

扬农化工 (600486.SH) 买入 (维持评级)

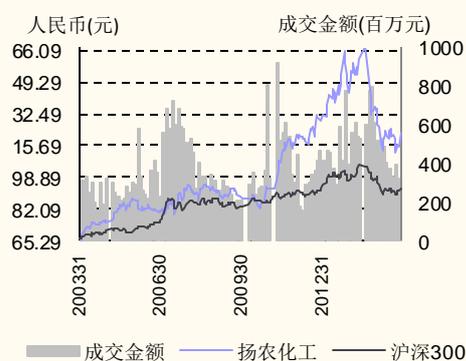
公司点评

市场价格 (人民币): 122.84 元

业绩符合预期, 看好长期持续成长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.10
已上市流通 A 股(亿股)	3.10
总市值(亿元)	380.68
年内股价最高最低(元)	167.60/65.29
沪深 300 指数	5095
上证指数	3457



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	11,586	13,245	15,000
营业收入增长率	64.47%	12.98%	17.85%	14.32%	13.25%
归母净利润(百万元)	1,170	1,210	1,560	1,830	2,098
归母净利润增长率	30.65%	3.41%	28.95%	17.30%	14.68%
摊薄每股收益(元)	3.775	3.904	5.034	5.905	6.771
每股经营性现金流净额	4.43	4.13	5.54	7.69	8.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.14%	20.34%	23.10%	23.31%	23.04%
P/E	18.18	33.82	24.40	20.80	18.14
P/B	4.21	6.88	5.64	4.85	4.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月30日, 公司发布2020年报, 公司2020年实现营收98.3亿元, 同比增长13%; 实现归母净利润12.1亿元, 同比上涨3.4%; 业绩符合预期。

经营分析

- 分业务来看, 2020年公司杀虫剂实现营业收入29.35亿, 同比减少3.67%, 毛利率31.45%, 同比减少2.06个百分点; 除草剂业务实现收入23.32亿, 同比增长40.17%, 毛利率24.45%, 同比减少0.68个百分点; 其他原药实现营业收入9.36亿, 同比增长16.2%, 毛利率21.99%, 同比减少4.03个百分点; 公司制剂业务实现营业收入21.4亿, 同比增长15.77%, 毛利率35.15%, 同比减少4.95个百分点。量价方面, 公司分别实现杀虫剂、除草剂销售量1.54万吨(同比+6.57%)、5.04万吨(同比+31.92%)。公司实现杀虫剂、除草剂售价19.05、4.63万元/吨, 分别同比-9.61%、+6.26%。

- 新项目有序推进, 看好长期成长。**2020年3季度, 公司优嘉三期调试一次性取得成功, 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; 沈阳科创完成了氟环唑项目建设和调试等, 自动化水平和能源供应水平得到提升; 此外, 公司还完成了南通宝叶代森联等3个品种改造。目前, 优嘉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。

投资建议

- 公司产品价格目前处于相对底部区间, 我们预计价格未来整体呈现震荡向上趋势, 未来伴随着优嘉三期项目的投产和优嘉四期的逐步落地, 我们修正公司2021-2023年归母净利润分别为15.6亿元、18.3亿元和21亿元(2021-2022年前值分别为14.48亿元和17.01亿元)。EPS分别为5.0元、5.9元和6.8元, 当前市值对应PE为24.4X/20.8X/18.1X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 优嘉项目建设进度不及预期; 菊酯产品价格下跌; 麦草畏出口不及预期

相关报告

- 《三季度业绩符合预期, 看好长期成长-【国金基化】扬农化工三季度...》, 2020.10.26
- 《业绩符合预期, 优嘉项目进展顺利-【国金基化】扬农化工半年报点...》, 2020.8.25
- 《业绩符合预期, 重大资本开支开启新成长-【国金基化】扬农化工点...》, 2020.4.29

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

yangyiyang@gjzq.com.cn

12

公司主要产品价格处于底部区间，预计未来震荡上行

杀虫剂：整体来看，公司菊酯类产品价格目前企稳，且公司大部分原药产品与下游客户为长单，价格相对稳定，因此公司杀虫剂业务毛利率整体波动不大。公司氟啶脲以及吡蚜酮产品整体供需稳定，价格边际向上。

除草剂：草甘膦价格步入上行通道，麦草畏产品主要供应给拜耳，因此价格相对稳定，烯草酮、异噁草松产品价格 2021 年 1 季度环比提升，整体稳中向上。

杀菌剂：吡唑醚菌酯当前价格处于底部区间，进一步下跌空间不大；丙环唑供需紧俏，价格上行；此外苯醚甲环唑、氟啶胺等产品未来将持续放量，由于产品需求相对较好，我们预计价格将保持相对平稳走势。

图表 1：公司主要产品价格跟踪（万元/吨）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q1 同比	2021Q1 环比
菊酯及中间体							
高效氯氟氰菊酯原药	22.05	22.17	17.96	17.16	19.61	-11.07%	14.28%
联苯菊酯原药	23.15	23.00	20.05	19.63	22.45	-3.00%	14.37%
氯氟菊酯原药	8.76	9.67	9.78	9.50	8.92	1.81%	-6.12%
高效氯氟菊酯母药	5.10	5.17	4.96	4.84	4.86	-4.54%	0.54%
贵亭酸甲酯	7.86	7.80	7.50	6.04	6.00	-23.66%	-0.69%
功夫酸	18.70	18.50	16.00	15.29	19.18	2.58%	25.44%
醚醛	9.55	10.17	9.42	9.50	9.50	-0.52%	0.00%
其他杀虫剂							
氟啶脲原药	50.00	50.00	49.85	49.00	50.64	1.27%	3.34%
吡蚜酮原药（沈阳科创）	19.50	22.33	19.15	17.75	19.00	-2.56%	7.04%
除草剂							
草甘膦原药	2.16	2.11	2.26	2.59	2.97	37.50%	14.89%
烯草酮原药	13.47	15.00	12.45	9.63	10.44	-22.52%	8.34%
异噁草松原药	8.42	8.53	8.70	7.51	8.00	-4.99%	6.55%
杀菌剂							
吡唑醚菌酯原药	19.14	19.00	17.11	15.88	15.74	-17.78%	-0.92%
丙环唑原药	9.50	9.53	9.37	9.75	12.03	26.60%	23.36%
苯醚甲环唑原药	24.70	26.00	20.96	19.02	18.98	-23.15%	-0.18%
氟啶胺原药	31.30	30.50	28.92	26.54	25.00	-20.13%	-5.81%

来源：中农立华原药，国金证券研究所

风险提示

优嘉项目建设进度不及预期；

菊酯产品价格下跌；

麦草畏出口不及预期；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,291	8,701	9,831	11,586	13,245	15,000	货币资金	1,446	2,331	1,891	2,478	2,830	3,206
增长率		64.5%	13.0%	17.9%	14.3%	13.3%	应收账款	1,123	1,711	1,924	2,117	2,417	2,731
主营业务成本	-3,723	-6,194	-7,244	-8,245	-9,389	-10,614	存货	452	1,632	1,632	1,837	2,071	2,341
%销售收入	70.4%	71.2%	73.7%	71.2%	70.9%	70.8%	其他流动资产	1,781	468	931	1,084	1,141	1,203
毛利	1,568	2,507	2,587	3,341	3,856	4,387	流动资产	4,803	6,141	6,378	7,517	8,459	9,480
%销售收入	29.6%	28.8%	26.3%	28.8%	29.1%	29.2%	%总资产	64.6%	63.7%	58.5%	61.1%	60.4%	60.3%
营业税金及附加	-17	-23	-29	-30	-34	-39	长期投资	0	40	44	44	44	44
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,072	2,451	3,806	4,130	4,816	5,436
销售费用	-67	-301	-219	-371	-437	-495	%总资产	27.9%	25.4%	34.9%	33.6%	34.4%	34.6%
%销售收入	1.3%	3.5%	2.2%	3.2%	3.3%	3.3%	无形资产	203	450	529	604	679	752
管理费用	-185	-507	-505	-649	-715	-795	非流动资产	2,636	3,496	4,517	4,778	5,538	6,232
%销售收入	3.5%	5.8%	5.1%	5.6%	5.4%	5.3%	%总资产	35.4%	36.3%	41.5%	38.9%	39.6%	39.7%
研发费用	-239	-320	-332	-429	-503	-600	资产总计	7,439	9,637	10,895	12,295	13,997	15,712
%销售收入	4.5%	3.7%	3.4%	3.7%	3.8%	4.0%	短期借款	328	1,339	451	783	697	421
息税前利润 (EBIT)	1,060	1,357	1,502	1,863	2,166	2,458	应付款项	2,011	2,835	2,915	3,381	3,851	4,354
%销售收入	20.0%	15.6%	15.3%	16.1%	16.4%	16.4%	其他流动负债	231	292	736	578	659	746
财务费用	54	-20	-179	-97	-32	-21	流动负债	2,570	4,466	4,102	4,742	5,206	5,522
%销售收入	-1.0%	0.2%	1.8%	0.8%	0.2%	0.1%	长期贷款	0	3	553	677	800	923
资产减值损失	-35	-10	47	-53	-32	-17	其他长期负债	40	111	288	120	136	154
公允价值变动收益	-31	1	116	67	0	0	负债	2,610	4,580	4,943	5,538	6,143	6,599
投资收益	55	50	24	54	40	40	普通股股东权益	4,628	5,054	5,948	6,752	7,850	9,109
%税前利润	5.0%	3.6%	1.7%	2.9%	1.8%	1.6%	其中：股本	310	310	310	310	310	310
营业利润	1,116	1,399	1,434	1,856	2,164	2,482	未分配利润	3,138	3,572	4,574	5,510	6,608	7,867
营业利润率	21.1%	16.1%	14.6%	16.0%	16.3%	16.5%	少数股东权益	200	3	4	4	4	4
营业外收支	-28	0	-14	1	1	1	负债股东权益合计	7,439	9,637	10,895	12,295	13,997	15,712
税前利润	1,089	1,398	1,420	1,857	2,165	2,483							
利润率	20.6%	16.1%	14.4%	16.0%	16.3%	16.6%	比率分析						
所得税	-149	-226	-209	-297	-336	-385		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	13.7%	16.1%	14.7%	16.0%	15.5%	15.5%	每股指标						
净利润	939	1,173	1,211	1,560	1,830	2,098	每股收益	2.889	3.775	3.904	5.034	5.905	6.771
少数股东损益	44	3	1	0	0	0	每股净资产	14.935	16.310	19.192	21.788	25.331	29.394
归属于母公司的净利润	895	1,170	1,210	1,560	1,830	2,098	每股经营现金净流	4.260	4.435	4.134	5.543	7.689	8.712
净利率	16.9%	13.4%	12.3%	13.5%	13.8%	14.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	2.013	2.362	2.709
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.35%	23.14%	20.34%	23.10%	23.31%	23.04%
净利润	939	1,173	1,211	1,560	1,830	2,098	总资产收益率	12.04%	12.14%	11.10%	12.69%	13.07%	13.36%
少数股东损益	44	3	1	0	0	0	投入资本收益率	17.67%	17.69%	18.14%	19.05%	19.57%	19.86%
非现金支出	330	389	346	544	564	616	增长率						
非经营收益	20	25	122	-70	44	40	主营业务收入增长率	19.21%	64.47%	12.98%	17.85%	14.32%	13.25%
营运资金变动	31	-213	-397	-315	-55	-54	EBIT增长率	37.96%	28.00%	10.71%	24.01%	16.28%	13.46%
经营活动现金净流	1,320	1,374	1,281	1,718	2,383	2,700	净利润增长率	55.73%	30.65%	3.41%	28.95%	17.30%	14.68%
资本开支	-605	-779	-1,162	-839	-1,291	-1,291	总资产增长率	5.01%	29.56%	13.05%	12.85%	13.85%	12.25%
投资	-259	1,490	-58	67	0	0	资产管理能力						
其他	60	421	41	54	40	40	应收账款周转天数	56.7	45.2	49.5	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-804	1,131	-1,178	-718	-1,251	-1,251	存货周转天数	43.6	61.4	82.2	83.0	83.0	83.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	117.0	70.4	71.4	75.0	75.0	75.0
债权募资	-88	406	-340	413	37	-153	固定资产周转天数	136.8	88.9	133.9	101.8	88.7	76.4
其他	-173	-2,361	-341	-826	-817	-920	偿债能力						
筹资活动现金净流	-261	-1,954	-681	-414	-780	-1,073	净负债/股东权益	-23.15%	-19.62%	-16.63%	-16.59%	-18.28%	-21.55%
现金净流量	255	551	-578	586	352	376	EBIT利息保障倍数	-19.6	67.1	8.4	19.2	67.9	119.5
							资产负债率	35.09%	47.52%	45.37%	45.05%	43.89%	42.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	7	12	25	89
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

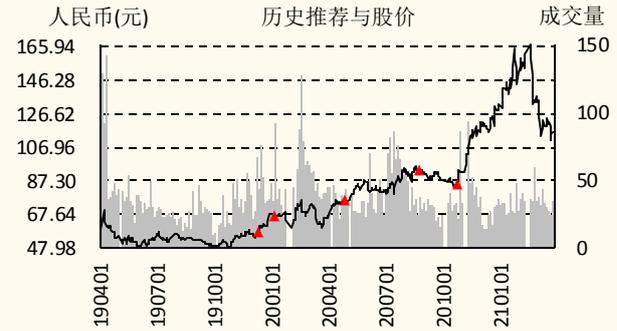
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-11	买入	57.90	66.30~66.30
2	2020-01-07	买入	66.77	84.96~84.96
3	2020-04-29	买入	75.66	N/A
4	2020-08-25	买入	94.20	N/A
5	2020-10-26	买入	85.35	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402