



买入

47%↑

目标价格: 人民币 50.00

原目标价格: 人民币 46.00

600486.CH

价格: 人民币 33.94

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 中立

扬农化工

未来两年增量明确

得益于农药行业景气度的提升,公司2013年净利大幅增长95%。展望2014年,我们认为环保压力将抑制草甘膦等供给,延伸行业景气度,并且公司南通新项目将在年底投产,其未来两年业绩增长明确。目前估值仅为2014年14倍,低估,建议买入,目标价格上调至50.00元。

支撑评级的要点

- 得益于全球农药行业的景气度提升以及公司在菊酯市场的拓展,2013年公司实现销售收入30.05亿元,净利3.78亿元,同比分别增长35%和95%。由于草甘膦、麦草畏和菊酯价格的全面上涨,带动公司毛利率同比提高5个百分点,经营性净现金流达到7.12亿元,高于净利88%。
- 目前草甘膦市场价格在3.5-3.6万元/吨,我们预计二季度旺季期内走高概率较大,全年看由于环保导致供给收缩因素将一直存在,不排除均价高于2013年可能性。由于扬农化工草甘膦执行的是长单价格,其波动小于市场价,我们预计其今年高于去年长单价格的概率也较大。
- 公司南通新项目今年底可能建成投产,将成为未来两年业绩主要增长点。我们保守预计这五个项目完全达产后可实现销售收入10亿元,按15%-20%净利率计算,将增加净利1.5亿元以上。

评级面临的主要风险

- 新项目建设进度低于预期;环保力度低于预期。

估值

- 按照2014年2.5元每股收益预测,给予其20倍预期市盈率,将公司目标价由46.00元上调至50.00元,维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.8)	(4.6)	(3.8)	49.1
相对新华富时A50指数	7.3	0.7	7.3	69.1

发行股数(百万)	172
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	6,040
3个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
江苏扬农化工集团有限公司	36.17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 农药

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,219	3,005	3,036	3,325	3,730
变动(%)	20	35	1	10	12
净利润(人民币 百万)	194	378	431	524	621
全面摊薄每股收益(人民币)	1.128	2.193	2.501	3.044	3.607
变动(%)	26.0	94.5	14.0	21.7	18.5
市场预期每股收益(人民币)		2.066	2.478	2.900	
核心每股收益(人民币)	1.128	2.193	2.501	3.044	3.607
变动(%)	26.0	94.5	14.0	21.7	18.5
全面摊薄市盈率(倍)	31.1	16.0	14.0	11.5	9.7
核心市盈率(倍)	31.1	16.0	14.0	11.5	9.7
每股现金流量(人民币)	2.40	3.78	3.53	4.65	5.30
价格/每股现金流量(倍)	14.6	9.3	9.9	7.5	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	7.6	6.3	4.6	3.3
每股股息(人民币)	0.340	0.340	0.220	0.250	0.250
股息率(%)	1.0	1.0	0.6	0.7	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

扬农化工是国内杀虫剂菊酯行业的翘首，兼具草甘膦、麦草畏等除草剂品种，未来随着新项目投产，农药品种扩展至杀菌剂，将成为品种齐全的国内农药龙头公司。由于市场对草甘膦价格判断谨慎，目前公司 2014 年预期市盈率仅为 14 倍，我们认为由于环保压力对农药行业影响大于市场预期，草甘膦价位将在高位震荡，公司盈利将好于市场预期。按照 2014 年 2.5 元每股收益预测，给予其 20 倍预期市盈率，公司目标价上调至 50.00 元，维持**买入**评级。

2013 年净利增长 95%，现金流充沛

得益于全球农药行业的景气度提升以及公司在菊酯市场的拓展，公司 2013 年实现销售收入 30.05 亿元，净利 3.78 亿元，同比分别增长 35%和 95%。其第四季度由于草甘膦长单价格高于市场均价以及菊酯出口好于预期，单季度净利达到 1.11 亿元，高于 2013 年前三季，好于我们和市场预期。报告期内公司出口市场销售额达到 22.25 亿元，内销市场 7.5 亿元，同比分别增长 33.5%和 44.2%。由于草甘膦、麦草畏和菊酯价格的全面上涨，带动公司毛利率同比提高 5 个百分点，拉动其主营利润同比增幅达到 75%。报告期内公司费用控制较好，销售和管理费率正常，由于其现金充裕，7.16 亿现金投资银行理财产品，短期借款仅为 1.22 亿元，因此财务费用体现为利息收入 370 万元。同时公司执行了一贯较为稳健的财务政策，报告期内计提了资产减值 1,000 万元，报废一批固定资产，营业外支出计提 1,849 万元，最终净利实现 95%增长，而经营性净现金流达到 7.12 亿元，高于净利 88%。另外公司研发费用达到 1.12 亿元，占到主营收入 3.7%，净资产 4.87%，体现了其研发型企业的特点。

公司同时公布每 10 股送红股 3 股、转增 2 股、派息 2.2 元的较佳分配方案。

图表 1.公司 2013 年业绩摘要

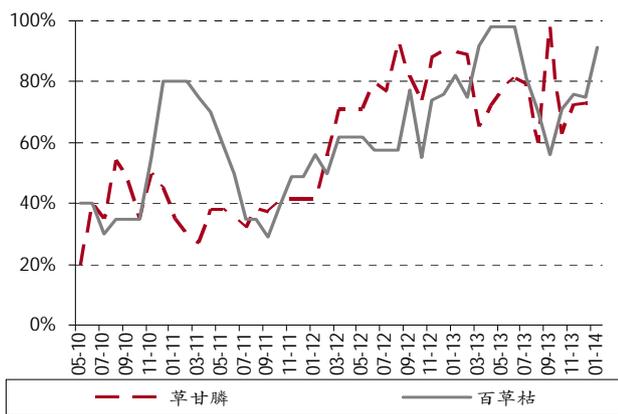
(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
营业额	2,219	3,005	35
销售税金	(6)	(9)	50
净销售额	2,213	2,996	35
销售成本	(1,820)	(2,310)	27
毛利润	393	686	75
销售费用	(20)	(25)	27
管理费用	(145)	(197)	36
经营利润	228	464	103
投资收益	0	10	
财务费用	22	4	(83)
资产减值	(10)	(10)	(7)
其它	(8)	(12)	46
税前利润	232	456	97
所得税	(32)	(65)	103
少数股东权益	(6)	(13)	131
净利润	194	378	95
主要比率 (%)			
毛利率	17.7	22.8	
经营利润率	10.3	15.4	
净利率	8.7	12.6	

资料来源：公司数据

草甘膦价格看环保因素，较为乐观

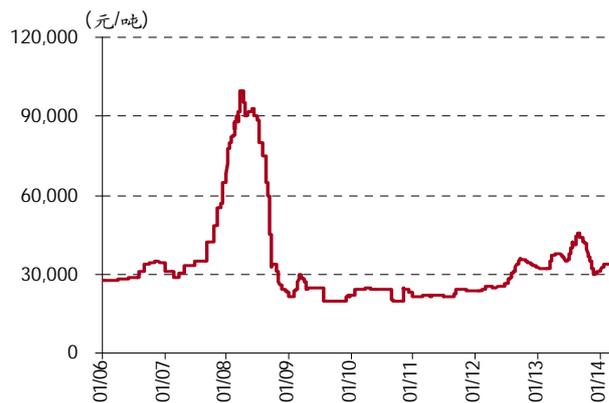
由于 2013 年提升公司收入和净利增长的最大驱动力来自于草甘膦价格的大幅上升，市场对于 2014 年草甘膦价格走势看法谨慎，因此公司股价自 2013 年下半年以来呈现区间震荡格局。我们认为，虽然草甘膦市场面临名义产能增加较多，国外出口订单存在一定不确定性等负面因素影响，但环保压力近两年持续增加，包括草甘膦在内的很多化工行业实际产能远小于名义产能。近期草甘膦的原料甘氨酸开工率低，就是因为河北等地的环保压力导致很多企业不能开工，而且预计未来几个月甚至更长时间都很难开出。草甘膦行业关注的国家环保核查政策预计在 4 月份左右出台，但仍存在不确定性，而且即便核查通过对企业也将对社会开放，如果存在“三废”排放不达标，可以进行检举。如果核查不通过的企业预计好则给予整改期进行改进，严则可能勒令停产退出。因此预计环保压力将长期存在于生产厂商中间。目前草甘膦市场价格在 3.5-3.6 万元/吨，我们预计二季度旺季期内走高概率较大，全年看由于环保导致供给收缩因素将一直存在，不排除均价高于 2013 年可能性。由于扬农化工草甘膦执行的是长单价格，其波动小于市场价，我们预计其今年高于去年长单价格的概率也较大。

图表 2.草甘膦开工率



资料来源：中银国际研究

图表 3.草甘膦价格走势



资料来源：中银国际研究

南通新项目将成为未来两年增长点。

公司立足扬州和仪征两大基地外，在江苏南通投资设立江苏优嘉化学有限公司，进行农药及中间体、化工产品的生产、销售。其新建项目计划投资 6.14 亿元（其中建设投资 5.05 亿元），建设 5,000 吨/年贲亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯、5,000 吨/年麦草畏、600 吨/年氟啶胺及 300 吨/年抗倒酯五个项目。目前公司已完成麦草畏等四个项目的审批，进行开工建设，我们预计今年底可能建成投产，将成为未来两年业绩主要增长点。我们保守预计这五个项目完全达产后可实现销售收入 10 亿元，按 15%-20%净利率计算，将增加净利 1.5 亿元以上。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,219	3,005	3,036	3,325	3,730
销售成本	(1,826)	(2,319)	(2,320)	(2,481)	(2,750)
经营费用	(20)	(82)	(5)	0	(28)
息税折旧前利润	373	604	711	844	952
折旧及摊销	155	150	191	215	213
经营利润(息税前利润)	218	454	520	629	739
净利息收入/(费用)	22	4	5	8	10
其他收益/(损失)	(8)	(2)	(1)	1	5
税前利润	232	456	524	638	754
所得税	(32)	(65)	(79)	(96)	(113)
少数股东权益	(6)	(13)	(15)	(18)	(20)
净利润	194	378	431	524	621
核心净利润	194	378	431	524	621
每股收益(人民币)	1.128	2.193	2.501	3.044	3.607
核心每股收益(人民币)	1.128	2.193	2.501	3.044	3.607
每股股息(人民币)	0.340	0.340	0.220	0.250	0.250
收入增长(%)	20	35	1	10	12
息税前利润增长(%)	37	108	15	21	18
息税折旧前利润增长(%)	16	62	18	19	13
每股收益增长(%)	26	94	14	22	18
核心每股收益增长(%)	26	94	14	22	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	232	456	524	638	754
折旧与摊销	155	150	191	215	213
净利息费用	(22)	(4)	(5)	(8)	(10)
运营资本变动	57	110	(29)	44	58
税金	(32)	(65)	(79)	(96)	(113)
其他经营现金流	23	3	5	8	10
经营活动产生的现金流	413	651	608	801	912
购买固定资产净值	(74)	(24)	(450)	(200)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(121)	(400)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(195)	(424)	(450)	(200)	(100)
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	192	(110)	38	0	0
支付股息	(59)	(59)	(38)	(43)	(43)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	134	(169)	0	(43)	(43)
现金变动	351	58	158	558	769
期初现金	1,245	1,596	1,654	1,812	2,370
公司自由现金流	218	227	158	601	812
权益自由现金流	410	117	196	601	812

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,596	1,654	1,812	2,370	3,139
应收帐款	330	461	466	511	573
库存	198	150	185	198	219
其他流动资产	218	613	262	251	165
流动资产总计	2,342	2,879	2,725	3,329	4,096
固定资产	739	666	1,084	1,104	1,000
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	80	97	146	64	68
长期资产总计	819	763	1,230	1,168	1,067
总资产	3,161	3,641	3,955	4,498	5,164
应付帐款	858	1,052	1,063	1,164	1,305
短期债务	157	122	160	160	160
其他流动负债	38	104	125	138	146
流动负债总计	1,053	1,277	1,348	1,462	1,611
长期借款	75	0	0	0	0
其他长期负债	10	7	17	17	17
股本	172	172	172	172	172
储备	1,789	2,118	2,350	2,779	3,295
股东权益	1,961	2,290	2,523	2,951	3,467
少数股东权益	62	68	68	68	68
总负债及权益	3,161	3,641	3,955	4,498	5,164
每股帐面价值(人民币)	11.40	13.30	14.65	17.14	20.14
每股有形资产(人民币)	11.40	13.30	14.65	17.14	20.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.93)	(8.90)	(9.60)	(12.84)	(17.30)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.8	20.1	23.4	25.4	25.5
息税前利润率(%)	9.8	15.1	17.1	18.9	19.8
税前利润率(%)	10.5	15.2	17.3	19.2	20.2
净利率(%)	8.7	12.6	14.2	15.8	16.6
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.3	2.0	2.3	2.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	2.1	1.9	2.1	2.4
估值					
市盈率(倍)	31.1	16.0	14.0	11.5	9.7
核心业务市盈率(倍)	31.1	16.0	14.0	11.5	9.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.2	11.4	10.0	8.2	6.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.6	2.4	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	14.6	9.3	9.9	7.5	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	7.6	6.3	4.6	3.3
周转率					
存货周转天数	31.0	21.1	20.1	21.0	20.4
应收帐款周转天数	49.8	48.1	55.8	53.6	53.0
应付帐款周转天数	135.5	116.0	127.1	122.2	120.8
回报率					
股息支付率(%)	30.2	15.5	8.8	8.2	6.9
净资产收益率(%)	10.3	17.8	17.9	19.2	19.4
资产收益率(%)	6.4	11.4	11.6	12.6	13.0
已运用资本收益率(%)	10.5	19.2	19.9	21.2	21.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371