

## 公司调研简报

2013年4月25日

证券研究报告

平安基础化工

**强烈推荐 (维持)**

证券分析师

鄢祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001  
电话 0755-22621410  
邮箱 yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文

投资咨询资格编号 S1060511020001  
电话 0755-22625476  
邮箱 chenjianwen002@pingan.com.cn

研究助理

郭敏

一般从业资格编号 S1060112070096  
电话 0755-22626270  
邮箱 guomin465@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

## 扬农化工 (600486)

### 除草剂持续景气，新项目前景看好

**事项：**近期我们参加扬农化工 2012 年年度股东大会，与公司管理层交流最新经营情况和未来发展长期规划。

**平安观点：**

#### ■ 草甘膦持续景气提升公司业绩

在环保政策趋严致部分企业开工不足和转基因作物需求持续旺盛的背景下，草甘膦价格不断上扬，目前已有部分企业报价 4 万元/吨。公司草甘膦产能为 3 万吨/年，采用 IDA 清洁工艺生产线，在愈严环保政策下该工艺竞争优势愈明显。2011 年草甘膦产量为 1.8 万吨，2012 年草甘膦产量为 2.8~2.9 万吨，预计 2013 年有望实现 2.9~3 万吨产量。草甘膦价格每上升 1000 元/吨，增厚公司业绩 0.13 元/股。公司草甘膦主要与国外大型企业签订长单的销售模式，目前 3 个月签订一次，价格 1 个月协商一次。预计 2 季度均价有望较 1 季度上升 1000~2000 元/吨。

#### ■ 麦草畏供不应求，公司新增产能盈利前景良好

耐麦草畏转基因作物推广顺利后，预计 2015 年全球麦草畏需求量将达 4 万吨。目前全球有效产能仅 1.8 万吨左右，市场处于供不应求的局面，麦草畏市场价已上升至 14 万元/吨。公司现有麦草畏产能为 1000 吨/年，2012 年实现产量约 1300 吨，如东 5000 吨/年新项目计划 2014 年投产，预计 2015 年产量有望超过 4000 吨，公司最为受益麦草畏景气提升。

#### ■ 公司卫生菊酯计划扩大出口比例

公司卫生菊酯全球销量排名第二，产能 3000 吨/年，国内市场占有率达 60~70%；同时也是为数不多的中间体可以自给的公司。公司卫生菊酯产品的三分之二在国内出售，其它三分之一主要出口至东南亚。2012 年，国内家卫行业表现疲软，受卫药市场整体不景气的影响，全年卫生菊酯销售仍有所下降。考虑到国内卫生菊酯市场或将出现天花板，公司未来将加大卫生菊酯出口比例。随着出口比例提升，公司卫生菊酯业务仍有望保持稳定增长。

#### ■ 公司计划扩大农用菊酯生产规模

2012 年由于国内农药市场受病虫害发作较轻、国外公司抢占市场、违规产品无序涌入等不利因素影响，公司农用菊酯销售未能达到预期。2014 年，如东项目投产后，公司农用菊酯中间体产能将进一步扩大并打破生产瓶颈，有助于农用菊酯收入规模与毛利率提升。公司同时计划在如东投资 800 吨/年联苯菊酯产能，也将扩大现有农用联苯菊酯生产规模。

## ■ 公司如东新项目前景看好

公司在如东地区设立控股公司江苏优嘉化学，计划投资 6.14 亿元建设 5000 吨/年贲亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5000 吨/年麦草畏、600 吨/年氟啶胺及 300 吨/年抗倒酯等五个项目，建设期为一年。如东经济开发区是省政府批准设立的省级开发区，园区内目前已有多家农药公司，设施配套齐全；公司在此建立控股子公司，符合江苏省发展战略部署，未来此子公司有望成为公司新的生产基地。

### (一) 如东基地新项目三个产品为现有产能扩张

5000 吨/年贲亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5000 吨/年麦草畏三个项目为现有产能扩张。公司目前在仪征基地具有 2400 吨/年贲亭酸甲酯和 1000 吨/年麦草畏，公司仪征基地项目采用加速折旧法（折旧年限为 7 年），待 2014 年如东基地新项目建好运行稳定后，公司计划逐步停止仪征和本部贲亭酸甲酯、联苯菊酯、麦草畏项目。

### (二) 氟啶胺、抗倒酯两个盈利前景看好

氟啶胺和抗倒酯作为新兴杀菌剂和植物生长调节剂，氟啶胺售价超过 30 万元/吨，抗倒酯售价超过 70 万元/吨，产品毛利率水平高于 30%。氟啶胺和抗倒酯盈利前景值得期待。

### (三) 如东基地未来有望继续扩张

如东基地现有的 5 个产品顺利投产后，预计年销售收入将超过 10 亿元。如东基地作为公司未来战略重点，目前占地仅 200 亩，公司未来有望如东基地继续拿地，进一步扩张。

## ■ 投资建议及盈利预测

受环保政策趋严与海外需求旺盛双重影响，草甘膦价格步入中长期上扬通道，草甘膦景气提升公司业绩，麦草畏供不应求，公司新增产能盈利前景良好，如东新项目 2014 年和 2015 年产能陆续释放，保障业绩持续增长。我们维持前期盈利预测，预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 2.18 元、2.65 元、3.16 元，目前股价对应于公司 2013~2015 年动态 PE 分别为 15、13、11 倍左右，考虑到公司中长期增长确定性高，估值水平仍低于农药行业平均水平，我们维持公司“强烈推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

- 1、环保政策低于预期致草甘膦价格回落风险；
- 2、麦草畏技术扩散致国内新增产能较多，行业竞争加剧的风险；
- 3、如东新项目进展低于预期的风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>流动资产</b>	1753	2347	2719	3375	4116	
现金	1245	1596	1967	2490	3096	
应收账款	156	238	296	348	401	
其他应收款	14	12	27	32	37	
预付账款	40	36	49	57	66	
存货	179	198	222	261	300	
其他流动资产	119	266	159	187	215	
<b>非流动资产</b>	938	838	956	795	609	
长期投资	0	0	6	6	6	
固定资产	801	724	581	438	293	
无形资产	84	81	339	319	279	
其他非流动资产	53	33	29	32	31	
<b>资产总计</b>	2691	3185	3675	4170	4725	
<b>流动负债</b>	834	1079	1176	1349	1524	
短期借款	30	157	200	200	200	
应付账款	445	514	519	609	700	
其他流动负债	360	407	457	540	624	
<b>非流动负债</b>	9	85	88	88	88	
长期借款	0	75	75	75	75	
其他非流动负债	9	10	13	13	13	
<b>负债合计</b>	843	1163	1264	1438	1612	
少数股东权益	58	62	74	90	108	
股本	172	172	172	172	172	
资本公积	850	850	850	850	850	
留存收益	725	884	1260	1567	1929	
<b>归属母公司股东权</b>	1790	1960	2336	2643	3005	
<b>负债和股东权益</b>	2691	3185	3675	4170	4725	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>经营活动现金流</b>	365	445	551	626	714	
净利润	157	200	389	472	563	
折旧摊销	162	155	167	186	206	
财务费用	-6	-22	-55	-72	-95	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	36	57	94	40	40	
其他经营现金流	17	57	-44	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-62	-244	-280	-25	-20	
资本支出	62	74	0	0	0	
长期投资	0	-170	6	0	0	
其他投资现金流	0	-339	-274	-25	-20	
筹资活动现金流	-43	60	100	-78	-87	
短期借款	-59	127	43	0	0	
长期借款	-10	75	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	0	
其他筹资现金流	27	-143	57	-78	-87	
<b>现金净增加额</b>	258	259	371	523	607	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>营业收入</b>	1843	2219	2463	2902	3344	
营业成本	1539	1820	1854	2176	2500	
营业税金及附加	6	6	8	9	11	
营业费用	20	20	27	32	37	
管理费用	121	145	164	193	222	
财务费用	-6	-22	-55	-72	-95	
资产减值损失	-2	10	7	7	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	-0	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	165	240	458	557	663	
营业外收入	17	6	5	5	5	
营业外支出	3	14	6	6	6	
<b>利润总额</b>	178	232	457	556	662	
所得税	22	32	69	83	99	
<b>净利润</b>	157	200	389	472	563	
少数股东损益	3	6	13	16	19	
<b>归属母公司净利润</b>	154	194	376	457	545	
EBITDA	320	372	570	670	774	
EPS (元)	0.89	1.13	2.18	2.65	3.16	

主要财务比率						
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>成长能力</b>						
营业收入	17.6%	20.4%	11.0%	17.8%	15.3%	
营业利润	23.8%	45.7%	90.9%	21.5%	19.1%	
归属于母公司净利润	14.7%	26.3%	93.7%	21.5%	19.2%	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	16.5%	17.9%	24.7%	25.0%	25.3%	
净利率(%)	8.3%	8.7%	15.3%	15.7%	16.3%	
ROE(%)	8.6%	9.9%	16.1%	17.3%	18.1%	
ROIC(%)	21.9%	29.0%	48.9%	82.4%	176.3%	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	31.3%	36.5%	34.4%	34.5%	34.1%	
净负债比率(%)	4.71%	19.94%	21.75%	19.13%	17.06%	
流动比率	2.10	2.18	2.31	2.50	2.70	
速动比率	1.89	1.99	2.12	2.31	2.50	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	0.70	0.76	0.72	0.74	0.75	
应收账款周转率	10	10	9	9	9	
应付账款周转率	3.47	3.80	3.59	3.86	3.82	
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.13	2.18	2.65	3.16	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	2.59	3.20	3.64	4.15	
每股净资产(最新摊薄)	10.40	11.39	13.57	15.35	17.45	
估值比率						
P/E	37.61	29.79	15.38	12.65	10.62	
P/B	3.23	2.95	2.47	2.19	1.92	
EV/EBITDA	14	12	8	7	6	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257