

2021年10月26日

费倩然

H70507pita1.com.tw

目标价(元) 135

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2021/10/25)	114.44
上证指数(2021/10/25)	3609.86
股价 12 个月高/低	168.7/82.09
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	354.65
主要股东	先正达集团股份有限公司 (36.17%)
每股净值(元)	21.78
股价/账面净值	5.25
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.5 -16.3 141.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

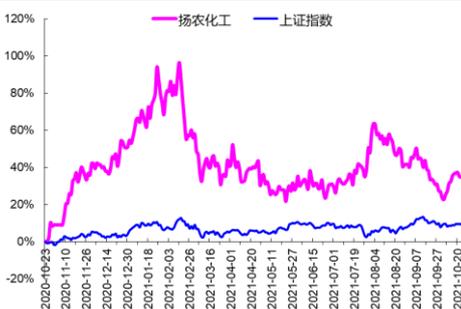
产品组合

原药	61.1%
制剂	20.5%
贸易	17.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	18.7%
一般法人	44.5%

股价相对大盘走势



扬农化工(600486.SH)

Buy 买进

业绩符合预期，景气有望维持

结论与建议：

事件：公司发布21年三季报，21年前3Q实现营收92.42亿元，yoy+16%，归母净利润10.16亿元，yoy-0.75%，扣非净利润9.88亿元，yoy+4%。其中Q3实现营收25.59亿元，yoy+25%，qoq-14%，归母净利润2.24亿元，yoy+14%，qoq-35%，扣非净利润2.19亿元，yoy+60%，qoq-29%，符合于预期。

此外公司公告董事会通过《关于与先正达集团关联方开展商务合作的关联交易议案》，同意公司下属的SinochemInternationalCropCare (Overseas) Pte.Ltd及其属地公司、中化农化有限公司与SyngentaAsiaPacificPte.Ltd.及其属地公司签署商务合作协议，公司在印度、菲律宾、泰国的属地子公司指定先正达亚太及其属地公司为当地的独家分销商。

今年7月，先正达取得公司控股权。先正达作为全球一流的农业公司，平台广阔，入主公司将更好的保障公司订单稳定，加大研发力度，增强产业链协同效应，为公司未来发展赋能。公司后续成长空间大，维持“买进”评级。

- **销量同比增加，带动营收增长：**公司除草剂、杀虫剂销量同比增加，带动公司营收增长。21年前3Q营收同比增加，公司杀虫剂销量达14294.74吨，yoy+16%，除草剂销量达44207吨，yoy+13%。前3Q公司杀虫剂实现营收25.62亿元，yoy+7%，除草剂实现营收19.49亿元，yoy+11%。
- **原材料价格上涨拖累毛利率：**公司主营产品价格稳定，前3Q杀虫剂均价达17.93万元/吨，yoy-7%，除草剂均价4.41万元/吨，yoy-2%。但21年大宗化学品价格大幅上涨，原材料成本上升，公司3Q毛利率同比下滑3.05个百分点达21.36%。受到限电限产影响，目前农药价格上涨，公司主营产品菊酯类杀虫剂和除草剂草甘膦价格处于修复状态，预计将迈入景气周期。
- **费用控制良好，公司发展稳健：**费用来看，公司三项费用率环比下降，主要是汇兑损益变化使得财务费用大幅减少0.51亿元，销售费用率环比上升0.03pct达2.41%，管理费用率环比下降0.03pct达4.86%。
- **先正达入主，成长动力充足：**先正达集团于2021年7月完成股权过户，取得公司控股权。此次关联交易中，公司在印度、菲律宾、泰国的属地子公司指定先正达亚太及其属地公司为当地的独家分销商，合作期限第一期为五年，自2022年1月1日起执行；五年到期后如双方均无异议，有效期每年可自动延续一年。先正达亚太及其属地公司第1年支付的许可费、服务费金额合计为169万美元（税前），以后每年增加4%。2020年度，公司在泰国、菲律宾及印度的属地子公司合计实现税前利润1080万元人民币，相比之下，通过商务合作取得的回报稳定且略较高。此前先正达集团在《收购报告书》中承诺，将综合运用资产重组、业务调整、委托管理、设立合资公司等多种方式，逐步稳妥推进相关业务整合以解

决竞争问题。此次合作是先正达集团履行《收购报告书》中的承诺，通过商务合作的形式减少海外同业竞争，促进集团整体增进战略协同。后续依靠先正达的国际平台，公司海外业务将进一步得到保障。

- **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司 2021/2022/2023 年实现净利润 12.4/14.3/16.8 亿元，yoy-2%/+15%/+18%，折合 EPS 为 3.98/4.60/5.42 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 29/25/21 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,170	1,210	1,235	1,425	1,679
同比增减		30.65%	3.41%	2.06%	15.44%	17.82%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.77	3.90	3.98	4.60	5.42
同比增减		30.65%	3.41%	2.06%	15.44%	17.82%
A 股市盈率(P/E)	X	30.32	29.32	28.72	24.88	21.12
股利 (DPS)	RMB 元	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
股息率 (Yield)		0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 首次评等潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 首次评等潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8701	9831	11109	12679	14475
经营成本	6194	7244	8248	9398	10676
研发费用	320	332	394	441	493
营业税金及附加	23	29	33	37	42
销售费用	301	219	247	282	322
管理费用	507	505	559	625	714
财务费用	20	179	202	231	263
资产减值损失	-10	-47	0	0	0
投资收益	50	24	20	6	5
营业利润	1399	1434	1463	1689	1987
营业外收入	7	2	2	3	3
营业外支出	8	16	16	16	16
利润总额	1398	1420	1449	1673	1971
所得税	226	209	213	246	290
少数股东损益	3	1	1	1	2
归属于母公司股东权益	1170	1210	1235	1425	1679

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2331	1891	1740	1825	2335
应收账款	1646	1868	2028	2378	2791
存货	1632	1632	1713	1799	1889
流动资产合计	6141	6378	8536	9491	11013
长期股权投资			0	0	0
固定资产	2120	3607	3535	3818	4200
在建工程	332	198	317	305	308
非流动资产合计	3496	4517	4865	5204	5632
资产总计	9637	10895	13401	14696	16646
流动负债合计	4466	4102	5272	5347	5703
非流动负债合计	114	841	1143	1139	1052
负债合计	4580	4943	6416	6485	6755
少数股东权益	3	4	5	6	7
股东权益合计	5057	5952	6986	8210	9891
负债及股东权益合计	9637	10895	13401	14696	16646

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	1370	1378	1529	1682	1867
投资活动产生的现金流量净额	1131	-1178	-1119	-1063	-903
筹资活动产生的现金流量净额	-1957	-624	-562	-534	-454
现金及现金等价物净增加额	547	-481	-152	85	510

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。