

## 证券研究报告

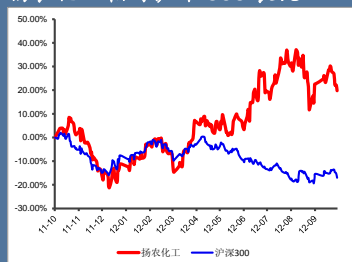
### 公司研究——年报点评

#### 扬农化工 (600486.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2012.10.29

#### 扬农化工相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2013-03-28)

收盘价(元)	24.82
52周内股价波动区间(元)	14.64-26.09
最近一月涨跌幅(%)	11.85
总股本(亿股)	1.72
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	42.73

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

**郭荆璞** 行业首席分析师  
执业编号: S1500510120013  
联系电话: +86 10 63081257  
邮箱: guojingpu@cindasc.com

**麦土荣** 行业分析师  
执业编号: S1500512070005  
联系电话: +86 10 63081084  
邮箱: maiturong@cindasc.com

#### 相关研究

- 《草甘膦——明天会更好》2012.4
- 《一季报释放积极信号》2012.4
- 《预期三季度草甘膦、菊酯双双超预期》2012.8
- 《草甘膦带动公司业绩增长》2012.10

## 草甘膦对公司业绩增长贡献较大

### 2012 年年报点评

2013年03月29日

**事件:** 公司发布 2012 年年报, 报告期内实现营业收入 22.19 亿元, 同比增长 20.40%; 归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元, 同比增长 26.26%, 稀释每股收益 1.13 元。

#### 点评:

- ◆ **草甘膦对公司 2012 年业绩增长贡献较大。** 草甘膦业务对公司业绩增长贡献较大, 公司 2012 年除草剂销售量 29919 万吨, 同比上升 51%, 2012 年除草剂业务收入 9.09 亿元, 利润 1.28 亿元, 除草剂业务无论收入还是利润都恢复到过去三年的最高点, 对公司业绩增长贡献较大。
- ◆ **菊酯业务有下滑, 但仍是利润的主要来源。** 由于家用卫生行业的疲软, 菊酯 2012 年营业收入及营业利润双双出现下滑, 但仍是利润的主要来源。同时农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势, 公司拥有中间体产能, 同时对下游开发和系列配套有着丰富的经验积累, 将受益于菊酯的新一轮增长。
- ◆ **继续看好草甘膦行业。** 在库存积累和去库存周期的作用下, 全球草甘膦表观消费量在 2012 年将维持在 60 万吨左右的水平 (57~63 万吨), 在 2013 年快速上升至 70~73 万吨, 而全球产能维持在 75~80 万吨之间, 未来 2~3 年行业投资将出现持续的趋势性机会。
- ◆ **盈利预测:** 鉴于草甘膦业务的持续好转, 我们上调公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.57 元、1.73 元、1.89 元 (此前 2013-2014 年 EPS 为 1.33 元、1.53 元), 维持“增持”评级。
- ◆ **风险因素:** 恶劣天气、事件性刺激、新业务消耗现金头寸。

#### 公司报告首页财务数据

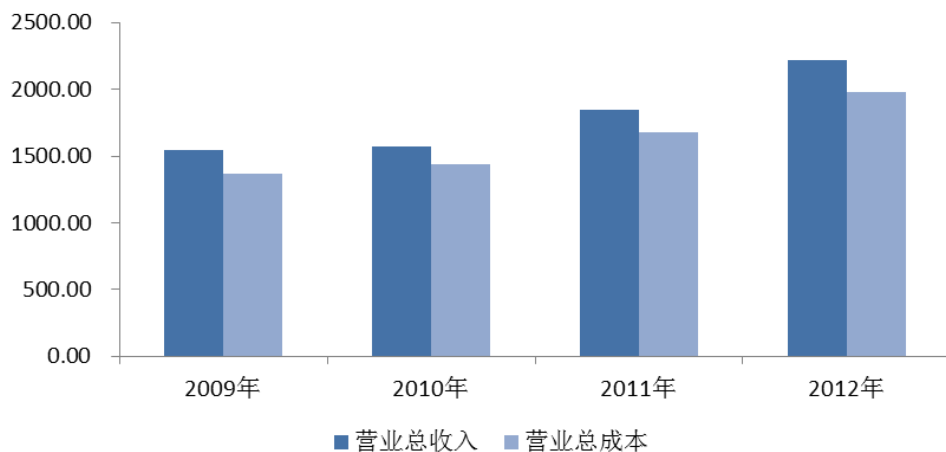
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,842.81	2,218.66	2,485.62	2,562.72	2,710.44
增长率 YoY %	17.61%	20.40%	12.03%	3.10%	5.76%
净利润(百万元)	153.71	194.06	271.12	298.40	324.59
增长率 YoY%	14.66%	26.26%	39.71%	10.06%	8.78%
毛利率%	16.46%	17.95%	19.70%	20.67%	20.77%
净资产收益率 ROE%	8.97%	10.40%	13.01%	12.60%	12.11%
每股收益 EPS(元)	0.89	1.13	1.57	1.73	1.89
市场一致预期 EPS(元)			1.30	1.48	
市盈率 P/E(倍)	28	22	16	14	13
市净率 P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 03 月 28 日收盘价

## 草甘膦对公司年度业绩增长贡献较大

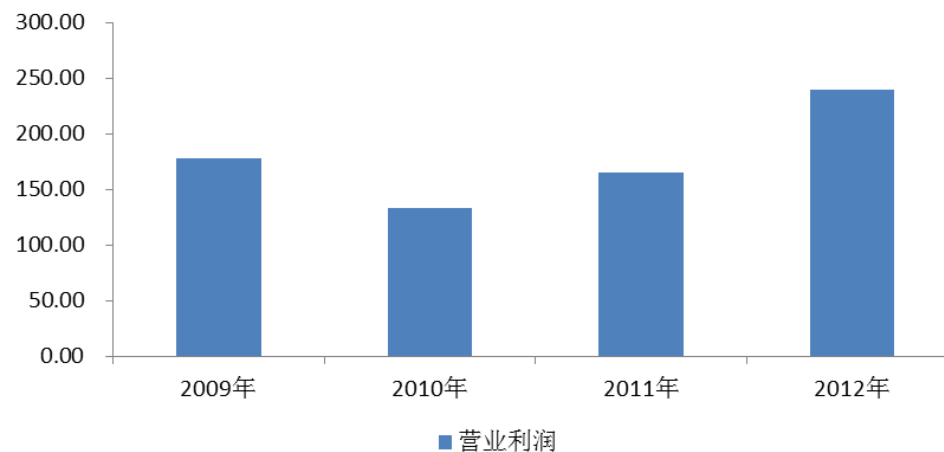
公司发布 2012 年年报，报告期内实现营业收入 22.19 亿元，同比增长 20.40%；归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比增长 26.26%，稀释每股收益 1.127 元。其中 2012 年四季度收入 5.06 亿元，净利润 5856 万元，基本每股收益 0.33 元/股。2012 年度实际业绩处于我们估计的 0.95-1.15 元/股的区间内。

图表 1: 2009-2012 年公司营业总收入和营业总成本 (百万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 2: 2009-2012 年公司营业利润 (百万元)



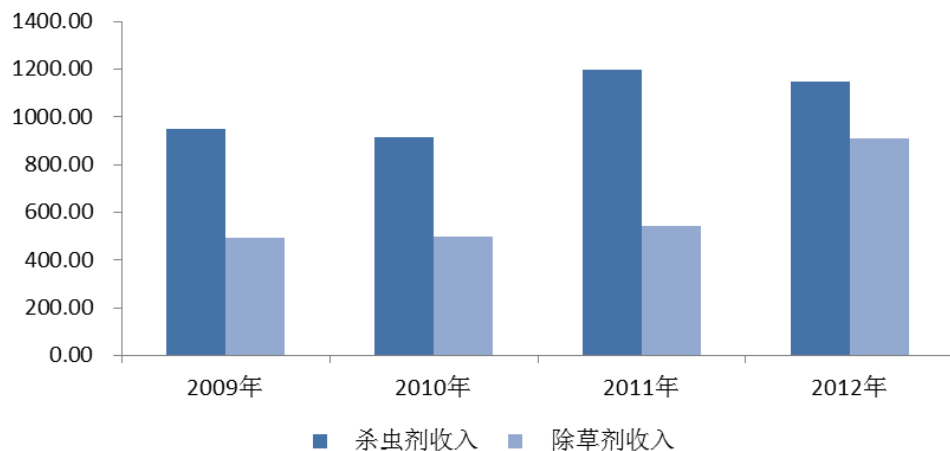
资料来源: wind, 信达证券研发中心

2012 年家用卫生行业表现疲软，菊酯 2012 年营业收入及营业利润双双出现下滑，公司公告杀虫剂 2012 年度销售量为 6334 吨，比上期 6913 吨下降 579 吨，杀虫剂业务营业收入由 2011 年 11.95 亿元下降至 11.48 亿元，杀虫剂业务营业利润由 2011 年 2.59 亿元下降至 2.5 亿元。业务下滑的主要原因国内农药市场受病虫害发作较轻、国外公司抢占市场以及违规产品无序涌入等不利因素影响，公司农用聚酯销售未能达到预期。农用菊酯 2012 年国内销售收入 5.2 亿元，同比下降 24.76%。

和我们预期一致，草甘膦业务对公司业绩增长贡献较大，公司 2012 年除草剂生产量 29928 吨，同比上升 51%；销售量 29919 万吨，同比上升 51%，除草剂业务无论收入还是利润都恢复到过去三年的最高点。2012 年除草剂业务收入 9.09 亿元，利润 1.28 亿元，同比大幅上升，除草剂业务毛利率为 14.07%，比 2011 年的 5.82%提高了 8.25%。

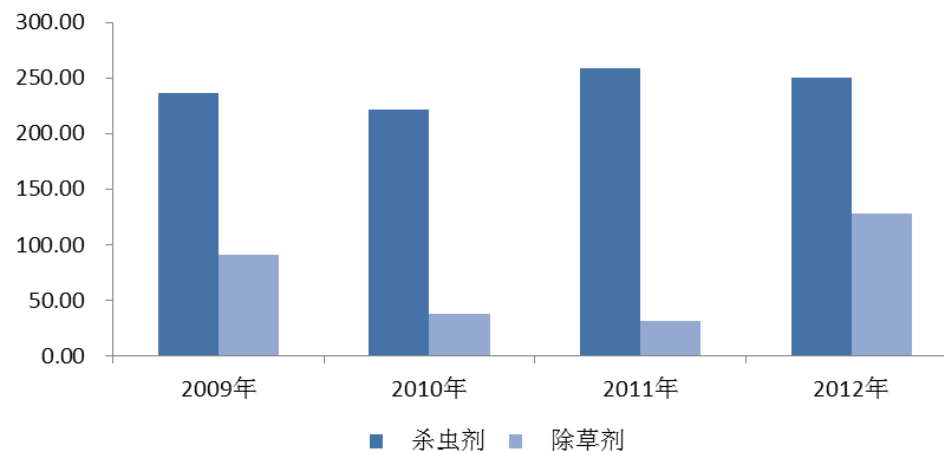
从主要子公司优士化学 2012 年度的情况来看，公司 2012 年净利润 1.14 亿元反映了草甘膦业务的好转。

图表 3: 2009-2012 年公司营业总收入和营业总成本 (百万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 4: 2009-2012 年公司营业利润 (百万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

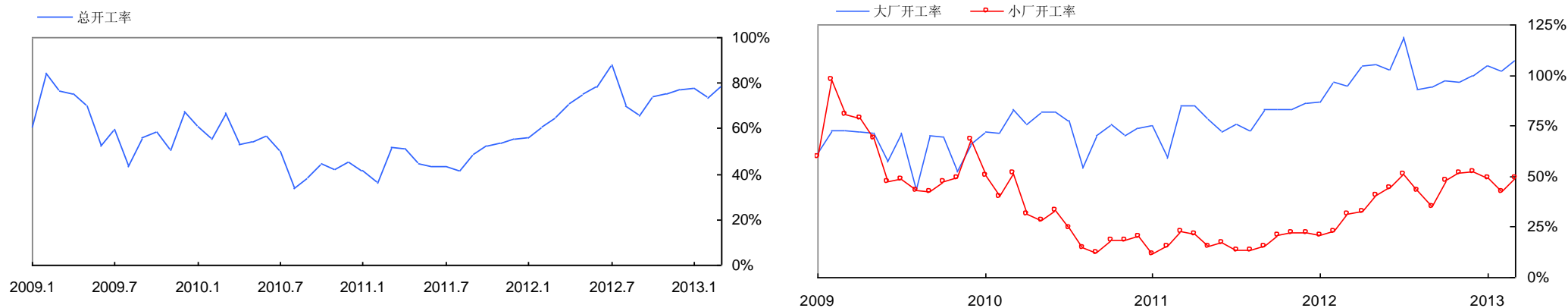
2012 年底, 公司账上现金为 15.96 亿元, 现金流非常充足。2013 年公司的资金需求主要是公司日常运营所需的周转资金和如东项目建设所需的投资资金, 根据公司公告, 如东项目总投资 6.14 亿元, 其中建设投资 5.05 亿元, 主要进行农药及中间体、化工产品的生产、销售。

## 预期草甘膦价格将稳定上涨

我们统计的国内草甘膦行业持续开工及可能复工的企业为 **23 家**，总产能约 **64 万吨**。

从最新的数据来看，目前行业平均开工率 **78.9%(+5.6%)**。大厂（产能前 5 位的企业）开工率上升至 **108.0%(+5.5%)**；小厂开工率上升至 **49.5%(+7.1%)**。企业均处于盈利区间，我们估算行业内规模较大的企业在目前的价位上，都有可观的盈利空间。

图表 5: 草甘膦行业开工率



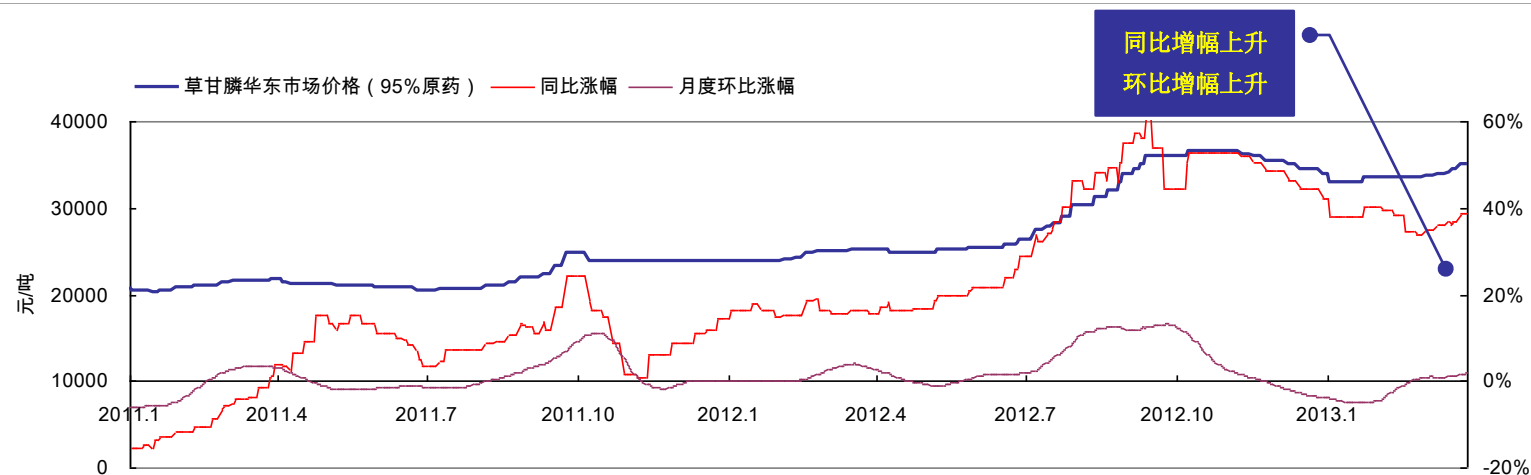
资料来源: 信达证券研发中心

高涨的草甘膦价格导致企业夏季正常检修推后，开工率下降晚于往年，这反映出草甘膦供给紧张，草甘膦已经从 3 年的行业低谷中复苏，2013 年一季度终端需求上升将带动产品价格出现新一轮的上涨。

目前草甘膦价格为 35,000 元/吨（95%原粉华东地区成交价），同比上涨 38.9%，月均价环比上升 2.1%。

值得注意，目前草甘膦同比和月均价环比增幅均开始转为上升。

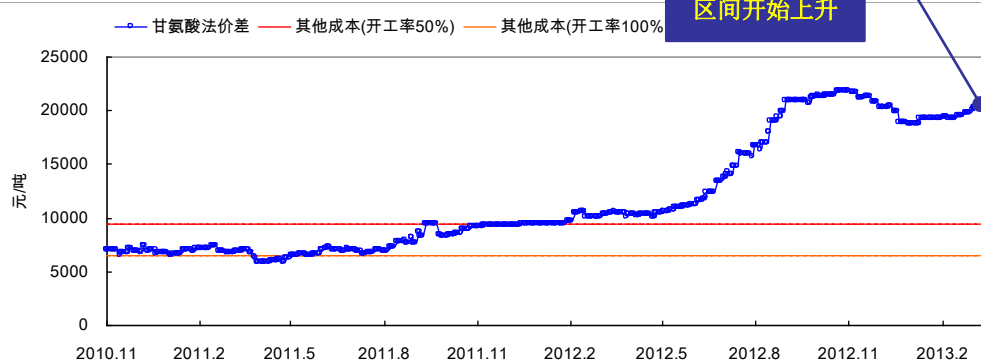
图表 6: 国内草甘膦价格及同步环比涨幅



资料来源: 信达证券研发中心

草甘膦价差维持在较高水平, 原料成本上升仍然没有影响价差扩大, 下游需求复苏带动了企业利润上升。

图表 7: 草甘膦价差



$$\text{甘氨酸法价差} = \text{草甘膦} - \text{甘氨酸} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

资料来源: 信达证券研发中心



$$\text{IDAN 法价差} = \text{草甘膦} - \text{IDAN} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

IDA法盈利区间  
开始上升

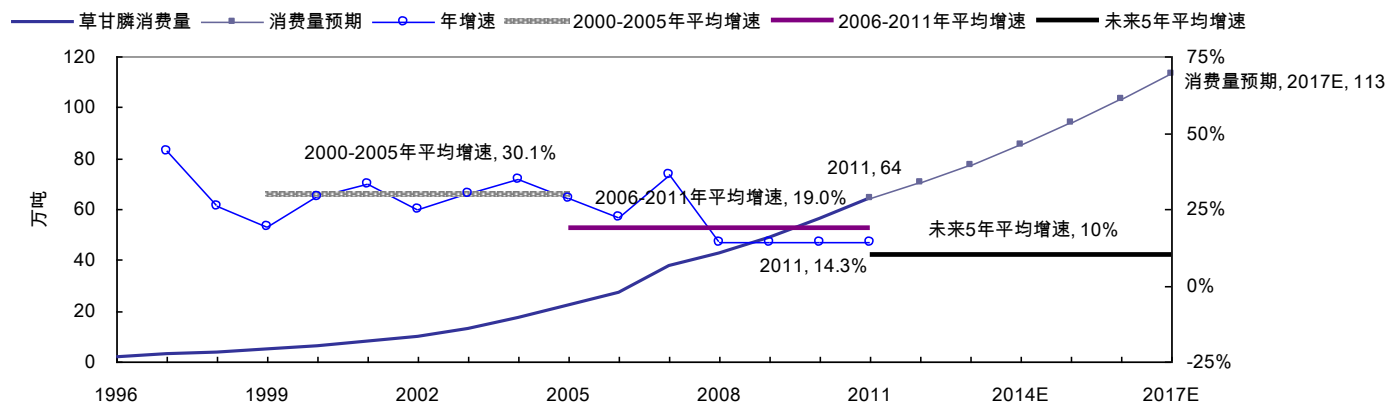
按照我们对草甘膦产能的预期, 2012 年四季度和今年一季度将分别有约 2.5 万吨、2 万吨产能进入市场。这些增量产能包含在我们 4 月份深度报告统计范围内, 我们重申对草甘膦行业看好的观点, 认为行业的供需面仍然是偏紧的。2012 年四季度生

产增量不足以满足草甘膦的季节性需求，库存无法正常积累时草甘膦价格仍将上涨。

草甘膦消费量的增长主要来自于转基因作物种植面积的持续增加。全球转基因作物将维持约 10% 的增长速度。转基因作物在过去 5 年的主要增长来自于美国，目前的动力源泉是巴西，未来的前景在中国。过去 3 年全球草甘膦消费量增长速度下滑至 5.1%，大大低于之前 10 年约 30% 的增速。预计在耐除草剂转基因作物的支撑下，草甘膦消费量将恢复持续高速增长。预计到 2017 年全球草甘膦消费量将达到 110 万吨左右。如果出现新的耐草甘膦大宗作物品种进入商业化销售，例如耐草甘膦小麦和水稻，或者新的允许耐草甘膦作物种植的主要农业国家，例如中国，都将大幅度增加对草甘膦的消费量。

在库存积累和去库存周期的作用下，全球草甘膦表观消费量在 2012 年将维持在 60 万吨左右的水平（57~63 万吨），在 2013 年快速上升至 70~73 万吨，而全球产能维持在 75~80 万吨之间，未来 2~3 年行业投资将出现持续的趋势性机会。持续增长的需求将要求在 2014 年投放至少 10 万吨新产能，否则将出现产能不足。

图表 8: 全球草甘膦消费量及增长速度



资料来源: 信达证券研发中心

2013 年草甘膦全球终端消费预计上升 10% 以上，考虑库存回补之后的表观消费量上升可能超过 20%，旺盛的需求足以在一季度消化可能投产的新产能。目前草甘膦南美备货需求即将结束，贸易商和制剂生产商将开始为 2013 年春季北半球需求积累库存，原粉成交价格明显上涨，一货难求，我们继续看好草甘膦价格。

## 菊酯业务仍是公司利润的保障

虽然 2012 年菊酯业务业绩有所下滑，但是菊酯仍是公司利润的主要来源。未来公司将继续加大专利品种氯氟醚菊酯在卫生用

药市场的推广力度，氯氟醚菊酯在两电产品中的市场份额进一步提高；在农用药方面，在稳定原药销售的基础上，重点进行制剂产品的推广，氯氟菊酯、联苯菊酯、高效氯氟菊酯苯油销量同比均保持了较好的增长势头。

在卫生菊酯发展战略上，我们预期公司将全力推进氯氟醚产品的应用。氯氟醚在菊酯产品中的市场占有率稳步提升，产品进入市场成长期，但非法侵权产品违法行为未能得到有效遏制，对公司合法利益构成较大的冲击。

公司介绍氯氟醚类产品由于其产品性能优于丙烯类产品，前者效果基本相当于后者的 10 倍，所以未来推广氯氟醚类产品会导致公司菊酯销量及销售收入增长的下降，但由于氯氟醚类产品的毛利高于丙烯类产品，因此公司的盈利状况会更好，出现利润增长的幅度大于收入增长幅度的局面。

而我们了解到的状况显示，农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势，而市场对这一重大变化缺乏足够的认识。农用菊酯需求将重现稳定快速增长。扬农化工拥有中间体产能，同时对下游开发和系列配套有着丰富的经验积累，将受益于菊酯的新一轮增长。

## 盈利预测与投资评级

鉴于草甘膦业务的持续好转，我们上调公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.57 元、1.73 元、1.89 元（此前 2013-2014 年 EPS 为 1.33 元、1.53 元），对应 2013 年 3 月 28 日收盘价（24.82 元）的市盈率分别为 16 倍、14 倍、13 倍，维持“增持”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,752.72	2,347.25	2,610.58	2,739.66	3,029.74
现金	1,245.01	1,595.64	1,782.62	1,895.18	2,147.75
应收账款	118.65	91.73	131.40	135.48	143.29
其它应收款	155.76	238.09	238.42	245.82	259.98
预付账款	40.46	36.27	46.12	46.97	49.62
存货	179.14	198.37	224.89	229.07	241.96
其他	13.69	187.14	187.14	187.14	187.14
非流动资产	937.93	838.12	941.06	1,145.54	1,243.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	801.08	723.69	653.79	582.77	771.98
无形资产	84.00	81.15	77.34	73.52	69.71
其他	52.84	33.28	209.93	489.25	401.71
资产总计	2,690.64	3,185.36	3,551.64	3,885.20	4,273.13
流动负债	834.20	1,078.80	1,165.57	1,191.50	1,244.80
短期借款	29.68	157.03	157.03	157.03	157.03
应付账款	444.56	514.28	570.15	580.75	613.44
其他	359.95	407.49	438.39	453.72	474.33
非流动负债	8.57	84.62	84.62	84.62	84.62
长期借款	0.00	75.00	75.00	75.00	75.00
其他	8.57	9.62	9.62	9.62	9.62
负债合计	842.77	1,163.42	1,250.19	1,276.12	1,329.42
少数股东权益	58.02	61.58	69.97	79.19	89.23
归属母公司股东权益	1,789.85	1,960.37	2,231.49	2,529.89	2,854.48
负债和股东权益	2690.64	3185.36	3551.64	3885.20	4273.13

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,842.81	2,218.66	2,485.62	2,562.72	2,710.44
同比	17.61%	20.40%	12.03%	3.10%	5.76%
归属母公司净利润	153.71	194.06	271.12	298.40	324.59
同比	14.66%	26.26%	39.71%	10.06%	8.78%
毛利率	16.46%	17.95%	19.70%	20.67%	20.77%
ROE	8.97%	10.40%	13.01%	12.60%	12.11%
每股收益(元)	0.89	1.13	1.57	1.73	1.89
P/E	28	22	16	14	13
P/B	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.54	11.47	9.82	9.13	8.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,842.81	2,218.66	2,485.62	2,562.72	2,710.44
营业成本	1,539.42	1,820.44	1,996.00	2,033.13	2,147.57
营业税金及附加	5.93	5.69	6.14	6.24	6.29
营业费用	20.26	19.79	21.36	22.35	22.89
管理费用	120.61	144.91	159.13	164.72	167.46
财务费用	-6.04	-22.39	-16.60	-20.30	-22.47
资产减值损失	-2.12	10.20	5.56	4.30	7.24
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	164.75	240.03	314.04	352.28	381.45
营业外收入	17.02	5.58	18.14	13.58	17.36
营业外支出	3.49	13.79	7.18	8.15	9.70
利润总额	178.28	231.82	325.01	357.71	389.11
所得税	21.69	32.04	45.50	50.08	54.48
净利润	156.58	199.78	279.51	307.63	334.63
少数股东损益	2.88	5.72	8.39	9.23	10.04
归属母公司净利润	153.71	194.06	271.12	298.40	324.59
EBITDA	344.06	392.70	458.78	493.35	535.44
EPS (摊薄)	0.89	1.13	1.57	1.73	1.89

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	365.38	445.18	421.11	449.67	492.50
净利润	156.58	199.78	279.51	307.63	334.63
折旧摊销	161.71	154.51	119.85	121.72	132.41
财务费用	4.08	6.36	13.92	13.92	13.92
投资损失	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	35.68	56.53	4.86	5.12	8.54
其它	7.32	27.99	2.97	1.27	2.99
投资活动现金流	-61.64	-243.60	-220.21	-323.17	-226.01
资本支出	-61.64	-73.60	-220.21	-323.17	-226.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-170.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-42.55	59.50	-13.92	-13.92	-13.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-57.99	193.46	0.00	0.00	0.00
其他	39.71	42.68	13.92	13.92	13.92
现金净增加额	258.40	259.35	186.98	112.57	252.57



## 分析师简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十届新财富石油化工行业最佳分析师第六名。

**郭荆璞**，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

**麦土荣**，化工行业高级研究员。北京大学经济学硕士。2 年证券业从业经验，7 年中国化工集团工作经验。善于与实业结合，从产业链的角度发现和挖掘投资机会，对农用化工、磷化工、煤化工等理解透彻。

## 化工行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698						

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。