

除草剂强劲增长，杀虫剂低于预期

扬农化工（600486）2012 年年报点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 4 月 1 日

投资要点：

- 归属净利润同比增长**26%**。2012年公司实现营收22.19亿，营业利润2.4亿，利润总额2.32亿，归属净利润1.94亿，同比分别增长20%、46%、30%和26%，基本每股收益1.13元。其中，四季度实现营收5.06亿，营业利润6988万，利润总额6555万，归属净利润5681万，同比分别增长12%、108%、36%和24%，环比分别增长6%、72%、77%和88%。业绩略超市场预期，2012年分配预案为：每10股派3.4元（含税）。
- 收入增长主要因草甘膦量价齐升，杀虫剂表现低于预期。2012年公司收入增加3.76亿，增速20%，主要是除草剂收入同比增长68%，增加3.66亿，占收入总增量的97%。另外，杀虫剂收入下降4%，减少4788万，而其他收入增长69%，增加5336万，杀虫剂业务表现低于预期。除草剂收入增长主要受益于草甘膦价格上涨，公司有草甘膦产能3万吨，占除草剂收入的绝大部分，受国外需求强劲增长和国内连续几年削减产能的影响，市场供不应求，2012年草甘膦价格从年初的24000元/吨一路飙涨到10月份的35500元/吨左右，目前仍维持在34000元/吨的高位，涨幅近50%，全年均价在29600元/吨左右，同比上涨35%左右，我们预计由于开工率的提升，量的增长在20%左右。与此同时，受农药整体景气度和抗麦草畏转基因作物加速推广的影响，2012年麦草畏价格涨幅也在40%以上，公司1200吨麦草畏产能对收入增长亦有贡献。去年三季度东北和华北地区粘虫灾害爆发，引发市场对公司拟除虫菊酯类杀虫剂销售大幅增长的预期，但从年报数据来看，销售情况不尽如人意，虫灾言过其实，农药国内需求仍比较低迷。
- 总体毛利率略有上升，除草剂盈利性显著增强。报告期内公司销售毛利率17.95%，同比上升1.49个百分点。其中杀虫剂毛利率21.79%，同比基本持平，除草剂毛利率14.07%，同比上升8.25个百分点，其中下半年达到了17.61%；其他产品毛利率15.39%，同比下降1.75个百分点。杀虫剂收入占比52.48%，下降了13.39个百分点，而除草剂收入占比41.57%，同比上升了11.67个百分点。销售毛利率的提升主要是以草甘膦为主的除草剂业务驱动的，但由于公司除草剂毛利率仍远低于杀虫剂，除草剂收入占比提升又一定程度削弱了总体毛利率表现。报告期三项费用率6.41%，同比下降0.91个百分点，主要是销售费用率和财务费用率进一步下降，管理费用率持平，总体费用率仍保持在较低水平。

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

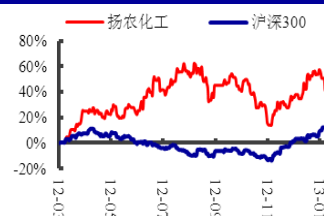
研究助理：杨柳波

电话：0769-22110619

主要数据 2013 年 3 月 29 日

收盘价(元)	24.40
总市值(亿元)	42.01
总股本(百万股)	172.17
流通股本(百万股)	172.17
ROE(TTM)	9.90%
12月最高价(元)	26.65
12月最低价(元)	14.46

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

2013 年主要增长点看草甘膦业绩进一步兑现和优嘉化学。目前草甘膦价格仍维持在 34000 元/吨的高位，由于国内环保压力加大，整体开工率仍难以得到提升，新增产能仍投放也相对较少，同时国外需求继续强劲增长，导致草甘膦市场供需仍比较紧张。我们预计 2013 年草甘膦均价同比上涨 15%以上，公司除草剂毛利率进一步提升至 25%左右，公司草甘膦业务的业绩弹性为草甘膦价格每上涨 1000 元/吨，EPS 增加 0.17 元/股，2013 年该部分业绩将进一步兑现；2012 年 12 月公司投资 1.8 亿元与天平化工在江苏如东县沿海经济开发区设立江苏优嘉化学有限公司，进行农药及中间体、化工产品的生产和销售，这是公司近年来最大的一笔对外投资，相信后续配套动作一定不少，值得期待。

维持推荐评级。我们预计公司 2013-2015 年营收分别增长 10%，15%和 10%，毛利率均为 21%，归属上市公司股东的净利润分别增长 43%，14%和 11%，每股收益 1.61 元，1.84 元和 2.03 元，对应 PE 估值为：15 倍，13 倍和 12 倍，目前估值较低，加之优嘉化学和草甘膦业务超预期的可能较大，维持推荐评级。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2218.66	2440.53	2806.61	3087.27
营业总成本	1978.63	2108.52	2428.10	2668.91
营业成本	1820.44	1928.02	2217.22	2438.94
营业税金及附加	5.69	6.26	7.20	7.92
销售费用	19.79	21.76	25.03	27.53
管理费用	144.91	159.40	183.31	201.64
财务费用	-22.39	-18.13	-17.55	-21.31
资产减值损失	10.20	11.22	12.90	14.19
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	240.03	332.01	378.51	418.36
加 营业外收入	5.58	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	13.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	231.82	332.01	378.51	418.36
减 所得税	32.04	45.89	52.32	57.83
净利润	199.78	286.12	326.19	360.53
减 少数股东损益	5.72	8.19	9.33	10.32
归属于母公司净利润	194.06	277.93	316.86	350.22
最新总股本(万股)	172.17	172.17	172.17	172.17
基本每股收益(元)	1.13	1.61	1.84	2.03
市盈率(倍)	21.65	15.11	13.26	11.99

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn