

扬农化工 (600486.SH) 买入 (维持评级)

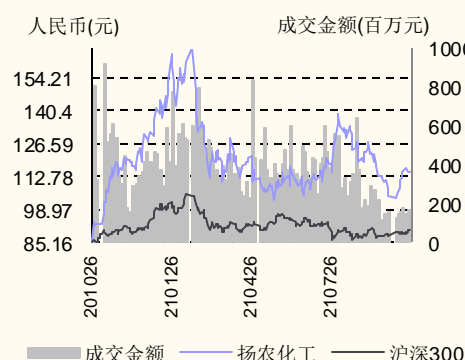
公司点评

市场价格 (人民币): 114.44 元

业绩符合预期, 长期成长逐步落地

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 3.10 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 3.10 |
| 总市值(亿元) | 354.65 |
| 年内股价最高最低(元) | 166.64/85.16 |
| 沪深 300 指数 | 4980 |
| 上证指数 | 3610 |



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,701 | 9,831 | 11,586 | 13,245 | 15,000 |
| 营业收入增长率 | 64.47% | 12.98% | 17.85% | 14.32% | 13.25% |
| 归母净利润(百万元) | 1,170 | 1,210 | 1,560 | 1,830 | 2,098 |
| 归母净利润增长率 | 30.65% | 3.41% | 28.95% | 17.30% | 14.68% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.775 | 3.904 | 5.034 | 5.905 | 6.771 |
| 每股经营性现金流净额 | 4.43 | 4.13 | 5.54 | 7.69 | 8.71 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 23.14% | 20.34% | 23.10% | 23.31% | 23.04% |
| P/E | 18.18 | 33.82 | 22.74 | 19.38 | 16.90 |
| P/B | 4.21 | 6.88 | 5.25 | 4.52 | 3.89 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月25日, 公司发布2021年三季报, 2021年前三季度公司实现营业收入92.41亿元, 同比增长16.15%; 实现归母净利润10.15亿元, 同比下降0.75%; 其中三季度单季, 公司实现营业收入25.59亿元, 同比增长25.49%, 归母净利润2.24亿元, 同比增长14.11%, 业绩符合预期。

经营分析

- 分业务来看, 2021年前三季度公司杀虫剂实现营业收入25.62亿元(同比+7.3%), 除草剂业务实现收入19.49亿元(同比+10.85%); 销量方面, 公司分别实现杀虫剂、除草剂销售量14294.74吨(同比+15.93%)、44207吨(同比+12.77%); 公司杀虫剂、除草剂售价17.93万元/吨(同比-7.44%)、4.41万元/吨(同比-1.7%)。从产品价格来看, 杀虫剂主要产品功夫菊酯当前报价29万元/吨, 联苯菊酯当前报价35万元/吨, 国庆节前, 受到限电政策的影响, 农化产品的报价均有上行, 我们建议关注后续价格上涨的持续性。除草剂主要产品草甘膦当前报价8.2万元/吨, 迈入景气周期。我们认为, 公司主要杀虫剂和除草剂产品价格迎来震荡向上的趋势, 明年业绩整体有望改善。公司产品销售毛利率23.25%, 同比下降3.05个百分点。销售费用1.87亿元, 同比下降9.7%; 管理费用4.18亿元, 同比增长12.3%; 研发费用2.71亿元, 同比增加13.4%。
- 新项目逐步落地, 优嘉四期打开成长空间。从在建工程来看, 公司氟环唑项目完工; 公司优嘉四期计划总投资18.09亿元, 根据2021年中报, 目前已经持续投入9230万元, 从建设进度来看, 建设进度10%, 进展顺利。2021年6月, 根据葫芦岛政府网站信息, 公司大型精细农药化工项目拟投资100亿元, 落地葫芦岛, 目前已经签订战略意向合作书, 我们认为, 葫芦岛项目是继优嘉项目之后的重要战略布局, 对于公司长期发展起到积极影响。

投资建议

- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为15.6亿元、18.3亿元和21亿元。EPS分别为5.0元、5.9元和6.8元, 当前市值对应PE为22.7X/20.7X/16.9X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 优嘉项目建设进度不及预期; 农药产品价格下跌; 农药需求下滑。

相关报告

- 《业绩受原材料影响略有下滑, 期待后续成长-【国金化工&新材料】...》, 2021.8.24
- 《业绩符合预期, 长期稳定成长-【国金化工】扬农化工点评》, 2021.4.26
- 《业绩符合预期, 看好长期持续成长-【国金化工】扬农化工点评》, 2021.4.1
- 《三季度业绩符合预期, 看好长期成长-【国金基化】扬农化工三季度...》, 2020.10.26

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 主营业务收入 | 5,291 | 8,701 | 9,831 | 11,586 | 13,245 | 15,000 | 货币资金 | 1,446 | 2,331 | 1,891 | 2,478 | 2,830 | 3,206 | |
| 增长率 | 64.5% | 13.0% | 17.9% | 14.3% | 13.3% | | 应收款项 | 1,123 | 1,711 | 1,924 | 2,117 | 2,417 | 2,731 | |
| 主营业务成本 | -3,723 | -6,194 | -7,244 | -8,245 | -9,389 | -10,614 | 存货 | 452 | 1,632 | 1,632 | 1,837 | 2,071 | 2,341 | |
| %销售收入 | 70.4% | 71.2% | 73.7% | 71.2% | 70.9% | 70.8% | 其他流动资产 | 1,781 | 468 | 931 | 1,084 | 1,141 | 1,203 | |
| 毛利 | 1,568 | 2,507 | 2,587 | 3,341 | 3,856 | 4,387 | 流动资产 | 4,803 | 6,141 | 6,378 | 7,517 | 8,459 | 9,480 | |
| %销售收入 | 29.6% | 28.8% | 26.3% | 28.8% | 29.1% | 29.2% | %总资产 | 64.6% | 63.7% | 58.5% | 61.1% | 60.4% | 60.3% | |
| 营业税金及附加 | -17 | -23 | -29 | -30 | -34 | -39 | 长期投资 | 0 | 40 | 44 | 44 | 44 | 44 | |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 2,072 | 2,451 | 3,806 | 4,130 | 4,816 | 5,436 | |
| 销售费用 | -67 | -301 | -219 | -371 | -437 | -495 | %总资产 | 27.9% | 25.4% | 34.9% | 33.6% | 34.4% | 34.6% | |
| %销售收入 | 1.3% | 3.5% | 2.2% | 3.2% | 3.3% | 3.3% | 无形资产 | 203 | 450 | 529 | 604 | 679 | 752 | |
| 管理费用 | -185 | -507 | -505 | -649 | -715 | -795 | 非流动资产 | 2,636 | 3,496 | 4,517 | 4,778 | 5,538 | 6,232 | |
| %销售收入 | 3.5% | 5.8% | 5.1% | 5.6% | 5.4% | 5.3% | %总资产 | 35.4% | 36.3% | 41.5% | 38.9% | 39.6% | 39.7% | |
| 研发费用 | -239 | -320 | -332 | -429 | -503 | -600 | 资产总计 | 7,439 | 9,637 | 10,895 | 12,295 | 13,997 | 15,712 | |
| %销售收入 | 4.5% | 3.7% | 3.4% | 3.7% | 3.8% | 4.0% | 短期借款 | 328 | 1,339 | 451 | 783 | 697 | 421 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,060 | 1,357 | 1,502 | 1,863 | 2,166 | 2,458 | 应付款项 | 2,011 | 2,835 | 2,915 | 3,381 | 3,851 | 4,354 | |
| %销售收入 | 20.0% | 15.6% | 15.3% | 16.1% | 16.4% | 16.4% | 其他流动负债 | 231 | 292 | 736 | 578 | 659 | 746 | |
| 财务费用 | 54 | -20 | -179 | -97 | -32 | -21 | 流动负债 | 2,570 | 4,466 | 4,102 | 4,742 | 5,206 | 5,522 | |
| %销售收入 | -1.0% | 0.2% | 1.8% | 0.8% | 0.2% | 0.1% | 长期贷款 | 0 | 3 | 553 | 677 | 800 | 923 | |
| 资产减值损失 | -35 | -10 | 47 | -53 | -32 | -17 | 其他长期负债 | 40 | 111 | 288 | 120 | 136 | 154 | |
| 公允价值变动收益 | -31 | 1 | 116 | 67 | 0 | 0 | 负债 | 2,610 | 4,580 | 4,943 | 5,538 | 6,143 | 6,599 | |
| 投资收益 | 55 | 50 | 24 | 54 | 40 | 40 | 普通股股东权益 | 4,628 | 5,054 | 5,948 | 6,752 | 7,850 | 9,109 | |
| %税前利润 | 5.0% | 3.6% | 1.7% | 2.9% | 1.8% | 1.6% | 其中：股本 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 | |
| 营业利润 | 1,116 | 1,399 | 1,434 | 1,856 | 2,164 | 2,482 | 未分配利润 | 3,138 | 3,572 | 4,574 | 5,510 | 6,608 | 7,867 | |
| 营业利润率 | 21.1% | 16.1% | 14.6% | 16.0% | 16.3% | 16.5% | 少数股东权益 | 200 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | |
| 营业外收支 | -28 | 0 | -14 | 1 | 1 | 1 | 负债股东权益合计 | 7,439 | 9,637 | 10,895 | 12,295 | 13,997 | 15,712 | |
| 税前利润 | 1,089 | 1,398 | 1,420 | 1,857 | 2,165 | 2,483 | 比率分析 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 利润率 | 20.6% | 16.1% | 14.4% | 16.0% | 16.3% | 16.6% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -149 | -226 | -209 | -297 | -336 | -385 | 每股收益 | 2.889 | 3.775 | 3.904 | 5.034 | 5.905 | 6.771 | |
| 所得税率 | 13.7% | 16.1% | 14.7% | 16.0% | 15.5% | 15.5% | 每股净资产 | 14.935 | 16.310 | 19.192 | 21.788 | 25.331 | 29.394 | |
| 净利润 | 939 | 1,173 | 1,211 | 1,560 | 1,830 | 2,098 | 每股经营现金净流 | 4.260 | 4.435 | 4.134 | 5.543 | 7.689 | 8.712 | |
| 少数股东损益 | 44 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 2.013 | 2.362 | 2.709 | |
| 归属于母公司的净利润 | 895 | 1,170 | 1,210 | 1,560 | 1,830 | 2,098 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 16.9% | 13.4% | 12.3% | 13.5% | 13.8% | 14.0% | 净资产收益率 | 19.35% | 23.14% | 20.34% | 23.10% | 23.31% | 23.04% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 12.04% | 12.14% | 11.10% | 12.69% | 13.07% | 13.36% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 17.67% | 17.69% | 18.14% | 19.05% | 19.57% | 19.86% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 19.21% | 64.47% | 12.98% | 17.85% | 14.32% | 13.25% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 37.96% | 28.00% | 10.71% | 24.01% | 16.28% | 13.46% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 55.73% | 30.65% | 3.41% | 28.95% | 17.30% | 14.68% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 5.01% | 29.56% | 13.05% | 12.85% | 13.85% | 12.25% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 56.7 | 45.2 | 49.5 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 43.6 | 61.4 | 82.2 | 83.0 | 83.0 | 83.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 117.0 | 70.4 | 71.4 | 75.0 | 75.0 | 75.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 136.8 | 88.9 | 133.9 | 101.8 | 88.7 | 76.4 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -23.15% | -19.62% | -16.63% | -16.59% | -18.28% | -21.55% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -19.6 | 67.1 | 8.4 | 19.2 | 67.9 | 119.5 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 35.09% | 47.52% | 45.37% | 45.05% | 43.89% | 42.00% | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 2 | 12 | 32 | 82 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

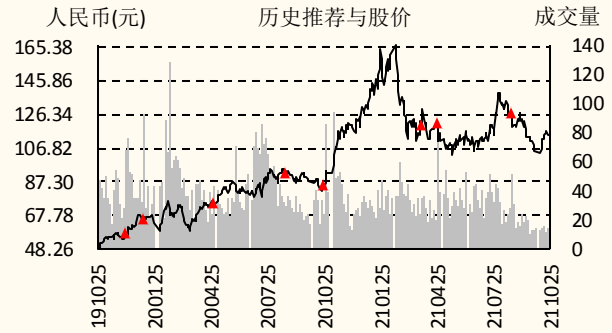
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|--------|---------------|
| 1 | 2019-12-11 | 买入 | 57.90 | 66.30 ~ 66.30 |
| 2 | 2020-01-07 | 买入 | 66.77 | 84.96 ~ 84.96 |
| 3 | 2020-04-29 | 买入 | 75.66 | N/A |
| 4 | 2020-08-25 | 买入 | 94.20 | N/A |
| 5 | 2020-10-26 | 买入 | 85.35 | N/A |
| 6 | 2021-04-01 | 买入 | 119.92 | N/A |
| 7 | 2021-04-26 | 买入 | 121.10 | N/A |
| 8 | 2021-08-24 | 买入 | 125.02 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402