

如东一期投产在即，未来成长空间大

——扬农化工（600486）深度报告

2015年1月27日

强烈推荐/维持

扬农化工 深度报告

报告摘要：

- **扬农化工是 A 股市场上唯一以拟除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司。**公司以菊酯、草甘膦、麦草畏等为核心产品，覆盖农用、卫生两大应用领域的产品线，产品种类超过 60 种。2013 年扬农化工实现营业收入 30.05 亿元，位居全国农业行业销售百强榜的第 5 位。
- **公司是菊酯领域双寡头之一，国内市场份额大。**公司菊酯产品销售规模国内第一，全球第二。在国内卫生菊酯市场，公司市占率约 70%；在国内农用菊酯市场，公司市占率 30%。公司拥有关键中间体贲亭酸甲酯和 DV 菊酰氯等的自有生产能力，完善的产业链配套有利于提升市场竞争力，获得良好的经济效益。菊酯业务毛利率稳定在 20%-25%之前，贡献稳定利润。
- **麦草畏成为除草剂业务主要增长点。**如东一期新建 5000 吨麦草畏项目已经进入试车阶段，预计 2015 年能够正式投产。新项目投产后公司麦草畏产能将达到 6500 吨，成为国内最大的麦草畏生产商。麦草畏应用前景广阔，孟山都等国际巨头的耐麦草畏种子已在北美地区获得政府登记批准。预计未来麦草畏全球年消费量将在 4.5-5 万吨左右，远高于当前水平。
- **如东一期 4 大项目 2014 年底进入试生产阶段，2015 年有望贡献收入和利润。**如东一期项目即将完成，如东二期也已经开始起步。预计如东二期投资规模将超过一期，公司未来成长空间较大。
- **盈利能力强，现金储备充裕。**过去 10 年间公司 ROE 水平处于 10%-20% 区间，杜邦分析表明公司经营稳健，盈利能力稳中有升。公司创造现金能力强劲，因此公司现金及现金等价物增长明显。截至 2014 年 3 季度末，公司账上现金及现金等价物总额为 22.59 亿元。
- **公司盈利预测及投资评级。**预计 2014 至 2016 年综合毛利率分别为 23.1%、25%和 26.7%，净利润分别为 4.4 亿元，5.4 亿元和 6.7 亿元，对应 EPS 为 1.70 元，2.11 元和 2.60 元。截至 2015 年 1 月 27 日，公司总市值为 90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20.5 倍，16.6 倍和 13.4 倍。考虑到公司未来几年较为确定的成长性，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	12A	13A	14E	15E	16E
营业收入(百万元)	2,219	3,005	2,872	3,350	3,810
增长率(%)	20.4%	35.4%	-4.4%	16.6%	13.7%
净利润(百万元)	200	391	438	543	672
增长率(%)	27.6%	95.6%	12.1%	23.9%	23.6%
净资产收益率(%)	9.9%	16.5%	16.3%	17.4%	18.3%
每股收益(元)	1.13	2.19	1.70	2.11	2.60
PE	31.0	15.9	20.5	16.6	13.4
PB	3.1	2.6	3.7	3.2	2.7

梁博

010-66554046

Liangbo@dxzq.net.cn

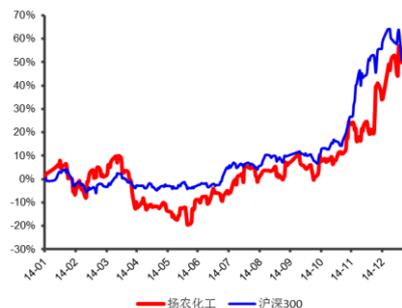
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间(元)	17.98-35.70
总市值(亿元)	90.0
流通市值(亿元)	90.0
总股本/流通 A 股(万股)	25825/25825
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.62

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1、扬农化工（600486）调研快报：草甘膦上涨空间有限，未来看优嘉化学项目提升盈利能力 2013-02-19

目 录

1. 扬农化工：稳健经营的农药原药蓝筹	4
1.1 主营业务情况：国内菊酯龙头	4
1.2 股东结构多元，获得国外投资机构认可	5
1.3 中化集团成为实际控制人	6
2. 菊酯、草甘膦、麦草畏三大品种盈利向好	7
2.1 菊酯业务：产品链优势	7
2.2 草甘膦业务：环保、技术优势	8
2.3 麦草畏业务：新项目投产，盈利前景广阔	9
3. 如东基地成为新增长点	11
3.1 一期项目 2015 年建成投产	11
3.2 二期项目蓄势待发	12
4. 财务分析	12
4.1 杜邦分析	13
4.2 现金流	13
5. 盈利预测及投资建议	14

表格目录

表 1：扬农化工主要产品一览	4
表 2：2014 年 3 季度末前十大股东	5
表 3：中化集团原有农药资产	7
表 4：公司杀虫剂产销情况	8
表 5：第一批通过环保核查草甘膦生产企业名单	9
表 6：孟山都等公司大力推动耐麦草畏转基因作物的种植	10
表 7：2013 年麦草畏产销情况	10
表 8：如东一期项目一览	11
表 9：公司主要产品产销量预测	14

插图目录

图 1: 公司收入构成.....	4
图 2: 公司净利润稳步增长.....	5
图 3: 收购前股权结构.....	6
图 4: 收购后股权结构.....	6
图 5: 四氟醚菊酯合成工艺.....	7
图 6: 公司杀虫剂业务收入和毛利率情况.....	8
图 7: 草甘膦价格波动具有明显周期性.....	9
图 8: 扬农化工草甘膦毛利率波动小于同行.....	9
图 9: 如东县区位图.....	12
图 10: 扬农化工杜邦分析.....	13
图 11: 经营现金流充沛, 资本支出增长明显.....	14
图 12: 现金储备丰富, 有息负债归零.....	14

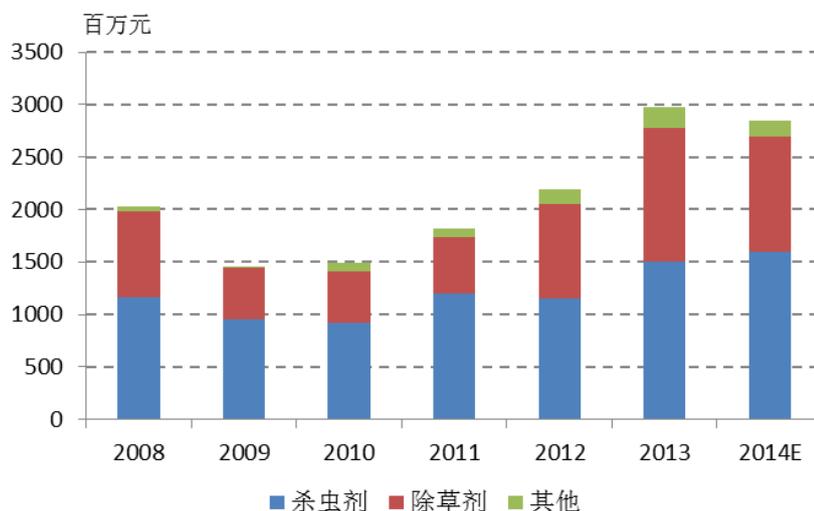
1. 扬农化工：稳健经营的农药原药蓝筹

1.1 主营业务情况：国内菊酯龙头

扬农化工是 A 股市场上唯一以拟除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司。公司 2002 年登陆 A 股市场，在过去的 12 年里公司稳健经营、锐意进取，形成了菊酯、草甘膦、麦草畏为核心产品，覆盖农用、卫生两大应用领域的产品线，产品种类超过 60 种。

按销售规模计算，公司稳居国内农药行业第一集团。2013 年扬农化工实现营业收入 30.05 亿元，位居全国农药行业销售百强榜的第 5 位，仅比排名第一的新安化工集团少 5.5 亿元。

图 1：公司收入构成



资料来源：东兴证券研究所

2014 年公司营收可能小幅下降，杀虫剂和除草剂收入占比超 9 成。2014 年 1-3 季度营业收入 20.9 亿元，预计全年收入 28.5 亿元，同比小幅下降。收入下降的主要原因是草甘膦价格大幅下降。2014 年杀虫剂业务收入约 16 亿元，占比约 54%。杀虫剂毛利率稳定在 20-25% 之间。2014 年除草剂业务收入约 11 亿元，占比约 39%。草甘膦毛利率预计降至 20% 左右。

表 1：扬农化工主要产品一览

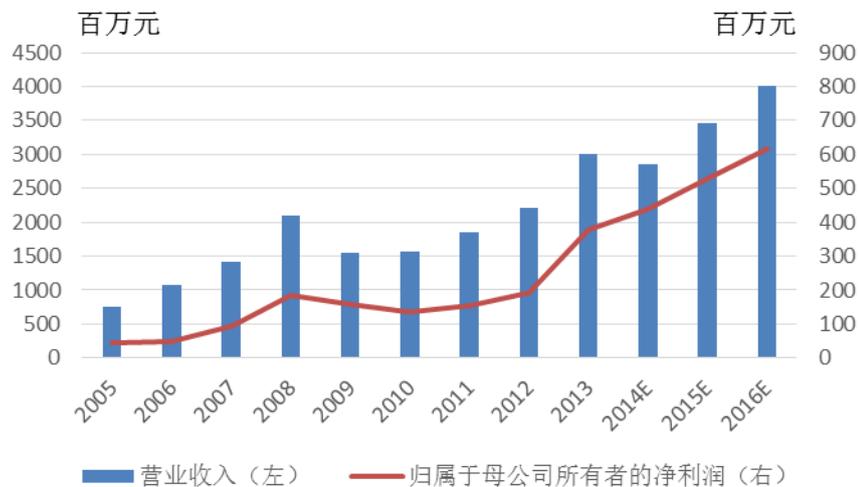
产品类别	主要产品
农用原药	草甘膦，麦草畏，高效氯氟氰菊酯，氯氟菊酯，联苯菊酯，氟氯氰菊酯，溴氯菊酯，四溴菊酯
农用制剂	4.5% 高效氯氟氰菊酯水乳剂，600 克/升吡虫啉悬浮种衣剂，10% 氯氟氰菊酯乳油，4.5% 高效氯氟氰菊酯乳油等
卫生原药	氯氟醚菊酯，氯烯炔菊酯，S-生物烯丙菊酯，氟硅菊酯等
卫生制剂	0.2% Es-生物丙烯菊酯蚊香，0.05% 氟虫氰杀蟑饵剂，0.05% 四氟醚菊

酯蚊香, 0.08% 四氟醚菊酯蚊香等。

资料来源: 公司网站

2010 年至 2013 年公司净利润增幅约 182%, 2014 年仍有望保持小幅增长。2010 年公司净利润 1.34 亿元, 至 2013 年增长至 3.78 亿元, 3 年增长幅度为 182%。公司净利润增长主要受益于草甘膦价格的回升, 以及菊酯产销规模的扩大。2014 年虽然草甘膦价格从高位滑落, 但公司通过理财收益、汇兑收益等弥补了草甘膦跌价带来的负面影响, 我们预计公司 2014 年净利润将超过 4 亿元, 继续保持同比增长。

图 2: 公司净利润稳步增长



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.2 股东结构多元, 获得国外投资机构认可

截至 2014 年 3 季度末, 扬农化工总股本 2.58 亿股。第一大股东为江苏扬农化工集团有限公司 (简称扬农集团), 持股比例为 36.17%。前十大股东合计持股 1.45 亿股, 占总股本的 56.07%。

公司前十大股东构成多元, 包括多家海外投资机构。除了控股股东扬农集团, 公司前十大股东还包括 4 支公募基金, 2 家产业投资公司, 3 家海外投资机构。海外机构既有政府投资局, 也有信托基金、保险公司。能吸引海外专业投资机构的入股, 从侧面体现出扬农化工的管理团队、经营业绩获得了海外机构的认可。

表 2: 2014 年 3 季度末前十大股东

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	江苏扬农化工集团有限公司	93,404,010	36.17
2	扬州福源化工科技有限公司	15,069,019	5.84
3	中国银行-嘉实稳健开放式证券投资基金	10,559,995	4.09
4	中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金	10,499,161	4.07

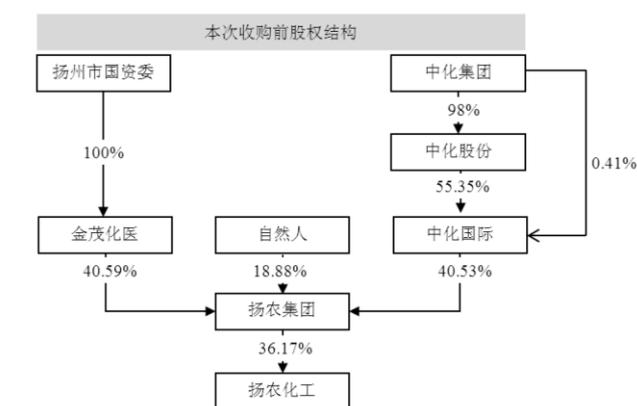
5	中国银行-易方达策略成长二号混合型证券投资基金	4,325,000	1.67
6	中国银行-易方达策略成长证券投资基金	4,300,000	1.67
7	扬州产业投资经营公司	1,740,804	0.67
8	科威特政府投资局-自有资金	1,713,793	0.66
9	BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	1,709,219	0.66
10	SUVA 瑞士国家工伤保险机构-自有资金	1,464,180	0.57
	合 计	144,785,181	56.07

资料来源：公司财报

1.3 中化集团成为实际控制人

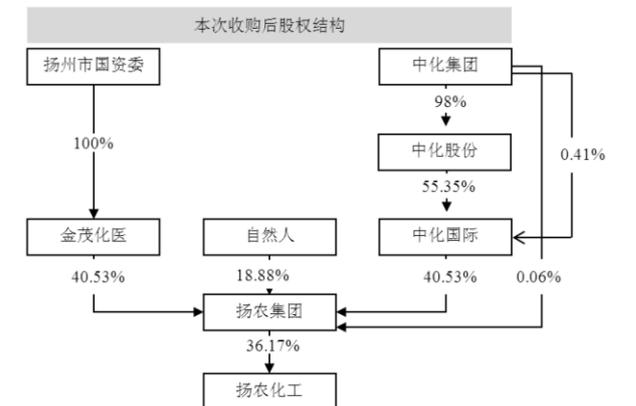
扬农集团第一大股东易主，中化集团成为扬农化工实际控制人。2014年6月，中化集团受让扬农集团0.06%股权，直接和间接合计持有扬农集团40.59%的股份，成为扬农集团第一大股东。由于扬农集团是公司的第一大股东，因此中化集团成为公司的实际控制人。

图 3：收购前股权结构



资料来源：公司公告

图 4：收购后股权结构



资料来源：公司公告

实际控制人变更短期影响较小，但长期利好公司发展。中化集团是大型央企，农药和化工是其主营业务之一。中化集团控股扬农集团主要目的是利用扬农集团的产业技术和研发实力，打造精细化工、农药的发展平台。

公告显示，中化集团在成为公司实际控制人之后12个月内（2014年6月-2015年6月）没有对公司主营业务进行改变或重大调整的计划。同时中化集团也做出了避免同业竞争的承诺。

中化集团除了扬农集团股权之外，还有4块农药资产。其中江山股份（600389.sh）业务与扬农化工存在重合，都生产草甘膦原药。另外3块农药资产主要包括农药制剂销售、选择性除草剂和杀菌剂的生产，与扬农化工的主营业务定位不同，也存在明显的差异。

我们预计在中化集团的远期规划中，扬农化工将定位于农药原药的研发和生产。借助中化集团遍布上下游的客户资源和销售网络，未来中化集团可能会引进一些专利品种让扬农化工进行生产，丰富公司的产品线。同时帮助公司与全球各大农药巨头建立起更加紧密的联系，促进公司原药产品的销售。借助中化集团，扬农化工在全球农药产

业链中的位置将更加稳固。

表 3：中化集团原有农药资产

序号	公司名称	农药业务
1	中化国际	代理销售孟山都农药产品，主要是制剂类
2	中化农化有限公司	生产除草剂和杀菌剂，其中除草剂为选择性除草剂，主要用于非转基因作物
3	中化宁波（集团）有限公司	农药制剂出口
4	江山股份	农药原药生产，主要产品为草甘膦原药

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 菊酯、草甘膦、麦草畏三大品种盈利向好

上文我们简单介绍了扬农化工主营业务的基本情况、股权结构等，下面我将进一步分析公司的菊酯、草甘膦业务，同时介绍前景较好的麦草畏业务。

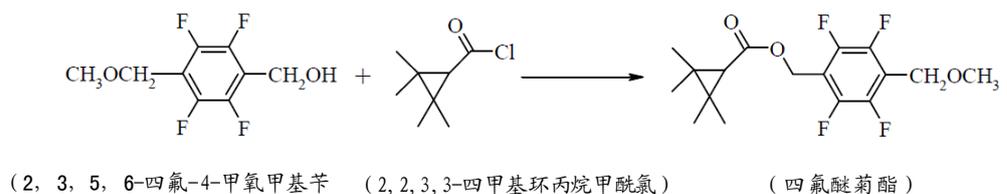
2.1 菊酯业务：产品链优势

菊酯类农药是农用农药的重要组成部分，也是卫生杀虫剂的主要成分，至今仍有新品种不断推出，该类杀虫剂以其优良的性能，在我国高毒农药的替代过程中得到进一步发展，具有良好的市场前景。

扬农化工拥有国内最完善的菊酯产业链，是极少数中间体完全自给而不依赖进口的菊酯生产企业。公司拥有关键中间体**贵亭酸甲酯**和**DV 菊酰氯**等的自有生产能力，完善的产业链配套有利于下游菊酯产品的研发和生产，使公司不断开发新产品，提升市场竞争力，同时获得良好的经济效益。

以**四氟醚菊酯**为例，该产品具有很强的触杀作用，对蚊虫有卓越的击倒效果，其杀虫毒力是右旋烯丙菊酯的 17 倍以上。**2, 3, 5, 6-四氟-4-甲氧甲基苄醇**和**2, 2, 3, 3-四甲基环丙烷甲酰氯**是生产四氟醚菊酯的关键中间体。经过自主研发，扬农化工掌握了上述 2 种关键中间体的生产工艺，因此在生产四氟醚菊酯时公司能做到核心原料自给，能更好的控制产品质量，在激烈的市场竞争中保证产品质量优势，同时具备成本优势。

图 5：四氟醚菊酯合成工艺



资料来源：《四氟醚菊酯的合成》

公司是菊酯领域双寡头之一，国内市场份额大。自上市以来菊酯就是公司核心产品，

2013年菊酯类产品占公司收入比重约50%。目前公司具备农用菊酯和卫生菊酯总产能超过8000吨/年。2013年菊酯类产品产销量在7600-7700吨左右。在菊酯领域公司与日本住友化学株式会社形成了双寡头的竞争格局。公司菊酯产品销售规模为国内第一，全球第二。在国内卫生菊酯市场，公司市占率约70%；在国内农用菊酯市场，公司市占率30%。

表 4：公司杀虫剂产销情况

	2011	2012	2013	
杀虫剂	产量	6,919	6,486	7,644
	销量	6,913	6,334	7,740
	库存量	171	324	228

资料来源：公司财报

菊酯竞争格局相对稳定，毛利率稳定在20%-25%之间。2010年至2013年，随着菊酯产销规模的增长，公司杀虫剂业务收入规模从9.1亿元增长至15亿元。我们认为在淘汰高毒农药的大趋势下，低毒的菊酯类杀虫剂仍有较大的增长空间，此外含氟拟除虫菊酯等产品在卫生领域的应用也将不断扩大。因此，我们继续看好公司菊酯业务在未来保持稳步增长，给公司贡献稳定的现金流和净利润。

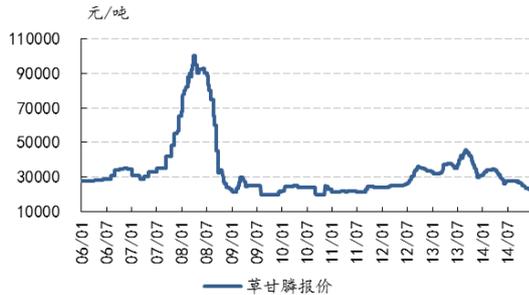
图 6：公司杀虫剂业务收入和毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 草甘膦业务：环保、技术优势

扬农化工草甘膦原药产能30000吨/年，目前处于满产状态。草甘膦是全球销售规模最大的除草剂，2012年全球市场规模就达到45.75亿美元，远高于第二大除草剂百草枯6.85亿美元的规模。公司草甘膦业务在行业内规模处于中游水平，但工艺路线、环保方面具有优势，另外公司采取“长协订单”的销售模式，保持了生产和销售的稳定，减弱了草甘膦价格波动带来的影响。

图 7：草甘膦价格波动具有明显周期性


资料来源：中华商务网

图 8：扬农化工草甘膦毛利率波动小于同行


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司草甘膦装置采用 IDA 法，工艺路线与国际接轨。当前草甘膦的工业生产方法主要有甘氨酸法和亚氨基二乙酸（IDA）法两种。我国大部分企业采用甘氨酸法，而以孟山都为代表的国际大厂则主要采用 IDA 法。扬农化工是国内少数采用 IDA 法的草甘膦企业之一。甘氨酸法的主要缺点是：工艺路线长；生产过程中使用大量有机溶剂，回收困难。IDA 法优点在于：流程简单，副产物少，产品质量稳定。IDA 法的不足之处在于，国内高浓度的氢氰酸供应不足，导致 IDA 法成本略高于甘氨酸法。综合来看，IDA 法优于甘氨酸法，一旦我国解决了上游原料氢氰酸的供应问题，IDA 法将逐步取代甘氨酸法成为草甘膦的主流生产工艺。扬农化工已经成功实现了 IDA 法的产业化，在技术方面处于领先地位。

公司草甘膦装置不但技术领先，而且在环保方面也是行业标杆，成为国内第一批通过环保核查的企业 4 家之一。公司一直以来都非常重视环保问题，每年投入大量人力物力改进生产工艺，提升装置的环保水平。据了解，公司每生产一吨草甘膦，环保支出约 4000 元，草甘膦装置一年的环保支出超过 1 亿元。2014 年 7 月环境保护部发布公告，公示了首批通过环保核查的草甘膦生产企业名单，子公司优士化学榜上有名。虽然当前草甘膦市场面临产能过剩的问题，但环保标准的日益提高，以及新《环保法》的实施，部分工艺技术落后、环保投入不足的中小企业将面临严峻的生存问题。

我们认为扬农化工的草甘膦装置工艺先进，环保标准高，虽然规模不大，但具有较强的市场竞争力。同时，公司草甘膦销售采取“长协订单”的销售方式，下游客户稳定，价格波动小，保证了公司获得较为稳定的利润。

表 5：第一批通过环保核查草甘膦生产企业名单

序号	企业名称	生产工艺	主要产品	所属上市公司
1	镇江江南化工有限公司（江苏）	甘氨酸法	草甘膦	新安股份（600596）
2	南通江山农药化工股份有限公司（江苏）	甘氨酸法，IDA 法	草甘膦，双甘膦	江山股份（600389）
3	江苏优士化学有限公司（江苏）	IDA 法	草甘膦，双甘膦	扬农化工（600486）
4	湖北泰盛化工有限公司（湖北）	甘氨酸法	草甘膦	兴发集团（600141）

资料来源：环境保护部公告，东兴证券研究所

2.3 麦草畏业务：新项目投产，盈利前景广阔

扬农化工除草剂业务最主要的产品除了草甘膦之外，另一个重要产品是麦草畏。麦草畏属安息香酸系除草剂，是一种高效内吸传导型的旱地选择性除草剂，主要用在玉米、小麦、大豆等作物领域。麦草畏药效好、用量少、成本低。麦草畏在土壤中能经微生物较快的分解而失效，故对环境无影响，更不会影响下茬作物，属于低毒高效的环保型农药。

2012 年开始，麦草畏消费增速加快，主要因为孟山都等加快了抗麦草畏转基因作物的推广。孟山都研制了转基因耐麦草畏大豆和棉花，分别名“Roundup Ready 2 Xtend”和“Bollgard II XtendFlex”。2012 年 11 月，耐麦草畏大豆“Roundup Ready 2 Xtend”已经获得加拿大批准。2015 年 1 月，美国农业部宣布解除对孟山都耐麦草畏性状技术 Roundup Ready 2 Xtend 大豆和 Bollgard II XtendFlex 棉花的管制。市场普遍预期，在孟山都等公司的大力推广下，耐麦草畏转基因作物的种植面积将大幅增长，受此影响麦草畏的使用量也将出现明显的增长。

表 6：孟山都等公司大力推动耐麦草畏转基因作物的种植

时间	公司	事件
2012 年 3 月	孟山都	孟山都将转基因耐麦草畏大豆商标定为 Roundup Ready2 Xtend，该品种对麦草畏和草甘膦均具有耐药性。
2012 年 4 月	孟山都、巴斯夫	孟山都和巴斯夫合作开发的低挥发性麦草畏制剂在美国申请登记。
2012 年 11 月	孟山都	孟山都耐麦草畏大豆 Roundup Ready2 Xtend 获得加拿大登记批准。
2013 年 3 月	孟山都	孟山都将转基因耐麦草畏棉花商标定为 Bollgard II XtendFlex，该品种对麦草畏和草甘膦均具有耐药性。
2013 年 4 月	孟山都、杜邦	杜邦获得孟山都在美国和加拿大地区的大豆技术专利。
2015 年 1 月	孟山都	美国农业部宣布解除对孟山都耐麦草畏性状技术 Roundup Ready 2 Xtend 大豆和 Bollgard II XtendFlex 棉花的管制。

资料来源：中国农药网

根据国际农药巨头推出的转基因品种来看，麦草畏和草甘膦复配混用是未来的发展方向。草甘膦是广谱性除草剂，而麦草畏是选择性除草剂，因此麦草畏具备杀草力强用量小的特点。将草甘膦和麦草畏复配可产生良好的除草性能。目前使用的麦草畏复配制剂中，麦草畏与草甘膦的比例为 1:3~1:9。目前全球草甘膦年消费量在 80-90 万吨，假设未来有 50%的草甘膦与麦草畏复配，复配比例为 1:9，则麦草畏的年需求量将达到 4.4-5 万吨。

2013 年全球麦草畏产能约 1.65 万吨，产销量约 1.3 万吨，市场规模在 2-3 亿美元左右。巴斯夫是目前全球最大的麦草畏供应商，拥有产能约 8000 吨。国内麦草畏生产商主要包括扬农化工、长青股份和升华拜克 3 家。扬农化工 2013 年麦草畏产能 1500 吨，2015 年新建的 5000 吨麦草畏产能即将投产，届时公司将成为国内最大的麦草畏供应商。

表 7：2013 年麦草畏产销情况

企业名称	2013 年设计产能（吨）	2013 年产销量（吨）
------	---------------	--------------

巴斯夫	8000	8000
先正达	2000	2000
Gharda	1000	500
扬农化工	1500	1500
长青股份	2000	0
升华拜克	2000	1000
	16500	13000

资料来源：东兴证券研究所

按照上文的假设，未来麦草畏需求将从 2013 的 1.3 万吨增长至 4.4-5 万吨，增长空间较大，这也是麦草畏引起各大农药企业关注的原因。2011 年以来麦草畏价格（含税，下同）逐年走高，2011 年均价约 10.4 万元/吨，到 2013 已经上升到 14.6 万元/吨，2014 年报价也稳定在 14 万元/吨左右。预计麦草畏原药的毛利率在 30% 左右，净利润约 15%，盈利能力较强。

3. 如东基地成为新增长点

3.1 一期项目 2015 年建成投产

2012 年底公司决定在如东沿海经济开发区投资 4 大项目（如东一期），建立新的生产基地，实现产品升级，使公司做大做强。如东一期项目总投资 6.14 亿元，其中固定资产投资约 5 亿元。项目包括贲亭酸甲酯、联苯菊酯、氟啶胺、麦草畏。

如东一期 4 大项目 2014 年底进入试生产阶段，2015 年有望贡献收入和利润。2013、2014 年公司将以如东一期作为工作重点，集中力量保证了项目的顺利推进。据了解，2014 年 12 月麦草畏等 4 个项目已经进入试生产阶段，预计能在 2015 年春季销售旺季来临之前实现生产。

表 8：如东一期项目一览

项目名称	产能（吨）	产品类别	预计投产日期
贲亭酸甲酯	1500	菊酯中间体	2015 年 1 季度
联苯菊酯	800	菊酯原药	2015 年 1 季度
氟啶胺	600	杀菌剂原药	2015 年 1 季度
麦草畏	5000	除草剂原药	2015 年 1 季度

资料来源：公司公告

我们测算如东一期全部建成后将贡献收入 10 亿元左右，预计该项目在 2015、2016 年分别贡献收入 5 亿元、10 亿元，是公司保持增长的有力保证。上述 5 个项目中，预计麦草畏对公司业绩贡献最大。按照当前麦草畏 14 万元/吨（含税价）计算，5000 吨/年项目完全投产后可贡献收入约 7 亿元。假设净利润率为 10%-15%，该项目可贡献净利润约 7000 万至 10500 万元。贲亭酸甲酯是菊酯的重要中间体，新产能的投产

将进一步提升公司在菊酯领域的一体化优势，为下游菊酯产品的放量和新产品研发打下坚实基础。另外，氟啶胺和抗倒酯分别是杀菌剂和植物生长调节剂，产品成熟、市场需求较好，这 2 个新项目的投产将丰富公司的产品线。

3.2 二期项目蓄势待发

如东一期项目即将完成，如东二期也已经开始起步。公开报道显示，2014 年 11 月 8 日，第八届中国如东沿海经济合作洽谈会在小洋口召开。扬农化工与如东沿海经济开发区签署了二期项目合作协议，为公司三次创业的持续推进奠定了坚实基础。据了解如东一期规划用地约 200 亩，如东二期规划用地约 350 亩。因此，我们预计如东二期项目的投资规模将大于一期。

图 9：如东县区位图



资料来源：互联网

4. 财务分析

4.1 杜邦分析

过去 10 年间公司 ROE 水平处于 10%-20% 区间, 杜邦分析表明公司经营稳健, 盈利能力稳中有升。过去 10 年间公司销售净利率稳步上升, 从 5% 上升至 15% 左右, 显示公司主要产品的盈利能力显著提升。公司资产周转率稳定在 0.7-1 区间, 表明公司收入规模与资产规模同步增长, 但经营效率并未出现明显提升。公司权益乘数从 2.5 降至 1.5, 表明公司资产负债率大幅下降, 资产负债表非常稳健。

图 10: 扬农化工杜邦分析



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

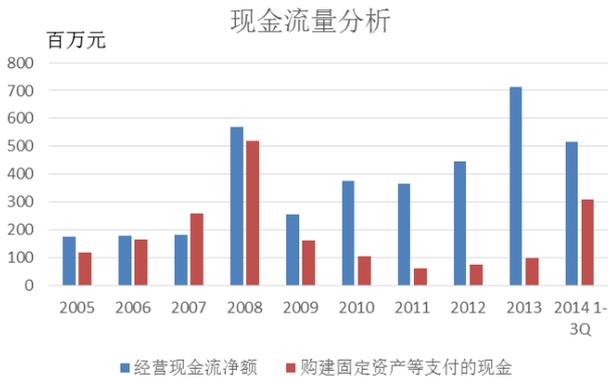
4.2 现金流

公司上市以来经营现金流净额始终为正, 表明公司创造现金能力强劲。分析公司现金流量表可以发现, 过去 10 年公司经营现金流净额均为正值, 其中 2008、2013 年经营现金流净额大幅提升主要得益于草甘膦价格大涨。剔除草甘膦价格波动的影响, 公司经营现金流净额呈现稳步上升的趋势。

固定资产投资方面, 公司在 2007、2008 年经历了一轮投资高峰, 2014 年开始又开启新一轮投资高峰。2007 至 2008 年, 公司投资建成了 3 万吨/年草甘膦、功夫菊酯、碳酸二甲酯等项目, 为 2009-2013 年业绩增长打下了坚实的基础。但从 2009 年开始, 受制于土地等因素, 公司放慢了投建了新项目的步伐。2014 年公司如东一期项目落地, 全年固定资产支出接近 4 亿元。目前, 公司已经和如东沿海经济开发区签署了二期项目的合作意向, 规划用地约 350 亩。充足的土地将为公司持续的成长提供空间。

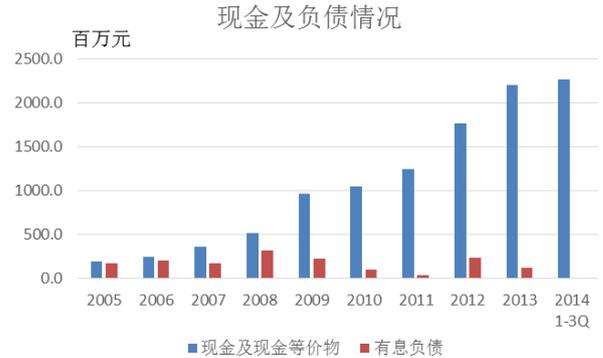
综合现金流入和流出情况, 公司创造现金能力强劲, 因此公司现金及现金等价物增长明显。截至 2014 年 3 季度末, 公司账上现金及现金等价物总额为 22.59 亿元, 占总资产的比重为 56.1%。在现金储备增长的同时, 公司有息负债不断下降, 直至为零。充足的现金储备提升了公司的抗风险能力, 也使公司无需融资即可投建新项目。

图 11：经营现金流充沛，资本支出增长明显



数据来源：公司年报、东兴证券研究所

图 12：现金储备丰富，有息负债归零



数据来源：公司年报、东兴证券研究所

我们认为从 2014 年开始公司将进入新一轮快速成长期，充足的土地储备和现金储备均有助于如东二期项目顺利推进。我们预计新项目的陆续投产将使公司在未来几年内保持 20%-30%左右的收入和利润增速。

5. 盈利预测及投资建议

扬农化工在菊酯和草甘膦领域具备很强的研发和生产能力，如东项目的建成标志着公司第二次创业即将迎来收获期，同时为公司未来的发展打下基础。另外公司经营稳健，现金流健康，具备长期的投资价值。

基于上文分析，我们判断 2015-2016 年公司杀虫剂、除草剂的产销量将保持稳步增长，而麦草畏等高附加值产品在收入中的占比有望从 6%左右上升至 17%，使公司整体的毛利率水平上一个台阶。

表 9：公司主要产品产销量预测

产品类别		2012	2013	2014E	2015E	2016E
杀虫剂	产量	6,486	7,644	7800	8000	8150
	销量	6,334	7,740	7800	8000	8150
	库存量	324	228	228	228	228
除草剂	产量	29,928	34,498	35000	38500	40000
	销量	29,919	34,618	35000	38500	40000
	库存量	211	92	92	92	92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

预计公司 2014 至 2016 年收入分别为 28.7 亿元，33.5 亿元和 38.1 亿元，年均增长约 5 亿元。预计 2014 至 2016 年综合毛利率分别为 23.1%，25%和 26.7%，净利润分别为 4.4 亿元，5.4 亿元和 6.7 亿元，对应 EPS 为 1.70 元，2.11 元和 2.60 元。

截至 2015 年 1 月 27 日，公司总市值为 90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20.5 倍，16.6 倍和 13.4 倍。考虑到公司未来几年较为确定的成长性，维持公司“强烈推荐”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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2347	2879	2797	3307	3668	营业收入	2219	3005	2872	3350	3810
货币资金	1596	1654	1580	1843	2096	营业成本	1820	2310	2208	2512	2792
应收账款	238	318	299	349	397	营业税金及附加	6	9	8	9	11
其他应收款	12	8	7	9	10	营业费用	20	25	24	28	34
预付款项	36	56	78	103	131	管理费用	145	197	190	221	251
存货	198	150	145	165	184	财务费用	-22	-4	-29	-5	-3
其他流动资产	170	546	533	581	627	资产减值损失	10.20	9.50	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	838	762	1248	1377	1756	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	0.00	10.20	60.00	70.00	80.00
固定资产	723.69	640.50	874.17	1107.88	1411.58	营业利润	240	468	526	649	800
无形资产	81	78	70	63	55	营业外收入	5.58	6.48	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	13.79	18.49	50.00	50.00	50.00
资产总计	3185	3641	4045	4684	5424	利润总额	232	456	516	639	790
流动负债合计	1079	1277	1278	1483	1686	所得税	32	65	77	96	119
短期借款	157	122	122	122	122	净利润	200	391	438	543	672
应付账款	514	609	575	654	727	少数股东损益	6	13	0	0	0
预收款项	111	85	143	210	286	归属母公司净利润	194	378	438	543	672
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	450	691	623	818	1001
非流动负债合计	85	7	7	7	7	BPS (元)	1.13	2.19	1.70	2.11	2.60
长期借款	75	0	0	0	0	主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1163	1284	1285	1490	1693	成长能力					
少数股东权益	62	68	68	68	68	营业收入增长	20.40%	35.42%	-4.41%	16.64%	13.73%
实收资本(或股	172	172	288	288	288	营业利润增长	45.70%	94.93%	12.33%	23.49%	23.28%
资本公积	850	850	850	850	850	归属于母公司净利	16.07%	23.94%	16.07%	23.94%	23.64%
未分配利润	794	1086	1327	1625	1995	获利能力					
归属母公司股	1960	2289	2692	3126	3664	毛利率(%)	17.95%	23.11%	23.12%	25.01%	26.73%
负债和所有者	3185	3641	4045	4684	5424	净利率(%)	9.00%	13.01%	15.26%	16.21%	17.63%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.09%	10.37%	10.84%	11.60%	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	9.90%	16.49%	16.28%	17.37%	18.33%
经营活动现金	445	712	499	684	836	偿债能力					
净利润	200	391	438	543	672	资产负债率(%)	37%	35%	32%	32%	
折旧摊销	232.82	226.60	0.00	174.12	204.12	流动比率					
财务费用	-22	-4	-29	-5	-3	速动比率					
应付账款的变	0	0	19	-50	-48	营运能力					
预收账款的变	0	0	57	67	76	总资产周转率	0.76	0.88	0.75	0.77	0.75
投资活动现金	-244	-462	-303	-414	-369	应收账款周转率	11	11	9	10	10
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.63	5.35	4.85	5.45	5.52
长期投资	0	0	-1	-2	-1	每股指标(元)					
投资收益	0	10	60	70	80	每股收益(最新摊	1.13	2.19	1.70	2.11	2.60
筹资活动现金	60	-174	301	-104	-131	每股净现金流(最	1.52	0.44	1.73	0.58	1.17
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	11.39	13.30	9.35	10.86	12.72
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	116	0	0	P/E	30.96	15.91	20.54	16.57	13.40
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.06	2.62	3.73	3.21	2.74
现金净增加额	261	76	497	166	336	EV/EBITDA	10.31	6.48	13.78	10.18	8.06

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有四年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、农药、精细化工等行业。

东兴证券基础化工小组获得“2014 年水晶球”基础化工行业第三名。

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。