

公司研究

调研简报

维持评级：短期_推荐，长期_A

受益 2011 年需求回升的菊酯龙头

——扬农化工(600486)调研简报

核心观点

菊酯产品是公司业绩稳定的定心丸。公司拥有国内规模最大、配套最全的菊酯产业链，核心技术已与国际先进水平接近，产品包括农用菊酯和卫生用菊酯两大类。其中卫生菊酯是公司传统优势产品，市场占有率在70%左右。随着新产品的推出，产品结构优化，毛利率逐渐上升，目前接近30%。

农用菊酯是一种高效、低毒的农药品种，主要用于棉花、茶叶等经济作物。2007年我国全面禁用占我国农药总使用量的25%左右5种高毒有机磷农药，随着替代产品逐渐被认可，以菊酯类为代表的高效低毒农药的市场空间将逐步打开，农用菊酯占农用杀虫剂总量的比例预计由国内目前12%达到国际上20%的水平。目前的毛利率在23%左右。

菊酯产品占公司收入的60%左右，存在较强的刚性需求，价格基本保持稳定，利润空间波动幅度不大，保证了公司在同行业公司中保持较高收益水平。

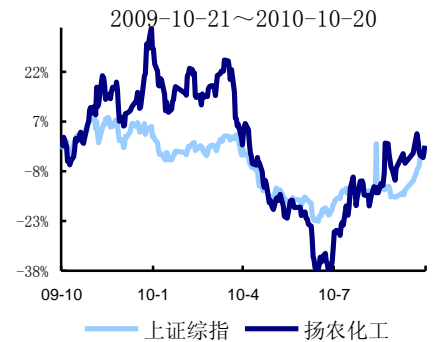
草甘膦产品毛利率行业内居前。公司采用二乙醇胺生产草甘膦，品质高于甘氨酸法产品，主要出口欧美等发达国家。2010年由于需求的降低，草甘膦销售价格回落至2.4-2.5万元之间，行业整体的毛利率水平出现下滑。但是公司10%的毛利率水平仍然处于行业前列。预计今年产量同比略有提高，但是销售额基本持平。由于产能过剩，需求降低，短期草甘膦价格基本在成本线附近，不排除触底回升的可能，而一些较小的生产厂家由于利润空间较低，逐渐退出市场，行业集中度加大，类似扬农化工等较大的供应商将获得较大的市场份额。

农药产业政策有利于龙头农药公司发展。2010年9月工信部公布了2010-2020年中国农药产业政策，具体包括控制总量、优化布局、提高创新能力、规范市场秩序等，行业新政策的实施将长期利好有技术优势、管理优势和规模优势的大型龙头企业。

大年预期强烈。2010年由于突发的天气异常状况，造成农药需求明显降低，农药行业进入第三个小年，打破2个小年一个大年的规律，同时洪涝等造成的粮食产量减少、土壤养分流失，预计将使得明后年的农产品需求出现增长，明年需求步入上行通道的概率较大。

维持公司“推荐-A”的评级。我们给予公司2010-2012年的每股收益分别为0.90元、1.15元和1.26元，最新股价25.08元，对应的动态市盈率分别为28倍、22倍和20倍，维持公司“推荐-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	17216.61
流通A股(万股)	17216.61
52周内股价区间(元)	16.06-48.63
总市值(亿元)	45.99
总资产(亿元)	25.56
每股净资产(元)	11.66

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,544	1,506	1,797	2,026
同比增速(%)	-27%	-2%	19%	13%
净利润(百万)	158	155	198	217
同比增速(%)	-14%	-2%	27%	10%
EPS(元)	0.92	0.90	1.15	1.26
P/E	27	28	22	20

研究员：刘斐

电话：010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号：S0940210080002

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 扬农化工盈利预测表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,544	1,506	1,797	2,026
营业收入	1,544	1,506	1,797	2,026
收入增长率	-27%	-2%	19%	13%
二、营业总成本	1,366	1,341	1,559	1,764
营业成本	1,211	1,203	1,401	1,593
毛利率	22%	20%	22%	21%
营业税金及附加	3	2	4	4
销售费用	17	23	22	25
管理费用	114	108	126	135
财务费用	16	5	5	6
资产减值损失	4.16	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	178	166	239	262
加: 营业外收入	13	22	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	0
五、利润总额	188	187	239	262
减: 所得税	26	28	36	39
六、净利润	162	159	203	223
减: 少数股东损益	4.70	4.20	5.20	6.20
归属母公司所有者净利润	158	155	198	217
七、每股收益:				
全面摊薄每股收益(元)	0.92	0.90	1.15	1.26

资料来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com