

草甘膦上涨空间有限，未来看优嘉 化学项目提升盈利能力

2013年2月19日

推荐/维持

扬农化工

调研快报

——扬农化工（600486）调研快报

梁博

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512060006

010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们旁听了扬农化工的股东大会，与公司管理层进行了交流，探讨了农药行业的发展现状和公司的经营情况。

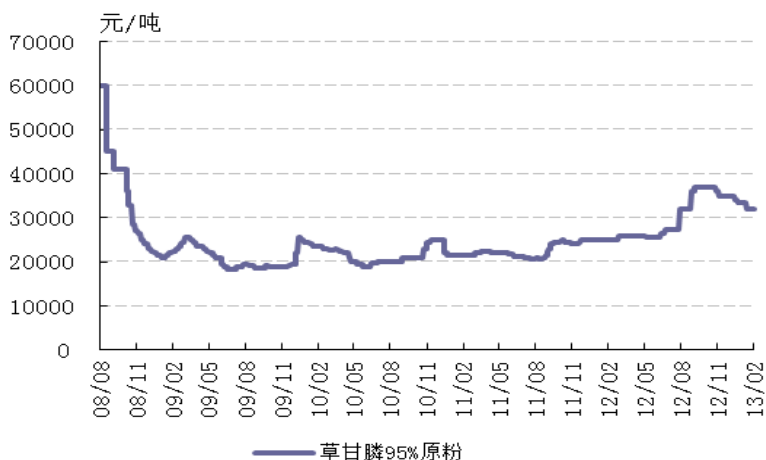
观点：

1、2012年草甘膦价格上涨是公司业绩增长的主要原因

2012年6月-10月，国内草甘膦价格经历一波上涨，从2.55万元/吨上涨至3.7万元/吨。主要因为众多小型企业退出市场，产品需求情况好转，同时孟山都提高草甘膦产品的出厂价。但从2012年11月开始，草甘膦价格出现回落，目前报价约3.2万元/吨。扬农化工草甘膦产销量约2.7万吨，预计2012年草甘膦等除草剂的毛利率有望达到15%，较2011年提高约9个百分点。草甘膦盈利改善，预计可新增营业利润4000万，是公司业绩增长的主要原因。

展望2013年，草甘膦继续涨价的动力略显不足。近期传出内蒙古、山西等地区小装置重新开工的消息，刚刚有所改善的供需关系又将面临恶化的可能。预计2013年公司草甘膦产销规模在3万吨左右，毛利率水平在10%-15%之间。此外，公司另一个除草剂产品麦草畏目前产销规模约1500吨/年，产品出厂价在8-9万元/吨，毛利率略高于草甘膦。未来公司会根据下游需求情况逐步增加麦草畏的产量。

图 1：草甘膦价格走势



资料来源：中华商务网

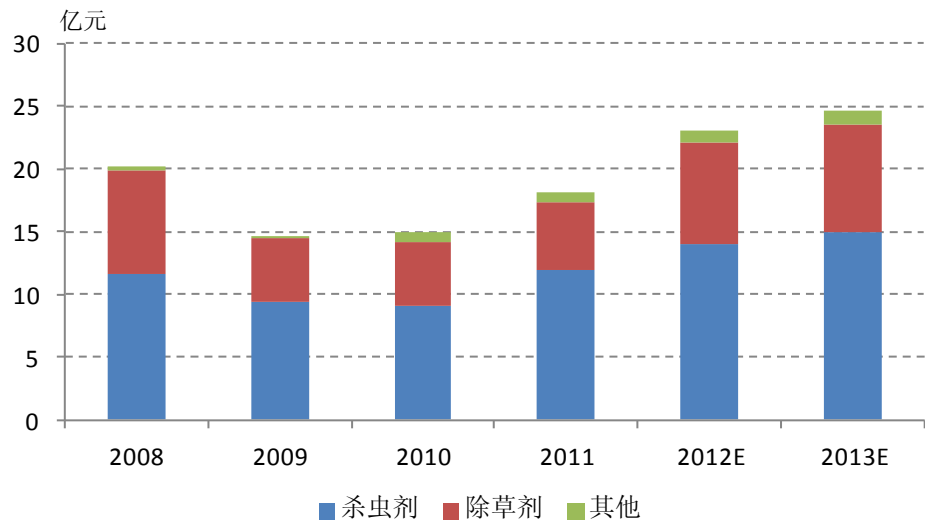
2、国内农药行业集中度依然较低，公司将专注于原药领域

目前国内农药生产企业超2000家，行业集中度较低。由于相关部门对知识产权的保护不力，仿冒专利产品的现象较普遍，公司氟醚产品依然面临较多的侵权。面对复杂的竞争环境，公司将坚持菊酯新产品的研发，草甘膦、麦草畏等除草剂原药的生产。短期内农药原药仍是公司业务的重点。

3、合资成立子公司“优嘉化学”，未来增长点是杀菌剂和植物促生长剂等高附加值产品

由于传统的草甘膦和菊酯等产品已经进入成熟期，毛利率基本在20%以下，因此公司希望通过生产新产品来提升企业盈利能力。公司在江苏如东地区设立“优嘉化学”，计划在今年投资约4亿元左右建设杀菌剂和植物促生长剂产能。目前公司新产品基本完成中试，生产装置已经开始建设，预计2013年底建成试生产，2014年开始贡献利润。我们预计新产品毛利率普遍在30%-40%左右，投产后公司盈利水平会大幅提高。

图 2：公司收入情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

结论：

2013年公司生产规模将与2012年持平，新建项目将在2014年开始贡献利润。因此2013年业绩大幅增长的可能性较小。预计公司2012-2014年EPS分别为1.07元，1.12元和1.40元，对应P/E分别为20.0倍，19.2倍和15.3倍。长期看公司经营稳健，仍有可观的成长空间，维持公司“推荐”评级。

风险提示：

农药产品的需求受气候、病虫害等自然因素的影响较大，相关产品的需求存在较大不确定性。

表 1： 公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1843	2310	2470	2850
(+/-)%	23.2%	25.3%	6.9%	15.4%
经营利润 (EBIT , 百万元)	172	206	226	280
(+/-)%	6.8%	19.8%	9.7%	23.9%
净利润 (百万元)	154	184	193	241
(+/-)%	14.7%	19.7%	4.7%	25.0%
每股净收益 (元)	0.89	1.07	1.12	1.40

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

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，有五年化工行业研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，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，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。