



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-03-29

公司点评报告

买入/维持

扬农化工(600486)

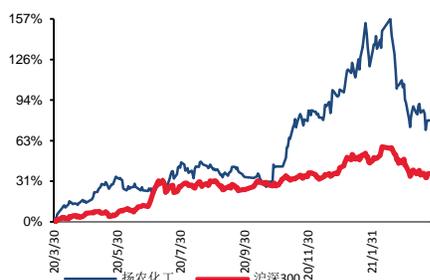
目标价: 150

昨收盘: 116.3

材料 材料II

研产销一体化深度运营，协同效应持续增强

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	310/310
总市值/流通(百万元)	36,041/36,041
12个月最高/最低(元)	167.60/65.61

相关研究报告:

扬农化工(600486)《淡季业绩符合预期, 优嘉项目稳步推进, 成长动力足》--2020/10/26

扬农化工(600486)《以量补价, 中报略超预期, 优嘉三期投产在即》--2020/08/24

扬农化工(600486)《【太平洋化工】扬农化工19年报及20一季报点评: 业绩稳增长, 优嘉三期、四期注入新动能》--2020/04/28

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 贺顺利

电话: 15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

事件: 公司发布 2020 年年报: 报告期实现营业收入 98.31 亿元, 同比+12.98%; 归母净利润 12.1 亿元, 同比+3.41%; 其中第四季度单季营业收入 18.75 亿元, 同比+14.35%, 环比-8.07%; 归母净利润 1.87 亿元, 同比+86.16%, 环比-5%。每股派发现金红利 0.65 元。

主要观点:

1. 原药以量补价, 制剂协同高速增长

2020 年, 原药产品在价格下跌的不利局面下, 多产快销, 以量补价, 销售额同比增长 12.46%。中国植保快速增长。公司聚焦核心产品推动业绩增长, 构建核心客户战略联盟, 发挥作物组功能, 针对痛点问题优化作物全程解决方案, 加强数字化营销, 深化与集团内成员单位的协同共赢, 从资源、技术、产品、推广等方面, 加深与 MAP、作物营养的合作, 促进业绩共同成长。

分产品看: 杀虫剂营收 29.35 亿, 同比-3.67%, 毛利率 31.45%, 减少 2.06 个百分点, 售价 19.05 万元/吨, 同比下滑 9.61%。除草剂营收 23.33 亿, 同比+40.17%, 毛利率 24.45%, 减少 0.68 个百分点, 售价 4.63 万元/吨, 同比+6.26%。其他原药营收 9.36 亿, 同比+16.22%, 毛利率 21.99%, 减少 4.03 个百分点。制剂营收 21.4 亿元, 同比+15.77%, 毛利率 35.15%, 减少 4.95 个百分点。

分公司看: 优嘉公司营收 23.86 亿元, 净利润 4.1 亿元, 同比+17%, 优士公司营业收入 23.22 亿元, 净利润 4.07 亿元, 同比-21%, 中化作物营收 49.18 亿元, 净利润 3.14 亿元, 同比+72%, 农研公司营业收入 9776 万元(其中技术服务 1974 万元), 净利润 2250 万元。

第四季度毛利率 26.35%, 环比+1.6%; 销售费用率 0.62%, 环比-2.64%; 管理费用率 12.11%, 环比+1.71%; 财务费用率 5.38%, 环比+1.17%。草甘膦销售均价 2.53 万元/吨, 同比+8.2%, 2021 年 Q1 均价 2.9 万元/吨, 麦草畏 7.6 万元/吨, 同比-12.2%, 氯氟菊酯 9 万元/吨, 同比-14.9%, 联苯菊酯 19.57 万元/吨, 同比-37.6%, 2021 年 Q1 均价 21.53 万元/吨。

2. 优嘉项目稳步推进, 沈阳科创工程能力提升

公司产能草甘膦 3 万吨, 产能利用率 100%, 麦草畏 2 万吨, 产能利用率 50%, 菊酯类农药 14225 吨, 产能利用率 100%。优嘉公司三期项目于 2020 年三季度建成投产, 三期项目中菊酯类农药产能 10825 吨。第

执业资格证书编码：

四季度新增资本支出 2.13 亿元，在建工程达到 1.98 亿元，固定资产达到 36.07 亿元，在建工程/固定资产实现 5.5%。公司从多个方面全力支持沈阳科创完成了氟环唑项目建设和调试，沈阳科创还完成了一车间综合改造、干燥设施及公用工程改造，自动化水平和能源供应水平得到了提升。公司还完成了宝叶公司代森联等 3 个品种的改造，优嘉公司四期项目完成了备案、安评、环评等行政报批，目前项目已进入土建施工阶段。公司优嘉四期项目环评披露，包括 8,510 吨/年杀虫剂、6,000 吨/年除草剂、6,000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目，主要产品包括联苯菊酯，高效氯氟氰菊酯，氟啶胺，硝磺草酮，苯醚甲环唑与丙环唑等成长性较好的品种。项目总投资为 23.3 亿元，项目建设期两年。该项目预计年均营业收入为 30.45 亿元，总投资收益率 23.8%，项目投资财务内部收益率（所得税后）19.0%。项目承接性好，为公司未来发展注入新动力。优嘉项目助力公司成为世界级原药生产基地，先正达辅助品类优选，持续提升利润回报。

3. 整合研发资源，技术创新实现加速

农研公司建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室和农药国家工程研究中心，开发了多个农药新品种，包括氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈，均成为国内市场上的主导产品，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是我国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品。

通过整合新扬农南北研发基地资源，公司在创制品种研发、仿制原药开发和制剂产品开发上均取得成果，对多个产品进行了工艺改进，在三废减排、产能提升、提质降耗、本质安全上取得明显成效。在创新体系建设上，公司加强顶层设计，完善了科技创新机制；抓好创新平台运行，抓好项目申报，加强知识产权管理，抓好标准化工作，加强对外技术交流。针对高层次专家人才，专题研究制定《中化集团高级专家（T5）管理细则》，明确了有关待遇。2020 年公司申请国内发明专利 90 项，PCT 专利 15 件，获得授权 25 件，编制产品企业标准 3 个。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 15.59 亿元、17.51 亿元、20.02 亿元，对应 EPS 5.03 元、5.65 元、6.46 元，PE 22.95X、20.43X、17.88X。考虑公司为优质农药龙头，优嘉三期、四期项目注入新动能，中化农业板块协同效应值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：需求下滑，产品价格大幅波动、项目进展不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,831	10,634	12,289	13,489
(+/-%)	13.0%	8.2%	15.6%	9.8%
净利润(百万元)	1,210	1,559	1,751	2,002
(+/-%)	3.4%	28.9%	12.3%	14.3%
摊薄每股收益(元)	3.90	5.03	5.65	6.46
市盈率(PE)	33.82	22.95	20.43	17.88

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

财务报表预测

利润表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
营业收入	9831	10634	12289	13489
营业成本	7244	7589	8836	9610
毛利	2587	3045	3453	3879
%营业收入	26%	29%	28%	29%
税金及附加	29	31	36	39
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	219	237	273	300
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	505	546	631	693
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	332	359	415	456
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	179	47	47	47
%营业收入	2%	0%	0%	0%
资产减值损失	47	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	19	19	19	19
投资收益	24	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	116	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	1434	1844	2069	2363
%营业收入	15%	17%	17%	18%
营业外收支	-14	-14	-14	-14
利润总额	1420	1830	2055	2349
%营业收入	14%	17%	17%	17%
所得税费用	209	269	302	345
净利润	1211	1560	1753	2003
归属于母公司的净利润	1210	1559	1751	2002
少数股东损益	1	1	2	2
EPS (元/股)	3.90	5.03	5.65	6.46

现金流量表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
经营活动现金流净额	1378	2060	1815	2065
投资	0	0	0	0
资本性支出	-14	-14	-14	-14
其他	-1164	0	0	0
投资活动现金流净额	-1178	-14	-14	-14
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-340	0	0	0
筹资成本	-247	-47	-47	-47
其他	-37	28	0	0
筹资活动现金流净额	-624	-19	-47	-47
现金净流量	-424	2027	1753	2003

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；

资产负债表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
货币资金	1891	3918	5671	7675
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1868	0	0	0
存货	1632	0	0	0
预付账款	500	0	0	0
其他流动资产	472	431	431	431
流动资产合计	6363	4350	6103	8106
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3607	3607	3607	3607
无形资产	505	505	505	505
商誉	16	16	16	16
递延所得税资产	89	89	89	89
其他非流动资产	301	301	301	301
资产总计	10880	8867	10620	12623
短期借款	451	451	451	451
应付票据及应付账款	2695	0	0	0
预收账款	26	0	0	0
应付职工薪酬	262	0	0	0
应交税费	20	0	0	0
其他流动负债	649	49	49	49
流动负债合计	4102	500	500	500
长期借款	553	553	553	553
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	108	108	108	108
其他非流动负债	180	180	180	180
负债合计	4943	1341	1341	1341
归属于母公司的所有者权益	5948	7535	9286	11288
少数股东权益	4	5	7	9
股东权益	5952	7541	9293	11297
负债及股东权益	10895	8882	10635	12638

基本指标

	2020	2021	2022	2023
EPS	3.90	5.03	5.65	6.46
BVPS	19.19	24.31	29.97	36.42
PE	33.82	22.95	20.43	17.88
PEG	9.90	0.79	1.66	1.25
PB	6.88	4.75	3.85	3.17
EV/EBITDA	21.12	17.56	14.83	12.17
ROE	20%	21%	19%	18%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。