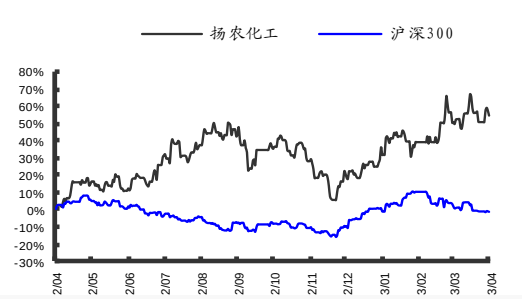
研究所
证券分析师：代鹏举　S0350512040001
021-68591568　daipj@ghzq.com.cn

草甘膦高景气度充分受益

——扬农化工（600486）2013 年一季报预告点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
扬农化工	2.8	13.5	54.7
沪深 300	-4.4	-2.1	-1.7

市场数据	2013/4/11
当前价格（元）	24.15
52 周价格区间（元）	15.31-26.65
总市值（百万）	4157.81
流通市值（百万）	4157.81
总股本（万股）	17216.61
流通股（万股）	17216.61
日均成交额（百万）	46.36
近一月换手（%）	27.44

相关报告

《稻飞虱横行，农药股受益》（2012/6/14）
《农药行业深度报告》（2012/7/11）
《扬农化工中报点评》（2012/8/12）
《2013 年 3 月投资策略：关注农药、中间体》（2013/3/7）
《2013 年二季度投资策略：关注农药、新型煤化工》（2013/4/4）

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：

4 月 11 日晚，公司发布 2013 年一季度预告：因公司主要产品之一的草甘膦销售价格及销售收入较上年同期有一定幅度的上涨，公司预计 2013 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 70%到 110%，每股收益 0.52-0.64 元。

点评：

- **公司菊酯和草甘膦双引擎发展。**公司是国内产业链最完整的拟除虫菊酯类农药供应商和领先的草甘膦生产商，拥有卫生用菊酯、农用菊酯产能 7000 吨，草甘膦产能 4 万吨、麦草畏产能 1200 吨。目前公司卫生用菊酯、农用菊酯销售规模全球第二，卫生用菊酯拥有国内 70%的市场份额。

- **长中短期草甘膦高景气度将持续。**从长期看，国内外转基因植物种植面积稳步增加，草甘膦的需求稳步上升；从中期看，2013 年美国、乌克兰、南美的大豆玉米种植面积增长，拉动草甘膦需求增长；从短期看目前进入农药旺季，加上近期山东地区爆出地下水污染问题，导致部分草甘膦企业开工受到影响。因此今年一季度草甘膦价格上涨 30.3%，4 月份以来价格上涨趋势进一步加快，预计草甘膦的高景气度将持续。

- **上调公司至买入评级。**草甘膦价格上涨超预期，我们上调公司 2013-2015 年每股收益到 1.82、2.04 和 2.23 元，上调公司至买入评级。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	2219	2760	2910	3100
增长率(%)	20%	20%	24%	5%
净利润（百万元）	194	314	351	384
增长率(%)	26%	62%	12%	10%
摊薄每股收益（元）	1.13	1.82	2.04	2.23
ROE(%)	9.6%	13.8%	13.7%	13.4%
P/E	21	13	12	11
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5

表 1、扬农化工盈利预测

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	10%	14%	14%	13%
毛利率	18%	21%	22%	22%
期间费率	7%	7%	7%	7%
销售净利率	9%	18%	19%	21%
成长能力				
收入增长率	20%	20%	24%	5%
利润增长率	26%	62%	12%	10%
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.77	0.74	0.72
应收账款周转率	6.48	6.64	6.64	6.64
存货周转率	9.18	9.36	9.36	9.36
偿债能力				
资产负债率	37%	36%	35%	33%
流动比	2.18	2.34	2.58	2.79
速动比	1.99	2.15	2.39	2.59

每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
EPS	1.13	1.82	2.04	2.23
BVPS	11.39	12.81	14.40	16.14
估值				
P/E	21.42	13.26	11.86	10.81
P/B	2.12	1.89	1.68	1.50
P/S	1.87	1.51	1.43	1.34

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1596	1950	2327	2717
应收款项	342	416	438	467
存货净额	198	233	244	259
其他流动资产	211	248	262	279
流动资产合计	**2347**	**2848**	**3272**	**3723**
固定资产	724	614	531	460
在建工程	9	14	14	19
无形资产及其他	81	76	71	66
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**3185**	**3576**	**3912**	**4292**
短期借款	157	157	157	157
应付款项	837	927	971	1031
预收帐款	111	138	146	155
其他流动负债	(26)	(7)	(8)	(8)
流动负债合计	**1079**	**1215**	**1266**	**1335**
长期借款及应付债券	75	75	75	75
其他长期负债	10	10	10	10
长期负债合计	**85**	**85**	**85**	**85**
负债合计	**1163**	**1300**	**1351**	**1420**
股本	172	172	172	172
股东权益	2022	2277	2561	2872
负债和股东权益总计	**3185**	**3576**	**3912**	**4292**

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**2219**	**2760**	**2910**	**3100**
营业成本	1820	2176	2280	2420
营业税金及附加	7	7	8	0
销售费用	20	25	26	28
管理费用	145	180	190	202
财务费用	(22)	(19)	(26)	(33)
其他费用/（-收入）	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	**240**	**381**	**422**	**464**
营业外净收支	(8)	(5)	(3)	(5)
利润总额	**232**	**376**	**419**	**459**
所得税费用	32	52	58	64
净利润	200	324	361	396
少数股东损益	6	10	10	11
归属于母公司净利润	**194**	**314**	**351**	**384**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	**445**	**202**	**401**	**389**
净利润	200	324	361	396
少数股东权益	6	10	10	11
折旧摊销	155	150	128	111
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	85	(282)	(99)	(129)
投资活动现金流	**(244)**	**219**	**171**	**143**
资本支出	77	110	83	71
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	**153**	**(69)**	**(77)**	**(85)**
债务融资	202	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(6)	0	0	0
现金净增加额	**355**	**353**	**495**	**447**

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、展示或以其他任何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。

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
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

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
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@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
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn