

# 扬农化工 (600486)

平安基础化工  
2013年5月8日

## 草甘膦市场价短期波动，不改公司长期投资价值

### 强烈推荐 (维持)

现价: 32.24 元

#### 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.yngf.com
大股东/持股	扬农化工/36.17%
实际控制人/持股	扬州市国资委/14.68%
总股本(百万股)	172
流通 A 股(百万股)	172
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	55.45
流通 A 股市值(亿元)	55.45
每股净资产(元)	12.00
资产负债率(%)	39.1

#### 行情走势图



#### 证券分析师

##### 郝祝兵

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。

### 投资要点

#### ■ 公司 2013 年 2 季度草甘膦协议价较 1 季度继续提升

根据我们最新与公司沟通情况，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。2 季度农用菊酯与卫生菊酯属于传统旺季，菊酯类业务盈利环比也将继续提升，预计公司 2013 年 2 季度业绩环比继续提升。

#### ■ 草甘膦市场价短期难以大涨或大跌，中长期持续看涨

草甘膦行业环保趋严将提升综合成本。由于 2013 年上海农药会议后，草甘膦市场价今年最低点 3.05 万元/吨上扬到前期 4.1~4.2 万元/吨的最高点，短期涨幅过大，市场价在近期出现一定小幅回调我们认为很正常。根据我们了解，国内大厂协议价均未出现下调。6~8 月为草甘膦传统消费淡季，草甘膦价格短期持续大涨有一定难度，但由于环保成本上扬，出现较大幅度回落概率也不大，中长期趋势持续看涨。

#### ■ 公司中长期看点在于如东基地新项目，市值有望上一个台阶

公司未来将保持 3 万吨/年的草甘膦和 3000 吨/年的卫生菊酯生产规模。公司重点在于发展如东基地新项目。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。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%。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。如东基地项目陆续投产后，公司销售收入和利润将上一个台阶，市值也应上一个台阶，奠定公司中长期投资价值。

#### ■ 盈利预测及投资建议

草甘膦景气提升公司业绩，麦草畏供不应求，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 14.7、12.0、10.1 倍左右，公司股价受草甘膦市场价波动出现调整就是价值投资者买入最佳良机，我们维持公司“强烈推荐”投资评级。

#### ■ 风险提示：农产品价格大幅回落、新项目进展低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,843	2,219	2,784	3,082	3,438
YoY(%)	17.6	20.4	25.5	10.7	11.6
净利润(百万元)	154	194	376	455	544
YoY(%)	14.7	26.3	93.8	21.1	19.3
毛利率(%)	16.5	17.9	21.9	22.9	23.7
净利率(%)	8.3	8.7	13.5	14.8	15.8
ROE(%)	8.6	9.9	16.1	17.2	18.1
EPS(摊薄/元)	0.89	1.13	2.18	2.65	3.16
P/E(倍)	36.5	28.9	14.7	12.0	10.1
P/B(倍)	3.3	2.9	2.4	2.1	1.9

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2347	2886	3474	4171	<b>营业收入</b>	2219	2784	3082	3438
现金	1596	2126	2637	3240	营业成本	1820	2174	2376	2623
应收账款	238	334	370	413	营业税金及附加	6	9	8	9
其他应收款	12	31	34	38	营业费用	20	25	27	31
预付账款	36	43	47	52	管理费用	145	175	194	217
存货	198	237	259	286	财务费用	-22	-59	-78	-102
其它流动资产	266	115	127	142	资产减值损失	10	5	5	5
<b>非流动资产</b>	838	956	795	609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	6	6	6	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	724	581	438	293	<b>营业利润</b>	240	454	550	656
无形资产	81	339	319	279	营业外收入	6	5	5	5
其它非流动资产	33	29	32	31	营业外支出	14	6	6	6
<b>资产总计</b>	3185	3842	4270	4780	<b>利润总额</b>	232	453	549	655
<b>流动负债</b>	1079	1345	1454	1588	所得税	32	66	80	96
短期借款	157	200	200	200	<b>净利润</b>	200	387	469	559
应付账款	514	609	665	734	少数股东损益	6	11	13	16
其它流动负债	407	536	589	653	<b>归属母公司净利润</b>	194	376	455	544
<b>非流动负债</b>	85	88	88	88	EBITDA	372	563	657	760
长期借款	75	75	75	75	EPS (元)	1.13	2.18	2.65	3.16
其它非流动负债	10	13	13	13					
<b>负债合计</b>	1163	1433	1542	1676	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	62	72	86	101	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	172	172	172	172	<b>成长能力</b>				
资本公积	850	850	850	850	营业收入	20.4%	25.5%	10.7%	11.6%
留存收益	884	1261	1566	1927	营业利润	45.7%	89.2%	21.0%	19.3%
归属母公司股东权益	1960	2337	2642	3003	归属母公司股东净利润	26.3%	93.8%	21.1%	19.3%
<b>负债和股东权益</b>	3185	3842	4270	4780	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	17.9%	21.9%	22.9%	23.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	8.7%	13.5%	14.8%	15.8%
					ROE(%)	9.9%	16.1%	17.2%	18.1%
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	ROIC(%)	29.0%	62.6%	115.9%	390.6%
<b>经营活动现金流</b>	445	707	608	704	<b>偿债能力</b>				
净利润	200	387	469	559	资产负债率(%)	36.5%	37.3%	36.1%	35.1%
折旧摊销	155	167	186	206	净负债比率(%)	19.94%	19.19%	17.83%	16.41%
财务费用	-22	-59	-78	-102	流动比率	2.18	2.15	2.39	2.63
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.99	1.97	2.21	2.45
<b>营运资金变动</b>	57	256	32	40	<b>营运能力</b>				
其它经营现金流	57	-44	0	0	总资产周转率	0.76	0.79	0.76	0.76
<b>投资活动现金流</b>	-244	-280	-25	-20	应收账款周转率	10	9	9	9
资本支出	74	0	0	0	应付账款周转率	3.80	3.87	3.73	3.75
长期投资	-170	6	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其它投资现金流	-339	-274	-25	-20	每股收益(摊薄)	1.13	2.18	2.65	3.16
<b>筹资活动现金流</b>	60	103	-72	-81	每股经营现金流	2.59	4.11	3.53	4.09
短期借款	127	43	0	0	每股净资产	11.39	13.57	15.34	17.44
长期借款	75	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.9	14.7	12.0	10.1
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.8	2.4	2.1	1.8
其它筹资现金流	-143	61	-72	-81	EV/EBITDA	36	28	18	13
<b>现金净增加额</b>	261	83	94	137					

## 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