

# 国内农化领军企业，携手巨头共同发展

## ——扬农化工 2020 年年报点评

## 公司点评

### ● 事件:

公司公告 2020 年年报, 2020 年公司实现营业收入 98.31 亿元, 同比增长 12.98%, 归母净利润 12.10 亿元, 同比上升 4.34%; 单季度来看, 2020 年第四季度, 公司实现归母净利润 1.87 亿, 同比上升 86.16%。

### ● 农药原药以量补加, 制剂业务协同发展, 全年业绩符合预期

2020 年受全球经济不景气影响, 公司菊酯类杀虫剂产品价格均有不同程度下滑, 据中农立华统计, 联苯菊酯市场价同比下降 40%, 高效氯氟氰菊酯市场价同比下滑 38% 等。依托大客户长单以及合理优化产品结构, 公司杀虫剂产品均价下滑 9.61%, 销量增长 6.57%, 营业收入下滑 3.67%; 公司除草剂以麦草畏、草甘膦为主, 2020 年销量大幅增长 31.92%, 产品均价也上涨 6.26%, 我们判断主要是麦草畏销量增长带动, 使得公司除草剂业务收入大幅增长 40.17%。公司制剂业务也保持稳健增长 (+15.77%), 子公司中化作物实现利润 3.14 亿, 增长约 5%, 远超收购时的业绩承诺。

费用率方面, 公司营运能力有所提升, 销售费用率、管理费用率分别下降 1.24pct、0.99pct, 由于汇兑变化导致财务费用的大幅提升也被套期保值收益基本覆盖, 整体期间费用率下降 0.63pct, 全年业绩符合预期。

### ● 优嘉三期顺利投产, 产品线拓宽助力公司发展

公司优嘉三期项目于 2020 年三季度建成投产, 新增菊酯类农药 10825 吨, 同时优嘉四期项目完成行政审批, 进入土建阶段, 有望在 2021-2022 年陆续投产, 其中包括 8510 吨杀虫剂、6000 吨除草剂、6000 吨杀菌剂等, 全部投产后预计年均实现利润约 4 亿。公司在建工程中还包括氟环唑、已唑啉扩建等, 未来产品线扩张助力公司发展。

### ● 国内农化标杆企业, 携手巨头共同发展, 维持“强烈推荐”评级

公司在环保、生产技术、产品研发等方面均处于国内领先地位, 主要产品均有大客户长单, 未来业绩稳定性较高。先正达入主后, 有望在研发、市场、产品等方面与公司协同发展。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.02、15.90、17.57 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 26、23、20 倍, 公司是国内农化标杆企业, 可以给予更高的估值, 维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示: 产品价格大幅下跌, 新项目投产不及预期, 安全生产事故

### 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2019A | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,701 | 9,831 | 11,002 | 11,848 | 12,666 |
| 增长率(%)    | 64.5  | 13.0  | 11.9   | 7.7    | 6.9    |
| 净利润(百万元)  | 1,170 | 1,210 | 1,402  | 1,590  | 1,757  |
| 增长率(%)    | 30.6  | 3.4   | 15.9   | 13.4   | 10.5   |
| 毛利率(%)    | 28.8  | 26.3  | 26.4   | 27.2   | 27.7   |
| 净利率(%)    | 13.4  | 12.3  | 12.7   | 13.4   | 13.9   |
| ROE(%)    | 23.2  | 20.3  | 19.1   | 18.0   | 17.6   |
| EPS(摊薄/元) | 3.77  | 3.90  | 4.52   | 5.13   | 5.67   |
| P/E(倍)    | 30.6  | 29.6  | 25.5   | 22.5   | 20.4   |
| P/B(倍)    | 7.1   | 6.0   | 4.9    | 4.0    | 3.6    |

数据来源: wind, 新时代证券研究所

## 强烈推荐 (维持评级)

### 程磊 (分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

### 李啸 (分析师)

lixiao@xsdzq.cn

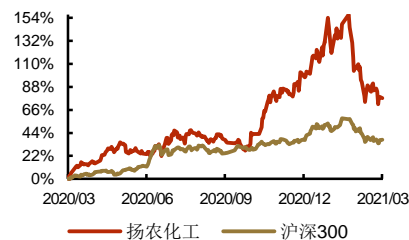
证书编号: S0280520080001

市场数据

时间 2021.03.29

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元):     | 115.45      |
| 一年最低/最高(元): | 65.0/169.68 |
| 总股本(亿股):    | 3.1         |
| 总市值(亿元):    | 357.78      |
| 流通股本(亿股):   | 3.1         |
| 流通市值(亿元):   | 357.78      |
| 近3月换手率:     | 58.53%      |

### 股价一年走势



### 相关报告

《前三季度业绩符合预期, 打造全球农化优质供应商》2020-10-27

《半年业绩符合预期, 新项目新产品打开发展空间》2020-08-31

《扬农化工: 业绩符合预期, 资本开支加速开启新一轮成长》2020-04-27

《中化作物并购落地, 三季度业绩符合预期》2019-10-28

《中期业绩符合预期, 内生外延并举稳步成长》2019-08-26

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)     |             |              |              |              |              | 利润表(百万元)        |             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2019A       | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                 | 2019A       | 2020A       | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>6141</b> | <b>6378</b>  | <b>6728</b>  | <b>7191</b>  | <b>8445</b>  | <b>营业收入</b>     | <b>8701</b> | <b>9831</b> | <b>11002</b> | <b>11848</b> | <b>12666</b> |
| 现金             | 2331        | 1891         | 2192         | 2608         | 3436         | 营业成本            | 6194        | 7244        | 8096         | 8628         | 9152         |
| 应收票据及应收账款合计    | 1646        | 1868         | 2133         | 1817         | 2405         | 营业税金及附加         | 23          | 29          | 55           | 59           | 63           |
| 其他应收款          | 39          | 41           | 49           | 48           | 55           | 营业费用            | 301         | 219         | 275          | 296          | 317          |
| 预付账款           | 217         | 500          | 302          | 561          | 362          | 管理费用            | 507         | 505         | 550          | 592          | 633          |
| 存货             | 1632        | 1632         | 1607         | 1712         | 1742         | 研发费用            | 320         | 332         | 385          | 415          | 443          |
| 其他流动资产         | 277         | 446          | 446          | 446          | 446          | 财务费用            | 20          | 179         | 6            | 3            | 8            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3496</b> | <b>4517</b>  | <b>5713</b>  | <b>6456</b>  | <b>6816</b>  | 资产减值损失          | -10         | -47         | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动收益        | 1           | 116         | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 2120        | 3607         | 4051         | 4580         | 4905         | 其他收益            | 17          | 19          | 15           | 16           | 17           |
| 无形资产           | 441         | 506          | 557          | 621          | 693          | 投资净收益           | 50          | 24          | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 936         | 404          | 1104         | 1255         | 1218         | <b>营业利润</b>     | <b>1399</b> | <b>1434</b> | <b>1649</b>  | <b>1870</b>  | <b>2067</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>9637</b> | <b>10895</b> | <b>12441</b> | <b>13647</b> | <b>15262</b> | 营业外收入           | 7           | 2           | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债</b>    | <b>4466</b> | <b>4102</b>  | <b>4357</b>  | <b>4184</b>  | <b>4772</b>  | 营业外支出           | 8           | 16          | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款           | 1339        | 451          | 0            | 0            | 0            | <b>利润总额</b>     | <b>1398</b> | <b>1420</b> | <b>1649</b>  | <b>1870</b>  | <b>2067</b>  |
| 应付票据及应付账款合计    | 2423        | 2695         | 3025         | 3071         | 3395         | 所得税             | 226         | 209         | 247          | 281          | 310          |
| 其他流动负债         | 703         | 956          | 1332         | 1114         | 1378         | <b>净利润</b>      | <b>1173</b> | <b>1211</b> | <b>1402</b>  | <b>1590</b>  | <b>1757</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>114</b>  | <b>841</b>   | <b>731</b>   | <b>620</b>   | <b>509</b>   | 少数股东损益          | 3           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款           | 3           | 553          | 443          | 332          | 221          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1170</b> | <b>1210</b> | <b>1402</b>  | <b>1590</b>  | <b>1757</b>  |
| 其他非流动负债        | 111         | 288          | 288          | 288          | 288          | EBITDA          | 1812        | 1839        | 2046         | 2333         | 2609         |
| <b>负债合计</b>    | <b>4580</b> | <b>4943</b>  | <b>5088</b>  | <b>4804</b>  | <b>5282</b>  | EPS(元)          | 3.77        | 3.90        | 4.52         | 5.13         | 5.67         |
| 少数股东权益         | 3           | 4            | 0            | 0            | 0            |                 |             |             |              |              |              |
| 股本             | 310         | 310          | 310          | 310          | 310          |                 |             |             |              |              |              |
| 资本公积           | 738         | 637          | 637          | 637          | 637          |                 |             |             |              |              |              |
| 留存收益           | 3890        | 4898         | 6028         | 7353         | 8876         |                 |             |             |              |              |              |
| 归属母公司股东权益      | 5054        | 5948         | 7350         | 8839         | 9976         |                 |             |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9637</b> | <b>10895</b> | <b>12441</b> | <b>13647</b> | <b>15262</b> |                 |             |             |              |              |              |

| 现金流量表(百万元)     |              |              |              |              |             |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E       |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1370</b>  | <b>1378</b>  | <b>2361</b>  | <b>1870</b>  | <b>2519</b> |
| 净利润            | 1173         | 1211         | 1402         | 1590         | 1757        |
| 折旧摊销           | 379          | 393          | 407          | 498          | 593         |
| 财务费用           | 20           | 179          | 6            | 3            | 8           |
| 投资损失           | -50          | -24          | 0            | 0            | 0           |
| 营运资金变动         | -221         | -382         | 546          | -220         | 162         |
| 其他经营现金流        | 69           | 1            | 0            | 0            | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>1131</b>  | <b>-1178</b> | <b>-1603</b> | <b>-1241</b> | <b>-953</b> |
| 资本支出           | 782          | 1162         | 1196         | 743          | 361         |
| 长期投资           | 1490         | 10           | 0            | 0            | 0           |
| 其他投资现金流        | 3403         | -5           | -407         | -498         | -593        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-1957</b> | <b>-624</b>  | <b>-457</b>  | <b>-214</b>  | <b>-738</b> |
| 短期借款           | 1014         | -888         | -451         | 0            | 0           |
| 长期借款           | 3            | 550          | -111         | -111         | -111        |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |
| 资本公积增加         | -78          | -101         | 0            | 0            | 0           |
| 其他筹资现金流        | -2895        | -186         | 104          | -104         | -627        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>547</b>   | <b>-481</b>  | <b>301</b>   | <b>415</b>   | <b>828</b>  |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 64.5  | 13.0  | 11.9  | 7.7   | 6.9   |
| 营业利润(%)        | 25.3  | 2.5   | 15.0  | 13.4  | 10.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 30.6  | 3.4   | 15.9  | 13.4  | 10.5  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 28.8  | 26.3  | 26.4  | 27.2  | 27.7  |
| 净利率(%)         | 13.4  | 12.3  | 12.7  | 13.4  | 13.9  |
| ROE(%)         | 23.2  | 20.3  | 19.1  | 18.0  | 17.6  |
| ROIC(%)        | 33.0  | 24.6  | 24.6  | 23.6  | 25.1  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 47.5  | 45.4  | 40.9  | 35.2  | 34.6  |
| 净负债比率(%)       | -18.7 | -14.2 | -21.7 | -24.0 | -30.7 |
| 流动比率           | 1.4   | 1.6   | 1.5   | 1.7   | 1.8   |
| 速动比率           | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率        | 6.3   | 5.6   | 5.5   | 6.0   | 6.0   |
| 应付账款周转率        | 3.0   | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 3.77  | 3.90  | 4.52  | 5.13  | 5.67  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 6.24  | 5.20  | 7.62  | 6.04  | 8.13  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 16.31 | 19.19 | 23.72 | 28.52 | 32.19 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 30.6  | 29.6  | 25.5  | 22.5  | 20.4  |
| P/B            | 7.1   | 6.0   | 4.9   | 4.0   | 3.6   |
| EV/EBITDA      | 19.2  | 19.0  | 16.7  | 14.4  | 12.5  |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，14年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

**李啸**，南京大学物理学硕士，2018年加盟新时代证券

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

|    |  |
|----|--|
| 北京 | <b>梁爽</b> 销售总监<br>固话：010-69004647<br>邮箱：liangshuang@xsdzq.cn       |
| 上海 | <b>阎喜蒙</b> 销售副总监<br>固话：021-68865595 转 255<br>邮箱：yanximeng@xsdzq.cn |
| 广深 | <b>丁培培</b> 销售经理<br>邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn                          |

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>