

扬农化工(600486)

点评报告

行业公司研究——化学制品行业

证券研究报告

Q4 业绩大幅增长，优嘉项目相继落地

——扬农化工年报点评

✍️：陈煜 执业证书编号：S1230520040001
☎️：021-80106011
✉️：chenyu02@stocke.com.cn

报告导读

Q4 业绩大幅增长系公司以量补价，且子公司中化作物、农研公司业绩显著改善。公司控股股东将变更为先正达集团，未来内部协同有望加强。优嘉三期已建成投产，四期将有序推进，公司未来成长性有望逐步释放。

投资要点

□ Q4 业绩大幅增长，主要系公司以量补价成效显著

公司 2020 年实现营业收入 98.31 亿元，同比增长 12.98%，归母净利润 12.10 亿元，同比增长 3.41%；其中 Q4 单季度归母净利润 1.87 亿元，同比增长 86.16%。Q4 业绩大幅上扬，主要系公司面对疫情的不利影响，采取“以量补价”策略且成效显著。2020 年菊酯、麦草畏、草甘膦国内均价同比分别下滑 23.04%、12.27%、10.52%，但公司全力抢抓市场订单，除草剂、制剂、其他原药营业收入分别逆势增长 40.17%、15.77%、16.22%，其中杀虫剂、除草剂销量分别为 1.54、5.04 万吨，同比增长 6.57%、31.92%，菊酯类农药、草甘膦产能利用率为 100%。

中化作物、农研公司利润大幅改善，协同效应逐渐显现。2020 年中化作物净利润 3.14 亿元，同比增长 72.45%；农研公司扭亏为盈，实现净利润 2250 万元。

□ 控股股东将变更为先正达集团，优嘉三期、四期项目有序推进

2020 年 11 月公告，公司控股股东扬农集团拟将持有的扬农化工 36.17% 股份转让给先正达集团，交易完成后公司控股股东将变更为先正达集团。未来公司有望与先正达集团加强合作，在研发、订单保障等方面协同，利于公司长远发展。公司优嘉三期、四期项目稳步推进，优嘉三期于去年 8 月进入试生产调试阶段，并于 2020Q4-2021 年逐步释放业绩。优嘉四期项目建设期两年，目前已完成备案、环评、环评等行政报批，并进入土建施工阶段。优嘉一、二期分别投资 6、19.8 亿元，三期目前累计投资 14.9 亿元，累计投入占预算的 80.06%。三期投产有望再造一个扬农，四期计划投资 23.3 亿元，且四期投资力度大于三期。

□ 盈利预测及估值

公司是国内拟除虫菊酯龙头，优嘉三、四期成长性良好。预计 2021-2023 年归母净利润 16.5/18.8/22.1 亿元，当前股价对应 PE 21/19/16 倍，维持买入评级。

□ 风险提示：产品价格低于预期；汇率大幅波动；项目进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	9831	11394	13012	14834
(+/-)	12.98%	15.90%	14.20%	14.00%
净利润	1210	1650	1881	2214
(+/-)	3.41%	36.42%	13.96%	17.74%
每股收益(元)	3.90	5.33	6.07	7.15
P/E	29.06	21.30	18.69	15.88

评级

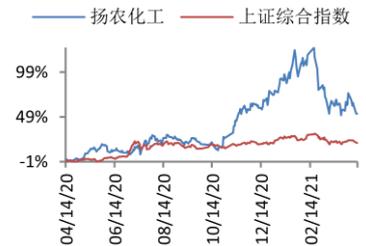
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 112.95

单季度业绩

元/股

4Q/2020	0.60
3Q/2020	0.63
2Q/2020	1.23
1Q/2020	1.44



公司简介

扬农化工是以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的综合性化工企业。

相关报告

- 《优嘉三期投产在即，四期将继续建设》2020.10.26
- 《三期实现再造一个扬农，四期投资更大》2020.08.25
- 《疫情下依然实现增长，印度供应链影响逻辑持续释放》2020.04.28
- 《一季度业绩略超预期，奠定全年业绩增长基础》2019.04.22
- 《菊酯景气向上助推业绩高速增长，新项目有望快速推进》2019.04.02

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6378	7683	9031	11017	营业收入	9831	11394	13012	14834
现金	1891	2688	3295	4557	营业成本	7244	8063	9255	10458
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	29	32	37	42
应收账款	1868	2194	2545	2920	营业费用	219	324	329	398
其它应收款	41	49	55	64	管理费用	505	625	691	800
预付账款	500	419	560	588	研发费用	332	402	449	518
存货	1632	1970	2173	2505	财务费用	179	80	115	78
其他	446	361	404	382	资产减值损失	49	24	46	42
非流动资产	4517	5510	6345	7163	公允价值变动损益	116	59	87	73
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	24	37	31	34
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	19	18	18	18
固定资产	3607	4214	5083	5716	营业利润	1434	1959	2226	2622
无形资产	505	635	720	828	营业外收支	(14)	(7)	(11)	(9)
在建工程	170	187	132	123	利润总额	1420	1951	2215	2613
其他	235	474	409	496	所得税	209	299	333	397
资产总计	10895	13193	15376	18180	净利润	1211	1652	1882	2217
流动负债	4102	4937	5244	5929	少数股东损益	1	2	2	2
短期借款	451	895	673	784	归属母公司净利润	1210	1650	1881	2214
应付款项	2695	3077	3487	3966	EBITDA	1830	2249	2569	3015
预收账款	26	180	120	185	EPS (最新摊薄)	3.90	5.33	6.07	7.15
其他	931	785	964	994	主要财务比率				
非流动负债	841	753	797	775		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	553	553	553	553	成长能力				
其他	288	200	244	222	营业收入	12.98%	15.90%	14.20%	14.00%
负债合计	4943	5690	6041	6704	营业利润	1.58%	36.61%	13.66%	17.80%
少数股东权益	4	6	7	9	归属母公司净利润	3.41%	36.42%	13.96%	17.74%
归属母公司股东权益	5948	7497	9328	11467	获利能力				
负债和股东权益	10895	13193	15376	18180	毛利率	26.31%	29.23%	28.87%	29.50%
					净利率	12.32%	14.50%	14.47%	14.94%
					ROE	21.98%	24.53%	22.34%	21.28%
					ROIC	17.61%	18.65%	17.94%	17.29%
					偿债能力				
					资产负债率	45.37%	43.13%	39.29%	36.88%
					净负债比率	20.32%	25.45%	20.30%	19.95%
					流动比率	155.48%	155.63%	172.22%	185.81%
					速动比率	115.70%	115.72%	130.79%	143.56%
					营运能力				
					总资产周转率	95.76%	94.60%	91.09%	88.41%
					应收帐款周转率	7.37	7.65	7.50	7.54
					应付帐款周转率	5.11	5.02	5.08	5.05
					每股指标(元)				
					每股收益	3.90	5.33	6.07	7.15
					每股经营现金	4.45	5.04	7.23	7.88
					每股净资产	19.19	24.19	30.10	37.00
					估值比率				
					P/E	29.06	21.30	18.69	15.88
					P/B	5.91	4.69	3.77	3.07
					EV/EBITDA	21.88	15.09	12.89	10.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>