

具有改革前景的高成长低估值农药龙头企业

公司简报

◆南通项目投产将拉开公司新一轮业绩快速增长序幕

南通项目是公司上市以来的第二次大规模固定资产投资，一期固定资产投资 5 亿元左右，建设 5000 吨/年麦草畏等 4 种农药原药及相关中间体，我们预计满产后总收入超 8 亿元，净利率 15%，贡献 1.2 亿元以上的净利润，预计 15 年初建成投产。截止 14 年三季报，公司在建工程 2.4 亿元，整体建设进度符合我们的预期。南通项目一期占地 200 亩，周边仍有较多土地可供利用，未来有进一步发展的空间

◆混合所有制改革有望率先突破

公司控股股东扬农集团已是标准的混合所有制股权结构，在国企改革的大背景下，目前的股权结构有利于大股东及公司管理层调整发展战略，做大做强市值。扬农集团母公司中化国际正将农药和精细化工领域作为重点发展方向，而扬农集团和公司是中化国际该领域最优质的生产平台，因此公司有望迎来快速发展期。

◆原有业务现金流稳定，未来发展有资金保障

公司菊酯产品种类齐全，正通过不断推广新产品以巩固市场地位，盈利以及现金流都较为稳定；草甘膦通过长单降低价格波动风险；总体上看公司净利润和经营性现金流稳中有升，每年稳定贡献至少 5 亿元经营性现金净流入，再加上目前公司现金 20 亿元左右，资产负债率 34%，未来持续投资的能力较强。

◆上调至“买入”评级

目前公司正进入二次腾飞的起点：（1）明年年初南通项目建成将拉开公司新一轮业绩快速增长的序幕；（2）控股股东现有的股权结构有利于公司业务在国企改革中率先实现突破，公司上下的利益和目标将更为一致，实际控制人中化国际也有将公司做大做强的动力和能力；（3）原有业务现金流稳定，为公司未来的发展提供资金保障。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.60 元、2.09 元和 2.53 元，目前股价对应 PE 分别为 16x、13x 和 10x，上调至“买入”评级。

◆风险提示：南通项目进度不达预期的风险

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,219	3,005	2,909	3,603	4,008
营业收入增长率	20.40%	35.42%	-3.18%	23.84%	11.25%
净利润 (百万元)	194	378	414	540	654
净利润增长率	26.26%	94.57%	9.66%	30.40%	21.19%
EPS (元)	0.75	1.46	1.60	2.09	2.53
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.90%	16.49%	15.53%	17.55%	18.36%
P/E	35	18	16	13	10

买入 (上调)

当前价/目标价：26.23/32.00 元

目标期限：6 个月

分析师

毛伟 (执业证书编号：S0930513080003)

021-22169329

maowei@ebsec.com

联系人

孙惠成

021-22169106

sunhuicheng@ebsec.com

市场数据

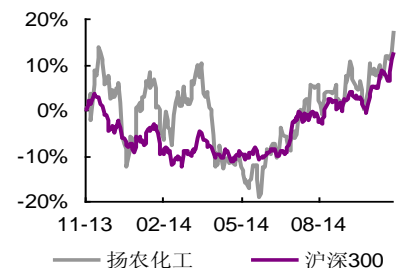
总股本(亿股)：2.58

总市值(亿元)：67.74

一年最低/最高(元)：17.98/39.56

近 3 月换手率：97.42%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.98	-3.15	4.96
绝对	16.32	11.48	17.39

相关研报

南通项目建设不断推进

..... 2014-10-28

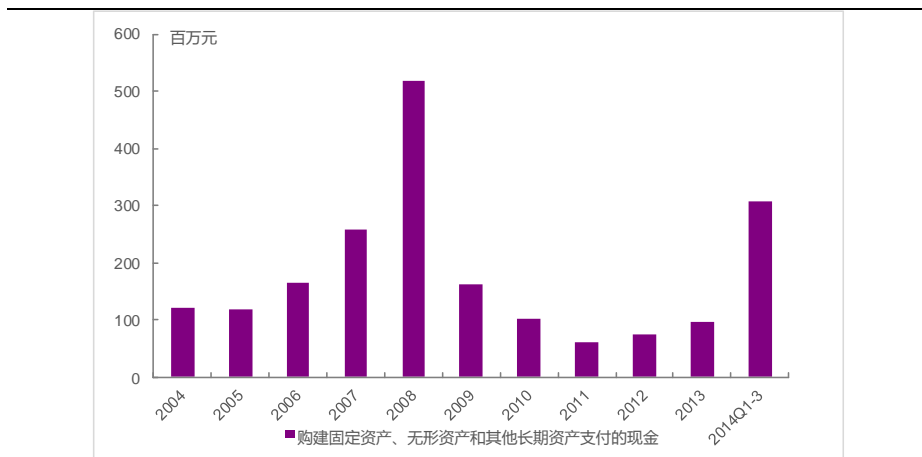
除草剂盈利提升推动公司业绩超预期

..... 2014-08-26

1、南通项目投产将拉开公司新一轮业绩快速增长序幕

南通项目是公司上市以来的第二次大规模固定资产投资，一期固定资产总投资 5 亿元左右，建设 5000 吨/年麦草畏、5000 吨/年贵亭酸甲酯、800 吨/年联苯菊酯和 600 吨/年氟啶胺。

图 1：公司固定资产投资情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前麦草畏供给约在 1.4 万吨左右，供需略显偏紧，按目前市场价 14 万元/吨（含税）计算，吨毛利可达 3 万元/吨左右；近期相关转基因作物推广进度较为顺利，9 月美国农业部拟批准孟山都抗麦草畏转基因大豆和棉花的推广，意味着影响麦草畏需求放量的最大不确定因素消除，15-16 年麦草畏需求有望迎来快速增长；目前麦草畏大部分产能仍掌握在巴斯夫、先正达等国外大厂手中，扩产相对比较确定的是扬农化工、长青股份和巴斯夫，大厂对产能扩张的掌控力相对较强，加上麦草畏本身具有一定壁垒，因此行业产能扩张相对较为有序，麦草畏的盈利水平有望保持相对稳定。

表 1：全球麦草畏产能情况（单位：千吨/年）

	2014	2015E	2016E
BASF	5	5	10
先正达	2	2	2
Gharda	1	1	1
升华拜克	1.5	1.5	1.5
扬农化工	2	5	5
好收成韦恩	0.5	0.5	0.5
长青股份	2	2	2
总计	14	17	22

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

贵亭酸甲酯是合成菊酯最为重要的中间体之一，国内供应相对有限，是公司菊酯业务保持领先地位和稳定盈利的核心优势之一。南通项目一期为 5000 吨/年贵亭酸甲酯配套 800 吨/年联苯菊酯，贵亭酸甲酯产能有富余，后续还有继续配套菊酯产能的空间。

氟啶胺是石原工业开发的杀菌剂，市场规模 1 亿美元左右，产品生命周期还处于上升推广阶段，因此产品的销量和盈利能力都相对比较乐观。

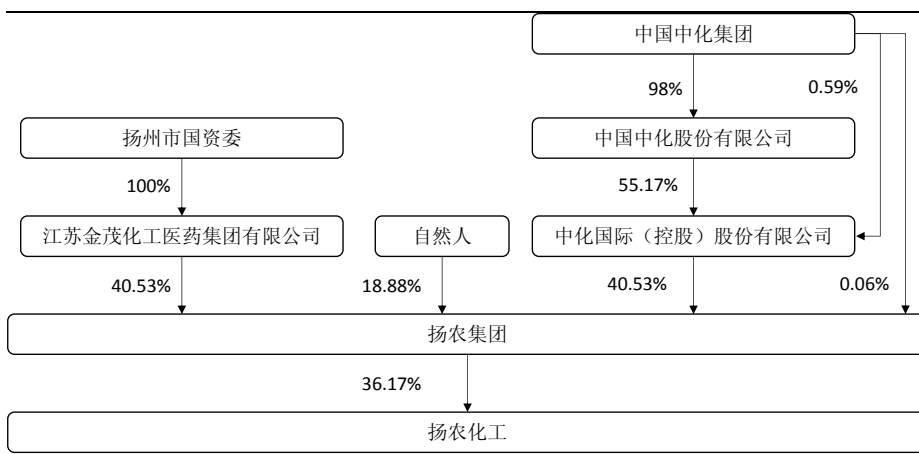
我们预计满产后总收入超过 8 亿元，净利率 15%，贡献 1.2 亿元以上的净利润，预计 15 年初建成投产。截止 14 年三季报，公司在建工程 2.4 亿元，整体建设进度符合我们的预期。

南通项目一期占地 200 亩，周边仍有较多土地可供利用，未来通过持续投资推动公司业绩持续增长的空间较大。

2、混合所有制改革有望率先突破

公司控股股东扬农集团已是标准的混合所有制股权结构，在国企改革的大背景下，目前的股权结构有利于大股东及公司管理层调整发展战略，做大做强市值。

图 2：扬农化工股权结构



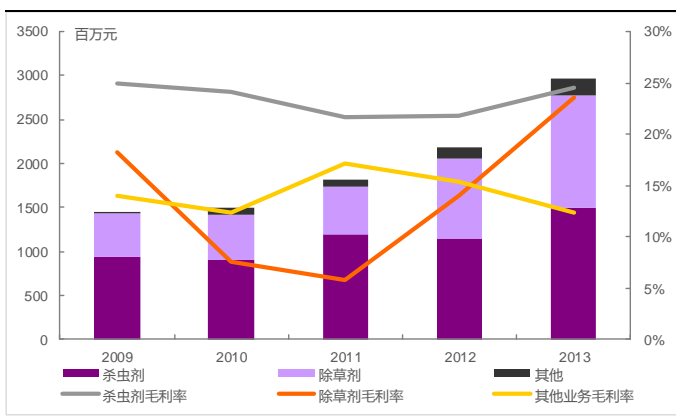
资料来源：公司公告，光大证券研究所

扬农集团母公司中化国际正将农药和精细化工领域作为重点发展方向，而扬农集团和公司在苯的氯化硝化系列产品、农用和卫生用菊酯、环氧氯丙烷等领域具有领先的市场地位和全球影响力，是中化国际在农药和精细化工领域最优质的生产平台，因此公司未来的发展极具想象空间，有望迎来快速发展期。

3、原有业务现金流稳定，未来发展有资金保障

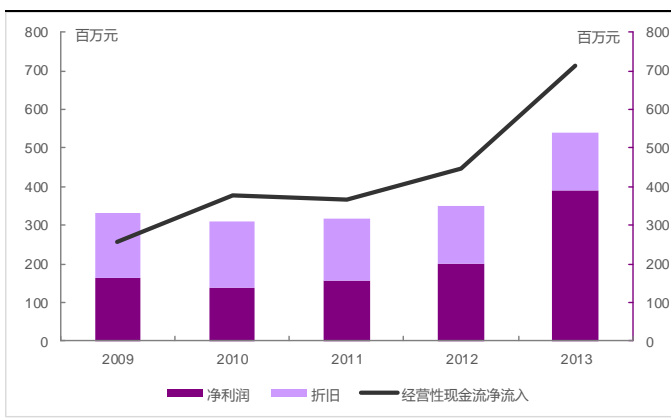
公司原有业务主要为杀虫剂（菊酯）和除草剂（草甘膦和麦草畏）。菊酯业务的收入和盈利水平相对稳定；除草剂业务收入和盈利水平增长较快，主要是草甘膦价格上涨以及新增麦草畏产能释放，总体上看公司的盈利水平较为稳定；每年公司的经营性现金净流入都显著高于净利润，主要是公司折旧年限相对较低导致每年的折旧较大，因此公司的现金流情况相对较好。

图 3：公司收入结构及相应的毛利率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：经营性现金流显著高于净利润

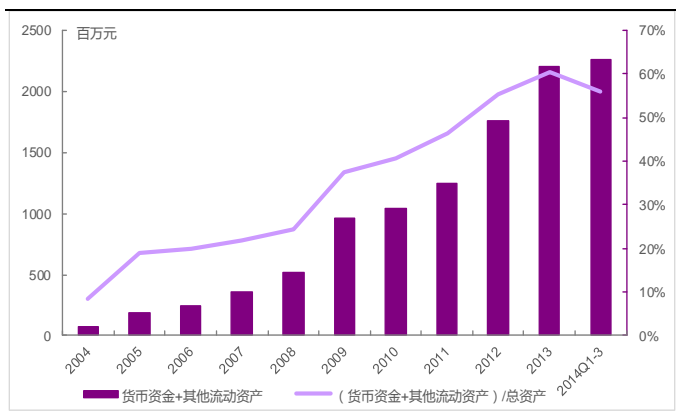


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司的菊酯业务已经形成两大系列，30 多个品种的产品群。国内菊酯市场相对稳定，公司的优势在于（1）不断推广新产品以巩固市场地位，同时保证平均盈利水平维持稳定；（2）关键中间体实现自产，一体化优势提升市场竞争力，同时通过控制一般性产品价格来抑制竞争对手发展；此外，公司也在积极拓展海外市场。总的来说，公司菊酯业务的龙头地位不断巩固，毛利率有望保持在 20% 以上，为公司的发展提供稳定现金流。草甘膦业务属于弹性品种，通过长单降低价格波动风险。

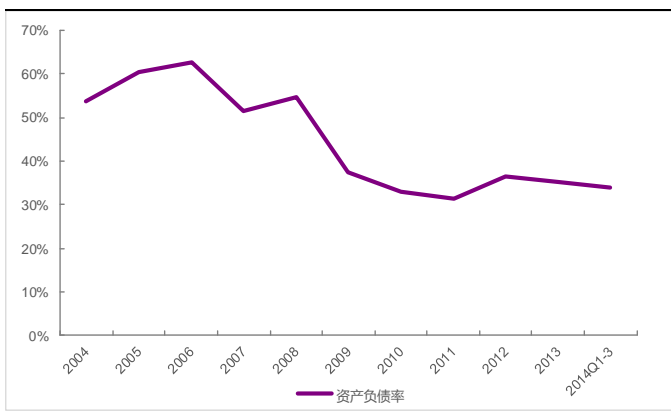
公司净利润和经营性现金流稳中有升，每年稳定贡献至少 5 亿元经营性现金净流入，再加上目前公司现金 20 亿元左右，资产负债率 34%，未来持续投资的能力较强。

图 5：公司的现金十分充裕



资料来源：公司公告，光大证券研究所

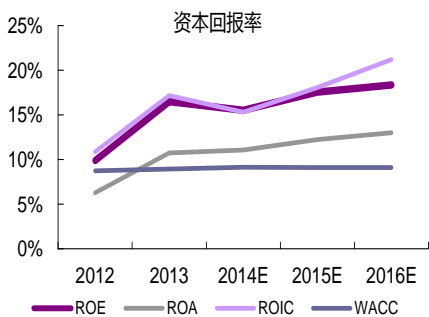
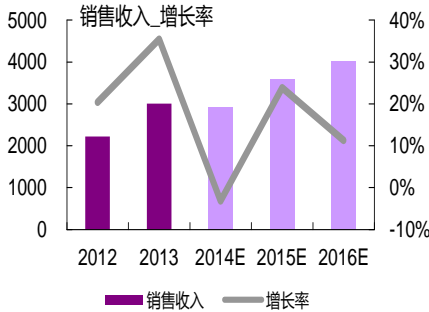
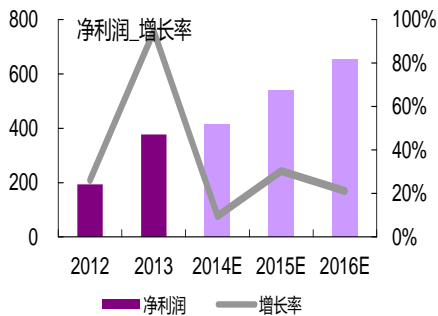
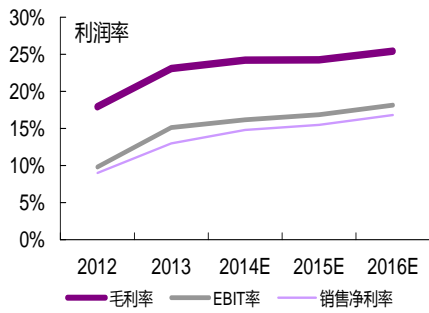
图 6：公司资产负债率已降至 30%-40% 左右



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、上调至“买入”评级

目前公司正进入二次腾飞的起点：（1）明年年初南通项目建成将拉开公司新一轮业绩快速增长的序幕；（2）控股股东现有的股权结构有利于公司业务在国企改革中率先实现突破，公司上下的利益和目标将更为一致，实际控制人中化国际也有将公司做大做强的动力和能力；（3）原有业务现金流稳定，为公司未来的发展提供资金保障。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.60 元、2.09 元和 2.53 元，目前股价对应 PE 分别为 16x、13x 和 10x，上调至“买入”评级。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,219	3,005	2,909	3,603	4,008
营业成本	1,820	2,310	2,204	2,728	2,989
折旧和摊销	155	151	158	174	190
营业税费	6	9	6	8	9
销售费用	20	25	23	29	32
管理费用	145	197	204	223	248
财务费用	-22	-4	-1	-6	-16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	10	35	45	55
营业利润	240	468	507	659	798
利润总额	232	456	512	664	803
少数股东损益	6	13	16	18	20
归属母公司净利润	194.06	377.58	414.06	539.95	654.39

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	3,185	3,641	3,879	4,560	5,184
流动资产	2,347	2,879	2,771	3,441	4,169
货币资金	1,596	1,654	1,580	2,112	2,774
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	238	318	309	368	391
应收票据	92	144	145	180	200
其他应收款	12	8	9	11	12
存货	198	150	110	136	149
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	4	8	14
固定资产	724	640	592	781	698
无形资产	81	78	74	71	67
总负债	1,163	1,284	1,130	1,382	1,498
无息负债	931	1,162	1,110	1,342	1,438
有息负债	232	122	20	40	60
股东权益	2,022	2,357	2,749	3,178	3,685
股本	172	172	258	258	258
公积金	940	968	944	944	944
未分配利润	794	1,086	1,399	1,810	2,297
少数股东权益	62	68	84	102	122

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	445	712	533	775	824
净利润	194	378	414	540	654
折旧摊销	155	151	158	174	190
净营运资金增加	297	617	-27	238	164
其他	-200	-434	-12	-177	-184
投资活动产生现金流	-244	-462	-469	-140	-31
净资本支出	-74	-96	-500	-180	-80
长期投资变化	0	0	-4	-5	-6
其他资产变化	-170	-366	35	45	55
融资活动现金流	60	-174	-139	-103	-131
股本变化	0	0	86	0	0
债务净变化	192	-110	-102	20	20
无息负债变化	128	231	-52	232	97
净现金流	259	61	-75	533	662

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.40%	35.42%	-3.18%	23.84%	11.25%
净利润增长率	26.26%	94.57%	9.66%	30.40%	21.19%
EBITDA/EBITDA 增长率	16.14%	62.62%	3.91%	24.31%	17.27%
EBIT/EBIT 增长率	37.12%	108.60%	3.76%	29.05%	19.58%
估值指标					
PE	35	18	16	13	10
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	8	11	8	7
EV/EBIT	20	10	14	11	9
EV/NOPLAT	23	12	17	13	10
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	3	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.95%	23.11%	24.24%	24.27%	25.43%
EBITDA 率	16.77%	20.14%	21.62%	21.70%	22.87%
EBIT 率	9.81%	15.11%	16.19%	16.87%	18.14%
税前净利润率	10.45%	15.17%	17.60%	18.44%	20.03%
税后净利润率 (归属母公司)	8.75%	12.57%	14.23%	14.99%	16.33%
ROA	6.27%	10.73%	11.09%	12.24%	13.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.90%	16.49%	15.53%	17.55%	18.36%
经营性 ROIC	10.88%	17.17%	15.32%	18.06%	21.19%
偿债能力					
流动比率	2.18	2.25	2.51	2.58	2.91
速动比率	1.99	2.14	2.41	2.48	2.81
归属母公司权益/有息债务	8.45	18.78	133.28	76.92	59.39
有形资产/有息债务	13.30	29.07	189.32	111.77	84.97
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.75	1.46	1.60	2.09	2.53
每股红利	0.23	0.15	0.50	0.65	0.78
每股经营现金流	1.72	2.76	2.06	3.00	3.19
每股自由现金流(FCFF)	-0.07	-0.63	0.31	1.06	2.17
每股净资产	7.59	8.87	10.32	11.91	13.80
每股销售收入	8.59	11.63	11.26	13.95	15.52

资料来源：光大证券、上市公司

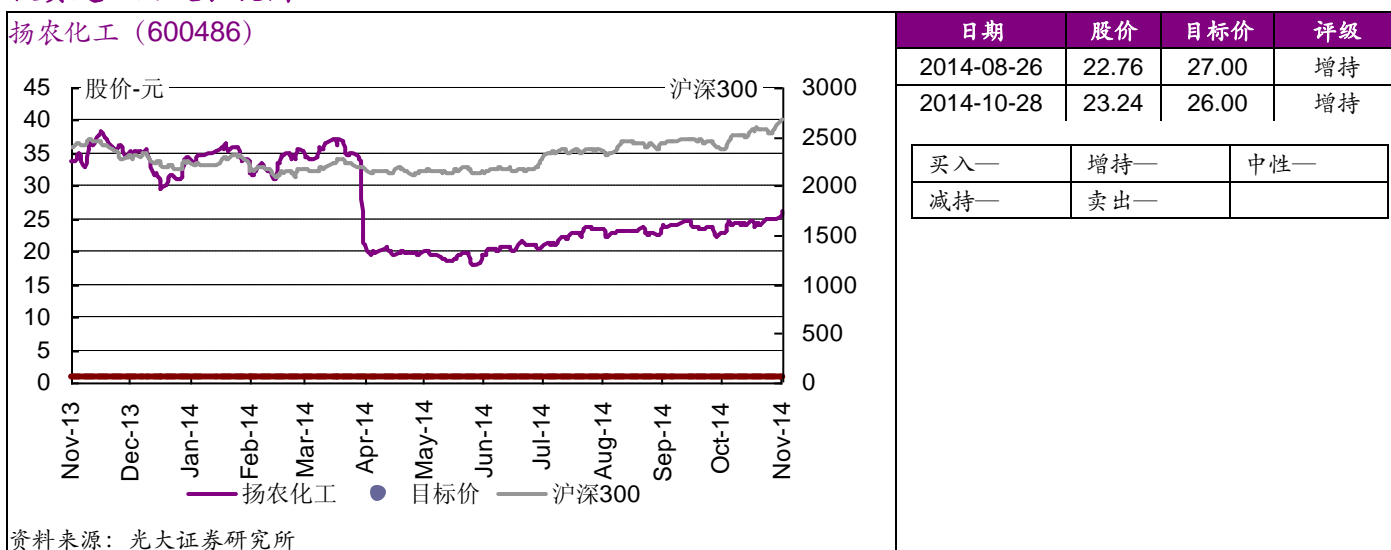
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛伟，浙江大学高分子系学士，中科院化学所博士，2008年起先后在东海证券，兴业证券从事化工行业研究，所在团队获得2011、2012年度新财富及水晶球奖基础化工行业第一名。目前负责化工研究团队。覆盖公司：万华化学、三友化工、金正大、宏大爆破、沧州明珠、巨化股份、联化科技、金发科技、正和股份、新安股份、江南化工、诺普信、华鲁恒升、升华拜克等等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	Zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com