



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 业绩季节性回落 如东项目提升盈利水平

2013年10月31日

强烈推荐/维持

扬农化工

财报点评

## ——扬农化工（600486）三季度财报点评

郝力芳

分析师

执业证书编号：S1480512070001

haolf@dxzq.net.cn 010-66554036

### 事件：

公司发布 2013 年三季报。前三季度实现营业收入 22.19 亿元,归属上市公司股东净利润 2.66 亿元,分别同比增长 28.52%和 93.93%,基本每股收益 1.55 元。三季度单季实现营业收入 5.99 亿元,归属上市公司股东净利润 0.67 亿元,同比分别增长 24.87%和 122.58%,环比分别下降 16.81%和 33.11%,三季度实现基本每股收益 0.39 元。

### 公司分季度财务指标

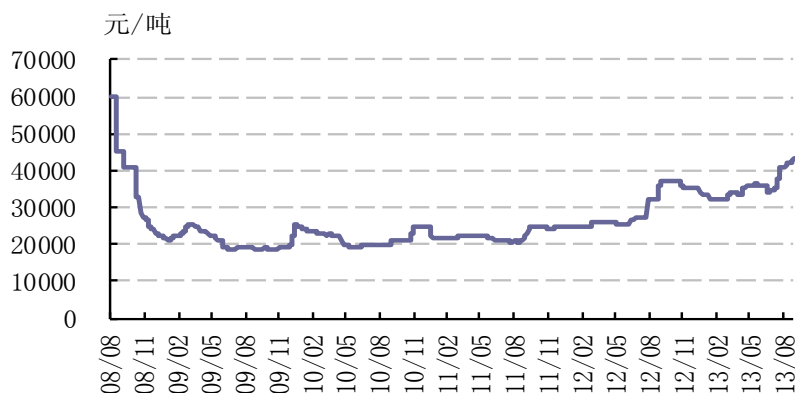
| 指标         | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 625.35 | 607.14 | 479.74 | 506.43 | 881.48 | 720.11 | 599.05  |
| 增长率(%)     | 24.46% | 17.49% | 28.83% | 12.24% | 40.96% | 18.61% | 24.87%  |
| 毛利率(%)     | 18.36% | 16.40% | 18.25% | 19.01% | 21.31% | 21.67% | 19.68%  |
| 期间费用率(%)   | 6.00%  | 4.84%  | 10.19% | 5.23%  | 6.20%  | 3.77%  | 6.33%   |
| 营业利润率(%)   | 10.17% | 10.87% | 8.45%  | 13.80% | 13.65% | 18.17% | 13.85%  |
| 净利润(百万元)   | 53.63  | 56.14  | 31.45  | 58.56  | 101.30 | 103.33 | 69.82   |
| 增长率(%)     | 40.77% | 14.99% | 33.70% | 26.93% | 88.88% | 84.06% | 122.00% |
| 每股盈利(季度,元) | 0.30   | 0.32   | 0.18   | 0.33   | 0.57   | 0.58   | 0.39    |
| 资产负债率(%)   | 36.11% | 36.58% | 38.06% | 36.52% | 39.12% | 38.81% | 39.74%  |
| 净资产收益率(%)  | 2.81%  | 2.90%  | 1.60%  | 2.90%  | 4.76%  | 4.77%  | 3.11%   |
| 总资产收益率(%)  | 1.80%  | 1.84%  | 0.99%  | 1.84%  | 2.90%  | 2.92%  | 1.88%   |

### 观点：

➤ **公司业绩同比大幅提升，环比有所回落。**公司三季度实现净利润 0.67 亿元，同比大幅增长 122.58%，环比分别下滑 33.11%。公司业绩同比大幅提升的主要原因在于公司除草剂产品草甘膦价格同比出现了明显的上涨。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/吨上涨到第三季度的 45000 元/吨左右，直接提升公司盈利水平。受次影响，公司三季度毛利率也从 2012 年 Q3 的 18.25%上升到 2013 年 Q3 的 19.68%，其中草甘膦贡献最大。

公司三季度业绩环比下滑，毛利率也环比下滑约 2 个百分点，主要原因一方面草甘膦价格的环比回落；另一方面是公司主要产品菊酯类产品进入淡季，销量有所降低。草甘膦三季度南美出口旺季中，南美市场主要阿根廷的需求不及预期，导致草甘膦价格继续上行动力不足，对公司业绩有所影响。

图 1：草甘膦价格走势



资料来源：东兴证券

- **麦草畏市场前景看好，如东项目将提升公司盈利水平。**麦草畏近几年呈现需求增长的迹象，与草甘膦作为广谱性除草剂不同，麦草畏是选择性除草剂，主要用于旱田禾本科杂草的去除，由于目前有一些作物也出现了对草甘膦的抗性，所以麦草畏与草甘膦一般复配进行使用。近年一些国际巨头在培育新的转基因植物品种，其中包括抗麦草畏的品种，这将拉动对麦草畏需求的增加。公司麦草畏有 1200 吨的产能，产品主要用于出口，南美市场需求较大。

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。

- **易主中化集团，打开公司发展的想象空间。**公司10月9日公告称，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%股权无偿划转给中化集团，中化集团合计（直接加间接）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。

## 结论：

公司经营风格稳健，草甘膦后续看环保政策的约束性能否继续强化，麦草畏和如东项目前景看好，将有效增加公司盈利。易主中化集团之后，公药业务将进一步拓展，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，对应 PE 分别为 15、13、11 倍，维持公司“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  |
| <b>流动资产合计</b>  | 1753   | 2347   | 2616   | 3121   | 3767   | <b>营业收入</b>      | 1843   | 2219   | 2620   | 3120   | 3815   |
| 货币资金           | 1245   | 1596   | 1730   | 2096   | 2544   | <b>营业成本</b>      | 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   |
| <b>非流动资产合计</b> | 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 | <b>营业利润</b>      | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 2691   | 3185   | 3457   | 3970   | 4616   | <b>利润总额</b>      | 178    | 232    | 381    | 470    | 532    |
| <b>流动负债合计</b>  | 834    | 1079   | 1111   | 1323   | 1629   | 所得税              | 22     | 32     | 50     | 71     | 80     |
| 短期借款           | 30     | 157    | 0      | 0      | 0      | <b>净利润</b>       | 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    |
| 一年内到期的非流       | 10     | 0      | 5      | 5      | 5      | EBITDA           | 320    | 372    | 427    | 518    | 583    |
| <b>非流动负债合计</b> | 9      | 85     | 85     | 85     | 85     | <b>BPS (元)</b>   | 0.89   | 1.13   | 1.91   | 2.30   | 2.61   |
| 长期借款           | 0      | 75     | 75     | 75     | 75     | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                  | 2011A  | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
| <b>负债合计</b>    | 843    | 1163   | 1195   | 1408   | 1714   | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 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(或股本)      | 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   | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 1790   | 1960   | 2153   | 2450   | 2787   | 毛利率(%)           | 16%    | 18%    | 22%    | 22%    | 21%    |
| <b>负债和所有者权</b> | 2691   | 3185   | 3412   | 3925   | 4571   | 净利率(%)           | 8%     | 9%     | 13%    | 13%    | 12%    |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |        | <b>总资产净利润(%)</b> |        |        |        |        |        |
| 单位:百万元         |        |        |        |        |        | ROE(%)           |        |        |        |        |        |
|                | 2011A  | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |                  | 6%     | 6%     | 9%     | 10%    | 10%    |
| <b>经营活动现金流</b> | 365    | 445    | 436    | 531    | 623    | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 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    | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>投资活动现金流</b> | -62    | -244   | -74    | -80    | -80    | 应收账款周转率          | 11     | 11     | 11     | 11     | 11     |
| 公允价值变动收益       | 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      | <b>每股指标(元)</b>   |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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     | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>现金净增加额</b>  | 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。