

扬农化工（600486）： 农药品种齐全，抗行业风险能力强

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2013年12月5日

www.lxzq.com.cn

近日，我们对扬农化工进行了实地调研，就公司目前现状及未来发展规划与公司相关人士进行了深入交流。

1、公司概况

扬农化工是国内规模最大的仿生农药企业，拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国拟除虫菊酯类农药行业第一。公司目前产品主要包括卫生菊酯、农用菊酯、草甘膦、麦草畏、杀菌剂等，产品涉及杀虫剂、除草剂、杀菌剂，涵盖主要的农药品种，能有效对抗单个产品下游需求萎靡的风险。目前，公司拥有草甘膦产能3万吨/年，麦草畏产能1500吨/年，菊酯方面，数据显示，2012年公司共生产菊酯6486吨。10月9日，公司发布公告称，中国中化集团公司以无偿划转的方式受让扬州市国资委全资企业江苏金茂持有的江苏扬农化工集团有限公司0.06%股权，至此中化集团成为公司实际控制人。

2、菊酯产品市场占有率高

公司菊酯产品分为卫生菊酯和农用菊酯，卫生菊酯主要用于蚊香、驱虫剂、除鼠剂等产品，农用菊酯用于农作物杀虫剂。公司卫生菊酯是国内的绝对龙头，市场占有率在70%左右，农用菊酯也有一定的市场地位，从近几年数据看，公司菊酯类产品毛利率相对比较稳定，均保持在20%以上。由于国内部分厂家非法仿制日本公司的高效菊酯产品，公司近年来的市场份额受到一定的冲击，在此背景下公司通过开发以氯氟醚菊酯为代表的高效菊酯产品重新抢夺市场，由于公司重视研发与环保、下游客户群相对稳定，因此我们预计非法竞争对公司的影响将逐渐弱化。我们预计随着人民生活水平的提高，对安全的卫生杀虫产品的需求将呈逐年增加趋势，进而拉动公司卫生菊酯的需求。农用菊酯方面，目前国内菊酯类杀虫剂仅占杀虫剂12%的比例，而国外这一比例高达20%，未来菊酯类杀虫剂对有机磷、有机氯杀虫剂的替代还将继续，市场仍有增长空间。



3、除草剂品种前景较好

公司目前拥有草甘膦产能 3 万吨/年，麦草畏产能 1500 吨/年，主要以出口为主。受环保核查趋严、下游需求增加等因素影响，公开资料显示，今年以来国内草甘膦价格出现上涨，截至目前，全年均价为 37340 元/吨，均价较去年同期上涨 33.36%，虽然近期草甘膦价格有所回调，但我们认为由于全年均价较去年同期上涨明显，公司草甘膦业务的收入增速值得期待。麦草畏是另一种除草剂品种，目前主要用于非转基因作物，未来孟山都都可能开发抗麦草畏的种子，届时麦草畏的需求量将出现较快增长。

4、如东项目为公司成长添动力

公司控股子公司优嘉化学在江苏如东地区将投资 6.1 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，其中贲亭酸甲酯为联苯菊酯的中间体、联苯菊酯是一种优良的菊酯类杀虫剂、麦草畏是除草剂、氟啶胺是杀菌剂、抗倒酯是新型植物生长调节剂。我们认为，如东项目包括了除草剂、杀虫剂、杀菌剂及部分产品的中间体，未来将成为公司重要的业绩增长点，预计项目将于 2015 年开始贡献收益。

5、盈利预测及估值

我们假设公司如东项目如期达产，农药市场不发生重大变化，预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 1.80 元、1.95 元和 2.69 元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 19 倍、18 倍和 13 倍，考虑到公司业绩增长较为稳定，目前估值相对较低，首次给予公司“增持”评级。

6、风险提示

(1) 安全生产风险；(2) 如东项目不能如期达产风险；(3) 原材料价格波动风险；(4) 政策风险。

图表1 扬农化工盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年	2013E	2014E	2015E
营业收入	156,692	184,281	221,866	252,265	266,630	313,937
增速	1.5%	17.6%	20.4%	13.7%	5.7%	17.7%
营业成本	129,523	153,942	182,044	196,533	206,858	235,429
毛利率	17.3%	16.5%	17.9%	22.1%	22.4%	25.0%
营业费用	1,864	2,026	1,979	2,853	3,002	3,543
管理费用	10,445	12,061	14,491	16,786	17,754	20,933
财务费用	474	(604)	(2,239)	(1,261)	(1,333)	(1,570)
营业利润	13,302	16,475	24,003	36,668	39,614	54,749
利润总额	16,060	17,828	23,182	36,668	39,614	54,749
归属母公司净利润	13,406	15,371	19,406	31,021	33,529	46,259
增速	-14.9%	14.7%	26.3%	59.8%	8.1%	38.0%
EPS	0.78	0.89	1.13	1.80	1.95	2.69

数据来源：联讯证券投研中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。