

全面建设优嘉四期，投资葫芦岛，打开公司长期成长空间

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:	169.68/80.3
目标价格:		总市值(亿)	385.30
最新收盘价:	124.33	自由流通市值(亿)	385.30
		自由流通股数(百万)	309.90

事件概述

2021年8月24日，公司发布2021年中报，2021年H1实现营业收入66.82亿元，同比+12.94%，实现归母净利润7.91亿元，同比-4.28%，其中Q2单季度实现营业收入29.75亿元，同比+7.80%，Q2单季归母净利润3.47亿元，同比-8.81%。经营活动现金净流量9.23亿元，同比+44.22%。

分析判断:

▶ 主要产品价格低迷，原材料价格上涨，业绩同比回落

根据公司公布的主要经营数据，2021H1，杀虫剂销量11384.89吨（同比+17.3%），均价17.63万元/吨（同比-2.47%）；除草剂销量30167.07吨（同比+7.6%），均价4.49万元/吨（同比-3.66%）。其中，2021Q2杀虫剂销量4985吨（环比-22.11%），均价18.17万元/吨（环比+5.56%）；除草剂销量15594吨（环比+7.01%），均价4.40万元/吨（环比-4.09%）。2021年上半年，草甘膦价格飙升，根据卓创资讯，2021年上半年江苏市场草甘膦均价35287元/吨，同比上涨62.3%，其中Q1均价29733元/吨，Q2均价40802元/吨，公司有3万吨/年的草甘膦产能，而公司Q2除草剂均价环比略有下滑，由此可见公司长单价格并未随市场价格而上涨或者涨幅很小。除草甘膦外，其他产品价格低迷，而公司公布的主要11种原材料中有6种原材料价格上涨，其中异丁醛、三氟三氯乙烷、甲醛同比涨幅较大，对利润造成一定影响。

▶ 新产能建设集中于优嘉公司及沈阳科创

截止目前，公司拥有四家子公司，2021H1，优士公司营收12.8亿元，同比持平，净利润1.2亿元，同比-56.5%；优嘉公司营收21.8亿元，同比+73.5%，净利润3.05亿元，同比+25.1%；中化作物营收32.5亿元，同比+3.6%，净利润2.7亿元，同比-9.5%；农研公司营收5295万元，同比+21.3%，净利润2387万元，同比+244%。优士公司原有青山路和大连路两个厂区，3万吨/年草甘膦产能位于青山路厂区，净利润下滑明显可能源于大连路厂区整体搬迁。优嘉公司已建成优嘉一二三期，优嘉三期2020年下半年建成投产，在今年大部分产品价格下跌的情况下，为优嘉公司营收及利润的增长做出了主要贡献，优嘉四期项目正处于建设中，工程进度10%，预计投资18.09亿元，目前已投资5%。沈阳科创一车间综合改造项目和三车间的改扩建项目已经完成，三车间的改扩建项目包括新建一套500吨/年的氟环唑生产装置，沈阳科创未来预计新增产能主要还包括100吨/年啶菌恶唑，300吨/年莎稗磷，300吨/年乙唑螨腈，600吨/年烯草酮，600吨/年硝磺草酮等。

▶ 投资葫芦岛，打开公司长期成长空间

今年6月，扬农化工与葫芦岛市人民政府签订《葫芦岛市人民政府与江苏扬农化工股份有限公司大型精细化工项目投资协议》，并经过葫芦岛市政府常务会议通过，该项目总投资100亿元。该项目投资额较大，我们预计该投资项目与扬农化工此前的优嘉建设项目类似，以分期投资的形式进行。

投资建议

扬农化工作为仿生农药行业龙头，一直稳中求进，随着优嘉四期、沈阳科创等项目的逐步建设，以及葫芦岛投资项目的落地，公司未来成长空间巨大。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26、22、18X，

维持“买入”的评级。

风险提示

项目建设进度不及预期，主要产品价格持续下跌。

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%	29.6%	31.7%
每股收益 (元)	3.77	3.90	4.84	5.71	7.04
ROE	23.1%	20.3%	19.4%	18.0%	18.1%
市盈率	33.12	32.03	25.83	21.90	17.75

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

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	1,531	1,805	2,227
YoY (%)	13.0%	6.3%	11.9%	10.4%	折旧和摊销	393	467	469	474
营业成本	7,244	7,420	8,229	8,809	营运资金变动	-397	-496	-70	-177
营业税金及附加	29	31	34	38	经营活动现金流	1,378	1,516	2,237	2,551
销售费用	219	297	296	347	资本开支	-1,162	-1,100	-300	-250
管理费用	505	560	627	687	投资	-58	0	0	0
财务费用	179	39	41	28	投资活动现金流	-1,178	-1,057	-261	-202
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	1,801	2,124	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	803	1,708	1,850
利润总额	1,420	1,801	2,124	2,620	主要财务指标				
所得税	209	270	319	393	成长能力				
净利润	1,211	1,531	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%	29.6%	31.7%
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	2,694	4,402	6,253	总资产收益率 ROA	11.1%	11.4%	11.2%	11.8%
预付款项	500	512	567	607	净资产收益率 ROE	20.3%	19.4%	18.0%	18.1%
存货	1,632	1,813	1,932	2,110	偿债能力				
其他流动资产	2,355	2,470	2,715	2,948	流动比率	1.55	1.64	1.92	2.21
流动资产合计	6,378	7,489	9,617	11,918	速动比率	1.04	1.13	1.42	1.71
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.46	0.59	0.88	1.16
固定资产	3,607	3,914	4,268	4,667	资产负债率	45.4%	41.0%	37.2%	33.8%
无形资产	505	481	457	434	经营效率				
非流动资产合计	4,517	5,700	6,130	6,506	总资产周转率	0.90	0.79	0.74	0.70
资产合计	10,895	13,189	15,747	18,424	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	2,747	3,093	3,283	每股净资产	19.19	25.00	31.68	38.97
其他流动负债	956	717	721	805	每股经营现金流	4.45	4.89	7.22	8.23
流动负债合计	4,102	4,564	5,014	5,388	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	32.03	25.83	21.90	17.75
非流动负债合计	841	842	843	843	PB	6.88	5.00	3.95	3.21
负债合计	4,943	5,406	5,857	6,231					
股本	310	310	310	310					
少数股东权益	4	35	71	115					
股东权益合计	5,952	7,782	9,890	12,192					
负债和股东权益合计	10,895	13,189	15,747	18,424					

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。

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。