

# 扬农化工(600486)

## 3季度业绩符合预期，如东新项目预计4季度试车

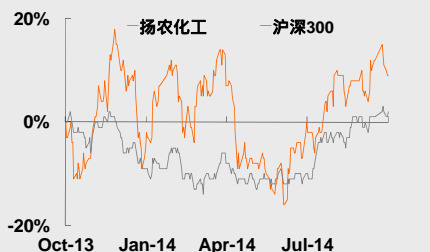
### 强烈推荐(维持)

现价：22.80元

#### 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.yngf.com
大股东/持股	江苏扬农化工集团有限公司/36.17%
实际控制人/持股	中国中化集团公司/14.68%
总股本(百万股)	258
流通A股(百万股)	258
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	58.82
流通A股市值(亿元)	58.82
每股净资产(元)	10.0
资产负债率(%)	34.1

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**郇祝兵** 投资咨询资格编号  
S1060511110001  
0755-22621410  
yanzhubing290@pingan.com.cn

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060210020001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项**：扬农化工公布2014年3季报，2014年1~9月，公司实现营业收入20.89亿元，同比下降5.08%，实现归属于上市公司股东的净利润为3.17亿元，同比增长19.14%。实现EPS为1.23元。2014年第3季度实现营业收入4.79亿元，同比下降20.03%，实现归属于上市公司股东的净利润6961.76万元，同比增长3.63%，单季度实现EPS为0.27元。

#### 平安观点：

#### ■ 公司3季度为经营性淡季，业绩符合预期

公司3季度为经营性淡季，3季度农用菊酯和卫生菊酯销量一般为全年低点，归属于上市公司股东的净利润一般也是全年低点，公司2014年第3季度销售收入较2013年同期下降20.03%主要是草甘膦均价有所回落所致，公司2014年3季度销售毛利率与净利润分别为23.54%与15.14%，高于2013年3季度19.68%与11.66%的水平，助推2014年第3季度净利润同比增长3.63%。

#### ■ 草甘膦价格企稳，公司锁定长单协议价确保草甘膦盈利

2014年10月草甘膦市场价为2.65~2.7万元/吨，环保趋严下草甘膦生产成本逐步抬升，目前价格水平小厂开工意愿不足，草甘膦价格有望企稳回升，公司草甘膦产能为3万吨/年，通过锁定长单协议价确保草甘膦盈利。

#### ■ 麦草畏需求旺盛，公司麦草畏盈利前景乐观

如果麦草畏美国市场启动，则麦草畏需求有望迎来爆发式增长。全球麦草畏供应持续偏紧，价格有望不断上扬。公司现有麦草畏产能为1500吨/年，如东基地5000吨/年麦草畏新增产能预计2014年4季度试车，其中一半以上新增产能与国外企业签订长单协议，我们预计新增产能销售问题不大。公司最为受益麦草畏持续景气。

#### ■ 如东一期项目预计2014年4季度试车，奠定公司增长基础

截止2014年6月30日，如东基地麦草畏、联苯菊酯、氟啶胺、贡亭酸甲酯四个项目进度分别为15%、30%、40%、42%，预计如东基地一期项目2014年4季度开始试车，2015年开始贡献收益。待一期项目运行稳定后，公司择机进行二期项目建设。公司未来有望如东基地继续拿地，进一步扩张。

#### ■ 盈利预测与投资评级

麦草畏持续景气提升业绩，如东新项目2015年和2016年产能陆续释放，保障未来业绩稳定增长，我们维持此前盈利预测，预计公司2014~2016年EPS分别为1.71元、2.06元、2.43元，维持“强烈推荐”投资评级。

#### ■ 风险提示：草甘膦环保政策低于预期风险，如东项目进度低于预期风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,219	3,005	3,207	3,928	4,506
YoY(%)	20.4	35.4	6.8	22.5	14.7
净利润(百万元)	194	378	443	531	629
YoY(%)	26.3	94.6	17.2	20.0	18.3
毛利率(%)	17.9	23.1	22.5	21.9	22.1
净利率(%)	8.7	12.6	13.8	13.5	14.0
ROE(%)	9.9	16.5	16.4	17.4	18.1
EPS(摊薄/元)	0.75	1.46	1.71	2.06	2.43
P/E(倍)	30.3	15.6	13.3	11.1	9.4
P/B(倍)	3.0	2.6	2.2	1.9	1.7

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	2879	3478	4268	5054	
现金	1654	2207	2831	3488	
应收账款	318	339	415	476	
其他应收款	8	8	10	11	
预付账款	56	60	75	85	
存货	150	162	199	228	
其他流动资产	693	703	737	765	
<b>非流动资产</b>	762	638	507	376	
长期投资	0	6	6	6	
固定资产	640	516	391	266	
无形资产	78	73	67	61	
其他非流动资产	44	43	43	42	
<b>资产总计</b>	3641	4116	4774	5430	
<b>流动负债</b>	1277	1332	1617	1835	
短期借款	122	122	122	122	
应付账款	609	656	809	926	
其他流动负债	546	554	686	787	
<b>非流动负债</b>	7	7	7	7	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	7	7	7	7	
<b>负债合计</b>	1284	1339	1624	1842	
少数股东权益	68	83	102	124	
股本	172	258	258	258	
资本公积	850	815	815	815	
留存收益	1203	1557	1911	2327	
归属母公司股东权益	2289	2694	3048	3465	
<b>负债和股东权益</b>	3641	4116	4774	5430	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	712	512	693	734	
净利润	391	458	550	651	
折旧摊销	151	128	128	128	
财务费用	-4	-72	-96	-123	
投资损失	-10	-10	-10	-10	
营运资金变动	132	54	121	88	
其他经营现金流	52	-47	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-462	7	13	13	
资本支出	98	0	0	0	
长期投资	-376	6	0	0	
其他投资现金流	-740	13	13	13	
<b>筹资活动现金流</b>	-174	34	-81	-90	
短期借款	-35	0	0	0	
长期借款	-75	0	0	0	
普通股增加	0	86	0	0	
资本公积增加	0	-34	0	0	
其他筹资现金流	-63	-18	-81	-90	
<b>现金净增加额</b>	61	552	625	657	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	3005	3207	3928	4506	
营业成本	2310	2486	3069	3510	
营业税金及附加	9	10	13	14	
营业费用	25	27	33	38	
管理费用	197	210	258	296	
财务费用	-4	-72	-96	-123	
资产减值损失	9	10	10	10	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	10	10	10	10	
<b>营业利润</b>	468	546	653	771	
营业外收入	6	6	6	6	
营业外支出	18	18	18	18	
<b>利润总额</b>	456	535	642	759	
所得税	65	76	92	109	
<b>净利润</b>	391	458	550	651	
少数股东损益	13	16	19	22	
<b>归属母公司净利润</b>	378	443	531	629	
EBITDA	615	603	685	776	
EPS	2.19	1.71	2.06	2.43	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	35.4	6.8	22.5	14.7	
营业利润(%)	94.9	16.7	19.6	18.0	
归属于母公司净利润(%)	94.6	17.2	20.0	18.3	
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.1	22.5	21.9	22.1	
净利率(%)	12.6	13.8	13.5	14.0	
ROE(%)	16.5	16.4	17.4	18.1	
ROIC(%)	49.0	60.4	113.3	274.5	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.3	32.5	34.0	33.9	
净负债比率(%)	9.5	9.1	7.5	6.6	
流动比率	2.3	2.6	2.6	2.8	
速动比率	2.1	2.5	2.5	2.6	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	
应收账款周转率	10.0	9.0	10.0	10.0	
应付账款周转率	4.1	3.9	4.2	4.1	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.71	2.06	2.43	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.76	1.98	2.68	2.84	
每股净资产(最新摊薄)	8.87	10.43	11.80	13.42	
<b>估值比率</b>					
P/E	15.6	13.3	11.1	9.4	
P/B	2.6	2.2	1.9	1.7	
EV/EBITDA	7	7	6	6	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	