

扬农化工 (600486)

看好明年农药行业景气复苏的优良投资标的

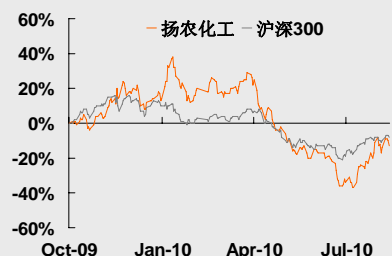
推荐 (首次)

现价: 25.27 元

主要数据

行业	化学农药制造业
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	扬州市国资委/19.10%
总股本(百万股)	172
流通 A 股(百万股)	172
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	43.51
流通 A 股市值(亿元)	43.51
每股净资产(元)	9.52
资产负债率(%)	37.2

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 菊酯类杀虫剂发展空间大

拟除虫菊酯杀虫剂是一类结构或生物活性类似天然除虫菊酯的仿生农药。目前,国外菊酯类杀虫剂占杀虫剂总用量的 20%,而我国这一比例为 12%,因此,我国菊酯类杀虫剂还有很大的发展空间。

■ 受恶劣天气影响小, 农用菊酯业务继续增长

今年恶劣天气对农用菊酯影响相对较小,这是因为农用菊酯主要应用的棉花、烟草、果树、茶树等经济作物,相比水稻等,受旱灾和水灾等影响相对较小。另外,菊酯作为高效低毒农药,行业内份额逐年提高,也推动公司农用菊酯业务继续增长。2010 年上半年,公司农用菊酯完成销售 2.9 亿元,同比增长 9.8%。

■ 受恶劣天气和非法侵权产品冲击, 卫生菊酯业务下滑

卫生菊酯业务下滑,一方面是因为恶劣天气减轻了虫害的发生量,另一方面是非法侵权产品的冲击。公司采取的应对措施是加大推介卫生菊酯新品种,但由于其药效好,同样的用量所替代老产品的量更多,使得卫生菊酯总体销量下降。2010 年上半年,公司卫生菊酯完成销售 3.1 亿元,同比下降 27.9%。

■ 成本加成定价机制保证草甘膦业务毛利率高于行业平均水平

由于产能严重过剩,国内草甘膦行业持续低迷。国外企业需要考虑持续稳定的供货能力,所以其更倾向于向公司等大企业采购草甘膦。公司草甘膦产品采取成本加成的定价方式销售给国外客户,2010 年上半年毛利率 10.6%,高于行业平均水平。我们预计公司未来草甘膦业务仍将保持适当稳定利润。

■ 看好明年农药行业景气复苏, 给予公司“推荐”评级

受低温冰冻、干旱、洪涝灾害影响,国内病虫害发生率下降,加上金融危机使得国外农作物种植面积减少、进口量下降,今年我国农药行业需求下降,价格下跌,行业景气低迷,我们预计,今年是农药行业最困难的一年。如果明年国内恶劣天气减少,市场需求上升,那么农药行业有望迎来景气复苏。公司是我国农药行业龙头企业,预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.94、1.17、1.44 元,对应前收盘价的动态市盈率分别为 27、22、18 倍,给予“推荐”投资评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2103	1544	1277	1420	1630
YoY(%)	48.5%	-26.6%	-17.3%	11.2%	14.8%
净利润(百万元)	193	158	162	201	249
YoY(%)	91.8%	-18.3%	3.0%	23.6%	24.0%
毛利率(%)	17.3%	21.6%	20.8%	22.4%	23.6%
净利率(%)	9.2%	10.2%	12.7%	14.1%	15.3%
ROE(%)	20.7%	10.2%	9.7%	10.9%	12.1%
EPS(摊薄/元)	1.12	0.92	0.94	1.17	1.44
P/E(倍)	22.5	27.6	26.8	21.7	17.5
P/B(倍)	4.7	2.8	2.6	2.4	2.1

一、菊酯类杀虫剂发展空间大

拟除虫菊酯杀虫剂是一类结构或生物活性类似天然除虫菊酯的仿生农药，它是在仿照天然除虫菊花有效成分及其化学结构的基础上发展起来的高效、安全、新型杀虫剂，具有杀虫广谱、低残留、对环境友好等优点。目前，国外菊酯类杀虫剂占杀虫剂总用量的 20%，而我国这一比例为 12%，因此，我国菊酯类杀虫剂还有很大的发展空间。

公司是国内菊酯类杀虫剂生产的龙头企业，产品包括农用菊酯和卫生用菊酯两大类。农用菊酯防治对象主要是棉花、大豆、烟草、玉米、蔬菜、果树、茶树等的各类害虫。卫生用菊酯应用领域主要是蚊香和气雾剂，其中国内整个蚊香市场所用的都是菊酯产品。

二、受恶劣天气影响小，农用菊酯业务继续增长

受恶劣气候影响（低温冰冻、干旱、洪涝等），今年虫害发生量减轻，农民种植物减产，农药市场用药量减少。但具体到农用菊酯，恶劣天气对其影响相对较小，这是因为农用菊酯主要应用的棉花、烟草、蔬菜、果树、茶树等经济作物，相比水稻等，受旱灾和水灾等影响相对较小。另外，菊酯作为高效低毒农药，行业内份额逐年提高，也推动公司农用菊酯业务继续增长。2010 年上半年，公司农用菊酯完成销售 2.9 亿元，同比增长 9.8%。

三、受恶劣天气和非法侵权产品冲击，卫生菊酯业务下滑

卫生菊酯业务下滑，一方面是因为恶劣天气减轻了虫害的发生量，另一方面是非法侵权产品的冲击。公司采取的应对措施是加大推介卫生菊酯新品种，但由于其药效好，同样的用量所替代老产品的量更多，使得卫生菊酯总体销量下降。2010 年上半年，公司卫生菊酯完成销售 3.1 亿元，同比下降 27.9%。

四、成本加成定价机制保证草甘膦毛利率高于行业平均水平

由于产能严重过剩，国内草甘膦行业持续低迷。国外企业需要考虑持续稳定的供货能力，所以其更倾向于向大企业（扬农化工、江山股份、新安股份等）采购草甘膦。公司草甘膦产品采取成本加成的定价方式销售给国外客户，2010 年上半年毛利率 10.6%，高于行业平均水平。

7 月 1 日起国家取消草甘膦出口退税，公司草甘膦成本有所上升，但公司成本加成定价机制将保证其草甘膦业务保持适当稳定利润。

五、出口基本保持平稳

国际市场在全球恶劣气候及国际金融危机的影响下，需求有所下降，特别是草甘膦等主要产品价格一直处于低位徘徊。通过重点维护好与国际跨国公司的战略合作，认真抓好草甘膦等重点产品的出口等措施，2010 年上半年公司自营出口 5.2 亿元，与去年同期基本持平。

六、公司营业收入下降，但综合毛利率提升

2010年上半年，受国内恶劣天气、金融危机导致的出口的量价下滑等影响，行业景气低迷，公司营业收入同比下滑 15.4%。但由于公司推出菊酯类新品种，毛利率较高，结构改善推动综合毛利率同比略增加 0.5 个百分点。

七、看好明年农药行业景气复苏，给予公司“推荐”评级

受低温冰冻、干旱、洪涝灾害影响，国内病虫害发生率下降，加上金融危机使得国外农作物种植面积减少、进口量下降，今年我国农药行业需求下降，价格下跌，行业景气低迷，我们预计，今年是农药行业最困难的一年。如果明年国内恶劣天气减少，市场需求上升，那么农药行业有望迎来景气复苏。公司是我国农药行业龙头企业，我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.94、1.17、1.44 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 27、22、18 倍，给予“推荐”的投资评级。

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1402	1535	1827	2219
现金	962	1165	1419	1754
应收账款	132	114	126	145
其他应收款	6	5	6	7
预付账款	19	20	22	25
存货	165	142	154	174
其他流动资产	118	89	99	114
非流动资产	1154	1112	1057	988
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1062	988	917	839
无形资产	78	78	78	78
其他非流动资产	14	45	62	71
资产总计	2556	2648	2884	3208
流动负债	941	889	953	1055
短期借款	212	180	180	180
应付账款	534	506	551	623
其他流动负债	195	203	222	252
非流动负债	16	20	20	20
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	6	10	10	10
负债合计	957	909	973	1075
少数股东权益	54	58	64	71
股本	132	172	172	172
资本公积	897	857	857	857
留存收益	498	634	800	1014
归属母公司股东权益	1545	1681	1847	2061
负债和股东权益	2556	2648	2884	3208

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	255	363	384	459
净利润	162	167	206	256
折旧摊销	170	154	167	181
财务费用	16	-11	-16	-22
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-104	53	25	42
其他经营现金流	11	-1	2	3
投资活动现金流	-162	-112	-112	-112
资本支出	162	112	112	112
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	344	-48	-18	-12
短期借款	-104	-32	0	0
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	15	40	0	0
资本公积增加	442	-40	0	0
其他筹资现金流	-21	-16	-18	-12
现金净增加额	428	203	254	335

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1544	1277	1420	1630
营业成本	1211	1011	1102	1246
营业税金及附加	3	2	2	2
营业费用	17	14	16	18
管理费用	114	66	74	85
财务费用	16	-11	-16	-22
资产减值损失	4	17	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	178	177	243	301
营业外收入	13	22	0	0
营业外支出	3	2	0	0
利润总额	188	197	243	301
所得税	26	29	36	45
净利润	162	167	206	256
少数股东损益	5	5	6	7
归属母公司净利润	158	162	201	249
EBITDA	364	321	393	460
EPS (元)	1.19	0.94	1.17	1.44

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入 (%)	-26.6%	-17.3%	11.2%	14.8%
营业利润 (%)	-14.0%	-0.6%	37.1%	24.0%
归属母公司股东权益 (%)	-18.3%	3.0%	23.6%	24.0%
获利能力				
毛利率 (%)	21.6%	20.8%	22.4%	23.6%
净利率 (%)				10.2%
ROE (%)	10.2%	9.7%	10.9%	12.1%
ROIC (%)	19.6%	18.5%	28.3%	41.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.5%	34.3%	33.7%	33.5%
净负债比率 (%)	23.2%	20.9%	19.5%	17.7%
流动比率	1.49	1.73	1.92	2.10
速动比率	1.31	1.57	1.75	1.94
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	12.0	9.2	10.5	10.7
应付账款周转率	2.3	1.9	2.1	2.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	0.94	1.17	1.44
每股经营现金流	1.48	2.11	2.23	2.67
每股净资产	8.97	9.76	10.73	11.97
估值比率				
P/E	27.6	26.8	21.7	17.5
P/B	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.1	11.4	9.3	8.0

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：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 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）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

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。客户并不能尽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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257