



## 环保核查将导致草甘膦供应短缺；重申买入评级

### 建议理由

我们重申对扬农化工的买入评级，因为我们预计随着环保部于今年晚些时候开展环保核查并联合其他部门推出相关惩治措施，草甘膦供应将出现短缺。我们预计供应短缺将出现在2013年底和2014年，草甘膦价格将于2014年达到人民币42,000元/吨的峰值。我们认为作为环保措施得力的行业领军企业，扬农化工将受益于草甘膦价格的上涨。我们将2013/14年扬农化工草甘膦的均价预测上调至每吨人民币36,000元/38,500元。我们新的目标价格隐含21%的上行空间。重申买入评级。

### 推动因素

(1) **短期供应收紧**：我们预计草甘膦供应将在2014年出现短缺，原因是我们认为在时间紧迫的情况下，只有排污设施达标的大型生产企业才可能在7月份以前申请核查，并在2013年12月之前通过第一轮核查。我们认为环保核查申请名单将是判断2014年供应水平的关键；(2) **长期供应理性化**：产能较小或复产较迟的工厂在未来三年可能因成本上涨而退出市场。

### 估值

我们因供应收紧将2013/14/15年草甘膦均价预测上调6%/15%/2%，但因抗麦草畏种子上市推迟而下调麦草畏均价和销量预测。总的来说，我们将2013/14年盈利预测上调12%/17%，但将2015年预测下调13%。我们将该股基于行业相对市净率的12个月目标价格从人民币33.70元上调至44.10元，这是基于3.5倍的2013年预期市净率和17%的2013-14年预期平均净资产回报率得出的（原为2.7倍和15%）。重申买入评级。

### 主要风险

环保核查执行放松；行业排污设施建设速度快于预期。

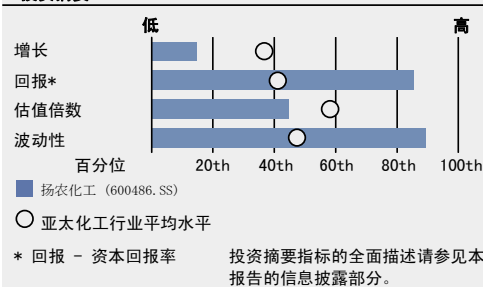
### 所属投资名单

亚太买入名单

### 行业评级：谨慎

金俊 执业证书编号: S1420511100003  
+86(10)6627-3467 carol.jin@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 投资摘要

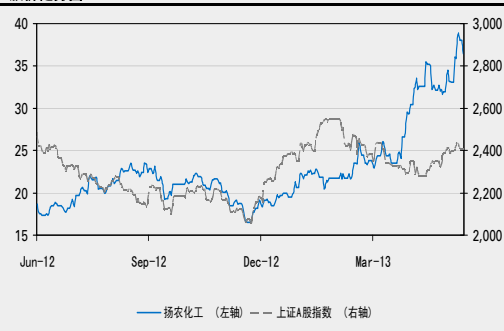


### 主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	36.41
12个月目标价格 (Rmb)	44.10
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	6,262.5 / 1,020.9
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb) 新	1.13	1.98	2.50	2.51
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	12.3	17.2	(13.0)
每股盈利增长 (%)	26.3	75.2	26.6	0.2
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.13	1.98	2.50	2.51
市盈率 (X)	16.6	18.4	14.6	14.5
市净率 (X)	1.6	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA (X)	5.0	9.0	7.1	6.6
股息收益率 (%)	1.8	1.6	2.1	2.1
净资产回报率 (%)	10.3	16.4	18.3	16.3
CROCI (%)	34.0	26.8	27.4	24.6

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	54.9	120.8	95.5
相对于上证A股指数	59.0	88.3	102.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为6/03/2013收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 扬农化工：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	资产负债表 (Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	2,218.7	2,498.7	2,807.1	3,084.6	现金及等价物	1,595.6	1,560.4	1,739.1	1,996.0
主营业务成本	(1,826.1)	(1,942.6)	(2,117.9)	(2,374.8)	应收账款	347.0	447.1	445.0	535.3
销售、一般及管理费用	(76.7)	(182.4)	(210.5)	(231.3)	存货	198.4	194.0	233.7	245.9
研发费用	(88.0)	0.0	0.0	0.0	其它流动资产	206.3	206.3	206.3	206.3
其它营业收入/ (支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	2,347.2	2,407.8	2,624.0	2,983.5
EBITDA	382.3	546.6	674.5	687.0	固定资产净额	738.9	768.8	775.9	724.3
折旧和摊销	(154.5)	(172.9)	(195.8)	(208.6)	无形资产净额	81.2	78.3	75.5	72.6
EBIT	227.8	373.7	478.7	478.4	长期投资	0.0	170.0	340.0	510.0
利息收入	31.4	31.9	37.5	43.5	其它长期资产	18.1	18.1	18.1	18.1
财务费用	(9.0)	(13.6)	(11.0)	(11.0)	资产合计	3,185.4	3,443.0	3,833.4	4,308.5
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	858.7	943.9	1,021.1	1,182.5
其它	(18.4)	15.0	10.0	5.0	短期贷款	157.0	157.0	157.0	157.0
税前利润	231.8	407.0	515.1	515.9	其它流动负债	63.1	63.1	63.1	63.1
所得税	(32.0)	(57.0)	(72.1)	(72.2)	流动负债	1,078.8	1,164.0	1,241.2	1,402.6
少数股东损益	(5.7)	(10.0)	(12.7)	(12.7)	长期贷款	75.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	194.1	340.0	430.3	431.0	其它长期负债	9.6	9.6	9.6	9.6
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	84.6	9.6	9.6	9.6
非经常性项目前净利润	194.1	340.0	430.3	431.0	负债合计	1,163.4	1,173.6	1,250.8	1,412.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	194.1	340.0	430.3	431.0	普通股权益	1,960.4	2,197.8	2,498.3	2,799.3
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	1.13	1.98	2.50	2.51	少数股东权益	61.6	71.6	84.3	97.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.13	1.98	2.50	2.51	负债及股东权益合计	3,185.4	3,443.0	3,833.4	4,308.5
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	1.13	1.98	2.50	2.51	每股净资产 (Rmb)	11.40	12.78	14.53	16.28
每股股息 (Rmb)	0.34	0.60	0.75	0.76					
股息支付率 (%)	30.2	30.2	30.2	30.2					
自由现金流收益率 (%)	11.3	4.9	7.5	8.8					
增长率和利润率 (%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	比率	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	20.4	12.6	12.3	9.9	GROCI (%)	34.0	26.8	27.4	24.6
EBITDA增长率	20.1	43.0	23.4	1.9	净资产回报率 (%)	10.3	16.4	18.3	16.3
EBIT增长率	45.5	64.0	28.1	0.0	总资产回报率 (%)	6.6	10.3	11.8	10.6
净利润增长率	26.3	75.2	26.6	0.2	平均运用资本回报率 (%)	28.0	43.9	45.0	40.4
每股盈利增长	26.3	75.2	26.6	0.2	存货周转天数	37.7	36.9	36.9	36.9
毛利率	17.7	22.3	24.6	23.0	应收账款周转天数	52.2	58.0	58.0	58.0
EBITDA利润率	17.2	21.9	24.0	22.3	应付账款周转天数	164.7	169.3	169.3	169.3
EBIT利润率	10.3	15.0	17.1	15.5	净负债/股东权益 (%)	(67.4)	(61.8)	(61.3)	(63.5)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	194.1	340.0	430.3	431.0	基本市盈率 (X)	16.6	18.4	14.6	14.5
折旧及摊销	154.5	172.9	195.8	208.6	市净率 (X)	1.6	2.8	2.5	2.2
少数股东权益	5.7	10.0	12.7	12.7	EV/EBITDA (X)	5.0	9.0	7.1	6.6
运营资本增减	(126.6)	(10.6)	39.6	58.8	企业价值/总投资现金 (X)	1.1	2.4	2.0	1.7
其它	217.5	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	1.8	1.6	2.1	2.1
经营活动产生的现金流	445.1	512.3	678.4	711.1					
资本开支	(73.6)	(200.0)	(200.0)	(154.2)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(170.0)	(170.0)	(170.0)	(170.0)					
投资活动产生的现金流	(243.6)	(370.0)	(370.0)	(324.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(58.5)	(102.5)	(129.8)	(130.0)					
借款增减	193.5	(75.0)	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	14.2	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	149.1	(177.5)	(129.8)	(130.0)					
总现金流	350.6	(35.2)	178.6	256.9					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

金俊

carol.jin@ghsl.cn

## 环保核查将导致草甘膦供应从 2013 年底开始收紧

自环保部 5 月 27 日宣布将对草甘膦/双甘膦生产企业进行环保核查后，有关草甘膦生产商将如何应对严格监管和草甘膦价格未来 3 年走势的讨论日益增多。我们将从环保投资回报和环保核查时间表的角度来对以上问题展开分析。

### 是否投资环保设施？风险/回报似乎具有吸引力

面对更严格的监管，草甘膦生产商是否会投资环保设施？我们采用净现值方法来分析投资回报，并发现与当前现货价相比，达到盈亏平衡所需的草甘膦价格并不算苛刻。

我们估算目前扬农化工草甘膦的每吨成本（包括环保成本）约为人民币 24,000 元/吨，这与大多数企业相比十分具有竞争力。我们的渠道调研显示在不计入环保成本的情况下，大部分生产商的成本高于 24,000 元/吨，而环保成本在人民币 3,000-4,000 元/吨左右。

在案例分析中，我们假设当前行业平均每吨生产成本为人民币 24,000 元/吨（不包括环保成本），环保成本为人民币 3,000 元/吨。在渠道调研并参考此前公布的投资数额后，我们假设新增产能 1 万吨所需的生产设备投资和环保投资分别为人民币 1 亿元和 3,000 万元（应为最高值）。我们对开工率、销售管理费用、税率和运营年限的其他假设参见图表 1。

我们假设内部收益率（贴现率）为 10%，我们认为该假设不算过于激进。我们还假设草甘膦价格将在未来 10 年维持在同一水平，并由此计算出投资盈亏平衡所需的均价水平（即全部现金流净现值为零）。

**结论：**如果新增产能为 1 万吨，则公司只有在草甘膦价格高于人民币 33,073 元/吨时才可盈利。如果公司已拥有足够产能并需要升级环保设施，那么草甘膦均价需达到人民币 30,709 元/吨。

与当前人民币 36,200 元/吨的现货价相比，以上均价水平都不算过高。我们认为计入环保成本后，行业平均总成本将升至人民币 30,000 元/吨左右。这意味着 30,000 元/吨的均价有着良好支撑。因此，我们认为资本充足或融资渠道畅通的生产商在技术条件具备的情况下将乐于投资环保设施。

图表1: 净现值分析法的假设和结论概要

主要假设	
产能(吨)	10,000
每吨生产成本(人民币)	24,000
每吨环保成本(人民币)	3,000
总投资(百万人民币)	130
设备投资	100
环保投资	30
-	-
开工率	90%
销售管理费用/收入比	10%
税率	15%
折现率	10%
开工年数	10

投资盈亏平衡价格	总投资(百万人民币)	盈亏平衡价格(人民币/吨)
新产能	130	33,073
只进行环保升级	30	30,709

资料来源: 高华证券研究预测

### 因时间紧迫短期供应将收紧

从投资回报的角度来看,我们认为长期来看,大多数资本充足或融资渠道畅通的生产商都将投资环保设施。但由于环保核查的时间表紧迫,我们预计短期内的供应将收紧(图表2)。

首轮环保核查将于今年8月份启动,自愿核查企业需在**8月份前**提交申请。在省级环保部门初审和环保部复核结束后,环保部将公布通过核查的企业名单,并在年底前将名单抄送至工信部、农业部、商务部、质检总局等部门。

另外两轮核查将分别于2014年和2015年3月展开,环保部将在每年9月公布合格企业名单。

**在通过环保核查并得到环保部确认之前,生产企业不得生产或销售草甘膦。**我们预计将出台进一步的监管政策、惩治措施,各政府部门还将协同监督。

我们认为第一轮核查紧迫的时间表将导致部分潜在达标企业在2013年底至2014年9月间暂时出局,因为并非所有的潜在达标企业都具备现成的排污技术且装备齐全。扬农化工、江山股份和新安股份等行业领军企业曾花费数年时间研究废水治理。因此我们认为对那些目前设施不达标的企业来说,用两个月时间进行设备升级并通过核查略显紧迫。

**图表2: 环保核查时间表**

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2013					提交申请			省级初审		复核		
2014	提交申请			省级初审			复核					
2015	提交申请			省级初审			复核					

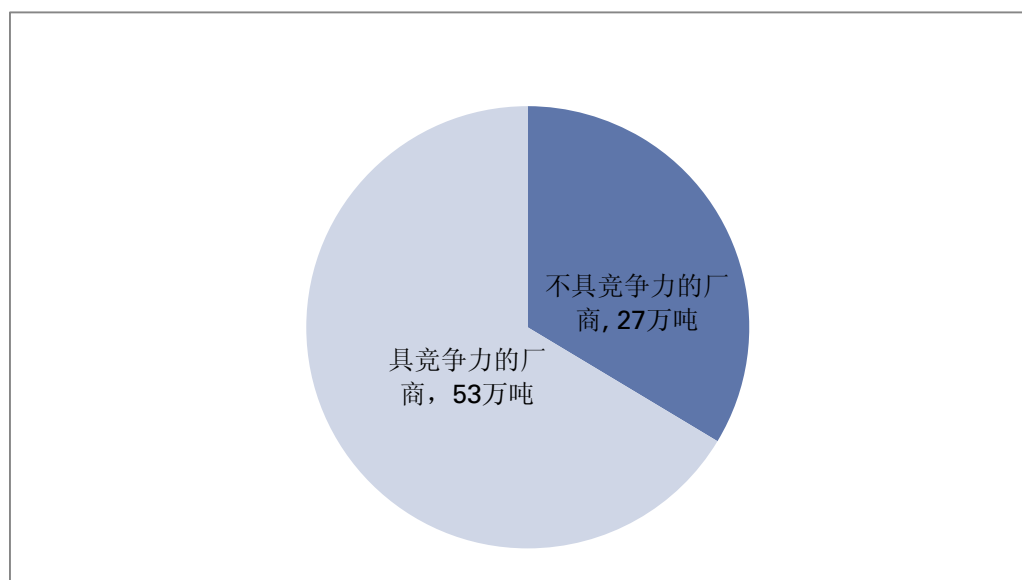
资料来源: 环保部

我们梳理了目前实际进行生产的全部 36 家企业, 并挑选出产能超过 2 万吨且当前开工率高于 50% 的 19 家生产商。这些企业的产能为 53 万吨。我们认为这是通过首轮环保核查的最高产能。如果我们假设开工率为 90%, 则实际年产量为 48 万吨。鉴于孟山都的产量为 45 万吨, 我们认为这可以满足 90 万吨的全球需求。我们认为这一乐观假设出现的可能性较低。

我们认为实际通过率将更低, 而且并非所有 19 家企业均可通过核查。因此我们预计在 2013 年底和 2014 年 9 月间, 供应可能无法满足需求。

**图表3: 不具竞争力企业占到了总产能的 34%**

以竞争力划分的中国草甘膦产能情况



资料来源: 百川资讯、高华证券研究

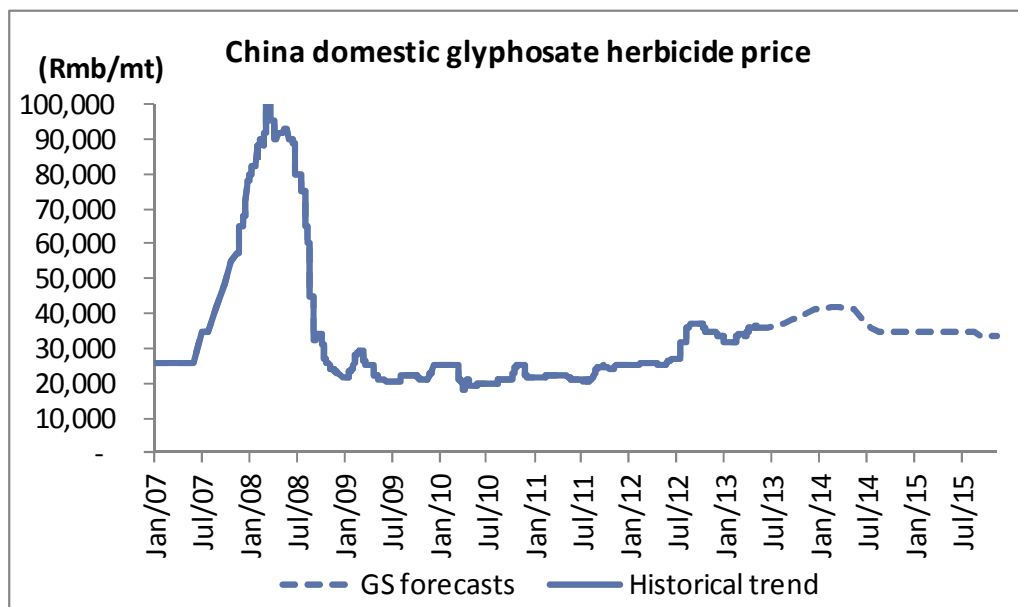
### 长期供应理性化

剩余的 17 家企业包括那些开工率不足 50% 或在 2013 年 4 月或 5 月重新开工的生产商。我们认为这些企业的竞争力较弱, 它们更像是投机者, 由于可能不具备排污技术, 即便时间充足可能也将退出市场。此外, 鉴于生产成本上升, 随着草甘膦价格降至正常水平, 我们预计生产企业在扩大产能方面将更为理性。

### 草甘膦价格将在 2014 年达到峰值并在 2015 年趋于正常

基于以上分析, 我们预计草甘膦价格将持续上涨并将在 2014 年达到峰值。由于第二轮合格生产企业将在 2014 年 9 月宣布, 我们预计此后价格将下降并在新增产能所需的盈亏平衡点上 (约人民币 33,000 元/吨) 趋于正常。

**图表4: 我们预计草甘膦价格将在 2014 年达到峰值并在 2015 年趋于正常**  
中国草甘膦价格走势



资料来源：中华商务网、高华证券研究

## 转基因作物种子推迟上市令麦草畏需求增长延迟

### 美国农业部需要进一步评估转基因作物种子

美国农业部 5 月 10 日宣布，拟对孟山都的抗麦草畏种子和陶氏的抗 2,4-滴种子提供两项独立的环境影响报告书以便更好地评估它们对环境及其它作物的影响。这是一项不包含在以往正常程序中的额外评估。

陶氏表示该举措意味着其玉米种子至少在 2015 年以前无法面市。孟山都表示将与美国农业部合作，尽快完成环境影响报告书，从而使该产品帮助农民解决越发难以控制的杂草问题。孟山都也将继续推进下一代产品的开发，并于 2013 和 2014 年全年展开破土试种项目（实地测试 Roundup Ready Xtend Crop System）。

我们认为美国农业部的决定主要受到来自人们对抗 2,4-滴和麦草畏种子申请文件的大量评论和请愿的压力。这些批评包括抗 2,4-滴和麦草畏种子使用量将潜在增长，而且应用这些转基因作物种子后农药漂移影响对周边果蔬作物存在潜在危害。对于抗 2,4-滴种子，人们还担心其对人类健康的影响。

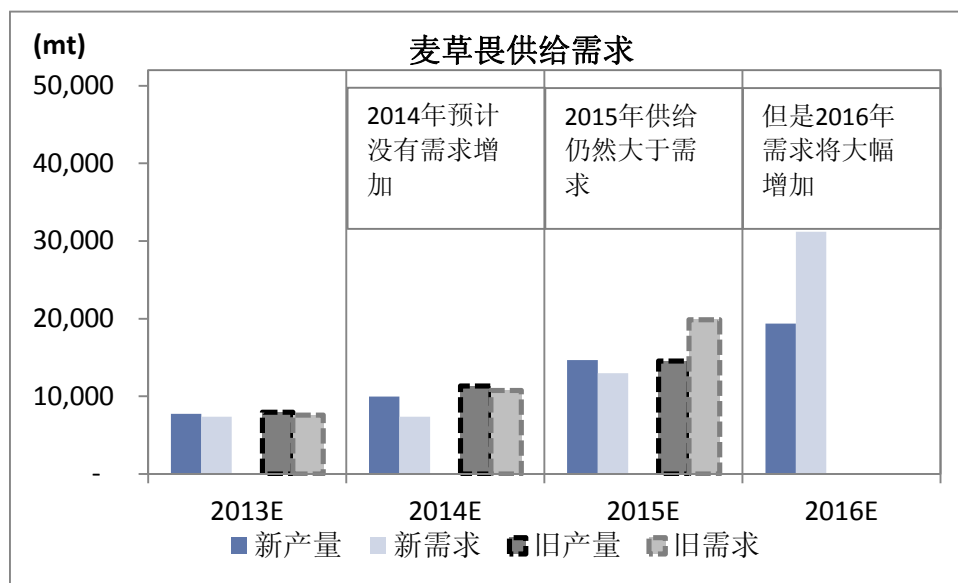
孟山都和陶氏均在产品初步描述中表示其新一代抗 2,4-滴和麦草畏种子较当前 2,4-滴和麦草畏存在优势，前者的漂移影响要小得多。我们认为美国农业部的评估需要更多时间，并预计孟山都和陶氏和新种子上市将会延迟。

### 麦草畏需求增长延迟一年

我们认为 RR2 Xtend 种子推迟上市将导致麦草畏需求增长延迟。我们在之前对麦草畏的供需预测中假设需求将在 2015 年超过供应，因为种子销量的显著增长通常出现在新种子上市后第二年。目前我们预计需求在 2014 年没有增长、在 2015 年开始增长，但由于第一年销量增长相对较慢，需求仍低于供应水平。但我们预计 2016 年需求将显著增长，在该耕作年内将有更多品种面市（抗麦草畏的大豆和玉米种子）（图表 5）。

因此，我们将 2013/14/15 年麦草畏价格预测下调了 4%/10%/12%至每吨人民币 130,000 元 /135,000 元/150,000 元。

**图表5: 需求增长延迟至 2015 年，2016 年将成为拐点**  
麦草畏供需格局



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

## 扬农化工的盈利对草甘膦价格更敏感

根据以上分析，我们在预测中计入对草甘膦价格更为乐观的看法，但将麦草畏价格和销量预测下调。我们将 2013/14/15 年草甘膦价格预测上调了 6%/15%/2%，而将麦草畏价格预测下调了 4%/10%/12%。此外，我们因麦草畏需求增长放缓而将其 2014/15 年销量预测下调了 32%/23%。总的来说，我们的 2013/14 年盈利预测较原预测高 12%/17%，但 2013 年盈利预测较原预测低 13%。



图表6: 扬农化工假设调整概要

扬农基本假设变化	2013E	2014E	2015E
<b>每股盈利 (人民币)</b>			
新	1.98	2.50	2.51
旧	1.76	2.13	2.88
变化%	12%	17%	-13%
<b>草甘膦价格(人民币/吨)</b>			
新	36,000	38,500	34,600
旧	34,000	33,500	34,000
变化%	5.9%	14.9%	1.8%
<b>麦草畏价格(人民币/吨)</b>			
新	130,000	135,000	150,000
旧	135,000	150,000	170,000
变化%	-4%	-10%	-12%
<b>麦草畏销售量(千吨)</b>			
新	1,000	1,700	3,100
旧	1,000	2,500	4,000
变化%	0%	-32%	-23%
<b>麦草畏毛利率(%)</b>			
新	18%	20%	29%
旧	21%	31%	39%
变化	-3.0pp	-11.4pp	-9.3pp
<b>麦草畏销售额(百万人民币)</b>			
新	115	203	412
旧	119	332	602
变化%	-4%	-39%	-32%

资料来源: 高华证券研究预测

由于2012年麦草畏产品的收入/毛利占比分别为5%/6%左右,因此短期内扬农化工的盈利对麦草畏的敏感性较低。图表7和8显示,扬农化工2013/14年每股盈利预测对草甘膦价格的敏感性要比对麦草畏价格的敏感性高得多。草甘膦价格上涨人民币1,000元/吨(涨幅2.6%)预计会使公司2013/14年每股盈利预测上升6%/5%,而麦草畏价格上涨5,000元/吨(涨幅3.7%)预计会使公司2013/14年每股盈利预测仅上升1%。

图表7: 扬农化工2013年每股盈利预测对草甘膦价格更为敏感...

扬农化工2013年每股盈利预测对草甘膦和麦草畏价格的敏感性

2013E EPS	Dicamba ASP (Rmb/mt)					2013E EPS	Dicamba ASP (Rmb/mt)					
	120,000	125,000	130,000	135,000	140,000		120,000	125,000	130,000	135,000	140,000	
Glyphosate	34,000	1.70	1.72	1.74	1.76	1.78	34,000	-14%	-13%	-12%	-11%	-10%
ASP	35,000	1.82	1.84	1.86	1.88	1.90	35,000	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%
(Rmb/mt)	36,000	1.94	1.96	1.98	2.00	2.02	36,000	-2%	-1%	0%	1%	2%
	37,000	2.05	2.07	2.09	2.11	2.13	37,000	4%	5%	6%	7%	8%
	38,000	2.17	2.19	2.21	2.23	2.25	38,000	10%	11%	12%	13%	14%

资料来源: 高华证券研究预测



**图表8: ... 2014年每股盈利预测也是如此**

扬农化工 2014年每股盈利预测对草甘膦和麦草畏价格的敏感性

2014E EPS	Dicamba ASP (Rmb/mt)					
	125,000	130,000	135,000	140,000	145,000	
Glyphosate	36,500	2.20	2.23	2.27	2.30	2.33
ASP	37,500	2.32	2.35	2.38	2.42	2.45
(Rmb/mt)	38,500	2.43	2.47	2.50	2.54	2.57
	39,500	2.55	2.59	2.62	2.65	2.69
	40,500	2.67	2.70	2.74	2.77	2.80

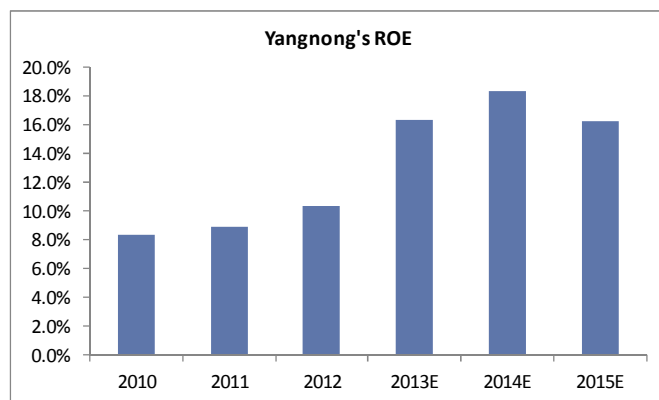
  

2014E EPS	Dicamba ASP (Rmb/mt)					
	125,000	130,000	135,000	140,000	145,000	
Glyphosate	36,500	-12%	-11%	-9%	-8%	-7%
e ASP	37,500	-7%	-6%	-5%	-3%	-2%
(Rmb/mt)	38,500	-3%	-1%	0%	1%	3%
	39,500	2%	3%	5%	6%	7%
	40,500	7%	8%	9%	11%	12%

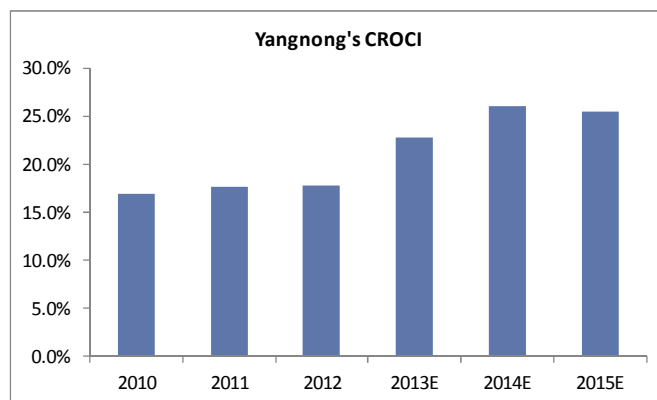
资料来源: 高华证券研究预测

## 估值

我们因草甘膦供应趋紧将其 2013/14/15 年均价预测上调了 6%/15%/2%，但由于抗麦草畏种子延迟上市，我们下调了麦草畏均价和销量预测。总的来说，我们的 2013/14 年盈利预测上调了 12%/17%，2015 年盈利预测下调了 13%。我们将该股基于行业相对市净率的 12 个月目标价格从人民币 33.70 元上调至 44.10 元，这是基于 3.5 倍的 2013 年预期市净率和 17% 的 2013-14 年预期平均净资产回报率得出的（原为 2.7 倍和 15%）。重申买入评级。

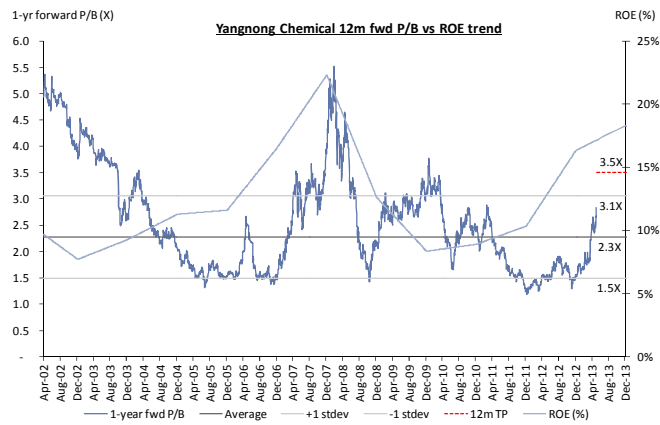
**图表9: 预计扬农化工的净资产回报率自 2013 年开始改善**  
扬农化工的净资产回报率

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

**图表10: 预计扬农化工的 CROCI 自 2013 年开始改善**  
扬农化工的 CROCI

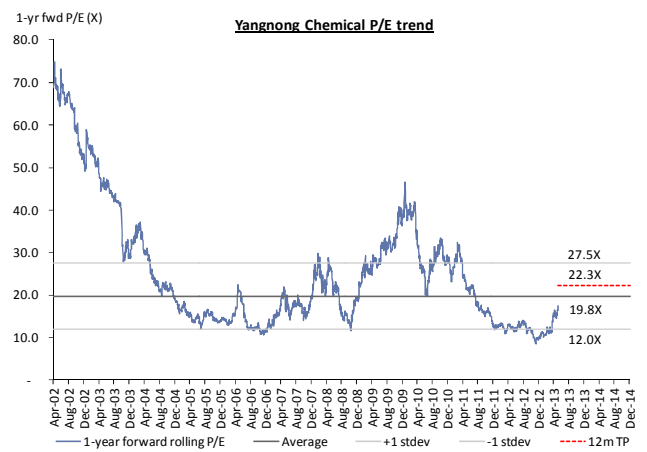
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

**图表11: 我们的12个月目标价格基于3.5倍的预期市净率**  
 扬农化工的12个月预期市净率与净资产回报率比较



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

**图表12: 我们的12个月目标价格基于22.3倍的预期市盈率**  
 扬农化工的12个月预期市盈率



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

# 信息披露附录

## 申明

本人，金俊，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场之间的公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

金俊：亚太能源行业、亚洲化工行业。

亚洲化工行业：中海化学、华鲁恒升、湖北宜化、长青股份、扬农化工、联化科技、盐湖股份、中化化肥、云天化。

亚太能源行业：Bharat Petroleum、中海油、中海油(ADR)、Cairn India Ltd.、中海油服(A)、中海油服(H)、中石化(A)、中石化(ADS)、中石化(H)、Essar Oil、Formosa Petrochemical Corp.、Gas Authority of India、Gujarat State Petronet、Hindustan Petroleum、Indian Oil Corp.、OCI Company、海油工程、Oil & Natural Gas Corp.、Oil India、PTT Public Company、PTTEP、Perusahaan Gas、中石油(A)、中石油(ADR)、中石油(H)、Petronet LNG、Reliance Industries、Reliance Industries (GDR)、Siam Cement PCL、Thai Oil。

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：扬农化工 (Rmb36.41)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购股票要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**