

扬农化工（600486）：项目建设持续推进，产业链协同初显成效

2021年10月26日

强烈推荐/维持

扬农化工 公司报告

扬农化工发布 2021 年 3 季报：公司 1~3 季度实现营业收入 92.42 亿元，YoY+16.15%，归母净利润 10.16 亿元，YoY-0.75%。公司第 3 季度实现营业收入 25.59 亿元，YoY+25.49%，归母净利润 2.24 亿元，YoY+14.11%。

以量补价保障收入增长较好，原料涨价致毛利率承压。2021 年前 3 季度，公司主营产品除草甘膦之外均处于价格低位区间，整体杀虫剂、除草剂均价同比分别下滑 7.44%、1.70%，但由于 2020 年 3 季度优嘉三期项目投产，产能持续释放，公司采用多产快销的方式，以量补价，保障了公司整体收入增长。同时，公司部分原材料价格大幅上涨，导致公司毛利率有所下滑。

项目建设持续推进，三期项目新增产能释放贡献盈利，四期项目快速跟进。公司是国内农药原药生产龙头企业，具备业内领先的工程化能力和环保优势，受益目前环保趋严背景下行业优胜劣汰、龙头集中度提升的红利。公司持续推进农药原药产能建设，目前优嘉三期项目已于 2020 年三季度建成投产，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。优嘉四期项目是公司今明两年的重点工作，公司正在全力加速推进，截至上半年末工程进度为 10%，我们预计该项目自 2022 年起有望逐步投放，进一步扩充公司杀虫剂、除草剂、杀菌剂等产品种类和产能，提升公司盈利规模。我们预计未来优嘉五期等项目规划有望陆续出台，保障公司业绩持续增长。

产业链协同初显成效。公司通过并购重组完善了“研、产、销”一体化的资源配置，由以原药生产为主向附加值更高的产业链上下游延伸，加大创制药研发力度，并拓展原药及制剂销售渠道，同时有望受益先正达集团内部农化资源的整合，推动公司转型国内领先的综合性农药企业。根据公司最新公告，公司拟增加与先正达（Syngenta A.G.）的日常关联交易预计金额，由 21.6 亿元增加至 30.7 亿元，其中 1-9 月实际发生额 19.9 亿元，我们认为公司与先正达的内部协同性正在日益增加。目前公司在创新药研发、仿制药开发、制剂产品开发、植保产品销售等方面取得积极成果，产业链协同初显成效，我们预期公司未来在结合自身内部发展、协同集团资源整合的方式下，有望进一步实现增长。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司有望持续稳定增长。基于公司已发布的 3 季报数据，我们相应调整 2021~2022 年盈利预测。我们预测公司 2021~2023 年净利润分别为 13.08、17.98 和 20.91 亿元，对应 EPS 分别为 4.22、5.80 和 6.75 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|
|----|-------|-------|-------|-------|-------|

公司简介：

扬农化工现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，4 个产品填补国际空白，30 多个产品填补国内空白。

公司是国家重点高新技术企业，是中国拟除虫菊酯类农药生产基地，全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 167.6-85.65 |
| 总市值（亿元） | 354.65 |
| 流通市值（亿元） | 354.65 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 30,990/30,990 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/- |
| 52 周日均换手率 | 1.55 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

执业证书编号：

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

S1480516110002

| | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,701 | 9,831 | 11,093 | 12,792 | 14,676 |
| 增长率(%) | 64.47% | 12.98% | 12.83% | 15.32% | 14.73% |
| 归母净利润(百万元) | 1,170 | 1,210 | 1,308 | 1,798 | 2,091 |
| 增长率(%) | 30.65% | 3.41% | 8.14% | 37.41% | 16.34% |
| 净资产收益率(%) | 23.14% | 20.34% | 18.54% | 20.82% | 20.06% |
| 每股收益(元) | 3.77 | 3.90 | 4.22 | 5.80 | 6.75 |
| PE | 30 | 29 | 27 | 20 | 17 |
| PB | 7.02 | 5.96 | 5.03 | 4.11 | 3.40 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 6141 | 6378 | 8473 | 10849 | 13780 | 营业收入 | 8701 | 9831 | 11093 | 12792 | 14676 |
| 货币资金 | 2331 | 1891 | 3425 | 5226 | 7434 | 营业成本 | 6194 | 7244 | 8426 | 9392 | 10777 |
| 应收账款 | 1335 | 1333 | 1504 | 1735 | 1990 | 营业税金及附加 | 23 | 29 | 32 | 37 | 43 |
| 其他应收款 | 350 | 576 | 619 | 679 | 739 | 营业费用 | 301 | 219 | 247 | 285 | 326 |
| 预付款项 | 217 | 500 | 581 | 648 | 743 | 管理费用 | 507 | 505 | 570 | 657 | 753 |
| 存货 | 1632 | 1632 | 1898 | 2115 | 2427 | 财务费用 | 20 | 179 | 38 | 6 | -51 |
| 其他流动资产 | 277 | 446 | 446 | 446 | 446 | 资产减值损失 | 10 | 47 | 15 | 18 | 21 |
| 非流动资产合计 | 3496 | 4517 | 4785 | 4990 | 5134 | 公允价值变动收益 | 1 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 50 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 固定资产 | 2451 | 3806 | 4103 | 4337 | 4510 | 营业利润 | 1399 | 1434 | 1549 | 2124 | 2469 |
| 无形资产 | 440 | 505 | 477 | 450 | 422 | 营业外收入 | 7 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 605 | 207 | 205 | 204 | 203 | 营业外支出 | 8 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 资产总计 | 9637 | 10895 | 13259 | 15839 | 18914 | 利润总额 | 1398 | 1420 | 1535 | 2110 | 2455 |
| 流动负债合计 | 4466 | 4102 | 4807 | 5256 | 5986 | 所得税 | 226 | 209 | 226 | 310 | 361 |
| 短期借款 | 1339 | 451 | 451 | 451 | 451 | 净利润 | 1173 | 1211 | 1309 | 1799 | 2094 |
| 应付账款 | 1326 | 1510 | 1825 | 2034 | 2335 | 少数股东损益 | 3 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 预收款项 | 252 | 26 | 29 | 34 | 38 | 归属母公司净利润 | 1170 | 1210 | 1308 | 1798 | 2091 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1794 | 1990 | 2104 | 2709 | 3057 |
| 非流动负债合计 | 114 | 841 | 1392 | 1942 | 2493 | EPS (元) | 3.77 | 3.90 | 4.22 | 5.80 | 6.75 |
| 长期借款 | 3 | 553 | 1104 | 1654 | 2205 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 负债合计 | 4580 | 4943 | 6199 | 7198 | 8479 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3 | 4 | 5 | 7 | 9 | 营业收入增长 | 64% | 13% | 13% | 15% | 15% |
| 实收资本(或股本) | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 | 营业利润增长 | 25% | 2% | 8% | 37% | 16% |
| 资本公积 | 738 | 637 | 637 | 637 | 637 | 归属于母公司净利润增长 | 31% | 3% | 8% | 37% | 16% |
| 未分配利润 | 3572 | 4574 | 5550 | 6950 | 8533 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 5054 | 5948 | 7054 | 8634 | 10426 | 毛利率(%) | 29% | 26% | 24% | 27% | 27% |
| 负债和所有者权益 | 9637 | 10895 | 13259 | 15839 | 18914 | 净利率(%) | 13% | 12% | 12% | 14% | 14% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 12% | 11% | 10% | 11% | 11% |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | ROE(%) | 23% | 20% | 19% | 21% | 20% |
| 经营活动现金流 | 1370 | 1378 | 2023 | 2275 | 2706 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 1170 | 1210 | 1308 | 1798 | 2091 | 资产负债率(%) | 48% | 45% | 47% | 45% | 45% |
| 折旧摊销 | 379 | 393 | 532 | 595 | 655 | 流动比率 | 1.38 | 1.55 | 1.76 | 2.06 | 2.30 |
| 财务费用 | 20 | 179 | 38 | 6 | -51 | 速动比率 | 1.01 | 1.16 | 1.37 | 1.66 | 1.90 |
| 应收账款减少 | -516 | 1 | -171 | -230 | -255 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | -2 | -226 | 3 | 4 | 5 | 总资产周转率 | 1.02 | 0.96 | 0.92 | 0.88 | 0.84 |
| 投资活动现金流 | 1131 | -1178 | -800 | -800 | -800 | 应收账款周转率 | 8.08 | 7.37 | 7.82 | 7.90 | 7.88 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 116 | 116 | 116 | 116 | 应付账款周转率 | 7.28 | 6.93 | 6.65 | 6.63 | 6.72 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 50 | 24 | 24 | 24 | 24 | 每股收益(最新摊薄) | 3.77 | 3.90 | 4.22 | 5.80 | 6.75 |
| 筹资活动现金流 | -1957 | -624 | 311 | 326 | 302 | 每股净现金流(最新摊薄) | 1.77 | -1.55 | 4.95 | 5.81 | 7.12 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 16.31 | 19.19 | 22.76 | 27.86 | 33.64 |
| 长期借款增加 | 3 | 550 | 550 | 550 | 550 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 30.32 | 29.32 | 27.11 | 19.73 | 16.96 |
| 资本公积增加 | -78 | -101 | 0 | 0 | 0 | P/B | 7.02 | 5.96 | 5.03 | 4.11 | 3.40 |
| 现金净增加额 | 547 | -481 | 1534 | 1801 | 2208 | EV/EBITDA | 19.21 | 17.37 | 15.97 | 11.94 | 10.04 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--------------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 扬农化工(600486): 项目建设快速推进, 产业协同拓展空间 | 2021-03-30 |
| 公司普通报告 | 扬农化工(600486): 中长期成长动力强劲 | 2020-10-28 |
| 行业深度报告 | 钛白粉行业报告: 海外钛白粉大厂式微, 国产龙头进攻 | 2021-01-29 |
| 行业普通报告 | 陶瓷材料行业报告: 国产工艺突破技术瓶颈, 新应用场景带来广阔发展空间 | 2021-01-28 |
| 行业深度报告 | [东兴化工]钛白粉行业研究跟踪框架之四: 从钛原料涨价理解本轮钛白粉行情 | 2020-11-02 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

8 年化工行业研究经验。曾就职于中金公司研究部，从业期间获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526