512080001
电 话: 0755-82485029
邮 件: zhangweibao@fcsc.cn

扬农化工(600486)

——草甘膦景气持续提升，公司业绩稳步增长

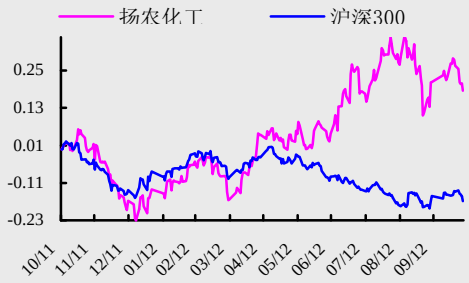
交易数据

上一日交易日股价（元）	20.34
总市值（百万元）	3,502
流通股本（百万股）	172
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	1,903
每股净资产（元）	11.05
市净率（倍）	1.84
资产负债率（%）	38.06

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

第一创业-《菊酯类杀虫剂稳步增长，草甘膦有望超预期》-120827-公司点评

第一创业-《供需结构变化，草甘膦行业景气向上》—行业深度报告--2012 年 10 月 12 号

事件：公司发布三季报，季报中显示公司 1-9 月份实现营业收入 17.12 亿元，同比增长 23.03%；实现净利润 1.37 亿元，同比增长 27.13%；实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 1.39 万元，较上年增长 46.00%，按照最新股本计算，实现 EPS0.80 元；其中第三季度实现净利润 0.30 亿元，单季度实现 EPS 0.189 元。

点评

三季度草甘膦景气持续提升，盈利能力增强，保证业绩稳步增长。公司主营产品之一农用菊酯和医用菊酯类产品销售旺季在上半年，三季度是需求淡季，三季度销售和去年同期相比增幅不大，而对三季度业绩增长贡献最大的是草甘膦业务。国内草甘膦价格从 6 月份的 25500 元/吨上涨到目前的 37000 元/吨，涨幅高达 45%，而 IDA 法原料二乙醇胺价格涨幅在三季度期间涨幅十分有限，公司的草甘膦盈利能力提升，成为公司三季度业绩增长的主要原因。

菊酯类产品为公司持续提供稳定的利润来源。公司拥有农用菊酯类产品产能 4000 吨左右，医用聚酯 3000 吨左右，已经成为菊酯行业中规模最大，产业链最全的龙头企业。由于有机磷等高毒农药逐步退出市场，拟除虫菊酯类农药是其理想的替代品，市场成熟，前景良好，未来的发展空间十分巨大，医用菊酯市场方面发展也很稳定，公司一直占有着 70%的市场份额，稳定且具有良好前景的菊酯市场将为公司提供稳定的利润来源。

草甘膦业绩弹性较大，行业景气度不断提升为公司业绩提供超预期可能。公司拥有 3 万吨草甘膦产能，从草甘膦业绩弹性上看，草甘膦价格每上涨 1000 元/吨，将增厚公司业绩 0.12 元，业绩弹性比较大。国内草甘膦价格从 6 月份的 25500 元/吨上涨到目前的 37000 元/吨，涨幅高达 45%，而且目前市场仍出现供不应求状态，未来仍会有继续走高的可能。公司的草甘膦则主要出口国外，价格变动滞后于市场，因此公司下半年将会体现涨价后为公司带来的更多利润，而且随着草甘膦行业景气度的提升，公司的草甘膦贡献将有望超预期。

维持“强烈推荐”评级。公司菊酯类产品市场前景广阔，拟除虫菊酯需求将在替代有机磷等高度农药过程中不断增长，为公司贡献更多利润，此外公司 1200 吨的麦草畏受到拉美大豆种植

面积增长带来的强劲需求推动，价格也不断上涨，也成为公司主要的利润来源。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.95 元、1.18 元、1.47 元，当前最新股价为 20.34 元，对应估值分别为 21 倍、17 倍和 14 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1，公司盈利预测及主要财务指标

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	156,692	184,281	229,493	289,161	364,343
同比（%）	1.5%	17.6%	24.5%	26.0%	26.0%
营业毛利	27,170	30,340	36,236	43,725	52,639
同比（%）	-18.4%	11.7%	19.4%	20.7%	20.4%
归属母公司净利润	13,406	15,371	16,415	20,254	25,289
同比（%）	-14.9%	14.7%	6.8%	23.4%	24.9%
总股本（万股）	17,216.6	17,216.6	17,216.6	17,216.6	17,216.6
每股收益（元）	0.78	0.89	0.95	1.18	1.47
ROE	8.3%	8.9%	8.8%	9.8%	10.9%
P/E（倍）	29.1	25.4	23.7	19.2	15.4

数据来源：公司公告、第一创业研究所

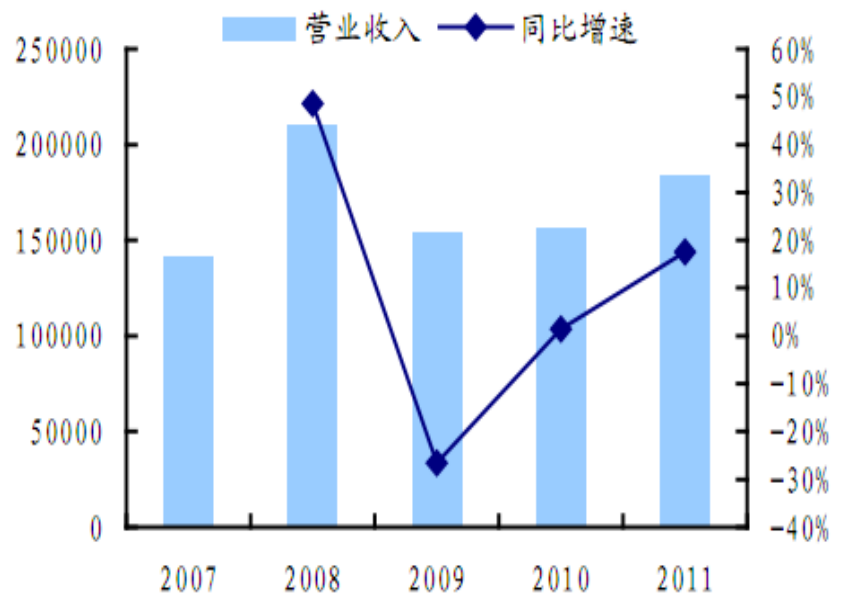
1，公司是国内菊酯类农药和草甘膦龙头企业

江苏扬农化工是国家拟除虫菊酯生产基地，全国唯一以拟除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司，经过多年发展，现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局。经过多年积淀和发展，公司已经成为菊酯行业中规模最大，产业链最长的企业。

公司是国内菊酯类杀虫剂龙头及重要的草甘膦供应商。公司拥有农用菊酯类产品产能 4000 吨左右，医用聚酯 3000 吨左右，已经成为菊酯行业中规模最大，产业链最全的龙头企业，拥有 IDA 法草甘膦除草剂 3 万吨，也在国内前列，公司是农药行业内公认的具有技术研发优势和规模优势的优秀企业。

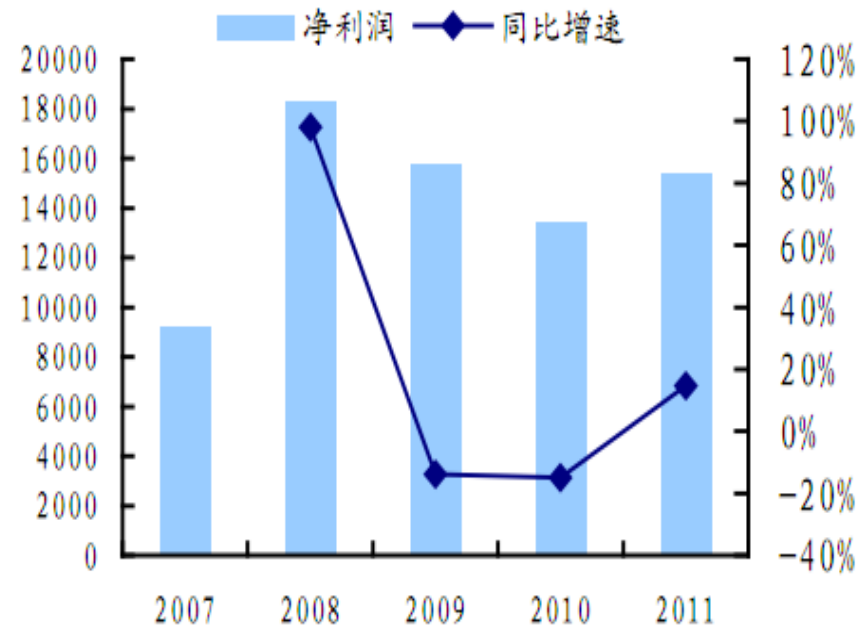
公司的主要收入来源于菊酯类杀虫剂和草甘膦类除草剂，08 年金融危机过后，公司通过不断加强与客户的战略合作，积极寻求并开拓新的市场，从而使得公司在金融危机后营业收入和净利润均呈现恢复性增长，12 年公司菊酯类杀虫剂和草甘膦营业收入和净利润更呈现快速增长的态势。

图 1，公司 2007 年-2011 年收入及增速情况



数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理

图 2，公司 2007 年-2011 年净利润及增速情况



数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理

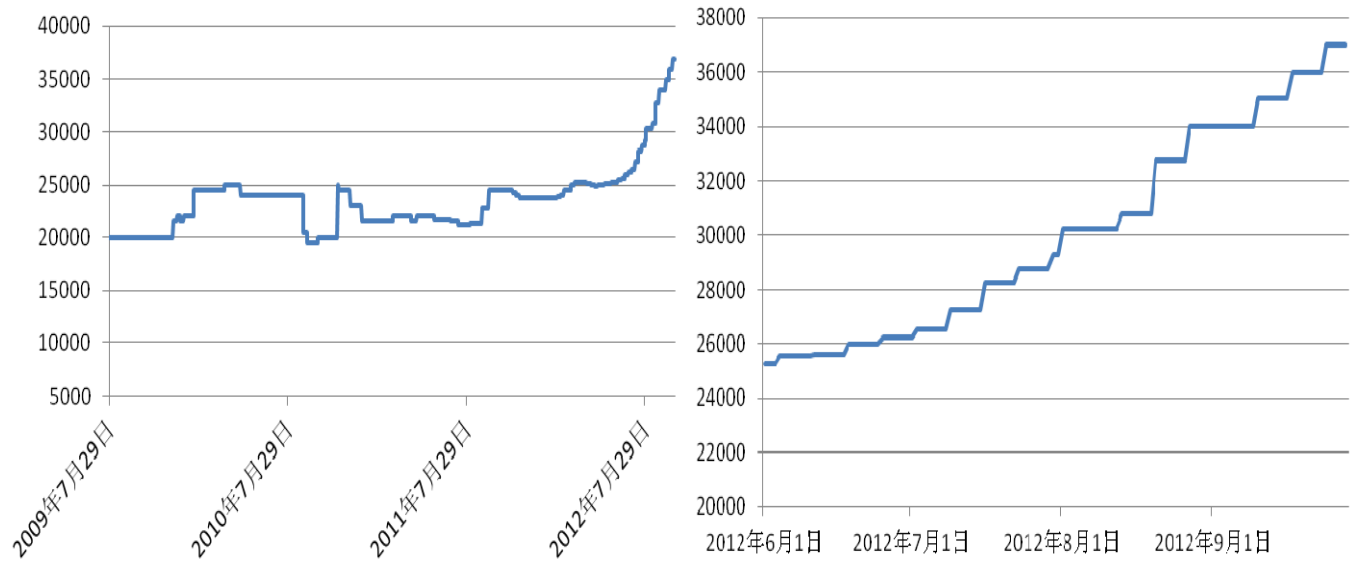
2，草甘膦景气提升，公司盈利能力提升

从草甘膦供给和需求分析中不难看出，草甘膦行业经过近三年的低迷，行业已经从新洗牌，不少小企业已经

经不起长期亏损或已退出或由于生产装置长期闲置已经腐蚀损坏，已成为无效产能，行业有效产能已经从最高的 97 万吨减少到 63 万吨，大幅下降 35%左右，而需求端在全球转基因作物种植盛行的情况下仍保持 7%左右的增长，草甘膦行业的供需已经从严重过剩过渡到供需接近平衡，供需结构已经发生转变。

供需结构转变助推行业景气向上也可以从最近的国内草甘膦行业供给偏紧导致价格不断上涨证实。从 2012 年年初以来，随着草甘膦库存的消化以及国外需求的增加，国内草甘膦价格已开始启动，由年初的 23500 元/吨上涨至 6 月初的 25500 元/吨，进入 6 月份以后，国内草甘膦供应开始越发紧张，出现供不应求的现象，草甘膦价格也从 6 月份的 25500 元/吨一路上涨至 9 月底的 37000 元/吨，上涨幅度超过 45%，直到目前市场上仍然供应紧张。37000 元/吨的价格足以吸引小企业开工生产，而实际情况是市场上开工率一直不高导致供应持续偏紧，这成为行业景气向上的一个重要信号。

图 3：近三年草甘膦价格走势（单位：元/吨）　　图 4：近三个月草甘膦价格走势（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

目前市场上比较担心草甘膦供给方面会不会像 08 年那样，在行业高景气的情况下产能急剧暴增导致过剩严重，行业的景气度短期内急转直下，并从此走上三年的低迷期。我们认为草甘膦价格不会像 08 年那样短时间内暴增至 10 万元/吨的高价位，因为目前不具备当时在全球产能较少的情况下龙头企业停产以及下游需求方量的条件，现在的情形是供给仍然大于需求，行业经过三年低迷期的洗牌，有效产能大幅下降，而且需求仍然保持 7%左右的增速，导致供需结构的矛盾已经大大弱化，行业的景气度开始处于温和上升阶段。

草甘膦业绩弹性较大，行业景气度不断提升为公司业绩提供超预期可能。公司拥有 3 万吨草甘膦产能，从草甘膦业绩弹性上看，草甘膦价格每上涨 1000 元/吨，将增厚公司业绩 0.12 元，业绩弹性比较大。国内草甘膦

价格从 6 月份的 25500 元/吨上涨到目前的 37000 元/吨，涨幅高达 45%，而且目前市场仍出现供不应求状态，未来仍会有继续走高的可能。公司的草甘膦则主要出口国外，价格变动滞后于市场，因此公司下半年将会体现涨价后为公司带来的更多利润，而且随着草甘膦行业景气度的提升，公司的草甘膦贡献将有望超预期。

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	**1,752.7**	**2,268.2**	**2,872.5**	**3,595.5**
货币资金	1,245.0	1,534.9	1,939.5	2,417.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	274.4	394.1	508.1	642.0
预付款项	40.5	37.8	44.9	56.5
存货	179.1	290.9	369.4	469.2
其他流动资产	13.7	10.6	10.6	10.6
非流动资产	**937.9**	**817.4**	**674.8**	**532.3**
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	801.1	680.3	536.8	393.4
在建工程	38.2	36.1	37.3	38.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	85.4	83.8	83.5	83.3
其它非流动资产	13.3	17.2	17.2	17.2
资产总计	**2,690.6**	**3,085.6**	**3,547.3**	**4,127.8**
流动负债	**834.2**	**1,007.0**	**1,260.1**	**1,581.6**
短期借款	39.7	29.0	29.0	29.0
应付账款	778.6	926.7	1,171.6	1,489.3
预收帐款	54.3	63.8	80.9	102.2
其它流动负债	-38.4	-12.4	-21.3	-38.9
非流动负债	**8.6**	**85.8**	**85.8**	**85.8**
长期借款	0.0	75.0	75.0	75.0
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0
其它非流动负债	8.6	10.8	10.8	10.8
负债合计	**842.8**	**1,092.8**	**1,345.9**	**1,667.4**
少数股东权益	**58.0**	**64.1**	**70.1**	**76.2**
股本	172.2	172.2	172.2	172.2
资本公积与其它	912.6	914.5	914.5	914.5
留存收益	647.4	777.1	979.7	1,232.6
股东权益合计	**1,732.1**	**1,863.8**	**2,066.4**	**2,319.3**
负债和股东权益	**2,690.6**	**3,085.6**	**3,547.3**	**4,127.8**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**365.4**	**301.0**	**415.0**	**488.0**
净利润	156.6	169.9	208.6	259.0
折旧摊销	159.6	161.0	146.4	146.9
财务费用	4.1	4.0	9.2	9.2
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	35.7	-39.4	51.1	73.3
其它变动	9.4	5.5	-0.3	-0.3
投资活动现金流	**-61.6**	**-37.0**	**-1.2**	**-1.2**
资本支出	-61.6	-37.0	-1.2	-1.2
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其它变动	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	**-42.6**	**-59.9**	**-9.2**	**-9.2**
债务融资	-58.0	64.2	0.0	0.0
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0
其它变动	15.4	-124.0	-9.2	-9.2
汇率变动影响	**-2.8**	**1.4**	**0.0**	**0.0**
现金净增加额	**258.4**	**205.5**	**404.6**	**477.7**

利润表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	**1,842.8**	**2,294.9**	**2,891.6**	**3,643.4**
减：营业成本	1,539.4	1,932.6	2,454.4	3,117.0
营业税金及附加	5.9	9.3	10.8	13.0
销售费用	20.3	20.0	25.7	32.4
管理费用	120.6	139.6	157.8	178.3
财务费用	-6.0	-3.7	9.2	9.2
资产减值损失	-2.1	11.7	2.7	3.2
加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
其中：联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
二、营业利润	**164.7**	**185.5**	**231.1**	**290.3**
加：营业外收入	17.0	18.5	19.0	19.6
减：营业外支出	3.5	4.1	4.7	5.3
三、利润总额	**178.3**	**199.9**	**245.4**	**304.7**
减：所得税费用	21.7	30.0	36.8	45.7
四、净利润	**156.6**	**169.9**	**208.6**	**259.0**
归属母公司净利润	**153.7**	**164.2**	**202.5**	**252.9**
少数股东损益	2.9	5.7	6.1	6.1
五、总股本（百万股）	**172.2**	**172.2**	**172.2**	**172.2**
EPS（元）	**0.89**	**0.95**	**1.18**	**1.47**

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	17.6%	24.5%	26.0%	26.0%
营业毛利	11.7%	19.4%	20.7%	20.4%
主业盈利	7.9%	23.5%	25.6%	24.6%
母公司净利	14.7%	6.8%	23.4%	24.9%
获利能力				
毛利率	16.5%	15.8%	15.1%	14.4%
主业盈利/收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.3%
ROS	8.5%	7.4%	7.2%	7.1%
ROE	8.9%	8.8%	9.8%	10.9%
ROIC	8.8%	8.6%	9.6%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	31.3%	35.4%	37.9%	40.4%
利息保障倍数	n/a	n/a	22.8	28.3
速动比率	1.87	1.95	1.98	1.97
经营净现金/当期债务	9.21	10.39	14.32	16.84
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.74	0.82	0.88
应收款天数	53.61	61.82	63.26	63.44
存货天数	41.89	54.18	54.19	54.19
每股指标（元）				
主业盈利/股本	0.91	1.12	1.41	1.76
每股经营现金流	2.12	1.75	2.41	2.83
每股净资产	10.06	10.83	12.00	13.47
估值比率				
P/E	25.36	23.75	19.24	15.41
P/B	2.25	2.09	1.89	1.68
P/S	2.12	1.70	1.35	1.07
EV/EBITDA	8.57	7.03	5.38	3.61

数据来源：第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135