

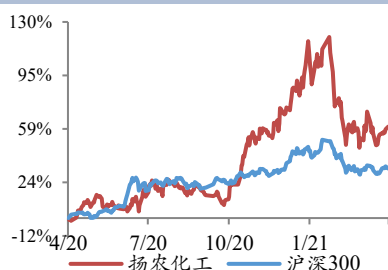
一季度盈利质量高,“两化”合并助成长

投资评级: 买入(维持)

报告日期: 2021-04-27

收盘价(元)	122.40
近12个月最高/最低(元)	167.60/74.77
总股本(百万股)	310
流通股本(百万股)	310
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	379
流通市值(亿元)	379

公司价格与沪深300走势比较


分析师: 刘万鹏

执业证书号: S0010520060004

电话: 18811591551

邮箱: liuwp@hazq.com

联系人: 曾祥钊

执业证书号: S0010120080034

电话: 13261762913

邮箱: zengxz@hazq.com

相关报告

1. 疫情不改增长趋势, 优嘉项目相继落地助成长 2021-03-30
2. 三季度业绩符合预期, 优嘉三期投产在即 2020-10-27
3. 成本规模优势并存, “两化”协同赛道拓宽 2020-08-25

主要观点:

● 事件描述

4月27日, 公司发布2021年一季度报告。据公告, 2021年Q1公司实现营业收入37.08亿元, 同比上升17.43%; 归母净利润4.44亿元, 同比下降0.42%; 扣非后归母净利润4.61亿元, 同比上升2.76%; 加权平均净资产收益率为7.25%, 同比下降1.19个百分点; 经营活动现金流净额为4.66亿元, 同比上升823.93%。

● 公司一季度同比基本持平, 但盈利质量高

2021年Q1, 公司实现毛利润8.71亿元, 同比增长0.05亿元。2021年Q1, 公司财务费用-1502万元, 同比下降18.06%; 管理费用1.48亿元, 同比增长5.15%; 销售费用5487万元, 同比下降32%; 研发费用7834万元, 同比增长5.9%; 研发投入占营收比例2.11%, 同比下降0.23个百分点。公司投资活动现金流净额-3.35亿元, 同比增长0.6亿元; 筹资活动现金流净额2.50亿元, 同比增长2.62亿元。公司2021Q1购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(资本开支)为3.67亿元, 同比增加9.88%; 净现比1.05, 同比增加0.94, 盈利质量同比改善明显。

● 杀虫剂和除草剂均实现营收销量双增长, 主要原材料价格同比下降

公司2021年Q1销售毛利率23.48%, 同比下降3.96个百分点; 销售净利率12.01%, 同比下降2.14个百分点。从产品看, 杀虫剂板块实现营业收入11.01亿元, 同比增长12.69%; 销量0.64万吨, 同比增长24.93%。杀虫剂2021Q1平均销售价为17.21万元/吨, 同比下降9.78%。除草剂板块实现营业收入6.69亿元, 同比增长9.3%; 销量1.45万吨, 同比增长1.05%。除草剂2021Q1平均销售价为4.58万元/吨, 同比增长8.30%。从原材料价格看, 公司主要原材料价格同比下降, 烧碱价格下降24.0%, 甲苯价格下降9.4%, 二乙醇胺下降3.8%, 盐酸价格下降了4.7%, 异丁烯价格下降28.3%, 但是甲醛价格上升4.6%, 异丁醛价格上升41.2%。

● “两化”合并, 协同效应助成长

3月31日, 经国务院批准, 中国中化集团有限公司(中化集团)与中国化工集团有限公司(中国化工)实施联合重组, 新设由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责的新公司, 中化集团和中国化工整体划入新公司。新公司将涵盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等业务领域。石化企业兼并收购是当前国际化工行业的趋势, 此次联合重组将更好地整合资源, 发挥协同效应。“两化”强强联合, 让中国化工工业能够更好地参与国际竞争, 融入到全球产业链, 打造世界一流的综合化工企业。对于农化板块而言, 扬农将受益于集团的全面布局, 将在大农业布局下拓宽销售空间, 提升整体协同能力。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.12、18.55、21.76 亿元，同比增速为 25.0%、22.7%、17.3%。对应 PE 分别为 25.09、20.45、17.43 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831	11319	12481	13552
收入同比 (%)	13.0%	15.1%	10.3%	8.6%
归属母公司净利润	1210	1512	1855	2176
净利润同比 (%)	3.4%	25.0%	22.7%	17.3%
毛利率 (%)	26.3%	28.4%	29.4%	30.4%
ROE (%)	20.3%	20.3%	19.9%	18.9%
每股收益 (元)	3.90	4.88	5.99	7.02
P/E	33.82	25.09	20.45	17.43
P/B	6.88	5.09	4.07	3.30
EV/EBITDA	21.12	13.71	13.22	11.46

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6378	6656	7717	8939	
现金	1891	1691	2266	3116	
应收账款	1333	1686	1822	1945	
其他应收款	41	46	53	57	
预付账款	500	359	436	511	
存货	1632	1946	2142	2226	
其他流动资产	981	927	998	1083	
非流动资产	4517	5954	7076	8402	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	3607	4810	5752	6963	
无形资产	505	673	831	961	
其他非流动资产	405	471	493	478	
资产总计	10895	12610	14793	17341	
流动负债	4102	4217	4508	4824	
短期借款	451	0	0	0	
应付账款	1510	1719	1865	1987	
其他流动负债	2141	2498	2643	2838	
非流动负债	841	841	841	841	
长期借款	553	553	553	553	
其他非流动负债	288	288	288	288	
负债合计	4943	5059	5350	5666	
少数股东权益	4	92	129	185	
股本	310	310	310	310	
资本公积	637	637	637	637	
留存收益	5001	6512	8367	10544	
归属母公司股东权	5948	7459	9314	11491	
负债和股东权益	10895	12610	14793	17341	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1378	2568	2289	2745	
净利润	1210	1512	1855	2176	
折旧摊销	393	849	590	561	
财务费用	130	50	39	39	
投资损失	-24	-50	-53	-50	
营运资金变动	-397	87	-195	-56	
其他经营现金流	1674	1543	2102	2308	
投资活动现金流	-1178	-2267	-1675	-1856	
资本支出	-1162	-2317	-1727	-1906	
长期投资	-58	0	0	0	
其他投资现金流	41	50	53	50	
筹资活动现金流	-624	-501	-39	-39	
短期借款	-888	-451	0	0	
长期借款	550	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-101	0	0	0	
其他筹资现金流	-186	-50	-39	-39	
现金净增加额	-481	-201	575	850	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	9831	11319	12481	13552	
营业成本	7244	8103	8815	9428	
营业税金及附加	29	30	34	38	
销售费用	219	339	361	367	
管理费用	505	606	679	719	
财务费用	179	-4	-21	-42	
资产减值损失	-47	-31	-16	-19	
公允价值变动收益	-116	0	0	0	
投资净收益	24	50	53	50	
营业利润	1434	1880	2232	2625	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	16	0	0	0	
利润总额	1420	1880	2232	2625	
所得税	209	281	341	393	
净利润	1211	1600	1892	2233	
少数股东损益	1	88	37	56	
归属母公司净利润	1210	1512	1855	2176	
EBITDA	1895	2684	2740	3086	
EPS (元)	3.90	4.88	5.99	7.02	

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	13.0%	15.1%	10.3%	8.6%	
营业利润	2.5%	31.2%	18.7%	17.6%	
归属于母公司净利	3.4%	25.0%	22.7%	17.3%	
获利能力					
毛利率 (%)	26.3%	28.4%	29.4%	30.4%	
净利率 (%)	12.3%	13.4%	14.9%	16.1%	
ROE (%)	20.3%	20.3%	19.9%	18.9%	
ROIC (%)	18.4%	19.3%	18.2%	17.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.4%	40.1%	36.2%	32.7%	
净负债比率 (%)	83.1%	67.0%	56.7%	48.5%	
流动比率	1.55	1.58	1.71	1.85	
速动比率	1.04	1.03	1.14	1.29	
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.90	0.84	0.78	
应收账款周转率	7.37	6.71	6.85	6.97	
应付账款周转率	4.80	4.71	4.73	4.75	
每股指标 (元)					
每股收益	3.90	4.88	5.99	7.02	
每股经营现金流	4.45	8.29	7.39	8.86	
每股净资产	19.19	24.07	30.06	37.08	
估值比率					
P/E	33.82	25.09	20.45	17.43	
P/B	6.88	5.09	4.07	3.30	
EV/EBITDA	21.12	13.71	13.22	11.46	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。