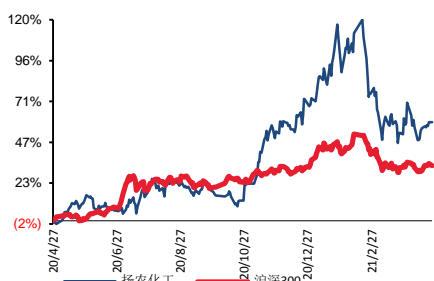


材料 材料II

菊酯以量补价，草甘膦格局重塑价格中枢向上

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	310/310
总市值/流通(百万元)	37,529/37,529
12个月最高/最低(元)	167.60/75.30

相关研究报告:

扬农化工(600486)《研产销一体化深度运营，协同效应持续增强》--2021/03/29

扬农化工(600486)《淡季业绩符合预期，优嘉项目稳步推进，成长动力足》--2020/10/26

扬农化工(600486)《以量补价，中报略超预期，优嘉三期投产在即》--2020/08/24

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 贺顺利

电话: 15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

事件: 公司发布 2021 年第一季度财报, 报告期实现营业收入 37.08 亿元, 同比+17.43%, 环比+97.76%; 归母净利润 4.44 亿元, 同比-0.42%, 环比+138.21%。

主要观点:

1. 优嘉三期贡献菊酯增量, 草甘膦中枢向上, 盈利符合预期

2021 年第一季度, 公司杀虫剂产量为 6972 吨, 销量 6399 吨, 同比+25%, 预计主要由于优嘉公司三期项目于 2020 年三季度建成投产, 新增菊酯类农药产能 10825 吨, 贡献主要增量; 销售均价为 17.21 万元/吨, 同比-10%, 主要由于部分产品供给增加, 价格回调。除草剂产量为 12446 吨, 销量为 14572 吨, 同比上升 1%; 销售均价 4.59 万元/吨, 同比上升 8%。公司部分主要产品价格均价: 氯氟菊酯 8.75 万元/吨, 同比 0.5%, 环比 0%; 草甘膦 2.92 万元/吨, 同比+39.2%, 环比+15.7%; 麦草畏 7.6 万元/吨, 同比-10.6%, 环比 0%。

其中草甘膦行业龙头重组, 价格中枢向上。4 月 13 日, 江山股份公告拟与福华通达进行重组。福华通达拥有草甘膦(原药) 15.3 万吨/年、完成资产收购后的公司将拥有草甘膦原药产能为 22.3 万吨/年。根据百川资讯, 草甘膦行业现有产能为 73 万吨, 江山+福华 22.3 万吨、兴发集团 18 万吨, 新安股份 8 万吨, 好收成韦恩 7 万吨, 广信股份 6 万吨, 和邦生物 5 万吨, 扬农化工 3 万吨, 产业集中度进一步提升, 价格有望维持高景气。

2021 年 Q1, 公司毛利率 23.48%, 环比-2.87%, 我们分析主要由于部分原料价格上涨, 同时杀虫剂价格下滑; 销售费用率 1.48%, 环比+0.86%; 管理费用率 6.12%, 环比-5.99%; 财务费用率-0.41%, 环比-5.78%。总体而言, 公司 2021 年 Q1 净利润符合预期。

2. 新一轮资产支出有序进行, 公司成长动能十足

2021 年 Q1, 公司新增资本支出 3.67 亿元, 在建工程达到 2.28 亿元, 固定资产达到 35.66 亿元, 在建工程/固定资产实现 6.39%。优嘉公司四期项目完成了备案、环评、环评等行政报批, 目前项目已进入土建施工阶段。公司优嘉四期项目环评披露, 包括 8,510 吨/年杀虫剂、6,000 吨/年除草剂、6,000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目, 主要产品包括联苯菊酯, 高效氯氟菊酯, 氟啶胺, 硝磺草酮, 苯醚甲环唑与丙环唑等成长性较好的品种。项目总投资为 23.3 亿元, 项目建

执业资格证书编码:

设期两年。该项目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%。项目承接性好，为公司未来发展注入新动力。优嘉项目助力公司成为世界级原药生产基地，先正达辅助品类优选，持续提升利润回报。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 15.09 亿元、17.51 亿元、20.02 亿元，对应 EPS 4.87 元、5.65 元、6.46 元，PE 25.14X、21.66X、18.95X。考虑公司为优质农药龙头，优嘉三期、四期项目注入新动能，中化农业板块协同效应值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：需求下滑，产品价格大幅波动、项目进展不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9831	10634	12289	13489
(+/-%)	13.0%	8.2%	15.6%	9.8%
净利润(百万元)	1210	1509	1751	2002
(+/-%)	3.4%	24.7%	16.1%	14.3%
摊薄每股收益(元)	3.90	4.87	5.65	6.46
市盈率(PE)	33.82	25.14	21.66	18.95

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

财务报表预测

利润表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
营业收入	9831	10634	12289	13489
营业成本	7244	7648	8836	9610
毛利	2587	2986	3453	3879
%营业收入	26%	28%	28%	29%
税金及附加	29	31	36	39
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	219	237	273	300
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	505	546	631	693
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	332	359	415	456
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	179	47	47	47
%营业收入	2%	0%	0%	0%
资产减值损失	47	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	19	19	19	19
投资收益	24	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	116	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	1434	1784	2069	2363
%营业收入	15%	17%	17%	18%
营业外收支	-14	-14	-14	-14
利润总额	1420	1770	2055	2349
%营业收入	14%	17%	17%	17%
所得税费用	209	260	302	345
净利润	1211	1510	1753	2003
归属于母公司的净利润	1210	1509	1751	2002
少数股东损益	1	1	2	2
EPS (元/股)	3.90	4.87	5.65	6.46

现金流量表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
经营活动现金流净额	1378	2010	1815	2065
投资	0	0	0	0
资本性支出	-14	-14	-14	-14
其他	-1164	0	0	0
投资活动现金流净额	-1178	-14	-14	-14
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-340	0	0	0
筹资成本	-247	-47	-47	-47
其他	-37	28	0	0
筹资活动现金流净额	-624	-19	-47	-47
现金净流量	-424	1977	1753	2003

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；

资产负债表（百万元）

	2020	2021	2022	2023
货币资金	1891	3868	5621	7624
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1868	0	0	0
存货	1632	0	0	0
预付账款	500	0	0	0
其他流动资产	472	431	431	431
流动资产合计	6363	4299	6052	8056
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3607	3607	3607	3607
无形资产	505	505	505	505
商誉	16	16	16	16
递延所得税资产	89	89	89	89
其他非流动资产	301	301	301	301
资产总计	10880	8817	10570	12573
短期借款	451	451	451	451
应付票据及应付账款	2695	0	0	0
预收账款	26	0	0	0
应付职工薪酬	262	0	0	0
应交税费	20	0	0	0
其他流动负债	649	49	49	49
流动负债合计	4102	500	500	500
长期借款	553	553	553	553
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	108	108	108	108
其他非流动负债	180	180	180	180
负债合计	4943	1341	1341	1341
归属于母公司的所有者权益	5948	7485	9236	11237
少数股东权益	4	5	7	9
股东权益	5952	7490	9243	11246
负债及股东权益	10895	8831	10584	12587

基本指标

	2020	2021	2022	2023
EPS	3.90	4.87	5.65	6.46
BVPS	19.19	24.15	29.80	36.26
PE	33.82	25.14	21.66	18.95
PEG	9.90	1.02	1.35	1.33
PB	6.88	5.07	4.11	3.38
EV/EBITDA	21.12	19.35	15.88	13.10
ROE	20%	20%	19%	18%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。