

扬农化工（600486）：项目建设快速推进，产业协同拓展空间

2021年03月30日

强烈推荐/维持

扬农化工 公司报告

扬农化工发布 2020 年年报：公司全年实现营业收入 98.31 亿元，YoY+12.98%，归母净利润 12.10 亿元，YoY+3.41%。其中，公司第 4 季度实现营业收入 18.75 亿元，归母净利润 1.87 亿元。

经营业绩逆势增长。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，销售收入同比增长 12.46%；中国植保市场销售收入同比增长 15.77%，公司聚焦核心品种深挖市场潜力，直击作物痛点完善解决方案，优化渠道布局提升客户粘性，积极探索线上线下联动营销的新模式；海外市场销售同比增长 16%，公司通过强化核心市场销售，扩大与优质客户合作，优化客户结构，强化资信评估，从源头上防控资金风险，澳洲公司达成新合作，促进了澳新市场可持续稳定运营。

项目建设快速推进，优嘉三期项目新增产能释放、四期项目正快速跟进。优嘉公司三期项目于 2020 年 2 月份率先在南通当地实现工程复工，并于 2020 年三季度建成投产，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。2021 年，优嘉公司四期项目、优士青山厂区项目、扬州研发中心、总部办公中心等多项工程同步推进，其中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。新品产业化稳步推进，加快了未来发展的产品布局，为公司长期成长奠定了坚实基础。

产业链纵向一体化延伸。公司通过并购重组完善了研产销一体化的资源配置，加大创制药研发力度，并拓展原药及制剂销售渠道，推动公司转型国内领先的综合性农药企业。2020 年，中化作物实现净利润 3.14 亿元，同比增长 73%；农研公司扭亏为盈，实现净利润 2250 万元，内部协同效果显现，未来前景继续向好。

“先正达集团”产业协同拓展公司发展空间。“先正达集团”的成立为破解我国农化行业“大而不强”的被动局面提供了难得契机。与先正达股份共同隶属于“先正达集团”的扬农化工，预计将从原药生产、创制农药研发、销售渠道等众多环节显著受益，与先正达“一外一内”，共同引领我国农化产业的全面崛起。

盈利预测及投资评级：基于公司 2020 年年报，我们相应调整 2021~2022 年盈利预测。我们预测公司 2021~2023 年净利润分别为 15.48、18.29 和 21.28 亿元，对应 EPS 分别为 5.00、5.90 和 6.87 元。当前股价对应 P/E 值分别为 23、20 和 17 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,701	9,831	11,241	12,964	14,872
增长率（%）	64.47%	12.98%	14.34%	15.33%	14.72%
归母净利润（百万元）	1,170	1,210	1,548	1,829	2,128

公司简介：

扬农化工现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，4 个产品填补国际空白，30 多个产品填补国内空白。

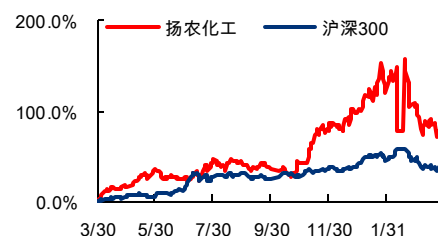
公司是国家重点高新技术企业，是中国拟除虫菊酯类农药生产基地，全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	167.6-65.15
总市值（亿元）	357.78
流通市值（亿元）	357.78
总股本/流通 A 股（万股）	30,990/30,990
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

增长率 (%)	30.65%	3.41%	27.97%	18.15%	16.33%
净资产收益率 (%)	23.14%	20.34%	21.22%	20.63%	19.91%
每股收益(元)	3.77	3.90	5.00	5.90	6.87
PE	31	30	23	20	17
PB	7.08	6.02	4.90	4.04	3.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	6141	6378	8645	11135	14105	营业收入	8701	9831	11241	12964	14872
货币资金	2331	1891	3612	5445	7683	营业成本	6194	7244	8277	9509	10911
应收账款	1335	1333	1524	1758	2017	营业税金及附加	23	29	33	38	44
其他应收款	350	576	628	688	749	营业费用	301	219	250	288	331
预付款项	217	500	571	656	752	管理费用	507	505	577	666	764
存货	1632	1632	1864	2142	2457	财务费用	20	179	37	5	-53
其他流动资产	277	446	446	446	446	资产减值损失	10	47	16	19	21
非流动资产合计	3496	4517	4785	4990	5134	公允价值变动收益	1	116	116	116	116
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	50	24	24	24	24
固定资产	2451	3806	4103	4337	4510	营业利润	1399	1434	1831	2161	2511
无形资产	440	505	477	450	422	营业外收入	7	2	2	2	2
其他非流动资产	605	207	205	204	203	营业外支出	8	16	16	16	16
资产总计	9637	10895	13430	16125	19239	利润总额	1398	1420	1816	2146	2497
流动负债合计	4466	4102	4739	5310	6049	所得税	226	209	267	316	367
短期借款	1339	451	451	451	451	净利润	1173	1211	1549	1831	2130
应付账款	1326	1510	1793	2060	2363	少数股东损益	3	1	1	2	2
预收款项	252	26	29	34	39	归属母公司净利润	1170	1210	1548	1829	2128
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1794	1990	2384	2745	3098
非流动负债合计	114	841	1392	1942	2493	EPS (元)	3.77	3.90	5.00	5.90	6.87
长期借款	3	553	1104	1654	2205	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4580	4943	6131	7252	8542	成长能力					
少数股东权益	3	4	5	7	9	营业收入增长	64%	13%	14%	15%	15%
实收资本(或股本)	310	310	310	310	310	营业利润增长	25%	2%	28%	18%	16%
资本公积	738	637	637	637	637	归属于母公司净利	31%	3%	28%	18%	16%
未分配利润	3572	4574	5766	7154	8765	获利能力					
归属母公司股东权	5054	5948	7294	8865	10689	毛利率(%)	29%	26%	26%	27%	27%
负债和所有者权益	9637	10895	13430	16125	19239	净利率(%)	13%	12%	14%	14%	14%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
经营活动现金流	1370	1378	2209	2345	2740	偿债能力					
净利润	1170	1210	1548	1829	2128	资产负债率(%)	48%	45%	46%	45%	44%
折旧摊销	379	393	532	595	655	流动比率	1.38	1.55	1.82	2.10	2.33
财务费用	20	179	37	5	-53	速动比率	1.01	1.16	1.43	1.69	1.93
应收账款减少	-516	1	-191	-234	-259	营运能力					
预收帐款增加	-2	-226	4	5	5	总资产周转率	1.02	0.96	0.92	0.88	0.84
投资活动现金流	1131	-1178	-800	-800	-800	应收账款周转率	8.08	7.37	7.87	7.90	7.88
公允价值变动收益	1	116	116	116	116	应付账款周转率	7.28	6.93	6.81	6.73	6.72
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	50	24	24	24	24	每股收益(最新摊薄)	3.77	3.90	5.00	5.90	6.87
筹资活动现金流	-1957	-624	312	288	299	每股净现金流(最新)	1.77	-1.55	5.55	5.91	7.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	16.31	19.19	23.54	28.61	34.49
长期借款增加	3	550	550	550	550	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.59	29.58	23.11	19.56	16.81
资本公积增加	-78	-101	0	0	0	P/B	7.08	6.02	4.90	4.04	3.35
现金净增加额	547	-481	1721	1833	2239	EV/EBITDA	19.39	17.53	14.14	11.82	9.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	扬农化工(600486): 中长期成长动力强劲	2020-10-27
公司报告	扬农化工(600486): 公司正处于“第五次腾飞”的爆发初期	2020-08-25
公司报告	扬农化工(600486)深度报告: “第五次腾飞”蓄势待发	2020-05-13
行业深度报告	农化行业系列研究之二: 大豆自给率提升趋势下的农药投资机会	2020-04-28
行业深度报告	农化行业系列研究之一: 展望 10 年后的中国农化行业: “先正达集团”的成立有望成为破解我国农药行业“大而不强”的契机	2020-04-22

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

7 年化工行业研究经验，曾就职于中金公司研究部。从业期间获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526