

扬农化工 (600486.SH) 买入 (维持评级)

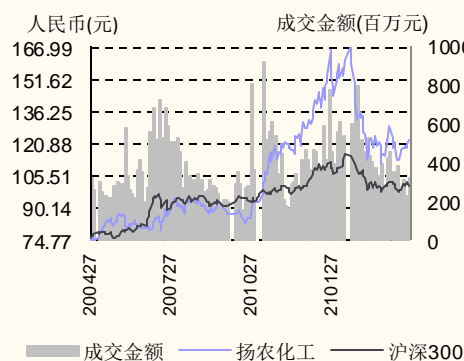
公司点评

市场价格 (人民币): 122.40 元

业绩符合预期, 长期稳定成长

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)	379.32
年内股价最高最低(元)	167.60/74.77
沪深 300 指数	5077
上证指数	3441



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	24.32	20.73	18.08
P/B	4.21	6.88	5.62	4.83	4.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月26日, 公司发布2021年1季报, 2021年公司实现营业收入37.07亿元, 同比增长17.43%; 实现归母净利润4.44亿元, 同比下降0.42%; 业绩符合预期。

经营分析

- 分业务来看, 2021年1季度公司杀虫剂实现营业收入11.01亿元, 同比增长12.7%, 除草剂业务实现收入6.69亿元, 同比增长9.43%; 销量方面, 公司分别实现杀虫剂、除草剂销售量6399.9吨(同比+24.9%)、14572.9吨(同比+1.05%); 公司杀虫剂、除草剂售价17.21万元/吨(同比-9.78%)、4.59万元/吨(同比+8.3%)。从产品价格来看, 杀虫剂主要产品功夫菊酯当前报价17.8万元/吨, 联苯菊酯当前报价22万元/吨, 价格相较于2020年4季度震荡向上; 除草剂主要产品草甘膦当前报价3.6万元/吨, 迈入景气周期。我们认为, 公司主要杀虫剂和除草剂产品价格处于历史相对底部位置, 未来将震荡上行。公司产品销售毛利率23.48%, 同比下降3.96个百分点。销售费用5487万元, 同比下降21.9%; 管理费用1.48亿元, 同比增长5%; 研发费用7833万元, 同比增加5.9%。
- 新项目有序推进, 支撑长期成长。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、环评等行政审批, 目前项目已进入土建施工阶段。

投资建议

- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为15.6亿元、18.3亿元和21亿元。EPS分别为5.0元、5.9元和6.8元, 当前市值对应PE为24.3X/20.7X/18.1X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 12 优嘉项目建设进度不及预期; 农药产品价格下跌; 农药需求下滑。

相关报告

- 《业绩符合预期, 看好长期持续成长-【国金化工】扬农化工点评》, 2021.4.1
- 《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

yangyiyi@gjzq.com.cn

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	比率分析						
利润率	20.6%	16.1%	14.4%	16.0%	16.3%	16.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-149	-226	-209	-297	-336	-385	每股指标						
所得税率	13.7%	16.1%	14.7%	16.0%	15.5%	15.5%	每股收益	2.889	3.775	3.904	5.034	5.905	6.771
净利润	939	1,173	1,211	1,560	1,830	2,098	每股净资产	14.935	16.310	19.192	21.788	25.331	29.394
少数股东损益	44	3	1	0	0	0	每股经营现金净流	4.260	4.435	4.134	5.543	7.689	8.712
归属于母公司的净利润	895	1,170	1,210	1,560	1,830	2,098	每股股利	0.000	0.000	0.000	2.013	2.362	2.709
净利率	16.9%	13.4%	12.3%	13.5%	13.8%	14.0%	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%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	12.04%	12.14%	11.10%	12.69%	13.07%	13.36%
净利润	939	1,173	1,211	1,560	1,830	2,098	投入资本收益率	17.67%	17.69%	18.14%	19.05%	19.57%	19.86%
少数股东损益	44	3	1	0	0	0	增长率						
非现金支出	330	389	346	544	564	616	主营业务收入增长率	19.21%	64.47%	12.98%	17.85%	14.32%	13.25%
非经营收益	20	25	122	-70	44	40	EBIT增长率	37.96%	28.00%	10.71%	24.01%	16.28%	13.46%
营运资金变动	31	-213	-397	-315	-55	-54	净利润增长率	55.73%	30.65%	3.41%	28.95%	17.30%	14.68%
经营活动现金净流	1,320	1,374	1,281	1,718	2,383	2,700	总资产增长率	5.01%	29.56%	13.05%	12.85%	13.85%	12.25%
资本开支	-605	-779	-1,162	-839	-1,291	-1,291	资产管理能力						
投资	-259	1,490	-58	67	0	0	应收账款周转天数	56.7	45.2	49.5	50.0	50.0	50.0
其他	60	421	41	54	40	40	存货周转天数	43.6	61.4	82.2	83.0	83.0	83.0
投资活动现金净流	-804	1,131	-1,178	-718	-1,251	-1,251	应付账款周转天数	117.0	70.4	71.4	75.0	75.0	75.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	136.8	88.9	133.9	101.8	88.7	76.4
债权募资	-88	406	-340	413	37	-153	偿债能力						
其他	-173	-2,361	-341	-826	-817	-920	净负债/股东权益	-23.15%	-19.62%	-16.63%	-16.59%	-18.28%	-21.55%
筹资活动现金净流	-261	-1,954	-681	-414	-780	-1,073	EBIT利息保障倍数	-19.6	67.1	8.4	19.2	67.9	119.5
现金净流量	255	551	-578	586	352	376	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	1	30	30	39	109
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.09	1.07	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。

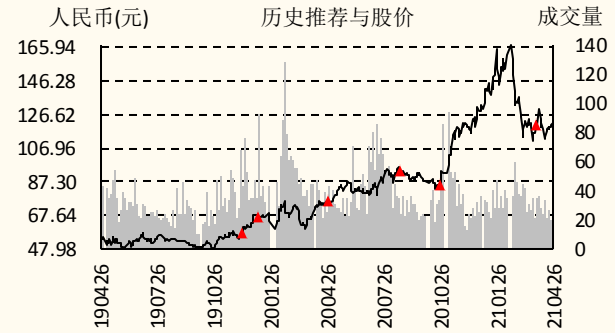
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2021-04-01	买入	119.92	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