

业绩符合预期，农药龙头发展空间广阔

扬农化工(600486)

事件概述

2021年3月30日，公司发布2020年报，2020年实现营业收入98.31亿元，同比+12.98%，实现归母净利润12.10亿元，同比+3.41%，其中Q4单季度实现营业收入18.75亿元，同比+14.35%，Q4单季归母净利润1.87亿元，同比+86.16%。经营活动现金净流量13.78亿元，同比持平。同时公布2020年重要经营数据。

分析判断：

► 疫情中积极调整经营策略，多产快销保增长

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，公司杀虫剂销量1.54万吨，同比+6.57%，除草剂销量5.04万吨，同比+31.92%。在销售毛利率和销售净利率（分别为26.31%、12.32%）同比分别下降2.50pct、1.16pct的情况下，依然实现了营收和归母净利润的正增长。

► 产能建设持续进行，巩固菊酯龙头地位

根据公司年报，2020年公司菊酯类农药的产能达到了14225吨/年（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/年。2021年，公司同步推进优嘉公司四期项目、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。优嘉四期投产后，公司菊酯类产能超2.1万吨/年，优嘉全厂的原药生产能力达到6.5万吨/年，菊酯龙头地位进一步稳固。

► 中化作物利润大幅改善，农研公司扭亏为盈

截止2020年底，公司四家全资子公司中除了优士化学利润同比下滑外，其他三家子公司优嘉植保、中化作物、农研公司均实现了利润正增长，其中，中化作物净利润3.14亿元，同比+72.5%，农研公司净利润2249.96万元，实现扭亏为盈。

投资建议

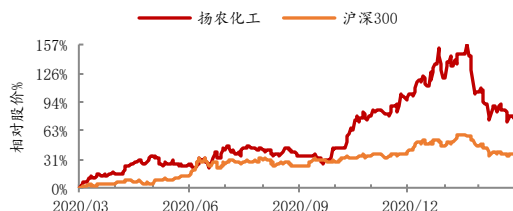
公司产品种类丰富，具有较强生产技术及安全生产能力，上下游配套完善，作为农药龙头企业未来发展空间广阔。我们维持之前的盈利预测，预计2021-2023年公司营业收入分别为104.52亿元、116.94亿元、129.05亿元，同比增速分别为6.3%、11.9%、10.4%，归母净利润分别为15.00亿元、17.69亿元、21.83亿元，同比增速分别为24.0%、17.9%、23.4%，公司2021-2023年EPS分别为4.84元、5.71元、7.04元，目前股价对应PE分别为25、21、17X，维持“买入”的评级。

风险提示

项目进度不及预期；农药价格持续低迷；创制品种市场推广低

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	115.45
股票代码：	600486
52周最高价/最低价：	169.68/65.3
总市值(亿)	380.68
自由流通市值(亿)	380.68
自由流通股数(百万)	309.90



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

相关研究

- 【华西化工】扬农化工(600486)三季报点评：业绩稳定增长，优嘉三期及沈阳科创为未来增收亮点
2020.10.27
- 【华西化工】扬农化工(600486)中报点评：多产快销助营收逆势增长，优嘉三期全速推进
2020.08.26
- 内生外延齐驱并进，新平台大有可为
2020.04.29

于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	10,452	11,694	12,905
YoY (%)	1.4%	13.0%	6.3%	11.9%	10.4%
归母净利润(百万元)	1,170	1,210	1,500	1,769	2,183
YoY (%)	19.4%	3.4%	24.0%	17.9%	23.4%
毛利率 (%)	28.8%	26.3%	29.0%	29.6%	31.7%
每股收益 (元)	3.77	3.90	4.84	5.71	7.04
ROE	23.1%	20.3%	19.4%	18.0%	18.1%
市盈率	31.77	30.72	24.77	21.00	17.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 疫情中积极调整经营策略，多产快销保增长，	4
3. 产能建设持续进行，巩固菊酯龙头地位.....	5
4. 中化作物利润大幅改善，农研公司扭亏为盈.....	8
5. 投资建议与盈利预测.....	10
6. 风险提示.....	10

图表目录

图 1 公司主要产品年度平均销售价格.....	4
图 2 公司销售毛利率及净利率情况	4
图 3 公司国内外利润差距逐渐缩小	5
图 4 国内外产品毛利率变化趋势相反.....	5
图 5 草甘膦价格恢复高景气.....	9
图 6 麦草畏价格逐渐走低.....	9
图 7 功夫菊酯价格企稳.....	9
图 8 联苯菊酯价格稳定.....	9
图 9 吡啶醚菌酯价格稳定.....	9
图 10 丙环唑价格低位.....	9
图 11 苯醚甲环唑价格稳定.....	10
图 12 高效氯氟菊酯价格下跌.....	10
表 1 优嘉植保产能统计.....	5

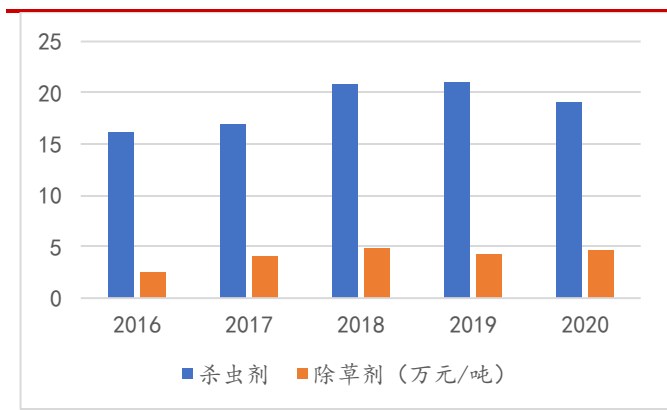
1. 事件概述

2021年3月30日，公司发布2020年报，2020年实现营业收入98.31亿元，同比+12.98%，实现归母净利润12.10亿元，同比+3.41%，经营活动现金净流量13.78亿元，同比持平。其中Q4单季度实现营业收入18.75亿元，同比+14.35%，Q4单季归母净利润1.87亿元，同比+86.16%。同时公布2020年重要经营数据。2020年加权平均ROE 22.19%，同比下降3.34pct，扣非加权平均ROE 20.00%，同比增加18.19pct。

2. 疫情中积极调整经营策略，多产快销保增长

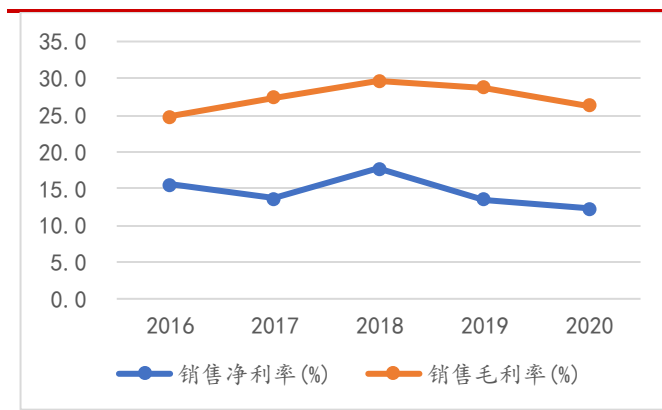
2020年，原药产品在价格下跌的不利局面下，多产快销，以量补价，公司杀虫剂销量1.54万吨，同比+6.57%，除草剂销量5.04万吨，同比+31.92%。在销售毛利率和销售净利率（分别为26.31%、12.32%）同比分别下降2.50pct、1.16pct的情况下，依然实现了营收和归母净利润的正增长。

图1 公司主要产品年度平均销售价格



资料来源：公司公告，华西证券研究所

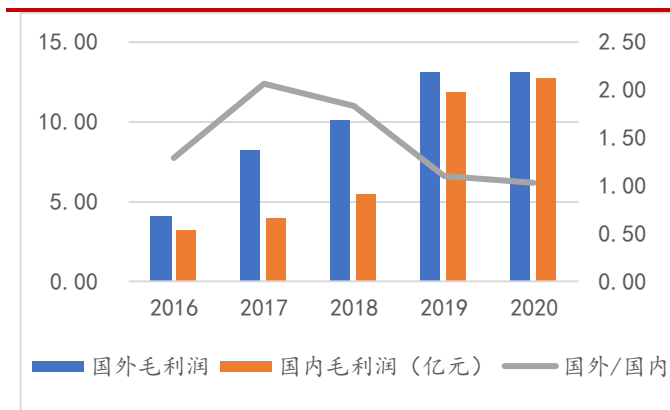
图2 公司销售毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

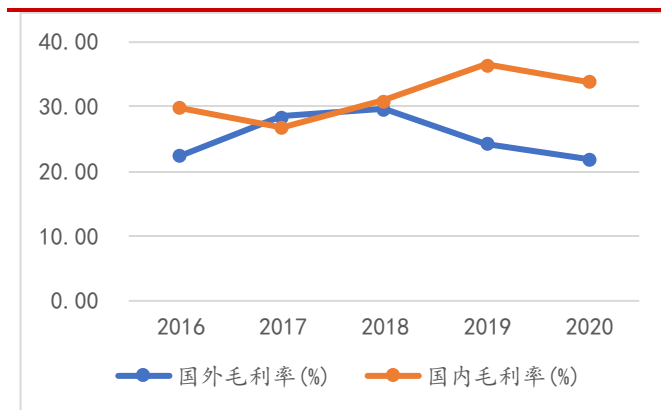
2020年，公司营收98.31亿元，其中主要产品中原药、制剂的营收占比分别为63%、22%，原药、制剂的毛利率分别为27.39%、35.15%。出口业务依然是公司的主要收入和利润来源，2020年，国外营收与国内营收的比例1.6:1，国外毛利润与国内毛利润比例为1.03:1。从趋势上看，2017-2018年公司出口是国内产品利润体量的近两倍，但近两年该差距逐渐缩小，另外一方面，出口与国内产品销售的毛利率也呈现相反的变化趋势，国内销售毛利率逐渐提升，而出口毛利率逐渐下降。

图3 公司国内外利润差距逐渐缩小



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 国内外产品毛利率变化趋势相反



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 产能建设持续进行，巩固菊酯龙头地位

根据公司年报，2020年，公司草甘膦产能3万吨/年（产能利用率100%），保持不变，而麦草畏产能由2019年的2.5万吨/年调整为2万吨/年（产能利用率50%），意味着优嘉一期的5000吨/年的麦草畏产能进行了调整。2020年公司菊酯类农药的产能达到了14225吨/年（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/年。

2021年，公司同步推进优嘉公司四期项目、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。优嘉公司四期项目已经完成了备案、安评、环评等行政报批，项目已进入土建施工阶段，优嘉四期的产能规划中包含菊酯7210吨/年，四期投产后，公司菊酯类产能超2.1万吨/年，优嘉全厂的原药生产能力达到6.5万吨/年，菊酯龙头地位进一步稳固。根据项目环评，优嘉四期项目建设计划期为2020年12月~2022年12月。

表1 优嘉植保产能统计

序号	产品名称	类别	产品规格	一期产能 (t/a)	二期产能 (t/a)	三期产能 (植保园一期 t/a)	四期产能 (植保园二期 t/a)	全厂生产能力 (t/a)
1	贵亭酸甲酯	中间体	≥98%	1500	--	3500		5000
2	联苯菊酯	农用菊酯	≥97%	800	--	--	3800	4600
3	麦草畏	除草剂	≥98%	5000	20001.1	--		25001.1
4	氟啶胺	杀菌剂	≥97%	600	--	--	1000	600
5	避蚊胺	杀虫剂	≥99%	--	50.4	--		50.4
6	抗倒酯	植物生长调节剂	≥98%	--	300	--		300
7	吡唑醚菌酯	杀菌剂	≥97%	--	1000	--		1000
8	氯氟醚菊酯	卫生菊酯	91%	--	250	--		250
9	氯烯炔菊酯	卫生菊酯	96%	--	50	--		50

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

10	右旋反式氯丙炔菊酯	卫生菊酯	99%	--	50	--		50
11	氯菊酯	卫生菊酯	97%	--	300	--		300
12	氟硅菊酯	卫生菊酯	99%	--	50	--		50
13	四氟苯菊酯	卫生菊酯	97%	--	100	--		100
14	右旋烯丙菊酯	卫生菊酯	95%	--	700	--		700
15	Es-生物烯丙菊酯	卫生菊酯	75%	--	180	--		180
16	右旋反式烯丙菊酯 (75:25)	卫生菊酯	95%	--	100	--		100
17	S-生物烯丙菊酯	卫生菊酯	90%	--	10	--		10
18	生物烯丙菊酯	卫生菊酯	94%	--	10	--		10
19	炔丙菊酯	卫生菊酯	99%	--	150	--		150
20	富右旋反式炔丙菊酯	卫生菊酯	99%	--	50	--		50
21	胺菊酯	卫生菊酯	99%	--	100	--		100
22	右旋胺菊酯	卫生菊酯	99%	--	200	--	360	560
23	右旋苯醚菊酯	卫生菊酯	95%	--	100	--		100
24	右旋烯炔菊酯	卫生菊酯	95%	--	100	--		100
25	炔咪菊酯	卫生菊酯	92%	--	100	--		100
26	氯氰菊酯原油	农用菊酯	95%	--	--	700		700
27	氯氰菊酯原粉	农用菊酯	95%	--	--	100		100
28	高效氯氰菊酯苯油	农用菊酯	95%	--	--	4000		4000
29	功夫菊酯	农用菊酯	94.50%	--	--	2500	3000	5500
30	四氟醚菊酯	卫生菊酯	91.10%	--	--	20	50	70

31	四溴菊酯	农用菊酯	90%	--	--	20		20
32	溴氰菊酯原粉	农用菊酯	98.50%	--	--	50		50
33	右旋苯醚氰菊酯 (苯氰菊酯)	卫生菊酯	94%	--	--	100		100
34	氟氯菊酯 (百树菊酯)	农用菊酯	92%	--	--	100		100
35	氟氯苯菊酯	卫生菊酯	90%	--	--	30		30
36	氟丙菊酯	农用菊酯	95%	--	--	5	50	5
37	DV 酰氯	中间体, 生产氟氯菊酯	98%	--	--	1200		1200
38	菊酸甲酯	中间体	99%	--	--	2000		2000
39	甲氧苄氟菊酯	卫生菊酯					50	50
40	噁虫酮	杀虫剂	98.80%	--	--	50		50
41	噻苯隆	植物生长调节剂	98%	--	--	200		200
42	丙环唑	杀菌剂	97.50%	--	--	2000	2000	4000
43	氟啶脲	杀虫剂	97%	--	--	200		200
44	高效盖草能	除草剂	97.90%	--	--	500		500
45	苯醚甲环唑	杀菌剂	97.30%	--	--	1000	3000	4000
46	羟派酯	卫生杀虫剂					200	200
47	DV 异丙酯	中间体					100	100
48	己二酸异丙酯	/					400	400
49	硝磺草酮	除草剂	折纯				6000	6000
50	虱螨脲	杀虫剂					1000	1000
合计				7900	23951.5	18275	13310	70086.5

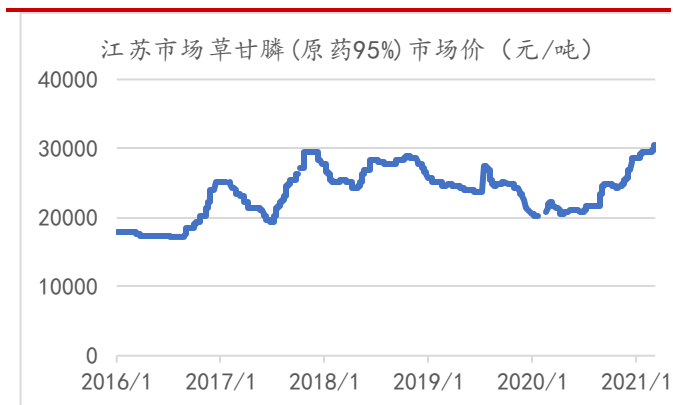
资料来源：公司项目环评，华西证券研究所

4. 中化作物利润大幅改善，农研公司扭亏为盈

截止 2020 年底，公司四家全资子公司中除了优士化学利润同比下滑外，其他三家子公司优嘉植保、中化作物、农研公司均实现了利润正增长，其中，中化作物净利润 3.14 亿元，同比+72.5%，农研公司净利润 2249.96 万元，实现扭亏为盈。

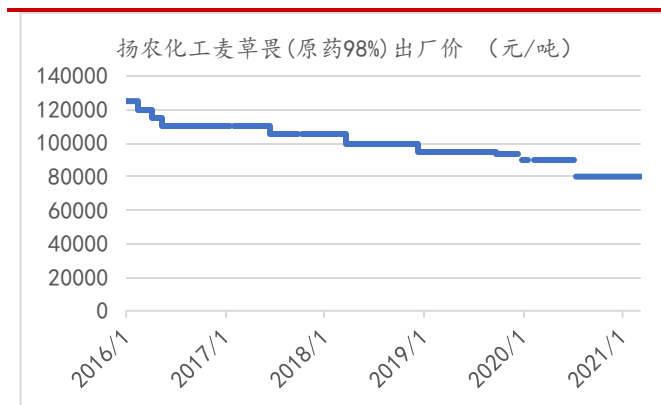
沈阳科创为中化作物控股子公司，目前农研公司研发的创制、仿制农药品种专利及相关技术，并通过沈阳科创实现产业化，2020 年 6 月，沈阳科创化学品有限公司改扩建项目环境影响评价信息公示，投资 2900 万元，对现有生产装置改扩建，原药产能合计扩产 3127 吨/年，液体制剂合计扩产 189040 吨/年。

图5 草甘膦价格恢复高景气



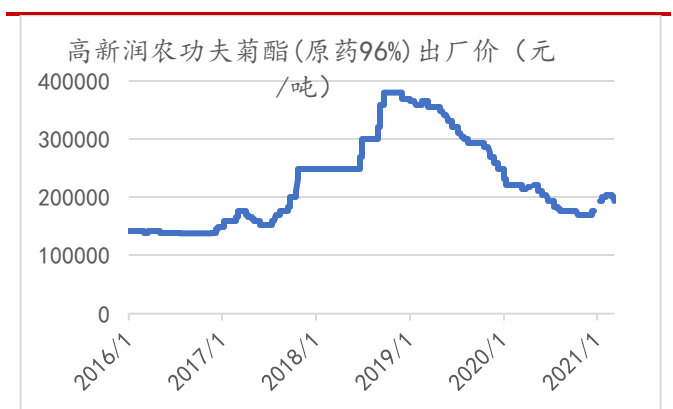
资料来源：华西证券研究所

图6 麦草畏价格逐渐走低



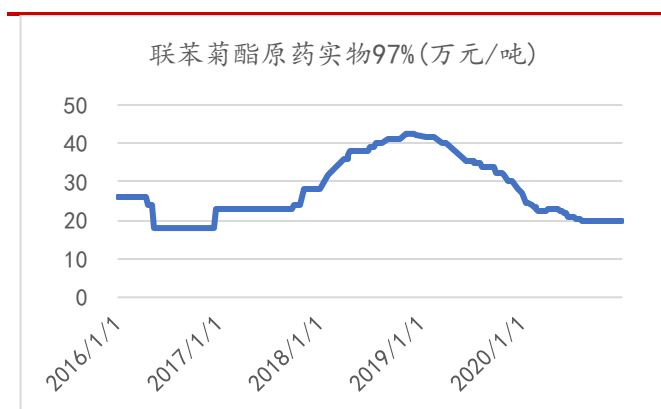
资料来源：华西证券研究所

图7 功夫菊酯价格企稳



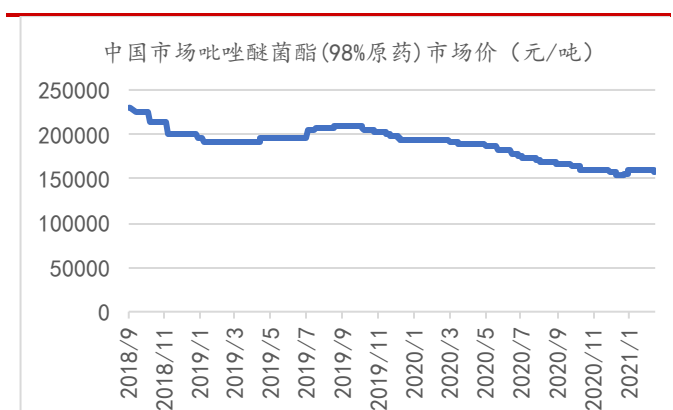
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图8 联苯菊酯价格稳定



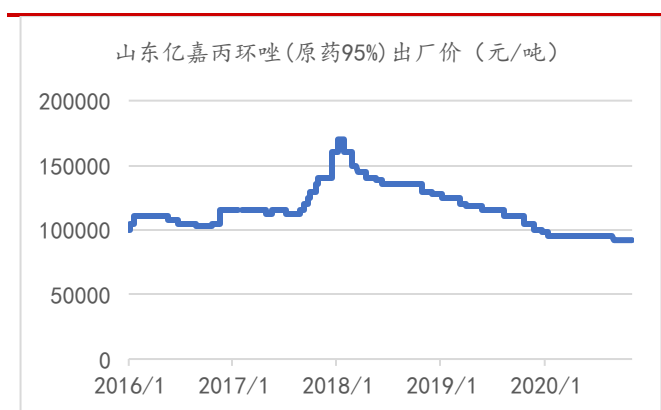
资料来源：中农立华，华西证券研究所

图9 吡唑醚菌酯价格稳定



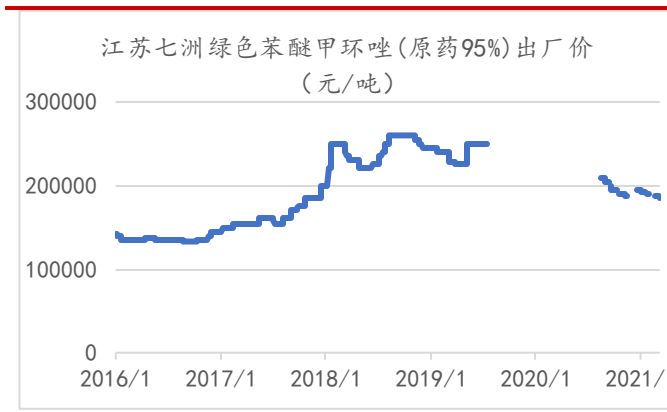
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图10 丙环唑价格低位



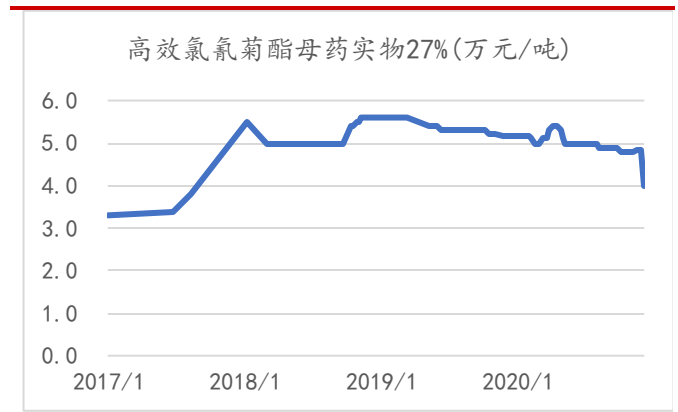
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 11 苯醚甲环唑价格稳定



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 12 高效氯氟菊酯价格下跌



资料来源：中农立华，华西证券研究所

5. 投资建议与盈利预测

公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国同类农药行业第一，2020年10月麦草畏制剂在美国重获批准，出口业务有望逐渐修复。公司产品种类丰富，具有较强生产技术及安全生产能力、上下游配套完善，作为农药龙头企业未来发展空间广阔。我们维持之前的盈利预测，预计2021-2023年公司营业收入分别为104.52亿元、116.94亿元、129.05亿元，同比增速分别为6.3%、11.9%、10.4%，归母净利润分别为15.00亿元、17.69亿元、21.83亿元，同比增速分别为24.0%、17.9%、23.4%，公司2021-2023年EPS分别为4.84元、5.71元、7.04元，目前股价对应PE分别为25、21、17X，维持“买入”的评级。

6. 风险提示

项目进度不及预期；农药价格持续低迷；创制品种市场推广低于预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,831	10,452	11,694	12,905	净利润	1,211	1,531	1,805	2,227
YoY (%)	13.0%	6.3%	11.9%	10.4%	折旧和摊销	393	467	469	474
营业成本	7,244	7,420	8,229	8,809	营运资金变动	-397	-496	-70	-177
营业税金及附加	29	31	34	38	经营活动现金流	1,378	1,516	2,237	2,551
销售费用	219	297	296	347	资本开支	-1,162	-1,100	-300	-250
管理费用	505	560	627	687	投资	-58	0	0	0
财务费用	179	39	41	28	投资活动现金流	-1,178	-1,057	-261	-202
资产减值损失	-47	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	24	43	39	48	债务募资	1,511	650	101	100
营业利润	1,434	1,801	2,124	2,620	筹资活动现金流	-624	344	-267	-498
营业外收支	-14	0	0	0	现金净流量	-481	803	1,708	1,850
利润总额	1,420	1,801	2,124	2,620	主要财务指标				
所得税	209	270	319	393	成长能力 (%)				
净利润	1,211	1,531	1,805	2,227	营业收入增长率	13.0%	6.3%	11.9%	10.4%
归属于母公司净利润	1,210	1,500	1,769	2,183	净利润增长率	3.4%	24.0%	17.9%	23.4%
YoY (%)	3.4%	24.0%	17.9%	23.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.90	4.84	5.71	7.04	毛利率	26.3%	29.0%	29.6%	31.7%
资产负债表 (百万元)					净利率率	12.3%	14.6%	15.4%	17.3%
货币资金	1,891	2,694	4,402	6,253	总资产收益率 ROA	11.1%	11.4%	11.2%	11.8%
预付款项	500	512	567	607	净资产收益率 ROE	20.3%	19.4%	18.0%	18.1%
存货	1,632	1,813	1,932	2,110	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,355	2,470	2,715	2,948	流动比率	1.55	1.64	1.92	2.21
流动资产合计	6,378	7,489	9,617	11,918	速动比率	1.04	1.13	1.42	1.71
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.46	0.59	0.88	1.16
固定资产	3,607	3,914	4,268	4,667	资产负债率	45.4%	41.0%	37.2%	33.8%
无形资产	505	481	457	434	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,517	5,700	6,130	6,506	总资产周转率	0.90	0.79	0.74	0.70
资产合计	10,895	13,189	15,747	18,424	每股指标 (元)				
短期借款	451	1,100	1,200	1,300	每股收益	3.90	4.84	5.71	7.04
应付账款及票据	2,695	2,747	3,093	3,283	每股净资产	19.19	25.00	31.68	38.97
其他流动负债	956	717	721	805	每股经营现金流	4.45	4.89	7.22	8.23
流动负债合计	4,102	4,564	5,014	5,388	每股股利	0.65	0.80	0.96	1.69
长期借款	553	554	555	555	估值分析				
其他长期负债	288	288	288	288	PE	30.72	24.77	21.00	17.03
非流动负债合计	841	842	843	843	PB	6.88	4.80	3.78	3.08
负债合计	4,943	5,406	5,857	6,231					
股本	310	310	310	310					
少数股东权益	4	35	71	115					
股东权益合计	5,952	7,782	9,890	12,192					
负债和股东权益合计	10,895	13,189	15,747	18,424					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。