

Q1 现金流充裕，高效运营保证业务稳中有进

扬农化工(600486)

评级:	买入	股票代码:	600486
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	169.68/72.5
目标价格:		总市值(亿)	345.20
最新收盘价:	111.39	自由流通市值(亿)	345.20
		自由流通股数(百万)	309.90

事件概述

2021年4月27日公司发布2021年一季报，2021Q1实现营业收入37.08亿元，同比+17.43%，实现归母净利润4.44亿元，同比-0.42%，其中扣非归母净利润4.61亿元，同比+2.67%。2021Q1销售毛利率23.48%，同比降低3.96pct，净利率12.01%，同比降低2.14pct。2021Q1公司经营活动产生的现金流量净额4.66亿元，同比+823.93%。

分析判断:

► 草甘膦价格上涨，杀虫剂以量补价，一季度业绩维持稳定

公司一季度杀虫剂营收11.01亿元，同比+13%，销量6399.92吨，同比+25%，销售均价17.21万元/吨，同比-10%；除草剂营收6.69亿元，同比+9%，销量14572.94吨，同比+1%，销售均价4.59万元/吨，同比+8%。根据卓创资讯，公司主要产品一季度国内市场均价，草甘膦（产能3万吨/年）29702元/吨，同比上涨40%，麦草畏（产能2万吨/年）78000元/吨，同比下跌12%，功夫菊酯（产能2500吨/年）195798元/吨，同比下跌11%，丙环唑（产能2000吨/年）121596元/吨，同比上涨27%。菊酯类产品的价格从2018年开始一直处于下跌通道，公司优嘉三期投产后贡献了产能增量，使杀虫剂营收保持稳定，草甘膦价格从去年四月开始出现反弹，价格一路上涨，弥补了众多产品价格下行带来的业绩损失。

► 全面建设优嘉四期，沈阳科创产能持续扩张

根据公司举行的2020年度业绩说明会，优嘉四期已经进入土建阶段，根据公司公告，优嘉四期项目总投资23.3亿元，项目建成投产后，预计年均营业收入为30.45亿元，总投资收益率23.8%，项目投资财务内部收益率（所得税后）19.0%。今年一月，沈阳科创三车间改扩建项目竣工验收，包含一套500吨/年氟环唑原药生产装置，二月，沈阳科创啶菌噁唑、莎稗磷生产改扩建项目环评公示，在现有生产装置基础上扩产，将新增乙唑螨腈产能300吨/年，烯草酮产能600吨/年。近年来，公司一直朝着以菊酯为核心、农药产品格局多元化的方向发展，优嘉及沈阳科创的产品逐渐丰富，产能规模逐渐扩大，成为公司两大发展重心。

投资建议

公司拟除虫菊酯的产量和营收是国内规模最大的企业，公司出口业务营收占比过半，即使在疫情严重的年份仍然难中有所为，保持增长，在大部分产品景气度下行的周期，公司以多产快销的方式保证业绩稳健增长。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%，目前股价对应PE分别为23、20、16X，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%	29.7%	31.8%
每股收益 (元)	3.77	3.90	4.84	5.71	7.04
ROE	23.1%	20.3%	19.0%	16.9%	16.8%
市盈率	29.51	28.54	23.02	19.52	15.82

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

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	1,530	1,805	2,227
YoY (%)	13.0%	6.3%	11.9%	10.4%	折旧和摊销	393	932	1,037	1,206
营业成本	7,244	7,419	8,221	8,797	营运资金变动	-397	-496	-71	-177
营业税金及附加	29	31	34	38	经营活动现金流	1,378	1,980	2,804	3,282
销售费用	219	297	296	347	资本开支	-1,162	-1,899	-1,974	-374
管理费用	505	560	627	687	投资	-58	0	0	0
财务费用	179	41	50	39	投资活动现金流	-1,178	-1,856	-1,936	-326
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	1,800	2,123	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	468	601	2,458
利润总额	1,420	1,800	2,123	2,620	主要财务指标				
所得税	209	270	318	393	成长能力 (%)				
净利润	1,211	1,530	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%	29.7%	31.8%
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	2,360	2,960	5,418	总资产收益率 ROA	11.1%	11.2%	10.8%	11.3%
预付款项	500	512	567	607	净资产收益率 ROE	20.3%	19.0%	16.9%	16.8%
存货	1,632	1,813	1,930	2,107	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,355	2,470	2,715	2,948	流动比率	1.55	1.57	1.63	2.06
流动资产合计	6,378	7,154	8,173	11,080	速动比率	1.04	1.06	1.13	1.55
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.46	0.52	0.59	1.01
固定资产	3,607	4,097	5,332	5,899	资产负债率	45.4%	40.5%	35.7%	32.1%
无形资产	505	481	457	433	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,517	6,183	8,245	8,287	总资产周转率	0.90	0.78	0.71	0.67
资产合计	10,895	13,337	16,417	19,367	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	2,746	3,090	3,278	每股净资产	19.19	25.48	33.86	42.03
其他流动负债	956	717	720	804	每股经营现金流	4.45	6.39	9.05	10.59
流动负债合计	4,102	4,563	5,010	5,383	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	28.54	23.02	19.52	15.82
非流动负债合计	841	842	843	843	PB	6.88	4.37	3.29	2.65
负债合计	4,943	5,406	5,854	6,226					
股本	310	310	310	310					
少数股东权益	4	35	71	115					
股东权益合计	5,952	7,932	10,563	13,141					
负债和股东权益合计	10,895	13,337	16,417	19,367					

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。

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。