



海外市场需求提升公司业绩

2014. 01. 22

谨慎推荐 (首次)

分析师：潘天奇 研究员：苏培海
电话：020-88836116 020-88836112
邮箱：pantq@gzgzhs.com.cn suph@gzgzhs.com.cn
证书编号：A1310113020001

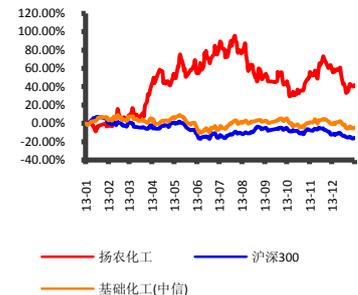
现价：31.43 元

目标价：

股价空间：

基础化工行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
扬农化工	-6.6%	4.8%	-19.0%
基础化工	-4.3%	-9.4%	-1.7%
沪深300	-4.0%	-10.6%	-2.7%

基本资料

总市值	54.11 亿元
总股本	1.72 亿股
流通股比例	100.0%
资产负债率	39.7%
大股东	江苏扬农化工集团有限公司
大股东持股比例	36.17%

相关报告

事件:

公司 1 月 22 日发布业绩快报, 预计 2013 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 3.85 亿元, 约比上年同期增长 99% 左右。主要是由于 2013 年农药市场回暖, 公司积极增产扩销, 主要产品量价齐升, 促进了经营业绩大幅提升。

点评:

- **海外市场需求旺盛提升公司业绩。** 公司业绩大幅上涨, 超越市场预期, 主要是由于 4 季度公司农用菊酯和卫生菊酯在南美和澳洲需求旺盛。公司卫生菊酯是国内的绝对龙头, 市场占有率在 70% 左右。其中, 以氯氟醚菊酯和高效氯氟菊酯为代表的高效菊酯产品快速增长, 是未来菊酯行业的发展趋势, 也是公司未来发展的亮点。
- **双抗转基因作物推广推动麦草畏需求。** 草甘膦+麦草畏复配是未来转基因除草剂的主要发展方向, 孟山都耐草甘膦和麦草畏性状的转基因大豆已经获批 2014 年在加拿大上市, 预计后续将陆续在美国等地上市。麦草畏目前全球需求量约 1.5 万吨左右, 双抗转基因作物推广能至少提升市场需求 1 倍以上。公司目前麦草畏产能 1500 吨, 产品供不应求, 如东项目在建 5000 吨, 预计 2014 年底建成, 紧扣国外巨头转基因种子推广进度, 预计将来市场无忧。
- **如东新项目将成未来主要增长点。** 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。目前该项目已经通过环评审批, 开始动工兴建, 建设期为 1 年时间, 预计 14 年底可建成并开始贡献业绩, 将成为未来公司主要增长点。

盈利预测和投资评级:

我们预计公司 2013~2015 年 EPS 为 2.24 元、2.69 元、3.52 元, 对应当前股价的 PE 分别为 14、12、9 倍, 首次给予“谨慎推荐”投资评级。

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2218.7	2532.7	3020.1	3904.3
营业收入增长率	20.4%	14.2%	19.2%	29.3%
母公司所有者净利润	194.1	385.1	462.3	606.8
净利润增长率	26.3%	98.5%	20.0%	31.2%
EPS	1.13	2.24	2.69	3.52
PE(X)	28	14	12	9

风险提示: 1. 新建项目进度不如预期; 2. 市场推广不如预期。



附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2347.2	2914.2	3294.0	4474.0	营业收入	2218.7	2532.7	3020.1	3904.3
货币资金	1595.6	2002.0	2173.1	2980.2	减：营业成本	1820.4	1974.8	2352.6	3030.8
应收帐款	250.6	279.4	333.2	430.7	营业税费	5.7	6.6	7.9	10.2
应收票据	91.7	150.0	178.9	231.3	销售费用	19.8	24.1	28.7	37.1
预付帐款	36.3	44.1	53.4	65.4	管理费用	144.9	114.0	135.9	175.7
存货	198.4	215.4	256.6	330.6	财务费用	-22.4	-37.8	-48.2	-65.0
其他流动资产	174.7	223.3	298.8	435.8	资产减值损失	10.2	2.5	2.5	2.5
非流动资产	836.7	802.5	1158.0	1128.1	投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	240.0	448.6	540.7	713.1
固定资产	723.7	698.0	858.0	920.4	加：营业外净收支	-8.2	11.0	11.0	11.0
在建工程	9.4	6.2	203.1	111.6	利润总额	231.8	459.6	551.7	724.0
无形资产	81.2	81.2	81.2	81.2	减：所得税	32.0	61.8	74.2	97.4
其他非流动资产	22.5	17.2	15.7	15.0	净利润	199.8	397.8	477.5	626.7
资产总额	3185.4	3716.8	4452.0	5602.1	减：少数股东损益	5.7	12.6	15.2	19.9
流动负债	756.4	902.2	1133.4	1558.5	母公司所有者净利润	194.1	385.1	462.3	606.8
短期债务	157.0	136.2	114.2	83.5	EPS	1.13	2.24	2.69	3.52
应付帐款	536.3	615.2	732.9	944.1	主要财务比率				
其他流动负债	63.1	150.8	286.4	530.9		2012	2013E	2014E	2015E
非流动负债	84.6	108.9	146.6	214.9	成长能力				
长期借款	75.0	75.0	75.0	75.0	营业收入增长率	20.4%	14.2%	19.2%	29.3%
其他非流动负债	9.6	33.9	71.6	139.9	营业利润增长率	45.7%	86.9%	20.5%	31.9%
负债总额	1163.4	1394.2	1736.4	2361.5	净利润增长率	26.3%	98.5%	20.0%	31.2%
少数股东权益	61.6	72.9	86.4	104.2	获利能力				
股本	172.2	172.2	172.2	172.2	毛利率	17.9%	22.0%	22.1%	22.4%
留存收益	1734.1	2077.5	2457.0	2964.2	净利润率	8.7%	15.2%	15.3%	15.5%
股东权益	2021.9	2322.6	2715.6	3240.7	ROE	9.9%	17.1%	17.6%	19.3%
负债与股东权益	3185.4	3716.8	4452.0	5602.1	ROIC	18.8%	36.2%	44.6%	45.1%
现金流量表					偿债能力				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	36.5%	37.5%	39.0%	42.2%
经营活动产生现金流量	445.2	508.7	652.4	922.3	负债权益比	57.5%	60.0%	63.9%	72.9%
净利润	199.8	397.8	477.5	626.7	流动比率	2.18	2.27	2.07	2.08
加：折旧和摊销	154.5	40.2	49.9	55.3	速动比率	1.99	2.10	1.91	1.93
资产减值准备	10.2	2.5	2.5	2.5	营运能力				
财务费用	4.1	6.4	-37.8	-48.2	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	11.8	12.2	12.8	13.3
少数股东损益	5.7	12.6	15.2	19.9	应收账款周转率	11.3	10.1	10.5	10.9
营运资金的变动	-119.2	93.4	155.5	282.9	估值比率				
投资活动产生现金流量	-243.6	-3.0	-400.0	-20.0	PE(X)	27.9	14.0	11.7	8.9
融资活动产生现金流量	59.5	-24.8	-56.7	-65.3	PB(X)	2.7	2.3	2.0	1.7
现金流净增加额	261.1	480.9	195.7	837.0	EV/EBITDA	12.1	9.2	7.5	4.8

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



团队成员简介：

苏培海：化工行业研究员，浙江大学化学工程与工艺学士，中山大学岭南学院 MBA（金融方向），三年化工行业咨询经历，2013 年加入广证恒生。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者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、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。