

2021年3季报点评：业绩有望重回增长，先正达赋能值得期待

买入（维持）

2021年11月03日

证券分析师 柳强

执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

证券分析师 贺顺利

执业证号：S0600521080007

hesl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9831.16	10024.22	11995.63	12940.76
同比（%）	13%	2%	20%	8%
归母净利润（百万元）	1209.71	1309.65	1631.05	1825.12
同比（%）	3%	8%	25%	12%
每股收益（元/股）	3.90	4.23	5.26	5.89
P/E（倍）	33.81	27.87	22.38	20.00

事件：公司发布2021年第三季度报告：前三季度实现营业收入92.42亿元，同比+16.15%；归母净利润10.16亿元，同比-0.75%；其中第三季度单季营业收入25.59亿元，同比+25.49%，环比-13.97%；归母净利润2.24亿元，同比+14.11%，环比-35.44%。

投资要点

■ **以量补价驱动业绩增速修复，符合我们预期：**2020Q1-2021Q3，公司单季度分别实现归母净利润4.46亿元、3.81亿元、1.96亿元、1.87亿元、4.44亿元、3.47亿元、2.24亿元，其中2021年Q3单季度业绩扭转同比下滑趋势。主要由于：公司2021年第三季度杀虫剂产量3453吨，销量2910吨，销量同比+11%；销售均价19.1万元/吨，同比-21%。除草剂产量15016吨，销量14039吨，销量同比+26%；销售均价4.22万元/吨，同比+5%。其中联苯菊酯2021年第三季度均价为24.15万元/吨，同比+20%，环比+11%，四季度截至10月30日均价为30.6万元/吨，我们预计公司业绩逐步改善。

■ **新一轮资本支出有序推进，公司有望稳增长：**2021年第三季度，公司新增资本支出2.63亿元，在建工程4.42亿元，固定资产33.69亿元，在建工程/固定资产实现13.13%。公司优嘉四期项目环评披露，包括8,510吨/年杀虫剂、6,000吨/年除草剂、6,000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂项目，主要产品包括联苯菊酯，高效氯氟氰菊酯，氟啶胺，硝磺草酮，苯醚甲环唑与丙环唑等成长性较好的品种。项目总投资为23.3亿元，项目建设期两年。公司预计该项目年均营业收入为30.45亿元，总投资收益率23.8%，项目投资财务内部收益率（所得税后）19.0%。优嘉系列项目有望助力公司成为世界级原药生产基地，先正达辅助品类优选，促进公司稳增长。

■ **先正达赋能扬农化工成为全球农药原药龙头。**扬农化工原实控人为中化集团，在两化合并背景下，通过扬农集团和先正达的资产置换，公司现由先正达集团控股，中国中化是实际控制人。全球农药巨头中，先正达是不多的外采比例较大的企业，扬农化工强大的工程能力和先正达较大比例的原药外采比例确保了双方的双赢。从优嘉五期的环评公告看，端倪已现。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑产品量价修复，我们上修公司2021~2023年归母净利润的预测，分别为13.10（前值12.92）亿元、16.31（前值15.35）亿元和18.25（前值16.77）亿元，EPS分别为4.23元、5.26元和5.89元，当前股价对应PE分别为28X、22X和20X。基于考虑公司为优质农药龙头，优嘉三期、四期项目注入新动能，中化农业板块协同效应值得期待，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原料及产品价格波动、新项目建设进度及盈利不及预期、安全及环保风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	117.77
一年最低/最高价	91.28/169.68
市净率(倍)	5.41
流通A股市值(百万元)	36496.79

基础数据

每股净资产(元)	21.78
资产负债率(%)	46.11
总股本(百万股)	309.90
流通A股(百万股)	309.90

相关研究

1、《扬农化工（600486）：融入先正达集团体系，农药白马再出发》2021-02-06

扬农化工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,378	5,897	6,556	7,155	营业收入	9,831	10,024	11,996	12,941
现金	1,891	1,342	1,206	1,439	减:营业成本	7,244	7,280	8,700	9,290
应收账款	1,333	1,448	1,680	1,841	营业税金及附加	29	28	34	36
存货	1,632	1,779	2,043	2,225	营业费用	219	285	304	348
其他流动资产	1,521	1,328	1,628	1,649	管理费用	505	549	637	698
非流动资产	4,517	6,931	8,673	10,305	研发费用	332	354	414	452
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	179	17	23	11
固定资产	3,607	4,261	4,682	4,974	资产减值损失	47	8	9	9
在建工程	198	1,798	2,998	4,198	加:投资净收益	24	41	40	48
无形资产	505	657	766	897	其他收益	19	20	24	26
其他非流动资产	207	215	226	236	资产处置收益	-1	0	-1	-1
资产总计	10,895	12,828	15,229	17,460	营业利润	1,434	1,565	1,937	2,171
流动负债	4,102	4,723	5,490	5,894	加:营业外净收支	-14	-14	-14	-14
短期借款	451	1,030	1,100	1,200	利润总额	1,420	1,551	1,923	2,157
应付账款	1,510	1,538	1,826	1,956	减:所得税费用	209	239	290	329
其他流动负债	2,141	2,155	2,565	2,738	少数股东损益	1	2	2	3
非流动负债	841	841	841	841	归属母公司净利润	1,210	1,310	1,631	1,825
长期借款	553	553	553	553	EBIT	1,515	1,566	1,943	2,165
其他非流动负债	288	288	288	288	EBITDA	1,908	2,380	2,863	3,227
负债合计	4,943	5,565	6,332	6,735	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4	6	9	11	每股收益(元)	3.90	4.23	5.26	5.89
归属母公司股东权益	5,948	7,257	8,888	10,713	每股净资产(元)	19.19	23.42	28.68	34.57
负债和股东权益	10,895	12,828	15,229	17,460	发行在外股份(百万股)	310	310	310	310
					ROIC(%)	18.6%	15.0%	15.6%	14.7%
					ROE(%)	20.3%	18.0%	18.4%	17.0%
					毛利率(%)	26.3%	27.4%	27.5%	28.2%
					销售净利率(%)	12.3%	13.1%	13.6%	14.1%
					资产负债率(%)	45.4%	43.4%	41.6%	38.6%
					收入增长率(%)	13.0%	2.0%	19.7%	7.9%
					净利润增长率(%)	3.4%	8.3%	24.5%	11.9%
					P/E	33.81	27.87	22.38	20.00
					P/B	6.88	5.03	4.11	3.41
					EV/EBITDA	20.98	15.43	12.91	11.41
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	1,378	2,130	2,498	2,866					
投资活动现金流	-1,178	-3,210	-2,645	-2,670					
筹资活动现金流	-624	531	11	38					
现金净增加额	-481	-549	-137	234					
折旧和摊销	393	815	919	1,062					
资本开支	-1,162	-3,251	-2,685	-2,718					
营运资本变动	-397	-26	-98	-62					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

