



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：127.50

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

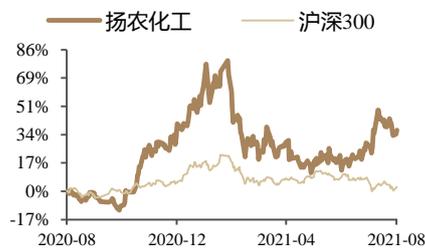
邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

任杰

邮箱：renjie@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.04	18.61	23.46
相对涨幅(%)	10.99	23.64	28.25

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《扬农化工(600486.SH)深度报告：全产业链发展的综合性农药巨头，受益两化整合开启新征程》，2021.5.31

扬农化工(600486.SH) 2021 中报点评： 营收稳步增长，长期成长性延续

投资要点

- **事件**：8月23日，公司发布2021年半年度报告，2021H1公司实现营业收入66.82亿元，同比增长12.94%；实现归母净利润7.91亿元，同比减少4.28%。其中2021Q2实现归母净利润3.47亿元，同比减少8.81%，环比减少21.90%。
- **以量补价营收同比增长，归母净利润同比略降**。2021H1公司实现营业收入66.82亿元，同比增长12.94%，主要得益于优嘉三期项目产能逐步释放，公司主要产品多产快销，以量补价，2021H1公司杀虫剂、除草剂销量分别为1.14万吨、3.02万吨，分别同比增长17.35%、7.59%。2021H1公司实现归母净利润7.91亿元，同比减少4.28%，主要原因是原材料采购价格大幅上涨，同时公司除草甘膦以外的主要产品价格持续低位，2021H1公司杀虫剂、除草剂均价分别为17.63万元/吨、4.49万元/吨，分别同比下跌2.47%、3.66%。公司利润率有所下滑，2021H1公司毛利率和净利率分别为23.97%、11.86%，分别同比下滑2.87pct、2.13pct。
- **优嘉三期产能逐步释放贡献业绩增量，优嘉四期预计2021年底投产**。优嘉三期项目于2020Q3开始试生产，承接优士大连路厂区部分农药项目的转型升级，2021上半年产能逐步释放贡献业绩增量，优嘉公司实现营业收入21.79亿元，同比增长73.47%，实现归母净利润3.05亿元，同比增长25.07%。优嘉四期已经完成备案、环评、环评等行政报批，目前正处于建设阶段，截至2021年6月30日，工程进度达10%，预计2021年底投产。优嘉项目的稳步推进，将打开公司未来成长空间。
- **先正达拟科创板上市，内部协同助力公司迈向新征程**。7月2日，先正达集团披露招股书，拟申请公开发行不超过27.86亿股，并在科创板上市。先正达集团是全球植保行业龙头，市占率达24%；是中国中化重要的优势业务之一，主要承接其生命科学板块下的农化业务，而扬农化工是先正达集团的重要组成部分，将依托于全球最大的植保平台，与先正达、安道麦等国际农化巨头协同发展，优势互补，有望打造高效的全球化产业链，充分受益于两化重组，迈向新的发展阶段。
- **投资建议**：预计公司2021-2023年每股收益分别为4.85、5.90和7.08元，对应PE分别为26、22和18倍。参考SW农药板块当前平均26倍PE水平，考虑到优嘉三期项目新增产能持续释放，优嘉四期项目正稳步推进，都将为公司提供更多的成长机会，为公司发展注入强劲动力，维持“买入”评级。
- **风险提示**：新建项目审批及建设不及预期；产品价格波动风险；汇率波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	309.90
流通A股(百万股):	309.90
52周内股价区间(元):	82.26-166.64
总市值(百万元):	39,512.11
总资产(百万元):	12,277.67
每股净资产(元):	21.04

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	11,119	13,256	15,302
(+/-)YOY(%)	1.4%	13.0%	13.1%	19.2%	15.4%
净利润(百万元)	1,170	1,210	1,504	1,827	2,195
(+/-)YOY(%)	19.4%	3.4%	24.3%	21.5%	20.1%
全面摊薄EPS(元)	3.77	3.90	4.85	5.90	7.08
毛利率(%)	28.8%	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
净资产收益率(%)	23.1%	20.3%	20.3%	19.6%	18.9%

资料来源：公司年报(2019-2020)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.90	4.85	5.90	7.08
每股净资产	19.19	23.94	30.06	37.57
每股经营现金流	4.45	6.13	6.89	8.16
每股股利	0.65	0.65	0.65	0.65
价值评估(倍)				
P/E	33.82	26.27	21.62	18.00
P/B	6.88	5.32	4.24	3.39
P/S	4.02	3.55	2.98	2.58
EV/EBITDA	21.12	17.13	14.90	12.45
股息率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
净利润率	12.3%	13.5%	13.8%	14.3%
净资产收益率	20.3%	20.3%	19.6%	18.9%
资产回报率	11.1%	11.0%	11.0%	11.1%
投资回报率	18.4%	17.1%	16.9%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.0%	13.1%	19.2%	15.4%
EBIT 增长率	10.7%	23.1%	22.7%	21.1%
净利润增长率	3.4%	24.3%	21.5%	20.1%
偿债能力指标				
资产负债率	45.4%	45.5%	43.8%	41.1%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	49.5	49.5	49.5	49.5
存货周转天数	82.2	82.2	82.2	82.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.7	2.1	1.9	1.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,210	1,504	1,827	2,195
少数股东损益	1	1	2	2
非现金支出	442	448	374	396
非经营收益	122	24	54	60
营运资金变动	-397	-79	-121	-124
经营活动现金流	1,378	1,898	2,136	2,529
投资	-1,162	-2,402	-1,915	-2,055
其他	-58	0	0	0
其他	41	67	56	57
投资活动现金流	-1,178	-2,336	-1,859	-1,999
债权募资	1,511	850	352	191
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,135	-283	-303	-307
融资活动现金流	-624	567	48	-116
现金净流量	-481	130	325	414

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,831	11,119	13,256	15,302
营业成本	7,244	8,083	9,526	10,868
毛利率%	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
营业税金及附加	29	33	39	45
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	219	228	294	340
营业费用率%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	505	550	680	785
管理费用率%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%
研发费用	332	376	448	517
研发费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
EBIT	1,502	1,850	2,269	2,747
财务费用	179	178	216	269
财务费用率%	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	24	67	56	57
营业利润	1,434	1,760	2,135	2,565
营业外收支	-14	-10	-8	-11
利润总额	1,420	1,751	2,127	2,554
EBITDA	1,895	2,297	2,643	3,143
所得税	209	245	298	358
有效所得税率%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	1,210	1,504	1,827	2,195

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,891	2,021	2,346	2,760
应收账款及应收票据	1,868	2,113	2,519	2,908
存货	1,632	1,820	2,145	2,448
其它流动资产	987	1,050	1,158	1,259
流动资产合计	6,378	7,004	8,169	9,375
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,607	5,413	6,858	8,585
在建工程	198	341	542	665
无形资产	505	673	831	961
非流动资产合计	4,517	6,633	8,437	10,417
资产总计	10,895	13,637	16,605	19,792
短期借款	451	758	234	425
应付票据及应付账款	2,695	3,007	3,543	4,043
预收账款	26	29	35	40
其它流动负债	931	1,033	1,209	1,373
流动负债合计	4,102	4,827	5,021	5,880
长期借款	553	1,096	1,972	1,972
其它长期负债	288	288	288	288
非流动负债合计	841	1,384	2,260	2,260
负债总计	4,943	6,211	7,281	8,141
实收资本	310	310	310	310
普通股股东权益	5,948	7,420	9,317	11,642
少数股东权益	4	5	7	9
负债和所有者权益合计	10,895	13,637	16,605	19,792

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。