

疫情不改增长趋势，优嘉项目相继落地助成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-30

主要观点：

● **事件描述**

3月30日，公司公告2020年年报。据公告，2020年公司实现营收98.31亿元，同比上升12.98%；归母净利润12.10亿元，同比上升3.41%；扣非后归母净利润10.90亿元，同比上升23.31%；加权平均净资产收益率为22.19%，同比下降3.34个百分点；经营活动现金流净额为13.78亿元，同比上升0.54%。

● **净利润保持增长，两化合并初见成效**

分区域看，2020年公司海外营收59.91亿元，同比增长11.36%；国内营收37.64亿元，同比增长15.47%，国内营收占比达到38.28%。

分产品看，2020年公司整体实现毛利25.87亿元，销售毛利率为26.31%，同比减少了2.5个百分点。其中，杀虫剂板块毛利为9.23亿元，毛利率31.45%，毛利占比35.66%，毛利润同比减少2.06%；除草剂系列毛利为5.71亿元，毛利率24.45%，毛利占比22.06%，毛利润同比减少0.68%；制剂板块毛利为7.53亿元，毛利率35.15%，毛利占比29.10%，毛利润同比减少4.95%。

分季度看，2020Q4公司共实现营收18.75亿元，同比上升14.33%，环比下降8.07%；归母净利润1.87亿元，同比上升86.17%，环比下降5.3%；扣非后归母净利润1.37亿元，同比上升51.42%，环比持平；经营活动现金流净额为-0.13亿元，同比下降103.39%，环比下降101.78%。2020Q4，公司实现毛利4.94亿元，毛利率为26.35%，环比提高1.59个百分点，单吨盈利回升。

● **杀虫剂以量补价，除草剂销量大幅提高**

2020年公司销售毛利率26.31%，同比下降2.5个百分点；销售净利率12.32%，同比下降1.16个百分点。

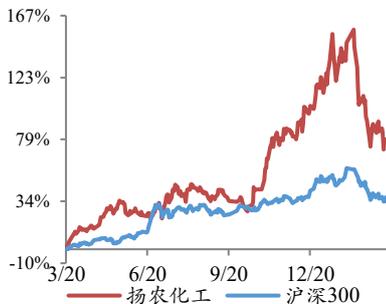
杀虫剂板块：2020年实现营收29.35亿元，公司2020年的杀虫剂板块销量略有上涨，弥补了价格的下跌。2020年公司杀虫剂板块销量为1.54万吨，同比增长6.6%；其中Q4单季销量为0.31万吨，同比下降13.8%，环比上升38.46%。价格方面，公司杀虫剂2020年销售均价为19.05万元/吨，同比下降9.61%。

除草剂板块：2020年实现营收23.33亿元，同比增长40.17%，主要因为销量的大幅提高。2020年公司除草剂板块销量为5.04万吨，同比增长31.94%；其中Q4单季销量为1.12万吨，同比上升18.46%，与上一季度持平。价格方面，公司除草剂2020年度销售均价为4.63万元/吨，同比上升6.26%；其中草甘膦原药季度均价继续回暖，2020Q4均价为25683元/吨，环比上升13.96%，那价格3.15万元/吨，盈利能力继续改善。

原材料价格方面，公司主要原材料价格同比下降，液碱价格下降26.2%，甲苯价格下降29.7%，甲醛价格下降19.3%，异丁醛价格下降11.2%，二

收盘价(元)	115.45
近12个月最高/最低(元)	167.60/65.15
总股本(百万股)	310
流通股本(百万股)	310
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	358
流通市值(亿元)	358

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. 三季度业绩符合预期，优嘉三期投产在即 2020-10-27

2. 成本规模优势并存，“两化”协同赛道拓宽 2020-08-25

乙醇胺下降 8.2%，但盐酸价格上升 45.9%，甲基咪喃价格上升 11.4%。

图表 1 公司分业务盈利拆分

杀虫剂															
	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	营业成本	毛利	产量	销量	均价	毛利率
	亿元	万吨	万吨	万元/吨	亿元	万吨	万吨	万元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	万元/吨	%
17Q1	5.37	0.28	0.32	16.56	10.37	0.62	0.62	16.71	19.07	13.52	5.55	1.14	1.12	16.98	29.10%
17Q2	5.00	0.34	0.30	16.88											
17Q3	3.97	0.24	0.26	15.39											
17Q4	4.73	0.28	0.24	19.31											
18Q1	7.50	0.30	0.35	21.14	14.92	0.69	0.72	20.63	26.50	17.82	8.68	1.26	1.25	21.20	32.75%
18Q2	7.43	0.39	0.37	20.13											
18Q3	5.25	0.25	0.26	20.50											
18Q4	6.32	0.32	0.27	23.39											
19Q1	10.18	0.40	0.41	24.76	18.12	0.78	0.79	23.08	30.47	20.26	10.21	1.50	1.45	21.07	33.51%
19Q2	7.94	0.38	0.37	21.23											
19Q3	6.45	0.32	0.30	21.30											
19Q4	5.90	0.40	0.36	16.48											
20Q1	9.77	0.48	0.51	19.07	17.53	0.94	0.97	18.07	29.35	20.12	9.23	1.56	1.54	19.06	31.45%
20Q2	7.76	0.46	0.46	16.87											
20Q3	6.35	0.29	0.26	24.14											
20Q4	5.47	0.33	0.31	17.65											
20Q3同比	-1.55%	-10.34%	-15.38%	13.35%	-4.29%	-12.68%	-13.64%	10.97%	-	-	-	-	-	-	-
20Q4同比	-7.86%	21.21%	-16.13%	7.10%											
除草剂															
	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	营业成本	毛利	产量	销量	均价	毛利率
	亿元	万吨	万吨	万元/吨	亿元	万吨	万吨	万元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	万元/吨	%
17Q1	3.68	1.02	1.10	3.34	7.11	1.82	1.87	3.80	19.84	13.71	6.13	4.78	4.84	40987	30.90%
17Q2	3.43	0.80	0.77	4.45											
17Q3	6.38	1.86	1.69	3.78											
17Q4	6.35	1.11	1.28	4.95											
18Q1	7.13	1.83	1.84	3.87	12.72	3.14	3.17	4.01	20.23	14.19	6.04	5.10	5.16	39224	29.86%
18Q2	5.59	1.31	1.33	4.20											
18Q3	5.48	1.18	1.18	4.63											
18Q4	2.04	0.78	0.80	2.54											
19Q1	3.14	1.05	1.06	2.97	6.41	2.14	2.08	3.08	16.64	12.46	4.18	3.94	3.82	43534	25.12%
19Q2	3.27	1.09	1.03	3.19											
19Q3	2.04	0.78	0.79	2.58											
19Q4	8.19	1.02	0.95	8.64											
20Q1	6.12	1.31	1.44	4.24	13.08	2.73	2.80	4.67	23.33	17.63	5.70	5.16	5.04	46290	24.45%
20Q2	6.96	1.42	1.36	5.10											
20Q3	4.50	0.99	1.12	4.03											
20Q4	5.75	1.44	1.12	5.13											
20Q3同比	120.59%	21.21%	41.77%	56.28%	0.20%	35.00%	28.74%	-22.23%	-	-	-	-	-	-	-
20Q4同比	-29.79%	41.18%	17.89%	-40.59%											

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司部分产品价格变动情况

含税价 (万元/吨)		杀虫剂板块		除草剂板块			
		联苯菊酯 (华东)		草甘膦 (华东)		麦草畏	
季度均价	17Q1			2.36	2.23	10.12	10.03
	17Q2			2.09		9.94	
	17Q3			2.24	2.51	10.00	9.99
	17Q4			2.78		9.98	
	18Q1			2.58	2.57	9.25	9.22
	18Q2	38.00		2.55		9.20	
	18Q3	39.72	40.75	2.76	2.78	9.34	9.47
	18Q4	41.77		2.79		9.60	
	19Q1	40.01		2.51	2.46	9.60	9.56
	19Q2	36.31		2.41		9.52	
	19Q3	32.98	32.04	2.49	2.42	8.88	8.76
	19Q4	31.09		2.36		8.64	
	20Q1	23.97	22.69	2.15	2.09	8.25	8.19
	20Q2	21.40		2.08		8.08	
	20Q3	19.37	19.21	2.22	2.38	7.77	7.69
	20Q4	19.06		2.53		7.60	
	20Q3 同比	-41.27%	-39.98%	-10.70%	-1.69%	-12.47%	-12.25%
	20Q4 同比	-38.69%		7.31%		-12.03%	
	20Q3 环比	-9.49%	-5.55%	6.80%	10.38%	-3.84%	-3.01%
	20Q4 环比	-1.60%		13.96%		-2.19%	
最新价格	20201/3/29	21.00		3.15		7.60	

资料来源: wind, 百川盈孚, 华安证券研究所

● 优嘉三期开始贡献业绩, 四期环评公示

公司产业链不断完善, 优嘉三期、四期持续投入进行杀虫剂、除草剂、杀菌剂等领域布局, 尤其是新型菊酯产品。优嘉三期项目总投资 21.3 亿元, 已于八月份进行了调试, 已逐步进入高负荷运行状态, 开始贡献业绩。优嘉三期拥有菊酯等 7 大类产品规划, 达产后预计将增加营收 15.4 亿元, 利润 3.6 亿元。另外, 优嘉四期项目 9 月份环评已受理, 已进入土建施工阶段, 总投资 23 亿元, 预计建设期两年, 新增年产 7310 吨拟除虫菊酯、1000 吨氟啶胺、6000 吨硝磺草酮、3000 吨苯醚甲环唑、2000 吨丙环唑、1000 吨虱螨脲、200 吨羟吡啶酯、500 吨增效剂、4500 吨内部配套中间体及 46121.37 吨副产品项目。优嘉四期项目全部达产后, 预计年均收入 30.45 亿元, 项目投资财务内部收益率 19.0%, 优嘉三期四期项目无缝衔接, 公司未来成长有望加速。此外, 沈阳科创完成了氟环唑项目建设和调试以及一车间综合改造, 自动化水平和能源供应水平得到了提升; 宝叶公司完成代森联等 3 个品种的改造。

在研发方面, 公司整合新扬农南北研发基地资源, 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。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。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.26、17.90、20.31 亿元,

同比增速为 17.9%、25.5%、13.4%。对应 PE 分别为 25.08、19.99、17.62 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831	10927	12020	12860
收入同比 (%)	13.0%	11.2%	10.0%	7.0%
归属母公司净利润	1210	1426	1790	2031
净利润同比 (%)	3.4%	17.9%	25.5%	13.4%
毛利率 (%)	26.3%	27.6%	28.5%	28.7%
ROE (%)	20.3%	19.3%	19.5%	18.1%
每股收益 (元)	3.90	4.60	5.78	6.55
P/E	33.82	25.08	19.99	17.62
P/B	6.88	4.85	3.90	3.20
EV/EBITDA	21.12	19.83	21.75	22.76

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6378	7835	10642	14132	营业收入	9831	10927	12020	12860
现金	1891	3001	5347	8519	营业成本	7244	7913	8592	9172
应收账款	1333	1628	1755	1846	营业税金及附加	29	29	33	36
其他应收款	41	45	51	54	销售费用	219	328	348	348
预付账款	500	351	425	497	管理费用	505	585	654	683
存货	1632	1901	2088	2166	财务费用	179	-23	-86	-169
其他流动资产	981	910	977	1051	资产减值损失	-47	0	26	36
非流动资产	4517	4583	3878	2767	公允价值变动收益	-116	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	24	48	51	48
固定资产	3607	3607	2946	2019	营业利润	1434	1774	2154	2449
无形资产	505	505	438	270	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	405	471	493	478	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	10895	12419	14520	16900	利润总额	1420	1774	2154	2449
流动负债	4102	4116	4392	4689	所得税	209	265	329	367
短期借款	451	0	0	0	净利润	1211	1509	1826	2083
应付账款	1510	1679	1818	1933	少数股东损益	1	83	36	52
其他流动负债	2141	2437	2575	2756	归属母公司净利润	1210	1426	1790	2031
非流动负债	841	841	841	841	EBITDA	1895	1681	1425	1222
长期借款	553	553	553	553	EPS (元)	3.90	4.60	5.78	6.55
其他非流动负债	288	288	288	288					
负债合计	4943	4958	5234	5530					
少数股东权益	4	87	123	175					
股本	310	310	310	310					
资本公积	637	637	637	637					
留存收益	5001	6427	8217	10247					
归属母公司股东权益	5948	7374	9164	11194					
负债和股东权益	10895	12419	14520	16900					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1378	1628	1060	1068
净利润	1210	1426	1790	2031
折旧摊销	393	0	-543	-949
财务费用	130	50	39	39
投资损失	-24	-48	-51	-48
营运资金变动	-397	117	-185	-22
其他经营现金流	1674	1392	1985	2069
投资活动现金流	-1178	-18	1325	2143
资本支出	-1162	-66	1274	2095
长期投资	-58	0	0	0
其他投资现金流	41	48	51	48
筹资活动现金流	-624	-501	-39	-39
短期借款	-888	-451	0	0
长期借款	550	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-186	-50	-39	-39
现金净增加额	-481	1109	2346	3172

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	13.0%	11.2%	10.0%	7.0%
营业利润	2.5%	23.7%	21.4%	13.7%
归属于母公司净利润	3.4%	17.9%	25.5%	13.4%
获利能力				
毛利率 (%)	26.3%	27.6%	28.5%	28.7%
净利率 (%)	12.3%	13.1%	14.9%	15.8%
ROE (%)	20.3%	19.3%	19.5%	18.1%
ROIC (%)	18.4%	17.8%	16.9%	15.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	45.4%	39.9%	36.0%	32.7%
净负债比率 (%)	83.1%	66.4%	56.4%	48.6%
流动比率	1.55	1.90	2.42	3.01
速动比率	1.04	1.36	1.85	2.45
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.88	0.83	0.76
应收账款周转率	7.37	6.71	6.85	6.97
应付账款周转率	4.80	4.71	4.73	4.75
每股指标 (元)				
每股收益	3.90	4.60	5.78	6.55
每股经营现金流	4.45	5.25	3.42	3.45
每股净资产	19.19	23.79	29.57	36.12
估值比率				
P/E	33.82	25.08	19.99	17.62
P/B	6.88	4.85	3.90	3.20
EV/EBITDA	21.12	19.83	21.75	22.76

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

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；
- 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。