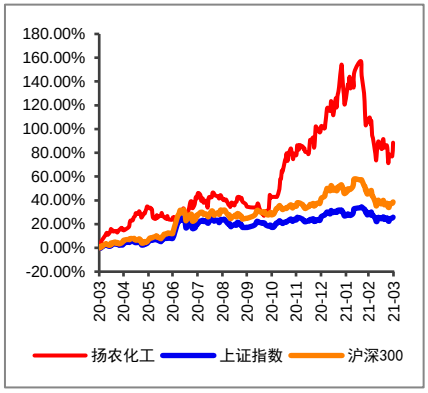
基础化工 | 扬农化工（600486.SH） | 首次评级

报告原因：年报点评 | **原药产品以量补价，海外业务稳中有进** | **增持**

2021 年 3 月 30 日 | **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 3 月 30 日	
收盘价(元)：	122.84
年内最高/最低（元）：	169.68/110.40
流通 A 股/总股本（亿）：	3.10/3.10
流通 A 股市值（亿）：	381
总市值（亿）：	381

基础数据：2020 年 12 月 31 日	
基本每股收益	3.90
摊薄每股收益：	3.90
每股净资产(元)：	19.19
净资产收益率：	20.34%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司于 2021 年 3 月 30 日发布 2020 年度报告，公司实现营业收入 98.31 亿元，同比增长 12.98%；归属母公司股东的净利润 12.10 亿元，同比增长 3.41%；扣非后归属母公司股东的净利润 10.90 亿元，同比增长 23.31%；经营性现金流量净额为 13.78 亿元，同比增长 0.58%。其中，2020Q4 实现营业收入 18.75 亿，环比减少 8.04%，同比增长 14.35%；实现归母净利润 1.87 亿，环比减少 4.59%，同比增长 86.16%。

事件点评

➢ **原药产品以量补价，财务费用受汇率波动影响增幅较大。**2020 年公司原药产品在价格下跌的不利局面下，多产快销，以量补价。杀虫剂产品实现营收 29.35 亿，同比-3.67%；平均售价 19.05 万元/吨，同比-9.61%；销量 15412.02 吨，同比+6.57%；毛利率 31.45%，较去年同期减少 2.06pct。除草剂产品实现营业收入 23.33 亿，同比+40.17%；平均售价 4.63 万元/吨，同比+6.26%；销量 50434.68 吨，同比+31.92%；毛利率 24.45%，较去年同期减少 0.68pct。全年公司毛利率为 26.31%，较去年同期减少 2.5pct。期间费用率为 12.56%，较去年同期下降 0.63pct，其中，财务费用同比+784.43%，主要系汇率波动导致汇兑损失增加。

➢ **海外业务稳中有进，农药产业将迎来发展机遇。**2020 年公司海外营收 59.91 亿元，同比增长 11.36%，占营业总收入 60.94%。海外市场销售同比增长 16%，海外业务稳中有进。公司通过加强核心产品战略采购，强化核心市场销售，扩大与优质客户合作，优化客户结构，强化资信评估，从源头上防控资金风险，澳洲公司达成新合作，促进了澳新市场可持续稳定运营。农药是农业生产中不可缺少的生产资料，农药产品需求相对刚性，随着我国生态环保监管的加强，对农药行业的监管加深，农药产业将迎来发展机遇。公司作为农药行业龙头企业有望充分受益。目前公司卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位。

➢ **优嘉公司三期项目、沈阳科创氟环唑新增产能释放，优嘉公司四期项目快速跟进。**优嘉公司三期项目于 2020 年 2 月份率先实现工程复工，并于 2020 年三季度建成投产，三期项目中菊酯类农药产能 10825 吨，为公司经营目标的实现提供有力支持。沈阳科创完成氟环唑项目建设和调试，此外，公司还完成宝叶公司代森联等 3 个品种的改造，优嘉公司四期项目正快速跟进，目前项目已进入土建施工阶段。新品产业化稳步推进，加快了未来

发展的产品布局，为公司长期成长奠定了坚实基础。

投资建议

➢ 公司是目前国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。具备国内领先的农药研发能力，具有多品种农药的生产制造能力及安全环保能力，自身拥有研产销一体化的优势。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 15.40 亿、16.73 亿、18.39 亿，EPS 分别为 4.97 元、5.40 元、5.93 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 122.84 元，PE 分别为 24.73 倍、22.75 倍、20.71 倍。维持“增持”评级。

风险提示

➢ 气候异常风险、汇率风险、安全和环保风险、原材料价格波动风险、需求低于预期的风险。

主要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9831	10559	12238	13877
收入同比(%)	13%	7%	16%	13%
归属母公司净利润	1210	1540	1673	1839
净利润同比(%)	3%	27%	9%	10%
毛利率(%)	26.3%	25.7%	25.2%	24.7%
ROE(%)	20.3%	22.6%	20.5%	19.0%
每股收益(元)	3.90	4.97	5.40	5.93
P/E	31.47	24.73	22.75	20.71
P/B	6.40	5.38	4.52	3.84
EV/EBITDA	17	17	16	14

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,378	7,640	9,030	10,557
现金	1,891	2,270	2,497	2,871
应收账款	1,374	1,600	1,833	2,040
其他应收款	41	39	50	55
预付账款	500	806	1,087	1,466
存货	1,632	1,934	2,256	2,503
其他流动资产	939	992	1,307	1,621
非流动资产	4,517	5,615	7,122	8,757
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,607	4,974	6,602	8,316
无形资产	505	471	440	410
其他非流动资产	405	170	81	31
资产总计	10,895	13,255	16,152	19,314
流动负债	4,102	4,919	5,734	6,444
短期借款	451	821	905	826
应付账款	1,510	1,852	2,009	2,313
其他流动负债	2,141	2,246	2,820	3,305
非流动负债	841	1,169	1,821	2,681
长期借款	553	853	1,353	2,053
其他非流动负债	288	316	467	627
负债合计	4,943	6,088	7,555	9,124
少数股东权益	4	86	175	272
股本	310	310	310	310
资本公积	637	637	637	637
留存收益	4,898	6,134	7,476	8,971
归属母公司股东权益	5,948	7,081	8,423	9,918
负债和股东权益	10,895	13,255	16,152	19,314

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,378	1,526	1,831	2,175
净利润	1,211	1,540	1,673	1,839
折旧摊销	393	200	258	320
财务费用	130	43	74	105
投资损失	(24)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	489	(313)	(238)	(162)
其他经营现金流	(820)	82	89	98
投资活动现金流	(1,178)	(1,369)	(1,788)	(1,969)
资本支出	1,162	1,394	1,812	1,993
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,339)	(2,763)	(3,600)	(3,962)
筹资活动现金流	(624)	324	179	172
短期借款	(888)	370	84	(79)
长期借款	550	300	500	700
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(101)	0	0	0
其他筹资现金流	(186)	(346)	(405)	(449)
现金净增加额	(424)	481	222	378

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,831	10,559	12,238	13,877
营业成本	7,244	7,844	9,151	10,451
营业税金及附加	29	31	34	40
销售费用	219	235	272	309
管理费用	505	509	644	704
财务费用	179	43	74	105
资产减值损失	(47)	0	0	0
公允价值变动收益	116	0	0	0
投资净收益	24	24	24	24
营业利润	1,434	1,922	2,087	2,292
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	1,420	1,907	2,073	2,278
所得税	209	286	311	342
净利润	1,211	1,621	1,762	1,936
少数股东损益	1	82	89	98
归属母公司净利润	1,210	1,540	1,673	1,839
EBITDA	2,413	2,164	2,419	2,718
EPS（元）	3.90	4.97	5.40	5.93

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	12.98%	7.40%	15.91%	13.39%
营业利润	2.50%	34.03%	8.63%	9.80%
归属于母公司净利润	3.41%	27.27%	8.69%	9.87%
获利能力				
毛利率(%)	26.31%	25.71%	25.23%	24.68%
净利率(%)	4.49%	12.30%	14.58%	13.67%
ROE(%)	20.34%	22.62%	20.50%	19.00%
ROIC(%)	38.63%	33.40%	27.79%	24.12%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.37%	45.93%	46.77%	47.24%
净负债比率(%)	22.63%	23.29%	22.30%	23.80%
流动比率	1.55	1.55	1.57	1.64
速动比率	1.16	1.16	1.18	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.87	0.83	0.78
应收账款周转率	7.37	7.29	7.32	7.37
应付账款周转率	6.93	6.28	6.34	6.42
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	3.90	4.97	5.40	5.93
每股经营现金流(最新摊薄)	4.45	4.93	5.91	7.02
每股净资产(最新摊薄)	19.19	22.85	27.18	32.00
估值比率				
P/E	31.5	24.7	22.7	20.7
P/B	6.4	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	16.54	17.35	15.73	14.14

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336