

郑方铤 兴业证券 化工行业研究员 (021-38565947)

扬农化工 (600486, ¥ 32.34, 推荐) 股价异动点评:
增长潜力远未释放, 价值低估依然明显

作为我们长期重点跟踪的农药行业上市公司, 扬农化工 (600486) 近期二级市场表现优异, 最近3周的涨幅达到33%, 截至2月4日收盘, 股价已经较08年11月的低点15.05元上涨115%, 距08年2月的历史高点48.85元也仅有34%的距离。

点评:

扬农化工是我国自主创新型农药企业的代表, 无论从经营能力、技术壁垒还是产品储备上, 都是农药行业上市公司中的佼佼者。公司除了在传统的卫生菊酯和农用菊酯领域拥有市场主导权之外, 08年起稳步拓展除草剂市场, 并即将精选产品进入杀菌剂市场, 成为抗风险能力更为突出的综合性农药企业。

我们认为, 扬农化工近期的市场表现说明其投资价值逐渐被更多的投资者所认可, 但是公司的业绩增长潜力还远未释放, 价值低估依然明显。主要理由如下:

1、超群的技术研发能力和丰富的产品储备。

扬农化工70年代即成为国家菊酯类农药的技术研发基地, 拥有优秀的技术人员群体, 在农药产品研发上具有丰富的经验, 除了菊酯类农药及中间体之外, 公司先后在草甘膦、麦草畏、吡啶及其下游农药产品、杀菌剂等领域开发和掌握了一系列农药合成技术, 形成丰富的各梯队产品储备, 确保未来各年新产品的推出和利润增长点层出不穷。

我们在农药行业深度报告 (2008年3月) 中曾指出, 技术能力是农药原药企业确立长期竞争优势的首要因素。扬农化工超群的技术实力使其在行业竞争中处于非常有利的地位。

2、极为稳健的会计政策导致真实盈利能力被长期低估。

扬农化工的会计政策极为保守, 因此财务报表的业绩低估了其真实盈利能力。例如, 近几年扬农化工的固定资产折旧比率基本在11%左右, 而农药行业平均水平仅为5.5%。我们估计, 若扬农化工采用行业平均水平的会计政策, 其报表经营业绩将比当前水平增加50%以上 (这一点从公司每年远高于净利润的经营性现金流上可以得到印证)。

3、突出的经营能力

产品研发、项目建设和投产的节奏、主导产品菊酯的保守性定价、以及08年新上马的草甘膦项目成本加利润的定价模式都反映了管理层立足长远的经营思路和优秀的执行力。这方面最新的例子是近期被市场所关注的乙腈产品:

乙腈是一种用途广泛的医药和农药中间体, 中国年消费量2.7万吨。该产品的主要来源是生产石化产品丙烯腈过程中的副产物。08年以来, 由于丙烯腈下游化纤和纺织行业低迷, 全球丙烯腈产能大量停产, 导致乙腈短缺严重, 其价格从08年初的1.75万元一路逆市涨到09年1月的12万元/吨。由于对作为菊酯原料的乙腈供给脆弱性的预见, 扬农化工此前已开发出乙腈合成技术, 拥有相应的乙腈产能以满足下游产品生产需要, 因此公司成为乙腈涨价的实质受益者。

虽然乙腈对公司利润的提升作用有其限度, 并且主要为一次性贡献, 但从中反映出扬农化工管理层对行业竞争格局的深刻理解。

除前文所提的长期判断外, 公司近两年的利润增长点包括: (1) 09年上半年3万吨草甘膦产能的投产 (以销定产, 主要采取成本加利润定价); (2) 公司1月17日公告, 母公司被认定为高新技术企业, 享受15%所得税率, 从而对09年起的利润有提升作用; (3) 公司的杀菌

剂产品在积极开发中，快则09年，慢则10年即能贡献利润；（4）先正达正在开发的抗麦草畏转基因种子已经有实质进展，因此麦草畏市场有潜在的大幅增长的可能。

业绩预测：我们假设公司于2009年增发2600万股，募集资金3.9亿元，总股本扩大至1.43亿股。在此前提下，我们暂时维持公司08、09、10年EPS分别为1.67、1.85、2.36元的较为保守的预测。并将根据公司信息披露的情况，实时对盈利预测进行调整。

考虑到公司业绩增长的确定性、突出的竞争优势、以及随着向综合性农药企业转型所带来的广阔成长空间，我们认为，扬农化工的价值依然被明显低估，公司股价创历史新高只是时间问题。维持“推荐”的投资评级。

附录：相关报告

《扬农化工－即将进入利润快增期》，2007.12.07

《扬农化工调研报告－业绩即将爆发的菊酯龙头》，2007.12.18

《扬农化工 2007 年报点评－核心业务发展势头良好》，2008.03.04

《技术与整合——中国农药行业投资路线》，2008.03.26

《扬农化工－新的起点，新的发展》，2008.04.17

《扬农化工 2008 中报点评－盈利多点开花，转型初见成效》，2008.08.26

《扬农化工－抵御周期波动的优良品种》，2008.09.26

《扬农化工 2008 年 3 季报点评－高质量的盈利增长》，2008.10.28

《农药行业－孟山都季报远超预期，农药需求前景良好》，2009.01.08