

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2021年08月24日

销售规模保持增长，期待新项目建设推进

事件：扬农化工发布 2021 年中报，实现营业收入 66.82 亿元，同比增长 12.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.91 亿元，同比下降 4.28%，扣除非经常性损益后的净利润 7.70 亿元，同比下降 5.75%。按 3.10 亿股总股本计，实现每股收益 2.55 元（扣非后 2.48 元），每股经营现金流为 2.98 元。其中第二季度实现营业收入 29.75 亿元，同比增长 7.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.47 亿元，同比下降 8.81%；单季度 EPS 1.12 元。

杀虫剂销量增长明显，南通三期项目产能释放程度较好。2021 年上半年，公司销售收入增量约 7.65 亿元；从结构看，杀虫剂原药、除草剂原药、其他业务增量分别为 2.5、0.5、4.6 亿元。上半年杀虫剂销量同比增长 17.3%，除草剂销量同比增长 7.6%；杀虫剂原药均价同比下滑约 2.5%，我们推测主要系部分菊酯产品价格同比下滑；而除草剂原药均价同比下滑 3.7%，我们推测虽草甘膦价格有所上涨，但公司较高价位的硝磺草酮、麦草畏的价格同比有较为明显下降，结构上导致除草剂产品均价下滑。总体而言，杀虫剂业务通过以量补价实现了销售规模的增长。子公司优嘉公司收入较去年同期增长 9.2 亿元至 21.8 亿元，净利润同比增加约 0.61 亿元至 3.05 亿元，是公司营收增长的主要来源，推测主要系优嘉公司南通三期项目（投资约 18.6 亿元）2020 年三季度建成投产，产品调试一次性取得成功贡献增量。

毛利率下滑，期间费用增加较多对业绩亦有影响。综合毛利率同比下滑约 2.9pcts 至 24%（毛利额为 16 亿元，同比仅增加约 0.13 亿元），我们分析：（1）公司杀虫剂、部分除草剂原药价格同比下滑，叠加原材料成本提升；（2）公司二季度末固定资产为 34.67 亿元，较去年同期期末增加 13.6 亿元，预计折旧也有所增加。公司期间费用中，销售/管理（排污费用提升较多，预计是常态化的费用增加）/研发（研发投入增加）分别同比 -0.14/+0.46/+0.24 亿元，对净利润亦有一定程度影响。此外，公司财务费用+投资收益（到期的外汇远期合约结算收益）+公允价值变动（未到期的外汇远期合约浮动）三项合计同比减少 0.1 亿元（对净利润影响负面）。

四期项目正处建设期，迈向具备全球竞争力的农化制造商。公司计划总投资约 18 亿元投资建设南通四期项目，截至本期末在建工程 9231 万元，提出要提速推进、尽快投产见效。扬农化工初步形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农化产业链，“研、产、销”产业链的核心价值得以提升通过自身的发展和集团资源的整合，扬农化工业务正从以原药生产为主，向产业链更高附加值的研发（创新药）、渠道销售两头攀升，由生产型企业向全农化产业链的创新企业发展。创新研发上，公司在创制品种研发、仿制原药开发、制剂产品开发方面取得多项成果，合成了多个化合物；公司还完善了科技创新机制，巩固了创新平台运行和项目申报。公司正努力将新扬农建成全球竞争力的农化制造商，成为引领中国农化产业创新升级的标杆企业。

盈利预测与估值：预计公司 2021~2023 年净利润分别为 15.1、17.9、21.2 亿元，维持“买入”的投资评级。

风险提示：农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701.47	9,831.16	11,901.93	13,919.63	15,506.65
增长率(%)	64.47	12.98	21.06	16.95	11.40
EBITDA(百万元)	2,115.22	2,413.06	1,978.15	2,336.25	2,719.41
净利润(百万元)	1,169.77	1,209.71	1,513.22	1,794.38	2,115.14
增长率(%)	30.65	3.41	25.09	18.58	17.88
EPS(元/股)	3.77	3.90	4.88	5.79	6.83
市盈率(P/E)	33.12	32.03	25.60	21.59	18.32
市净率(P/B)	7.67	6.51	5.43	4.48	3.71
市销率(P/S)	4.45	3.94	3.26	2.78	2.50
EV/EBITDA	9.30	16.51	18.75	15.54	12.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	125.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.90
流通 A 股股本(百万股)	309.90
A 股总市值(百万元)	38,743.56
流通 A 股市值(百万元)	38,743.56
每股净资产(元)	21.04
资产负债率(%)	46.85
一年内最高/最低(元)	169.68/80.30

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《扬农化工-季报点评:以量补价，一季度销售规模实现良好增长》 2021-04-27
- 2 《扬农化工-年报点评报告:20 年业绩符合预期，迈向具备全球竞争力的农化制造商》 2021-03-30
- 3 《扬农化工-季报点评:三季度业绩符合预期，主业经营稳步增长》 2020-10-28

事件

扬农化工发布 2021 年中报，实现营业收入 66.82 亿元，同比增长 12.94%；实现营业利润 9.42 亿元，同比下降 4.93%；归属于上市公司股东的净利润 7.91 亿元，同比下降 4.28%，扣除非经常性损益后的净利润 7.70 亿元，同比下降 5.75%。按 3.10 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 2.55 元（扣非后为 2.48 元），每股经营现金流为 2.98 元。

其中第二季度实现营业收入 29.75 亿元，同比增长 7.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.47 亿元，同比下降 8.81%；单季度 EPS 1.12 元。

点评

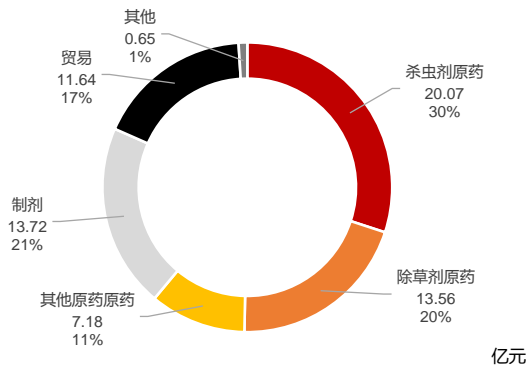
杀虫剂销量增长明显，南通三期项目产能释放程度较好

2021 年上半年，公司销售收入 66.82 亿元，同比增长 12.9%（增量约 7.65 亿元）。从结构看，杀虫剂原药、除草剂原药、其他（其他原药 7.2 亿元、制剂 13.7 亿元、11.64 亿元等）收入分别为 20.1、13.6、33.2 亿元，同比增长 14.5%、+3.6%、+16.2%（增量分别为 2.5、0.5、4.6 亿元）。

从量的角度，上半年杀虫剂产量同比增长 23.1%（增加 2169 吨至 11578 吨），销量同比增长 17.3%（同比增加 1683 吨至 11385 吨）。除草剂产量同比下降 2.1%（同比减少 583 吨至 26729 吨），销量同比增长 7.6%（同比增加 2128 吨至 30167 吨）。

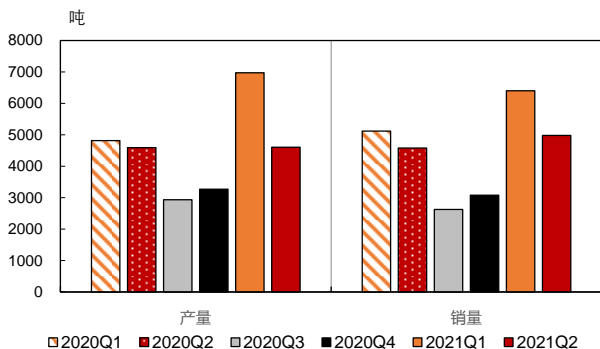
从价格角度，公司杀虫剂原药均价同比下滑约 2.5%（同比下降约 0.45 万元/吨）至 17.6 万元/吨，我们推测主要系部分菊酯产品价格同比下滑；而除草剂原药均价同比下滑 3.7%（同比下跌约 0.17 万元/吨）至 4.49 万元/吨，我们推测虽草甘膦价格有所上涨，但公司较高价位的硝磺草酮、麦草畏的价格同比有较为明显下降，结构上导致除草剂产品均价下滑。

图 1：2021H 公司营收结构



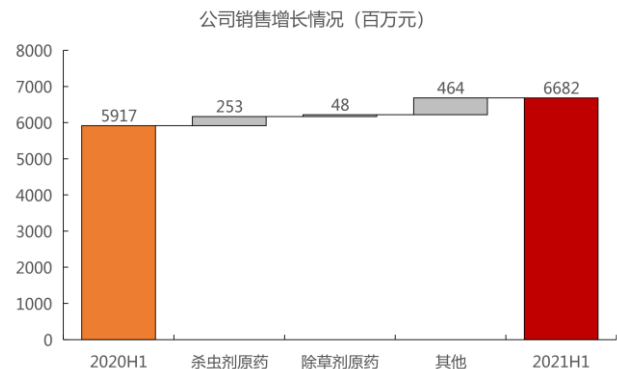
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：杀虫剂业务产销量



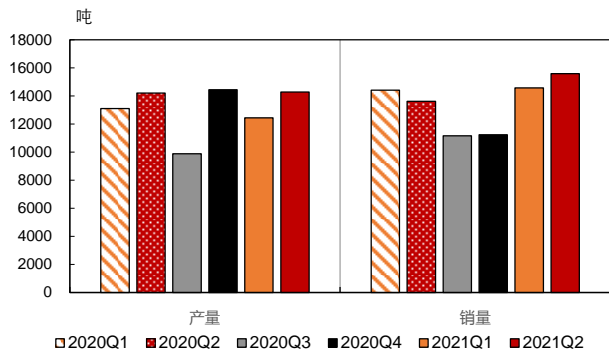
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司上半年收入同比增长情况



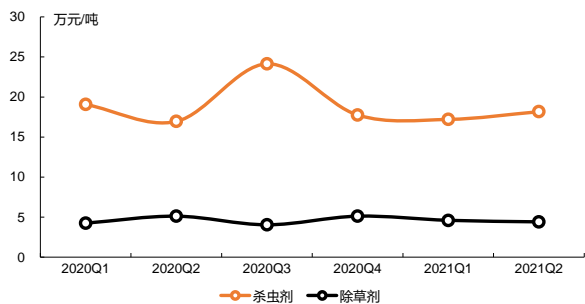
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：除草剂业务产销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：杀虫剂、除草剂原药均价变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

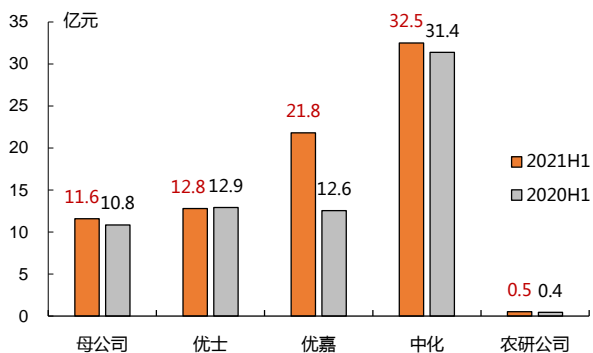
图 6：部分产品市场价格

产品名称	高效氟氧氟菊酯	联苯菊酯	氟氧菊酯	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮
单位	万元/吨	万元/吨	万元/吨	万元/吨	万元/吨	万元/吨
2020 Q1	22.23	23.42	8.82	2.14	8.27	23.00
2020 Q2	21.23	22.31	9.35	2.10	8.06	21.73
2020 Q3	17.96	20.05	9.82	2.26	7.77	19.58
2020 Q4	17.17	19.63	9.78	2.59	7.60	17.88
2021 Q1	19.63	21.88	8.91	2.99	7.60	16.46
2021 Q2	18.10	22.94	9.22	4.11	7.54	15.55

资料来源：百川盈孚，中农立华，天风证券研究所

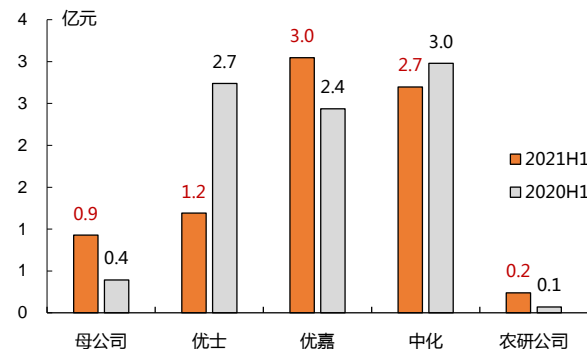
从各主要子公司来看，优嘉公司收入较去年同期增长 9.2 亿元至 21.8 亿元，净利润同比增加约 0.61 亿元至 3.05 亿元，是公司营收增长的主要来源，主要系优嘉公司南通三期项目（拟投资约 18.6 亿元）2020 年三季度建成投产，产品调试一次性取得成功，截至 2020 年年报已转固 13 亿元，项目包括约 1.08 万吨菊酯类原药及中间体，及其他各类农药原药产品。

图 7：公司各子公司上半年营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司各子公司上半年净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率下滑，期间费用增加较多对业绩亦有影响

综合毛利率同比下滑约 2.9pcts 至 24%（毛利额为 16 亿元，同比仅增加约 0.13 亿元），我们分析：（1）公司杀虫剂、部分除草剂原药价格同比下滑，叠加原材料成本提升；（2）公司二季度末固定资产为 34.67 亿元，较去年同期期末增加 13.6 亿元，预计折旧也有所增加。

公司期间费用中，销售/管理（排污费用提升较多，预计是常态化的费用增加）/研发（研发投入增加）分别同比-0.14/+0.46/+0.24 亿元，对净利润亦有一定程度影响。

此外，公司财务费用+投资收益（到期的外汇远期合约结算收益）+公允价值变动（未到期的外汇远期合约浮动）三项合计同比减少 0.1 亿元（对净利润影响负面）。

2021 H1 年若扣除财务费用、公允价值变动、资产减值损失及营业外收支影响后的利润为 8.07 亿元，同比下滑约 3.2%。

四期项目正处建设期，迈向具备全球竞争力的农化制造商

公司计划总投资约 18 亿元投资建设南通四期项目，截至本期末在建工程 9231 万元，公司提出要提速推进、尽快投产见效。

扬农化工初步形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农药产业链，“研、产、销”产业链的核心价值得以进步提升：研发上，农研公司与扬农化工相互合作，创制药的商业化进程有望提速，同时仿制药的空间进一步打开；生产上，形成优士、优嘉、沈阳科创三大基地；销售上，中化作物的海外登记能力和渠道优势突出，将扬农化工

形成优势互补。通过自身的发展和集团资源的整合，扬农化工业务正从以原药生产为主，向产业链更高附加值的研发（创新药）、渠道销售两头攀升，由生产型企业向全农化产业链的创新企业发展。

创新研发上，公司在创制品种研发、仿制原药开发、制剂产品开发方面取得多项成果，合成了多个化合物；公司还完善了科技创新机制，巩固了创新平台运行和项目申报。公司正努力将新扬农建成全球竞争力的农化制造商，成为引领中国农化产业创新升级的标杆企业。

盈利预测与估值

维持公司 2021~2023 年净利润分别为 15.1、17.9、21.2 亿元的预测，维持“买入”的投资评级。

风险提示

农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,331.01	1,891.38	2,261.37	2,923.12	4,496.93
应收票据及应收账款	1,645.61	1,868.12	2,958.78	1,835.76	3,763.86
预付账款	216.95	499.60	137.84	620.87	293.19
存货	1,631.84	1,631.62	1,240.47	2,022.28	1,341.22
其他	315.85	486.95	638.32	489.86	557.10
流动资产合计	6,141.27	6,377.67	7,236.77	7,891.89	10,452.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,119.54	3,607.33	3,956.74	4,480.03	4,897.64
在建工程	331.57	198.39	719.03	1,031.42	918.85
无形资产	441.12	506.15	480.96	455.76	430.57
其他	603.98	205.48	400.00	403.96	331.93
非流动资产合计	3,496.22	4,517.35	5,556.74	6,371.17	6,578.99
资产总计	9,637.48	10,895.02	12,793.51	14,263.06	17,031.29
短期借款	1,338.84	450.90	489.62	424.80	423.54
应付票据及应付账款	2,423.45	2,694.68	3,288.85	3,623.75	4,020.56
其他	703.45	956.40	1,233.53	922.35	1,523.64
流动负债合计	4,465.73	4,101.98	5,011.99	4,970.91	5,967.74
长期借款	3.00	553.45	500.00	450.00	400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	111.42	287.95	146.56	181.98	205.50
非流动负债合计	114.42	841.41	646.56	631.98	605.50
负债合计	4,580.15	4,943.38	5,658.56	5,602.88	6,573.24
少数股东权益	2.96	4.06	4.06	4.06	4.06
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	737.52	636.93	636.93	636.93	636.93
留存收益	4,627.07	5,534.75	6,820.99	8,346.22	10,144.09
其他	(620.11)	(534.00)	(636.93)	(636.93)	(636.93)
股东权益合计	5,057.34	5,951.64	7,134.96	8,660.18	10,458.05
负债和股东权益总计	9,637.48	10,895.02	12,793.51	14,263.06	17,031.29

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,172.84	1,210.82	1,513.22	1,794.38	2,115.14
折旧摊销	378.91	392.97	155.14	189.52	220.15
财务费用	55.28	129.63	31.08	20.20	0.04
投资损失	(50.00)	(24.45)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	449.35	481.45	46.26	61.83	107.05
其它	(636.23)	(812.90)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	1,370.15	1,377.51	1,725.70	2,045.92	2,422.38
资本支出	925.40	1,649.02	1,141.39	964.58	476.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	205.86	(2,826.77)	(2,121.39)	(1,944.58)	(956.48)
投资活动现金流	1,131.26	(1,177.75)	(980.00)	(980.00)	(480.00)
债权融资	1,341.84	1,004.35	989.62	874.80	823.54
股权融资	(99.99)	(293.96)	(134.00)	(20.20)	(0.04)
其他	(3,198.60)	(1,334.50)	(1,231.33)	(1,258.78)	(1,192.08)
筹资活动现金流	(1,956.75)	(624.11)	(375.71)	(404.17)	(368.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	544.67	(424.35)	369.98	661.75	1,573.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,701.47	9,831.16	11,901.93	13,919.63	15,506.65
营业成本	6,194.26	7,244.45	8,616.28	9,954.14	11,007.80
营业税金及附加	22.74	28.77	34.65	39.21	44.73
营业费用	300.63	218.67	374.91	487.19	527.23
管理费用	507.14	504.76	678.41	807.34	883.88
研发费用	319.80	332.33	404.67	515.03	573.75
财务费用	20.23	178.89	31.08	20.20	0.04
资产减值损失	(10.49)	(47.41)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	1.11	116.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.00	24.45	20.00	20.00	20.00
其他	(102.78)	(203.79)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	1,398.83	1,433.75	1,791.94	2,126.53	2,499.22
营业外收入	7.38	2.33	2.45	4.05	2.95
营业外支出	7.81	16.49	17.32	13.87	15.89
利润总额	1,398.40	1,419.59	1,777.07	2,116.71	2,486.28
所得税	225.56	208.77	263.85	322.33	371.13
净利润	1,172.84	1,210.82	1,513.22	1,794.38	2,115.14
少数股东损益	3.07	1.11	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,169.77	1,209.71	1,513.22	1,794.38	2,115.14
每股收益(元)	3.77	3.90	4.88	5.79	6.83

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	64.47%	12.98%	21.06%	16.95%	11.40%
营业利润	25.33%	2.50%	24.98%	18.67%	17.53%
归属于母公司净利润	30.65%	3.41%	25.09%	18.58%	17.88%
获利能力					
毛利率	28.81%	26.31%	27.61%	28.49%	29.01%
净利率	13.44%	12.30%	12.71%	12.89%	13.64%
ROE	23.14%	20.34%	21.22%	20.73%	20.23%
ROIC	43.37%	39.71%	31.85%	33.22%	34.16%
偿债能力					
资产负债率	47.52%	45.37%	44.23%	39.28%	38.60%
净负债率	-19.56%	-14.90%	-17.82%	-23.65%	-35.12%
流动比率	1.38	1.55	1.44	1.59	1.75
速动比率	1.01	1.16	1.20	1.18	1.53
营运能力					
应收账款周转率	6.31	5.60	4.93	5.81	5.54
存货周转率	8.35	6.02	8.29	8.53	9.22
总资产周转率	1.02	0.96	1.00	1.03	0.99
每股指标(元)					
每股收益	3.77	3.90	4.88	5.79	6.83
每股经营现金流	4.42	4.45	5.57	6.60	7.82
每股净资产	16.31	19.19	23.01	27.93	33.73
估值比率					
市盈率	33.12	32.03	25.60	21.59	18.32
市净率	7.67	6.51	5.43	4.48	3.71
EV/EBITDA	9.30	16.51	18.75	15.54	12.78
EV/EBIT	11.32	19.69	20.35	16.91	13.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com