

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

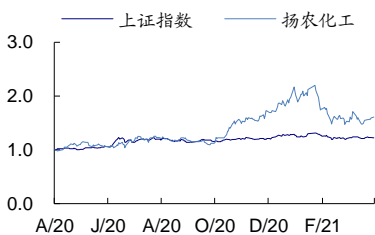
农用化工

**扬农化工(600486)**
**买入**

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 310/310       |
| 总市值/流通(百万元)   | 37,932/37,932 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,441/14,224  |
| 12 个月最高/最低(元) | 169.68/72.50  |

**相关研究报告:**

《扬农化工-600486-2020 年年报点评: 经营指标再创新高, 建成全球农化巨头》——2021-03-30

《扬农化工-600486-2013 年 1 季报预增点评: 草甘膦盈利大幅提升, 第三次创业迎来中长期发展》——2013-04-15

《国信证券-基础化工-扬农化工-600486-2012 年年报点评: 草甘膦景气延续, 第三次创业迎来中长期发展-20130329》——2013-03-29

《扬农化工-600486-2012 年年报点评: 草甘膦行业景气带动公司增长》——2012-10-29

《扬农化工-600486-2012 年半年报点评: 下半年草甘膦盈利提升促增长》——2012-08-27

**证券分析师: 杨林**

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

**证券分析师: 龚诚**

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

**证券分析师: 刘子栋**

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

**联系人: 张玮航**

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**Q1 业绩略低于预期, 建设成全球农化巨头**
**● 逆势中稳定发展, 一季度业绩略低于预期**

公司公布《2021 年第一季度报告》: 2021Q1, 公司实现营收 37.08 亿元, 同比+17.43%; 归母净利润 4.44 亿元, 同比-0.42%; 基本每股收益 1.43 元, 同比-0.42%。2021Q1, 公司营收、净利润分别环比大幅增长 97.76%、137.43%。逆势稳定发展, 公司业绩略低于我们预期。

**● 以“多产”支持“快销”, 未来将与先正达集团协同发展**

**产销量方面**, 受益于优嘉公司三期项目、沈阳科创氟环唑新增产能释放, 2021Q1, 公司实现杀虫剂、除草剂产量分别为 6972.06 吨、1.24 万吨, 分别同比+44.76%、-5.04%; 销售量分别为 6399.92 吨、1.46 万吨, 分别同比+24.93%、+1.05%。**价格方面**, 公司实现杀虫剂、除草剂售价 17.21、4.59 万元/吨, 分别同比-9.78%、+8.30%。**生产运营方面**, 公司通过低价锁定、避峰吸谷、协同采购等方式, 积极应对疫情影响下运输物流受限、化工产品价格剧烈波动、部分原料市场紧缺等困难, 以“多产”支持“快销”; **市场销售方面**, 公司聚焦核心品种深挖市场潜力、强化核心市场销售, 快速响应市场变化与海内外客户需求。未来, 扬农化工将与先正达集团协同发展, 我们看好公司将充分受益于“两化”优质农化资产整合。

**● 优化生产布局、推动转型升级, 现金流状况保持优异**

优嘉公司四期项目已完成了备案、安评、环评等行政报批, 进入土建施工阶段。公司拥有完整的产业链, 研产销一体化、完整产业链、品牌等多方位优势显著。同时, 自上市以来, 公司经营性净现金流持续保持正值, 造血能力稳步增长, 优秀的经营性净现金流有望为后续大额资本开支提供支撑。我们坚定看好公司将提高发展质量、优化生产布局、推动转型升级。

**● 风险提示:**

项目建设及产能释放不及预期、产品价格大幅下滑、国际贸易摩擦等。

**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 15.72/18.61/21.80 亿元, 同比 30.0%/18.4%/17.1%, 摊薄 EPS 为 5.07/6.01/7.03 元, 对应 PE 为 24.1/20.4/17.4 倍, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 8,701 | 9,831 | 10,828 | 13,025 | 14,167 |
| (+/-%)      | 64.5% | 13.0% | 10.1%  | 20.3%  | 8.8%   |
| 净利润(百万元)    | 1170  | 1210  | 1572   | 1861   | 2180   |
| (+/-%)      | 30.6% | 3.4%  | 30.0%  | 18.4%  | 17.1%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 3.77  | 3.90  | 5.07   | 6.01   | 7.03   |
| EBIT Margin | 19.3% | 18.7% | 18.0%  | 18.1%  | 19.4%  |
| 净资产收益率(ROE) | 23.1% | 20.3% | 22.5%  | 22.6%  | 22.5%  |
| 市盈率(PE)     | 32.4  | 31.4  | 24.1   | 20.4   | 17.4   |
| EV/EBITDA   | 20.7  | 19.3  | 18.5   | 16.2   | 14.3   |
| 市净率(PB)     | 7.50  | 6.38  | 5.42   | 4.60   | 3.91   |

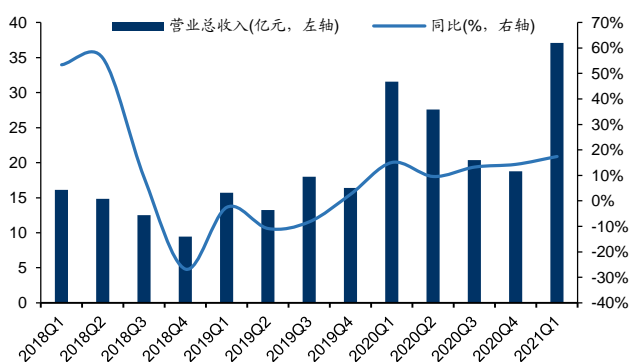
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一季度业绩略低于预期，降本增效成效显著

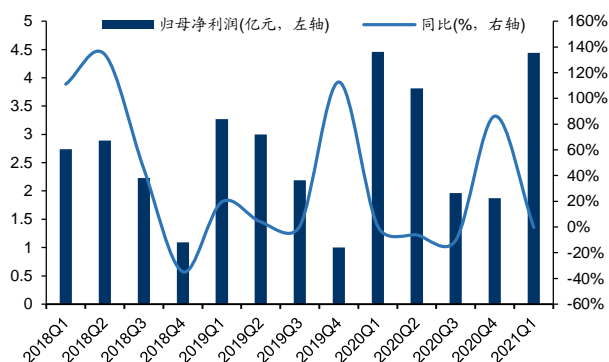
2021年4月26日，公司公布《2021年第一季度报告》：2021Q1，公司实现营业收入37.08亿元，同比增长17.43%；归母净利4.44亿元，同比减少0.42%，其中公司发生信用减值损失4431.03万元，较2020年Q1有所改善；公司实现基本每股收益1.43元，同比减少0.42%，略低于我们预期。2021Q1，公司营收、净利润分别环比大幅增长97.76%、137.43%。此外，中化国际拟向先正达集团收购其持有的扬农集团39.88%的股权（简称“扬农集团交易”），同时扬农集团拟向先正达集团出售其持有的本公司36.17%的股份（简称“扬农化工交易”），截止4月26日，该交易尚未完成交割。

图 1：公司营业收入：2021Q1 同比增长 17.43%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

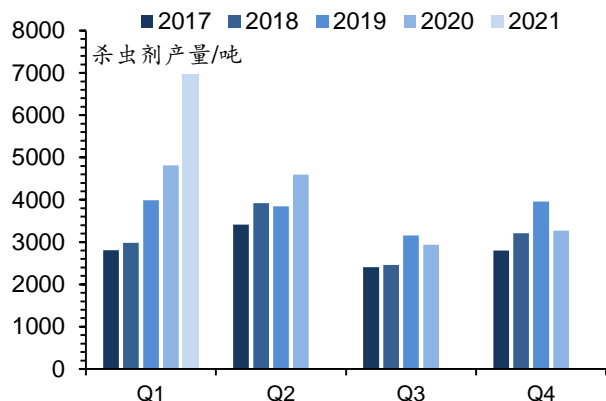
图 2：公司归母净利润：季节性波动显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

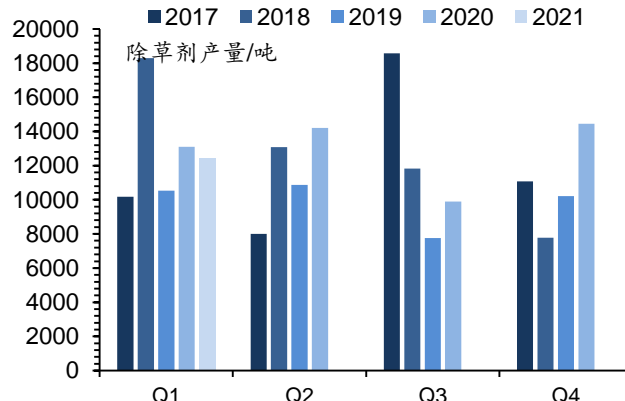
从经营数据来看，产销量方面，2021Q1，受益于优嘉公司三期项目、沈阳科创氟环唑新增产能释放，公司实现杀虫剂、除草剂产量分别为6972.06吨、1.24万吨，分别同比+44.76%、-5.04%；销售量分别为6399.92吨、1.46万吨，分别同比+24.93%、+1.05%。然而价格方面，（1）杀虫剂：自2019年初以来，随部分产能复产，以及下游需求萎靡等的影响，公司杀虫剂主要产品--菊酯行情走弱，价格一路下行。2019年三季度后中国农药供求关系逐渐由紧平衡向松平衡过渡，2020年我国杀虫剂价格指数基本呈现单边下滑的态势，杀虫剂指数同比下降12.2%。进入2021年Q1，受益于旺季需求端拉动带来的库存下降和原料的涨价，菊酯类产品有止跌回升态势，然而均价仍较2019、2020年同期出现大幅下滑；（2）除草剂：自2018年下半年起，受供给端产能扩张、而需求端转基因作物推广不及预期等影响，公司大吨位品种麦草畏行业持续低迷、价格大幅下滑，据卓创资讯数据，截至4月26日，麦草畏市场售价为7.65万元/吨，较2020年同期的8.90万元/吨下滑了14.04%。自2020年下半年起，在行业供需格局持续优化、醋酸-甘氨酸原材料成本推动的背景下，草甘膦价格持续上涨。2021Q1，公司实现杀虫剂、除草剂售价17.21、4.59万元/吨，分别同比-9.78%、+8.30%。同时，原材料方面，2021Q1，公司采购原料中，异丁醛、三氟三氯乙烷平均价格分别达到6821、16149元/吨，同比大幅上涨41.2%、15.6%；烧碱、异丁烯平均价格分别为1516、6214元/吨，同比下滑24.0%、28.3%，均出现了较大幅度波动。

图 3：2021Q1，公司杀虫剂产量大幅增长



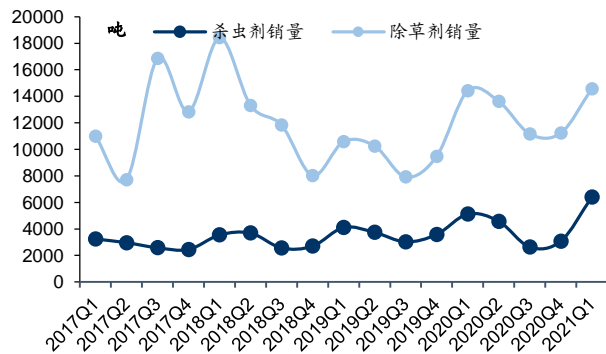
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：2021Q1，公司除草剂产量同比小幅下滑



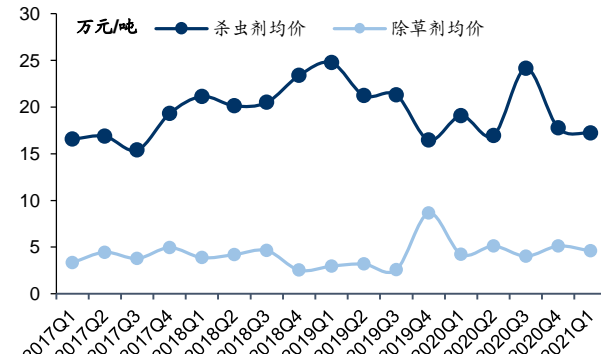
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：公司销售量季节性显著，2021Q1 销量显著增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

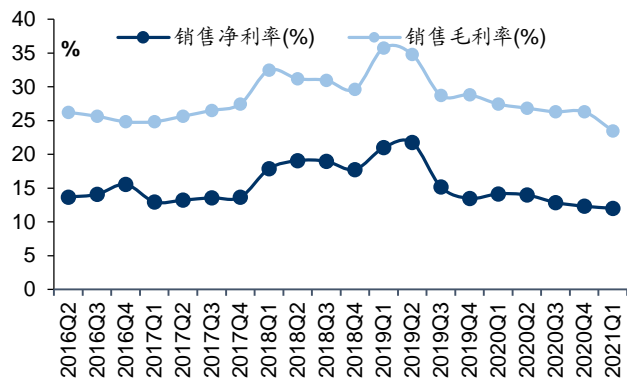
图 6：2021Q1 杀虫剂、除草剂售价环比均小幅回落



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

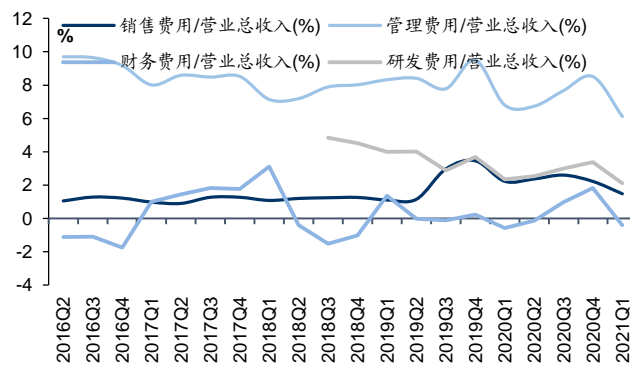
受产品价格波动的影响，公司毛利率、净利率均有所下滑。2021 年 Q1，公司毛利率为 23.48%，分别同比、环比-3.96pcts、-2.83pcts；净利率为 12.01%，分别同比、环比-2.14pcts、-0.31pcts。生产运营方面，公司通过低价锁定、避峰吸谷、协同采购等方式，积极应对化工产品价格剧烈波动、部分原料市场紧缺等困难，以“多产”支持“快销”；市场销售方面，公司聚焦核心品种深挖市场潜力、强化核心市场销售、扩大与优质客户合作，快速响应市场变化并及时响应海内外客户需求。受营业收入大幅增长等影响，公司各项费用率大幅下滑，2021Q1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 1.48%、6.12%、-0.41%、2.11%，分别同比-0.75 pcts、-0.69pcts、+0.17pcts、-0.23 pcts，分别环比-0.74 pcts、-2.39 pcts、-2.23 pcts、-1.27 pcts，公司降本增效成效仍然显著。

图 7: 2021Q1, 公司毛利率、净利率均有所下滑



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2021Q1, 公司各项费用率大幅下滑



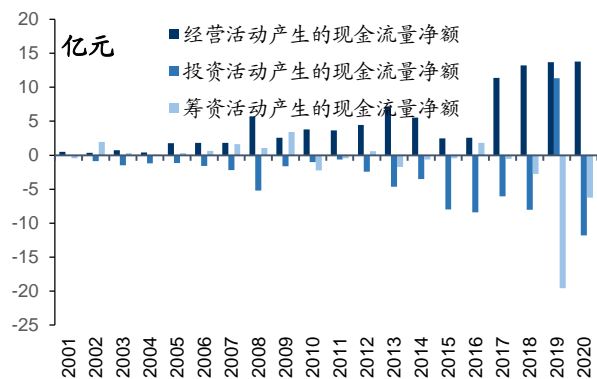
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 优化生产布局、推动转型升级, 持续保持优异的经营性净现金流

2020 年 1 月, 优嘉公司完成收购宝叶公司 100% 股权的工商变更登记手续, 股权转让完成后, 优嘉公司持有宝叶公司 100% 股权, 宝叶公司于 2020 年 1 月纳入本公司的合并报表范围, 丰富了公司的农药品种; 宝叶公司在地理位置上与优嘉公司毗连, 有利于拓展优嘉公司的发展空间, 进一步提升公司后续项目的承载能力。优嘉公司三期项目已于 2020 年 2 月份率先在南通当地实现工程复工, 2020 年 Q3, 优嘉三期产品调试一次性取得成功 (在建工程目前已全部转入固定资产), 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以及一车间综合改造、干燥设施及公用工程改造, 自动化水平和能源供应水平得到了提升; 同时, 公司还完成了宝叶公司代森联等 3 个品种的改造; 优嘉公司四期项目完成了备案、安评、环评等行政报批, 目前项目已进入土建施工阶段。此外, 通过整合南北研发基地资源, 公司在创制品种研发、仿制原药开发和制剂产品开发上均取得成果, 在三废减排、产能提升、提质降耗、本质安全上取得明显成效。

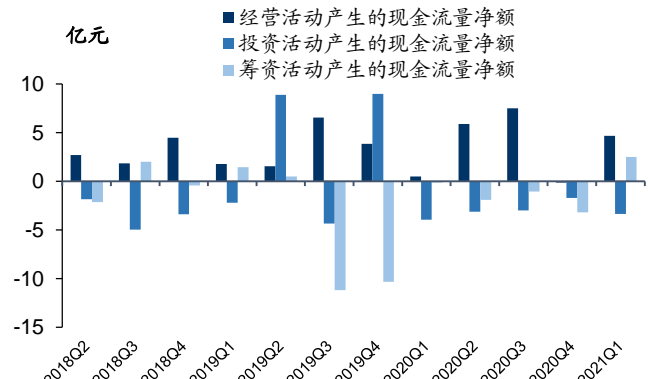
从现金流情况看, 自上市以来, 公司经营性净现金流持续保持正值, 造血能力稳步增长。目前, 公司经营性净现金流已连续 4 年达到 10 亿元以上, 优秀的经营性净现金流有望为后续大额资本开支提供支撑。

图 9: 自上市以来, 公司经营性净现金流持续为正



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司各季度持续保持较为优异的现金流状况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 与先正达集团协同发展，公司将充分受益于“两化”优质农化资产整合

2020年10月30日，中化国际拟向先正达集团收购其持有的扬农集团39.88%的股权（“扬农集团交易”）；同时，公司控股股东扬农集团拟向先正达集团出售其持有的公司36.17%的股份（“扬农化工交易”）。本次交易完成后，先正达集团将不再持有扬农集团股权，中化国际将持有扬农集团79.88%股权；扬农集团将不再持有公司股份，先正达集团将持有公司1.12亿股股份，占公司已发行股份总数的36.17%，公司控股股东将变更为先正达集团。截止4月26日，该交易尚未完成交割。“两化”农化业务合并、联手打造农化巨头先正达集团，是两化进一步加强合作的重要举措，旨在进一步优化资源配置。据扬农化工公司公告，先正达集团收购扬农化工公司后，扬农化工公司仍具有独立经营能力，具有完整的采购、生产、销售体系，拥有独立的知识产权，将与先正达集团在人员、资产、财务、机构和业务方面保持相互独立。公司将综合运用资产重组、业务调整、委托管理、设立合资公司等多种方式，逐步稳妥推进相关业务整合以解决竞争问题。2021年，扬农化工公司新增先正达集团及其关联方为公司的关联方。

我们看好，先正达整合加速扬农化工承接其订单转移，有利于先正达原料供应链的经济、稳定、安全；借助先正达品牌及销售渠道，扬农化工全球市场份额有望提升。新扬农与集团内成员单位的协同合作持续深化，在技术研发、生产供应、市场渠道拓展等方面将获得更多的协同机遇，尤其在生产制造端凭借良好的质量、成本优势，将获得更多的发展机会。

**投资建议：维持“买入”评级。**作为农药行业龙头与领跑者，公司拥有完整的产业链，研产销一体化、完整产业链、品牌等多方位优势显著。未来，公司将持续布局新项目、深化研产销一体化高效运营、全方位推动企业持续高质量发展，公司成长确定性高，我们坚定看好公司将打造成为国际综合性农化巨头。我们预计公司2021-2023年归母净利润15.72/18.61/21.80亿元，同比30.0%/18.4%/17.1%，摊薄EPS为5.07/6.01/7.03元，对应PE为24.1/20.4/17.4倍，维持“买入”评级。

**风险提示：项目建设及产能释放不及预期、产品价格大幅下滑、国际贸易摩擦等。**

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 1891         | 2387         | 4693         | 6321         | <b>营业收入</b>      | <b>9831</b>   | <b>10828</b>  | <b>13025</b>  | <b>14167</b>  |
| 应收款项             | 1909         | 2166         | 2552         | 2787         | 营业成本             | 7244          | 7979          | 9567          | 10276         |
| 存货净额             | 1632         | 1632         | 2206         | 2245         | 营业税金及附加          | 29            | 32            | 39            | 42            |
| 其他流动资产           | 945          | 1355         | 1207         | 1483         | 销售费用             | 219           | 292           | 364           | 364           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6378</b>  | <b>7540</b>  | <b>10659</b> | <b>12837</b> | 管理费用             | 505           | 577           | 701           | 742           |
| 固定资产             | 3806         | 5357         | 6308         | 6679         | 财务费用             | 179           | 95            | 162           | 175           |
| 无形资产及其他          | 505          | 480          | 454          | 429          | 投资收益             | 24            | 0             | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 207          | 207          | 207          | 207          | 资产减值及公允价值变动      | 164           | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他收入             | (410)         | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>10895</b> | <b>13584</b> | <b>17627</b> | <b>20151</b> | 营业利润             | 1434          | 1851          | 2191          | 2567          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 451          | 800          | 1300         | 1400         | 营业外净收支           | (14)          | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 2695         | 3293         | 3742         | 3999         | <b>利润总额</b>      | <b>1420</b>   | <b>1851</b>   | <b>2191</b>   | <b>2567</b>   |
| 其他流动负债           | 956          | 1044         | 2292         | 3498         | 所得税费用            | 209           | 278           | 329           | 385           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4102</b>  | <b>5137</b>  | <b>7333</b>  | <b>8897</b>  | 少数股东损益           | 1             | 1             | 2             | 2             |
| 长期借款及应付债券        | 553          | 1153         | 1753         | 1253         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1210</b>   | <b>1572</b>   | <b>1861</b>   | <b>2180</b>   |
| 其他长期负债           | 288          | 288          | 288          | 288          |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>841</b>   | <b>1441</b>  | <b>2041</b>  | <b>1541</b>  | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>4943</b>  | <b>6579</b>  | <b>9375</b>  | <b>10438</b> | <b>净利润</b>       | 1210          | 1572          | 1861          | 2180          |
| 少数股东权益           | 4            | 5            | 6            | 8            | 资产减值准备           | 41            | 19            | 11            | 7             |
| 股东权益             | 5948         | 7000         | 8246         | 9706         | 折旧摊销             | 390           | 454           | 564           | 648           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>10895</b> | <b>13584</b> | <b>17627</b> | <b>20151</b> | 公允价值变动损失         | (164)         | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 179           | 95            | 162           | 175           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 营运资本变动           | 464           | 39            | 895           | 920           |
| 每股收益             | 3.90         | 5.07         | 6.01         | 7.03         | 其它               | (40)          | (18)          | (10)          | (5)           |
| 每股红利             | 0.80         | 1.68         | 1.98         | 2.32         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>1902</b>   | <b>2066</b>   | <b>3321</b>   | <b>3748</b>   |
| 每股净资产            | 19.19        | 22.59        | 26.61        | 31.32        | 资本开支             | (1926)        | (2000)        | (1500)        | (1000)        |
| ROIC             | 24%          | 22%          | 24%          | 28%          | 其它投资现金流          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 20%          | 22%          | 23%          | 22%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(1926)</b> | <b>(2000)</b> | <b>(1500)</b> | <b>(1000)</b> |
| 毛利率              | 26%          | 26%          | 27%          | 27%          | 权益性融资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 19%          | 18%          | 18%          | 19%          | 负债净变化            | 550           | 600           | 600           | (500)         |
| EBITDA Margin    | 23%          | 22%          | 22%          | 24%          | 支付股利、利息          | (247)         | (519)         | (615)         | (720)         |
| 收入增长             | 13%          | 10%          | 20%          | 9%           | 其它融资现金流          | (1022)        | 349           | 500           | 100           |
| 净利润增长率           | 3%           | 30%          | 18%          | 17%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(415)</b>  | <b>430</b>    | <b>485</b>    | <b>(1120)</b> |
| 资产负债率            | 45%          | 48%          | 53%          | 52%          | <b>现金净变动</b>     | <b>(440)</b>  | <b>496</b>    | <b>2306</b>   | <b>1628</b>   |
| 息率               | 0.7%         | 1.4%         | 1.6%         | 1.9%         | 货币资金的期初余额        | 2331          | 1891          | 2387          | 4693          |
| P/E              | 31.4         | 24.1         | 20.4         | 17.4         | 货币资金的期末余额        | 1891          | 2387          | 4693          | 6321          |
| P/B              | 6.4          | 5.4          | 4.6          | 3.9          | 企业自由现金流          | 493           | 148           | 1959          | 2898          |
| EV/EBITDA        | 19.3         | 18.5         | 16.2         | 14.3         | 权益自由现金流          | 22            | 1016          | 2921          | 2349          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032