

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

扬农化工 (600486)

推荐 (维持)

09 年将稳定增长

2009 年 01 月 13 日

现价 25.21 元

张国君 石化行业研究员

021-62481784

zhangguojun@pasc.com.cn

付云峰 化工行业首席研究员

021-62481416

fuyf@pasc.com.cn

主要数据

行业	化学农药制造
公司代码	600486
公司网址	www.yngf.com
总股本(万股)	11700.00
流通股(万股)	7410.05
流通市值(百万)	1868.07
每股净资产(元)	7.72
净资产收益率(%)	12.07
总资产负债率(%)	53.74

相关研究报告

<<全年业绩无忧>>

<<新的利润增长点不断出现>>

独到见解

我们于近期调研了扬农化工，拜访了公司董秘吴孝举先生和证券事务代表任杰先生。

目前，有部分投资者担心公司 09 年业绩同比会出现下降。我们认为，凭借深厚的积累，公司盈利仍将维持增长。我们看好公司的长期发展潜力。

投资要点

- 1、卫生菊酯：稳定增长。**公司卫生菊酯国内市场占有率超过 70%，国际市场占有率超过 30%，主要国际竞争对手是日本住友化学。随着农村经济发展和农民人均收入水平提高，卫生菊酯市场也在逐年扩大。预计未来几年国内市场规模以每年 5% 的速度稳定增长。
- 2、农用菊酯：需求快速增长。**公司目前占国内市场 30% 份额，长期目标是占据同卫生菊酯一样的市场地位，即 70% 的市场份额。我们预计，2010 年底之前，农用菊酯市场有望保持快速增长。
- 3、草甘膦：行业已经见底，公司盈利稳定。**目前的草甘膦价格已跌至很多中小厂商的成本线以下，行业洗牌在所难免。我们预计 09 年产量在 2.5-3 万吨。如果需求回暖产量还将增加。
- 4、麦草畏：市场空间大，技术难度高。**麦草畏，又称百草敌，常用于小麦田防除一年生及多年生阔叶杂草。与草甘膦不同，麦田畏具有较高的技术和工艺壁垒，中小厂商较难掌握。我们预计，公司该产品 09 年产量将比 08 年有较大增长。
- 5、维持“推荐”评级。**扬农化工技术积淀深厚，产品储备丰富。公司并且经营稳健，在国内外具有强大的竞争力。我们非常看好公司的发展前景。我们将公司 08 年业绩预测从 1.60 元调高至 1.68 元，将 09 年业绩预测从 2.40 元调降至 1.97 元，维持“推荐”评级。

风险提示



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	751.92	1017.24	1415.89	1963.90	2510.70	3260.60
净利润(百万)	42.94	47.62	92.40	196.20	230.10	317.10
净利润增长率(%)	27.39	10.89	94.05	98.10	17.30	37.90
每股盈利(元)	0.43	0.48	0.79	1.68	1.97	2.71
市盈率(倍)	15.74	20.41	39.91	15.01	12.80	9.30
股息(元)	0.00	0.20	0.20	-	-	-
股息率(%)	0.00	2.06	0.63	-	-	-

目 录

一、卫生菊酯：稳定增长	3
二、农用菊酯：需求快速增长	3
三、草甘膦：行业已经见底，公司盈利稳定	4
四、麦草畏：市场空间大，技术难度高	5
五、估值和评级	6

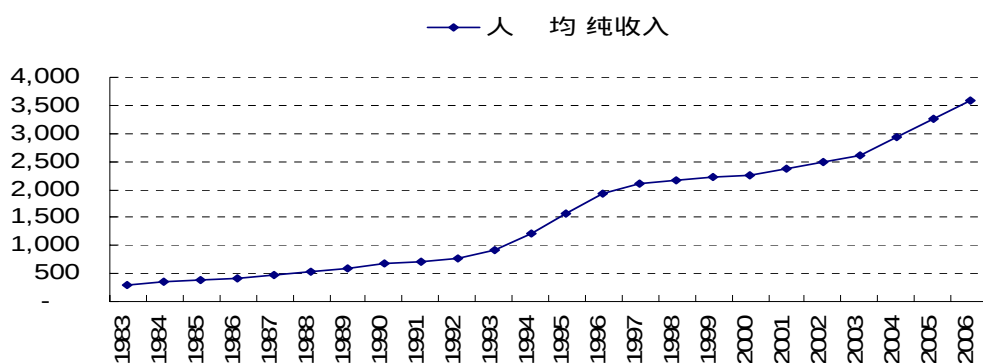
一、卫生菊酯：稳定增长

公司卫生菊酯国内市场占有率超过70%，国际市场占有率超过30%，主要国际竞争对手是日本住友化学。

目前，城市环境卫生及家庭卫生仍是卫生用杀虫剂的主要市场，但随着农村经济发展和农民人均收入水平提高，卫生菊酯市场也在逐年扩大。预计未来几年国内市场规模以每年5%的速度稳定增长。

图表1 农村人均纯收入

单位：元



资料来源：农业部

海外市场，特别是人口大国印度，地处热带，气候潮湿，容易滋生蚊虫，也将是卫生菊酯潜力较大的市场。公司正在加快拓展海外市场的力度。

由于市场需求稳定，加上公司有很强的议价能力，卫生菊酯价格总体变化不大。

二、农用菊酯：需求快速增长

拟除虫菊酯在农业上的防治对象主要是棉花、大豆、烟草、玉米、蔬菜、果树、茶树等经济作物的各类害虫。菊酯类杀虫剂占全球农用杀虫剂市场份额超过20%，主要品种包括氯氰系列、氰戊系列、百树、联苯、溴氰、甲氰及氯菊酯等。主要国外生产商有Bayer、Dow AgroScience、DuPont、FMC、Syngenta和Valent/Sumitomo等公司。

公司目前占国内市场30%份额，长期目标是达到同卫生菊酯一样的市场地位，即占70%的市场份额。

高毒有机磷农药退出市场为其他高效低毒杀虫剂让出了巨大的市场空间。五种高毒农药使用量占国内农药总使用量的1/4左右。我们预计，2010年底之前，农用菊酯市场有望保持快速增长。目前国内菊酯使用量在杀虫剂中所占比重只有10%，与全球超过20%相比还有较大提升空间。

图表2 2007 年以来国家鼓励发展高效低毒农药相关政策

时间	政府部门	文件	主要内容
08.1.23	国家环保总局 农业部 海关总署	2008年第7号公告	规定自2008年2月1日起,将甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺这5种高毒有机磷农药列入《中国严格限制进出口有毒化学品目录》(第二批),按照《化学品首次进口及有毒化学品进出口环境管理规定》的要求管理,不再实行《进出口农药登记证明》管理
08.1.9	发改委 农业部 国家工商总局 等6部委	联合发布公告	规定自公告发布之日起,废止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺的农药产品登记证、生产许可证和生产批准证书,禁止5种高毒农药在国内的生产、流通,禁止5种高毒农药在国内以单独或与其他物质混合等形式的使用
07.5.21	国家环保总局	《关于加强农村环境保护工作的意见》	鼓励使用生物农药或高效、低毒、低残留农药,推广作物病虫害综合防治和生物防治

资料来源：平安证券综合研究所

农用菊酯的另一大发展机遇是在水稻田的应用。目前水稻田养鱼虾日益减少,加上公司已基本解决菊酯对鱼虾高毒的问题。未来农用菊酯在水稻田的应用还有很大空间。

由于农用菊酯需求旺盛,加上近期部分原材料价格上涨幅度较大,农用菊酯价格不仅没有下降,相反还出现小幅上涨。

三、草甘膦：行业已经见底，公司盈利稳定

近年来,由于能源价格不断走高,全球生物能源需求大增,转基因玉米和大豆种植面积不断扩大,导致草甘膦需求不断增加。06年全球转基因作物种植面积首次突破1亿公顷,比05年增加了13%,达到1.02亿公顷;种植转基因作物的国家增加到22个。ISAAA预测,到2015年,将有约40个国家的2,000万以上的农民种植2亿公顷转基因作物。

图表3 全球转基因作物面积

单位：百万公顷

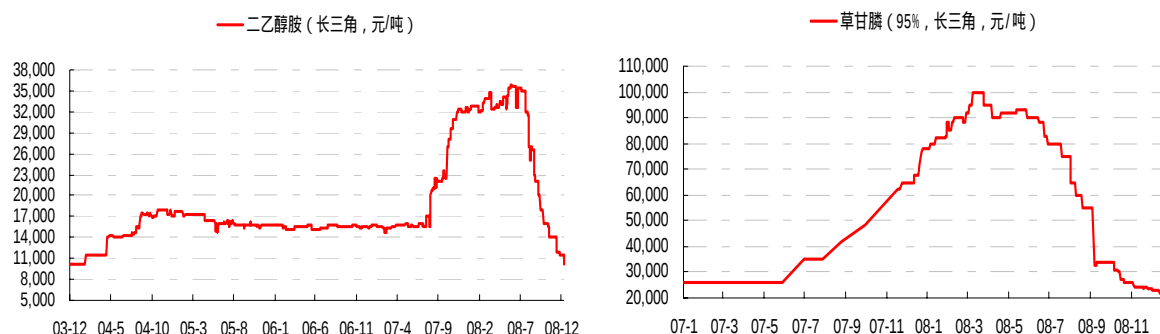


资料来源：Clive James 2008

我们预计,2010前草甘膦消费量年均增长10%以上,2010年全球草甘膦消费量将达到80万吨,而2006年这一数字是53万吨。

由于需求增速超过供应增速,草甘膦价格自07年6月开始大幅上涨,从2.6万元/吨最高涨至10万元/吨。高额利润刺激了行业内外企业纷纷投资草甘膦项目,使08年6月以后草甘膦价格持续下滑,目前已降至2.15万元/吨。

图表4 二乙醇胺和草甘膦价格走势



资料来源：中国化工在线、平安证券

图表5 二乙醇胺和草甘膦价格

化工原料 和产品	当前价格 (万元/吨)	变化率			
		1 周	4 周	26 周	52 周
二乙醇胺	1.01	12.17%	-27.86%	-71.63%	-68.44%
草甘膦	2.15	-2.27%	-10.42%	-74.10%	-72.44%

资料来源：中国化工在线、平安证券

目前草甘膦价格已跌至很多中小厂商的成本线以下，行业洗牌在所难免，这有利于该行业长远发展，有利于扬农等大厂商。

公司08年草甘膦产量在1万吨左右，我们预计09年产量在2.5~3万吨。如果需求回暖产量还将增加。公司与国外客户订价模式为成本加合理利润率，环保投入也在成本考虑范围内。公司草甘膦售价在市场价格最高时并未完全跟随市场，而是注重稳定供应，赢得了客户信任，因此在行业困难时售价也高于市场均价。我们预计草甘膦利润09年同比仍将增加。

四、麦草畏：市场空间大，技术难度高

麦草畏，又称百草敌，常用于小麦田防除一年生及多年生阔叶杂草，如猪殃殃、藜、播娘蒿、荠菜等。该药属内吸传导型除草剂，喷洒在杂草上以后能很快被茎叶吸收，落入土壤中的药物也能被杂草的根吸收，阻碍植物激素的正常活动使植物死亡。

与草甘膦不同，麦田畏具有较高的技术和工艺壁垒，中小厂商较难掌握。

全球范围内，麦草畏的生产主要集中在德国BASF公司，国内生产商主要是浙江升华拜克和扬农化工，产品主要出口。目前该品种全球每年消费约8,000吨，成长较快，并且跨国公司正在推广相应转基因种子，未来市场空间很大。公司拥有1,000吨麦草畏产能，08年产量较小，主要原因是国外登记速度较慢，影响了出口。我们预计，该产品09年产量将比08年有较大增长。

五、估值和评级

在目前宏观经济前景不确定的情况下，农药作为具有刚性需求的支农行业，需求仍将稳步增长。扬农化工技术积淀深厚，产品储备丰富。公司并且经营稳健，在国内外具有强大的竞争力。我们非常看好公司的发展前景。

我们将公司08年业绩预测从1.60元调高至1.68元，将09年业绩预测从2.40元调降至1.97元，维持“推荐”评级。

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
主营业务收入	751.92	1017.24	1415.89	1963.90	2510.70	3260.60
主营业务利润	123.20	147.77	213.55	315.20	381.00	511.50
投资收益	0.08	5.31	0.04	1.80	2.40	1.40
财务费用	8.42	4.62	17.29	19.60	25.10	32.60
管理费用	14.01	24.65	24.01	58.90	75.30	97.80
销售费用	1.43	0.71	2.14	19.60	25.10	32.60
所得税	42.94	47.62	92.40	34.80	40.80	56.20
少数股东损益	0.00	0.70	2.10	0.80	0.90	1.30
净利润	42.94	52.90	99.10	196.20	230.10	317.10

资产负债表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
短期投资	1.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	-121.20	139.60	318.70	453.00	-593.10
固定资产合计	462.23	483.02	657.87	1006.00	1159.30	1202.80
其他长期资产	0.00	3.90	13.20	5.90	7.70	8.90
资产总计	1009.73	1201.94	1619.35	2104.00	2437.00	2802.10
其他流动负债	0.00	3.10	1.37	0.70	0.90	0.70
流动负债合计	485.27	638.92	760.69	1069.20	1196.30	1266.70
其他长期负债	0.00	11.80	0.00	7.90	6.60	4.80
长期负债合计	126.80	116.62	72.10	75.20	74.70	74.00
少数股东权益	6.87	7.58	21.07	21.90	22.80	24.10
股东权益合计	390.80	438.82	765.50	959.70	1166.00	1461.40
负债及股东权益合	1009.73	1201.94	1619.35	2104.00	2437.00	2802.10

现金流量表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	174.55	179.77	181.28	146.60	329.80	405.90
投资活动产生的现金流量净额	-117.29	-157.46	-221.00	-597.40	-208.40	-171.20
筹资活动产生的现金流量净额	30.33	64.31	161.31	293.60	-66.70	-159.80
现金及现金等价物净增加额	86.22	85.55	112.78	-157.20	54.70	75.00

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257