

扬农化工 (600486.SZ) / 化工

证券研究报告/公司点评

2021年08月24日

**评级：买入（维持）**

市场价格：125.02

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xianan@r.qizq.com.cn

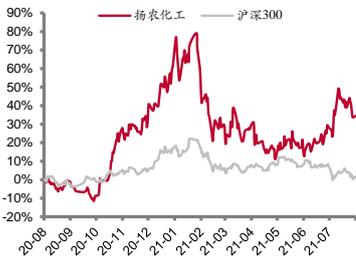
**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	10,980	13,061	14,587
增长率 yoy%	64.47%	12.98%	11.69%	18.95%	11.68%
归母净利润(百万元)	1,170	1,210	1,445	1,696	1,977
增长率 yoy%	30.65%	3.41%	19.45%	17.35%	16.57%
每股收益(元)	3.77	3.90	4.66	5.47	6.38
每股现金流量	4.42	4.45	5.33	6.98	8.04
净资产收益率	23.14%	20.34%	19.82%	19.28%	18.67%
P/E	33.12	32.03	26.81	22.85	19.60
PEG	2.53	1.80	1.73	1.74	1.10
P/B	7.67	6.51	5.31	4.41	3.66

备注：股价取自 2021/8/23

**基本状况**

总股本(百万股)	309.9
流通股本(百万股)	309.9
市价(元)	125.02
市值(亿元)	387.4
流通市值(亿元)	387.4

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 扬农化工 2021 一季度业绩点评：一季度盈利同比持平，长期成长性无忧

**投资要点**

- 事件：1) 公司发布 2021 年中报：2021H1 公司实现营业收入 66.82 亿元，同比增长 12.94%，实现归母净利润 7.91 亿元，同比下降 4.28%，实现扣非归母净利润 7.70 亿元，同比下降 5.75%。2021Q2 公司实现营业收入 29.75 亿元，同比增长 7.80%，环比下降 19.77%，实现归母净利润 3.47 亿元，同比下降 8.81%，环比下降 21.90%，实现扣非归母净利润 3.09 亿元，同比下降 16.03%，环比下降 32.98%。**
- 点评：**
- 产能释放叠加以量补价，营业收入稳健增长。**随着优嘉三期产能释放，公司采用多产快销，以量补价经营策略，实现营业收入稳健增长。2021Q2 公司实现营业收入 29.75 亿元，同比增长 7.80%。分产品看，公司原药收入高增。2021H1 公司原药收入为 40.81 亿元，同比增长 33.30%，占营业收入 61.07%，制剂营业收入 13.72 亿元，占营业收入 20.54%。2021H1 公司杀虫剂销量 1.14 万吨，产销率 98.33%；除草剂销量 3.02 万吨，产销率 112.86%，由于实行多产快销，公司产销率高。
- 原材料价格上涨，盈利能力有所下行。**2021H1 毛利率为 23.97%，同比下降 2.86pct，净利率为 11.86%，同比下降 2.14pct；2021Q2 毛利率为 24.58%，同比下降 1.57pct，净利率为 11.67%，同比下降 2.14pct。原材料方面，2021H1 公司异丁醛、三氟三氯乙烷、甲醛、三氯化磷采购价格同比上涨 86.2%、28.4%、20.3%、9.5%。产品价格方面，2021H1 公司杀虫剂/除草剂销售均价分别为 17.63 万元/吨、4.49 万元/吨，分别同比下降 2.47%、3.66%。
- 运行保持平稳，费用率略有上升。**2021H1 公司期间费用率合计为 9.37%，同比提升 0.4pct。其中，销售费用率为 1.88%，同比下降 0.49pct，主要是由于新会计准则运保费计入成本；管理费用率为 7.01%，同比提升 0.28pct，主要是排污费增加；研发费用率为 2.61%，同比提升 0.08pct，主要是由于子公司加大了研发投入；财务费用率为 0.48%，同比提升 0.61pct，主要是由于汇兑损益变动。2021H1 总资产达 122.78 亿元，同比增长 8.62%，资产负债率为 46.85%，同比下降 3.78 pct。2021H1 经营性现金流净额为 9.23 亿元，同比增长 44.33%，主要是由于营业收入增加，销售款回笼顺畅。
- 持续推进新项目建设，未来成长动力十足。**优嘉三期投产后，公司持续推进优嘉四期建设，根据公司公告，优嘉四期完成了备案、环评、安评等行政报批，目前项目已进入土建施工阶段。根据南通政府公示，优嘉四期将新增年产 7310 吨拟除虫

菊酯、1000 吨氟啶胺、6000 吨硝磺草酮、3000 吨苯醚甲环唑、2000 吨丙环唑、1000 吨虱螨脲、200 吨羟吡酯、500 吨增效剂、4500 吨内部配套中间体及 46121.37 吨副产品。除此之外，根据葫芦岛市人民政府网公示，公司将在葫芦岛市建设大型农药精细化工项目，总投资 100 亿元，该项目已签订战略合作意向协议书。

- **公司有望充分受益先正达集团整合。**根据公司公告，2021 年 7 月 13 日扬农集团、先正达集团已完成公司股份的过户登记手续，公司控股股东变更为先正达集团。先正达集团作为全球农药巨头，植保业务主要包括先正达植物保护与安道麦。而先正达植保是全球领先的专利植保产品提供商，拥有全球一流的新化合物创制能力。安道麦是全球最大的非专利植保产品提供商，拥有领先的非专利化合物制剂复配能力。根据中国农药工业协会和灼识咨询统计数据，2020 年先正达集团在中国植物保护产品行业市场 24% 的份额。未来随着先正达集团整合的推进，公司作为集团内部优质原药生产平台，有望承接更多原药订单。
- **盈利预测：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.45、16.96 和 19.77 亿元，对应 PE 为 26.81、22.85 和 19.60 倍。我们认为公司作为农药行业最优秀的研发驱动型公司，新增产能不断释放，且有望受益先正达集团整合，业绩有望持续增长，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格下跌风险，产能投放低于预期风险，原材料价格波动的风险。

图表 1: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,701	9,831	10,980	13,061	14,587	货币资金	1,891	2,196	3,265	4,089
增长率	64.5%	13.0%	11.7%	18.9%	11.7%	应收款项	1,909	2,300	2,707	2,885
营业成本	-6,194	-7,244	-7,997	-9,519	-10,536	存货	1,632	2,589	2,435	3,126
%销售收入	71.2%	73.7%	72.8%	72.9%	72.2%	其他流动资产	945	737	1,096	838
毛利	2,507	2,587	2,983	3,542	4,051	流动资产	6,378	7,822	9,503	10,937
%销售收入	28.8%	26.3%	27.2%	27.1%	27.8%	%总资产	58.5%	58.0%	59.6%	62.7%
营业税金及附加	-23	-29	-32	-38	-42	长期投资	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,120	2,294	3,823	3,267
营业费用	-301	-219	-244	-291	-324	%总资产	19.5%	17.0%	24.0%	18.7%
%销售收入	3.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	506	543	576	606
管理费用	-507	-505	-564	-705	-788	非流动资产	4,517	5,668	6,446	6,519
%销售收入	5.8%	5.1%	5.1%	5.4%	5.4%	%总资产	41.5%	42.0%	40.4%	37.3%
息税前利润 (EBIT)	1,677	1,835	2,143	2,508	2,897	<b>资产总计</b>	<b>10,895</b>	<b>13,490</b>	<b>15,949</b>	<b>17,456</b>
%销售收入	19.3%	18.7%	19.5%	19.2%	19.9%	短期借款	451	752	1,185	400
财务费用	-20	-179	-71	-74	-75	应付款项	2,915	3,780	4,188	4,636
%销售收入	0.2%	1.8%	0.6%	0.6%	0.5%	其他流动负债	736	736	736	736
资产减值损失	-10	-47	15	15	15	流动负债	4,102	5,268	6,109	5,772
公允价值变动收益	1	116	0	0	0	长期贷款	553	638	750	800
投资收益	50	24	37	20	20	其他长期负债	288	288	288	288
%税前利润	3.6%	1.7%	2.2%	1.0%	0.9%	<b>负债</b>	<b>4,943</b>	<b>6,195</b>	<b>7,148</b>	<b>6,860</b>
营业利润	1,399	1,434	1,720	2,016	2,347	普通股股东权益	5,948	7,290	8,794	10,587
营业利润率	16.1%	14.6%	15.7%	15.4%	16.1%	少数股东权益	4	6	7	9
营业外收支	0	-14	-14	-14	-14	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,895</b>	<b>13,490</b>	<b>15,949</b>	<b>17,456</b>
税前利润	1,398	1,420	1,706	2,002	2,333					
利润率	16.1%	14.4%	15.5%	15.3%	16.0%	<b>比率分析</b>				
所得税	-226	-209	-259	-304	-355		2020A	2021E	2022E	2023E
所得税率	16.1%	14.7%	15.2%	15.2%	15.2%	<b>每股指标</b>				
净利润	1,173	1,211	1,446	1,697	1,979	每股收益(元)	3.90	4.66	5.47	6.38
少数股东损益	3	1	1	2	2	每股净资产(元)	19.19	23.52	28.38	34.16
归属于母公司的净利润	1,170	1,210	1,445	1,696	1,977	每股经营现金净流(元)	4.45	5.33	6.98	8.04
净利率	13.4%	12.3%	13.2%	13.0%	13.6%	每股股利(元)	0.65	0.00	0.62	0.59
						<b>回报率</b>				
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	20.34%	19.82%	19.28%	18.67%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	11.11%	10.72%	10.64%	11.34%
净利润	1,173	1,211	1,446	1,697	1,979	投入资本收益率	39.71%	42.79%	35.61%	34.47%
加: 折旧和摊销	379	393	442	614	620	<b>增长率</b>				
资产减值准备	6	47	0	0	0	营业总收入增长率	12.98%	11.69%	18.95%	11.68%
公允价值变动损失	-1	-116	0	0	0	EBIT增长率	16.36%	7.07%	16.06%	15.44%
财务费用	55	130	71	74	75	净利润增长率	3.41%	19.45%	17.35%	16.57%
投资收益	-50	-24	-37	-20	-20	总资产增长率	13.05%	23.82%	18.23%	9.45%
少数股东损益	3	1	1	2	2	<b>资产管理能力</b>				
营运资金的变动	452	-847	-272	-201	-161	应收账款周转天数	50.3	55.0	55.0	55.0
经营活动现金净流	1,370	1,378	1,651	2,164	2,492	存货周转天数	59.8	69.2	69.2	68.6
固定资本投资	-379	-29	-1,530	-1,330	-630	应付账款周转天数	70.5	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	1,131	-1,178	-1,558	-1,375	-675	固定资产周转天数	77.6	72.3	84.3	87.5
股利分配	-201	-201	0	-191	-184	<b>偿债能力</b>				
其他	-1,755	-423	212	471	-810	净负债/股东权益	-20.02%	-25.71%	-24.47%	-46.72%
筹资活动现金净流	-1,957	-624	212	280	-994	EBIT利息保障倍数	11.3	30.7	34.1	38.7
现金净流量	545	-424	305	1,069	824	资产负债率	45.37%	45.92%	44.82%	39.30%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。