

## 全年业绩符合预期, 优嘉项目将带来增长动能

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2020年年报, 全年收入98.3亿元, 同比+13.0%, 归母净利润12.1亿元, 同比增长3.4%; 四季度实现营收18.8亿元, 同比+14.3%, 环比-8.1%, 归母净利润1.9亿元, 同比+86.2%, 环比-5.0%。
- **以量补价平稳原药板块收入与毛利, 中化作物业绩亮眼:** 公司原药板块实现营收62.0亿元, 毛利17.0亿元, 分别同比+12.5%、+3.1%; 制剂板块实现营收21.4亿元, 毛利7.5亿元, 同比+15.8%、+1.5%。从原药细分板块来看, 杀虫剂板块全年收入与毛利同比-3.7%、-9.6%, 根据百川盈孚统计, 2020年功夫菊酯均价为197180元/吨, 同比-38.6%, 联苯菊酯209454元/吨, 同比-40.9%; 虽然年内麦草畏与草甘膦均价同比分别-13.3%、-8.4%, 但产销量均实现31%左右的增长, 以量补价使得除草剂板块全年收入与毛利同比+40.2%、+36.4%。2020年, 中化作物实现营收49.2亿元, 同比+20.6%, 净利润3.1亿元, 同比+72.5%, 年内加大贸易与制剂市场开拓, 其澳洲公司达成新合作, 促进了澳新市场可持续稳定运营, 2020年海外市场销售同比增长16%; 优士化学年内实现净利润4.1亿元, 同比-21.2%, 主要原因是园区内部分项目停产搬迁。年内销售期间费用率同比降低0.63个百分点, 销售与管理费用率下降是主要原因, 财务费用同比+784.4%, 主要原因是汇率波动导致汇兑损益增加。
- **优嘉三期项目现已投产, 四期项目已经进入施工阶段:** 年内优嘉公司三期项目成功投产, 目前已经全部转固, 有序承接了优士大连路厂区农药项目转型升级, 彻底完成了扬州宝塔湾厂区退城进园的历史任务, 将菊酯类农药总产能提升至14225吨, 目前菊酯类、丙环唑类大产品已经进入正式生产, 其他小品种将按照需求进行调试; 目前优嘉公司四期项目已完成前期行政审批工作, 项目进入土建施工阶段, 已投入约390.4万元, 预计将于2021年四季度投产。
- **先正达变更成为控股股东拓展销售渠道, 子公司股权划转提升管理效率:** 2020年11月7号, 公司发布公告称, 中化国际、扬农集团与先正达集团签署《框架协议》, 先正达集团将其持有的扬农集团39.88%股权转让给中化国际, 扬农集团将其持有的公司36.17%股份转让给先正达集团。本次交易完成后, 先正达集团将不再持有扬农集团股权, 扬农集团将不再持有公司股份, 先正达集团将持有公司36.17%的股份, 公司控股股东变更为先正达集团。通过这一举动, 中化集团和中国化工集团将公司这一主要下属农业板块资产注入先正达集团, 从而实现深化国企改革, 优化资源配置的目的; 先正达集团借此保证自身供应链的一体化和稳定性; 而公司也将通过先正达雄厚的销售实力打通终端市场, 提升全球影响力。3月30日, 公司公告称将划转中化农化、沈阳科创和南通科技的股权以成为一级子公司, 从而压减管理层级, 提高管理效率。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2021-2023年EPS分别为4.86元、6.92元、7.68元, 对应PE分别为24X、17X和15X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 菊酯价格大幅下滑的风险; 新项目投产不及预期; 汇率波动风险。

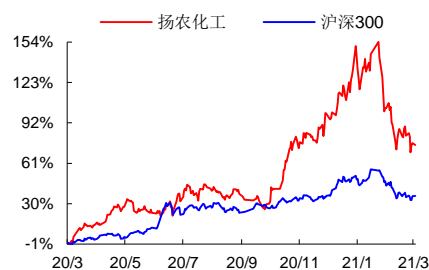
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9831.16	13093.40	16423.31	18228.69
增长率	12.98%	33.18%	25.43%	10.99%
归属母公司净利润(百万元)	1209.71	1506.84	2146.00	2381.08
增长率	3.41%	24.56%	42.42%	10.95%
每股收益EPS(元)	3.90	4.86	6.92	7.68
净资产收益率ROE	20.34%	21.20%	23.97%	21.83%
PE	30	24	17	15
PB	6.02	5.03	4.00	3.28

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.10
流通A股(亿股)	3.10
52周内股价区间(元)	65.61-167.6
总市值(亿元)	357.78
总资产(亿元)	108.95
每股净资产(元)	19.19

### 相关研究

1. 扬农化工(600486): 三季度扣非后利润增20%, 产品销量增长 (2020-10-27)
2. 扬农化工(600486): 中化作物业绩大幅增长, 公司扣非利润超出预期 (2020-08-24)
3. 扬农化工(600486) 产品分析与梳理: 综合性农药龙头, 前景看好 (2020-05-28)
4. 扬农化工(600486): 并购整合、项目建设、技术创新助推公司成长 (2020-04-28)

**关键假设：**

假设 1：预计优嘉三期项目将于 2021 年充分释放业绩，同时优嘉四期项目将于 2021 年 10 月份正式投产；另外随着海外产能与国内中小产能退出，公司在菊酯杀虫剂行业的话语权逐渐提升，假设 2023 年其均价提升 10%；

假设 2：预计在先正达与中化作物的共同发力下，公司制剂业务 2021-2023 年增长率分别为 14%、14%、15%；贸易业务增长率分别为 10%、11%、12%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
原药	收入	6204.20	9024.29	11844.38	13028.82
	增速	12.46%	45.45%	31.25%	10.00%
	成本	4504.96	6497.49	8527.95	9380.75
	毛利率	27.39%	28.00%	28.00%	28.00%
制剂	收入	2,140.86	2440.5804	2782.261656	3199.600904
	增速	15.77%	14.00%	14.00%	15.00%
	成本	1,388.39	1586.37726	1808.470076	2079.740588
	毛利率	35.15%	35.00%	35.00%	35.00%
贸易	收入	1,389.58	1,528.54	1,696.68	1,900.28
	增速	10.62%	10.00%	11.00%	12.00%
	成本	1,270.20	1,390.97	1,543.98	1,729.25
	毛利率	8.59%	9.00%	9.00%	9.00%
其他业务	收入	76.78	80	80	80
	增速	23.26%	4.19%	0.00%	0.00%
	成本	78.35	76.8	76.8	76.8
	毛利率		4.00%	4.00%	4.00%
其他主营业务	收入	19.74	20.00	20.00	20.00
	增速	16.74%	1.32%	0.00%	0.00%
	成本	2.55	2.60	2.60	2.60
	毛利率	87.09	87.00%	87.00%	87.00%
合计	收入	9,831.2	13,093.4	16,423.3	18228.7
	增速	12.98%	33.18%	25.43%	10.99%
	成本	8,507.86	9554.24	11959.80	13269.14
	毛利率	13.46%	27.03%	27.18%	27.21%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831.16	13093.40	16423.31	18228.69	净利润	1210.82	1508.22	2147.97	2383.27
营业成本	7244.45	9554.23	11959.80	13269.14	折旧与摊销	392.97	266.80	431.84	591.51
营业税金及附加	28.77	39.28	49.27	54.69	财务费用	178.89	215.28	11.81	6.10
销售费用	218.67	344.95	410.22	463.62	资产减值损失	-47.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	504.76	1191.50	1494.52	1658.81	经营营运资本变动	-122.28	953.61	-235.39	49.70
财务费用	178.89	215.28	11.81	6.10	其他	-235.47	-29.30	-30.00	-30.00
资产减值损失	-47.41	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1377.51</b>	<b>2914.61</b>	<b>2326.23</b>	<b>3000.57</b>
投资收益	24.45	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1766.15	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	116.29	0.00	0.00	0.00	其他	588.40	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1177.75</b>	<b>-470.00</b>	<b>-470.00</b>	<b>-470.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1433.75</b>	<b>1778.17</b>	<b>2527.70</b>	<b>2806.34</b>	短期借款	-887.95	-100.90	20.00	30.00
其他非经营损益	-14.16	0.00	0.00	0.00	长期借款	550.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1419.59</b>	<b>1778.17</b>	<b>2527.70</b>	<b>2806.34</b>	股权融资	-100.59	0.00	0.00	0.00
所得税	208.77	269.94	379.73	423.07	支付股利	0.00	-241.94	-301.37	-429.20
净利润	1210.82	1508.22	2147.97	2383.27	其他	-186.03	-318.20	-11.81	-6.10
少数股东损益	1.11	1.38	1.97	2.18	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-624.11</b>	<b>-661.04</b>	<b>-293.17</b>	<b>-405.30</b>
归属母公司股东净利润	1209.71	1506.84	2146.00	2381.08	<b>现金流量净额</b>	<b>-481.28</b>	<b>1783.57</b>	<b>1563.05</b>	<b>2125.27</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1891.38	3674.95	5238.00	7363.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2408.86	4078.19	5159.06	5709.17	销售收入增长率	12.98%	33.18%	25.43%	10.99%
存货	1631.62	1336.89	1673.67	1856.98	营业利润增长率	2.50%	24.02%	42.15%	11.02%
其他流动资产	445.80	437.60	548.90	609.23	净利润增长率	3.24%	24.56%	42.42%	10.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.55%	12.70%	31.46%	14.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3777.14	4027.47	4240.75	4422.37	毛利率	26.31%	27.03%	27.18%	27.21%
无形资产和开发支出	521.67	507.97	494.27	480.56	三费率	9.18%	13.38%	11.67%	11.68%
其他非流动资产	218.54	471.12	595.70	336.27	净利率	12.32%	11.52%	13.08%	13.07%
<b>资产总计</b>	<b>10895.02</b>	<b>14534.19</b>	<b>17950.34</b>	<b>20777.87</b>	ROE	20.34%	21.20%	23.97%	21.83%
短期借款	450.90	350.00	370.00	400.00	ROA	11.11%	10.38%	11.97%	11.47%
应付和预收款项	3002.12	5906.77	7375.49	8174.96	ROIC	27.17%	29.98%	37.02%	37.54%
长期借款	553.45	553.45	553.45	553.45	EBITDA/销售收入	20.40%	17.26%	18.09%	18.67%
其他负债	936.91	608.97	689.80	733.79	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4943.38</b>	<b>7419.19</b>	<b>8988.74</b>	<b>9862.20</b>	总资产周转率	0.96	1.03	1.01	0.94
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	固定资产周转率	3.43	3.43	3.97	4.21
资本公积	636.93	636.93	636.93	636.93	应收账款周转率	7.37	6.41	5.30	5.01
留存收益	4897.83	6162.73	8007.36	9959.24	存货周转率	4.40	6.44	7.94	7.51
归属母公司股东权益	5947.58	7109.55	8954.19	10906.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.23%	—	—	—
少数股东权益	4.06	5.45	7.41	9.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5951.64</b>	<b>7115.00</b>	<b>8961.60</b>	<b>10915.67</b>	资产负债率	45.37%	51.05%	50.08%	47.46%
负债和股东权益合计	10895.02	14534.19	17950.34	20777.87	带息债务/总负债	20.32%	12.18%	10.27%	9.67%
					流动比率	1.55	1.45	1.55	1.72
					速动比率	1.16	1.25	1.34	1.52
					股利支付率	0.00%	16.06%	14.04%	18.03%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	2005.60	2260.24	2971.35	3403.94	每股收益	3.90	4.86	6.92	7.68
PE	29.58	23.74	16.67	15.03	每股净资产	19.19	22.94	28.89	35.19
PB	6.02	5.03	4.00	3.28	每股经营现金	4.45	9.41	7.51	9.68
PS	3.64	2.73	2.18	1.96	每股股利	0.00	0.78	0.97	1.38
EV/EBITDA	17.29	14.51	10.52	8.57					
股息率	0.00%	0.68%	0.84%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn