



易主央企打开想象空间 受益草甘膦公司盈利提升

——扬农化工（600486）事件点评

2013年10月09日

强烈推荐/上调

扬农化工

事件点评

事件：

公司10月9日发布公告称，公司实际控制人扬州市国资委透过金茂化医将所持40.59%扬农集团股权中的0.06%（10万股）股权无偿划转给中化集团，划转后金茂化医持有扬农集团40.53%的股权，中化集团合计持有扬农集团40.59%的股权，成为扬农集团的控股股东，即扬农化工的实际控制人。

主要观点：

1. 中化集团成为实际控制人，公司成为集团发展战略的重要棋子。

公司实际控制人扬州市国资委透过金茂化医将所持40.59%扬农集团股权中的0.06%股权无偿划转给中化集团，中化集团直接持有扬农集团0.06%的股权，通过其间接控股的子公司中化国际（600500）间接持有扬农集团40.53%的股权，合计持有扬农集团40.59%的股权，成为扬农集团的控股股东，即扬农化工的实际控制人。

近年来中化集团持续加强农药和化工业务产业链关键环节建设，扬农是其扩展农药业务的重要平台。中化集团表示，未来仍将通过收购、增资等方式使中化集团及其关联公司继续增持扬农集团的股权达到51%以上。依托中化集团的大平台，公司产品种类将进一步丰富、销售渠道有望进一步拓展。

2. 公司自身也处在扩张期，如东项目将提升公司盈利水平。

公司在江苏如东地区设立“优嘉化学”，计划在今年投资约4亿元左右建设杀菌剂和植物促生长剂产能。公司新产品生产装置已在建设，预计2013年底建成试生产，2014年开始贡献利润。我们预计新产品毛利率普遍在30%-40%左右，投产后公司盈利水平会大幅提高。

3. 受益于草甘膦价格大幅上升，公司预计前三季度盈利水平增长50%以上。

公司预计2013年1-9月累计归属于上市公司股东的净利润比上年

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

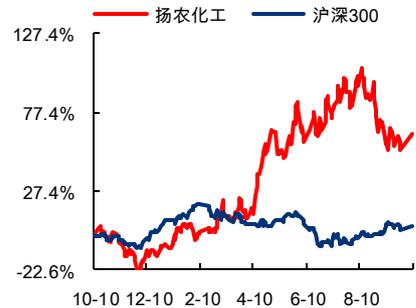
执业证书编号：

S1480512070001

交易数据

52周股价区间（元）	32.31-21.64
总市值（亿元）	55.63
流通市值（亿元）	55.63
总股本/流通A股（万股）	17217/17217
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.42

52周股价走势图



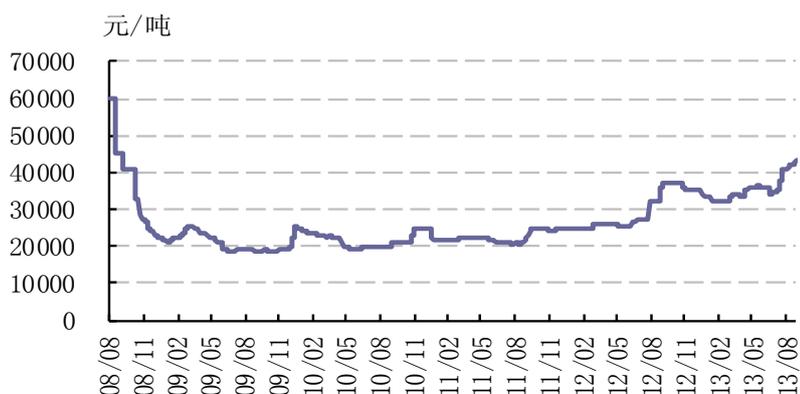
资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《扬农化工（600486）调研快报：草甘膦上涨空间有限，未来看优嘉化学项目提升盈利能力》2013-02-19
- 2、《扬农化工（600486）调研快报：公司主营业务稳中有升》2012-05-28

同期将增长 50%以上，主要原因是公司主要产品之一的草甘膦销售价格较上年同期出现了上涨。公司拥有草甘膦产能 4 万吨，受益于国家环保政策的趋严以及环保部 57 号文件的出台，草甘膦价格从年初的 31000-32000 元/吨上涨到目前的 42000-43000 元/吨，直接提升公司盈利水平。

图 1：草甘膦价格走势



资料来源：东兴证券

结论：

公司主营业务发展良好，菊酯业务稳增业绩，草甘膦弹性较大，受益环保政策兑现，公司业绩大幅提升。公司实际控制人成为中化集团之后，公司农药业务将进一步拓展，中化集团资源丰富，公司发展想象空间进一步打开，看好公司未来的良好发展态势。我们预计公司 13-15 年每股收益分别为 1.91、2.30、2.61 元，9 月 26 日（停牌前）收盘价 32.31 元，对应 PE 分别为 17、14、12 倍，鉴于公司今年较高的业绩增长以及易主央企带来的想象空间，上调公司至“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1753	2347	2616	3121	3767	营业收入	1843	2219	2620	3120	3815
货币资金	1245	1596	1730	2096	2544	营业成本	1539	1820	2049	2427	3010
应收账款	156	238	251	299	366	营业税金及附加	6	6	8	9	11
其他应收款	14	12	15	18	21	营业费用	20	20	29	34	42
预付款项	40	36	47	59	74	管理费用	121	145	170	203	248
存货	179	198	225	266	330	财务费用	-6	-22	-7	-14	-18
其他流动资产	0	170	170	170	170	资产减值损失	-2.12	10.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	938	838	841	849	849	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	801.08	723.69	748.79	765.44	773.65	营业利润	165	240	371	460	522
无形资产	84	81	73	65	57	营业外收入	17.02	5.58	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.49	13.79	0.00	0.00	0.00
资产总计	2691	3185	3457	3970	4616	利润总额	178	232	381	470	532
流动负债合计	834	1079	1111	1323	1629	所得税	22	32	50	71	80
短期借款	30	157	0	0	0	净利润	157	200	331	400	452
应付账款	445	514	617	732	907	少数股东损益	3	6	3	3	3
预收款项	54	111	124	140	159	归属母公司净利润	154	194	328	397	449
一年内到期的非	10	0	5	5	5	EBITDA	320	372	427	518	583
非流动负债合计	9	85	85	85	85	EPS (元)	0.89	1.13	1.91	2.30	2.61
长期借款	0	75	75	75	75	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	843	1163	1195	1408	1714	成长能力					
少数股东权益	58	62	65	68	71	营业收入增长	-16.9%	20.4%	18.09%	19.08%	22.28%
实收资本(或股	172	172	172	172	172	营业利润增长	-23.1%	385.7%	54.50%	24.05%	13.37%
资本公积	850	850	850	850	850	归属于母公司净利润	69.2%	244.7%	69.19%	20.77%	13.18%
未分配利润	647	794	1010	1272	1568	获利能力					
归属母公司股东	1790	1960	2153	2450	2787	毛利率(%)	16%	18%	22%	22%	21%
负债和所有者权	2691	3185	3412	3925	4571	净利率(%)	8%	9%	13%	13%	12%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流	365	445	436	531	623	偿债能力					
净利润	157	200	331	400	452	资产负债率(%)	31%	37%	35%	36%	37%
折旧摊销	161.71	154.51	0.00	71.46	79.91	流动比率	2.10	2.18	2.36	2.36	2.31
财务费用	-6	-22	-7	-14	-18	速动比率	1.89	1.99	2.15	2.16	2.11
应付帐款的变化	0	0	103	114	176	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	13	16	19	总资产周转率	0.70	0.76	0.79	0.85	0.90
投资活动现金流	-62	-244	-74	-80	-80	应收账款周转率	11	11	11	11	11
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.15	4.63	4.63	4.63	4.66
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.89	1.13	1.91	2.30	2.61
筹资活动现金流	-43	60	-227	-85	-94	每股净现金流(最新	1.52	1.52	0.78	2.12	2.61
短期借款	30	157	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.40	11.39	12.50	14.23	16.19
长期借款	0	75	75	75	75	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.18	28.67	16.94	14.03	12.39
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.11	2.84	2.58	2.27	2.00
现金净增加额	261	261	134	366	449	EV/EBITDA	13.60	11.28	9.16	6.85	5.31

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。