新时代证券 New Times Securities

# 前三季度业绩符合预期，打造全球农化优质供应商

## ——扬农化工 2020 年三季报点评

公司点评

● **事件：**

公司公告 2020 年三季报，2020 年前三年公司实现营业收入 79.56 亿元，同比增长 12.67%，归母净利润 10.23 亿元，同比下滑 4.34%；单季度来看，2020 年第三季度，公司实现归母净利润 1.96 亿，同比下滑 10.37%。

● **长单抵御菊酯价格波动，销售淡季盈利下滑**

据中农立华数据，公司主要杀虫剂品种联苯菊酯、高效氯氰菊酯 2020 年前三季度市场均价 21.93 万/吨、20.49 万/吨，分别同比下滑 41.47%、38.67%，但公司凭借与大客户达成长期协议，有效抵御了市场价格波动，公司杀虫剂销售均价仅同比下滑 6.31%。公司重要子公司中化作物的专利产品氟吗啉、啶菌恶唑产销增长，业绩远超承诺利润，公司前三季度业绩同比基本持平。第三季度通常为农药销售淡季，公司业绩同比下降在预期之内。

● **区位、客户优势明显，产品线拓宽助力公司发展**

近几年以来，江浙沿海地区化工新建项目审批趋严，江苏省内优质化工园区资源稀缺，公司主要生产基地位于江苏南通的国家级化工园区，具有产业链配套完善、交通便捷、人才丰富、政策支持等诸多优势，公司已与全球前四大农化巨头建立长期合作关系，在两化合并的背景下，未来还将与先正达开展更加深入的合作，区位、客户优势明显。

公司持续推进新产品产业化落地，南通三期开始试生产，四、五期正推动环评审批，截止 2020 年 9 月 30 日，公司在建工程约 16.21 亿，较 2019 年底增长约 13 亿元，公司将新增丙环唑、苯醚甲环唑、苯磺隆、氟啶脲等农化产品，公司产品线将进一步丰富，充分发挥公司在农药生产领域优势，将成为全球领先的农化供应商。

● **国内农化标杆企业，维持“强烈推荐”评级**

公司在环保、生产技术、产品研发等方面均处于国内领先地位，主要产品均有大客户长单，未来业绩稳定性较高。目前主要农化企业正在积极研发以解决麦草畏的漂移问题，同时巴西市场也有大量潜在需求，加上国内市场的开发，公司麦草畏销量有望逐步恢复，未来随着新产品的投产，公司有望实现稳步成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.93、14.27、15.45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、19 倍，公司是国内农化标杆企业，可以给予更高的估值，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 5,291 | 8,701 | 9,371 | 10,487 | 11,211 |
| 增长率(%) | 19.2 | 64.5 | 7.7 | 11.9 | 6.9 |
| 净利润(百万元) | 895 | 1,170 | 1,193 | 1,427 | 1,545 |
| 增长率(%) | 55.7 | 30.6 | 2.0 | 19.6 | 8.3 |
| 毛利率(%) | 29.6 | 28.8 | 28.4 | 29.5 | 29.7 |
| 净利率(%) | 16.9 | 13.4 | 12.7 | 13.6 | 13.8 |
| ROE(%) | 19.5 | 23.2 | 19.7 | 19.7 | 18.9 |
| EPS(摊薄/元) | 2.89 | 3.77 | 3.85 | 4.60 | 4.98 |
| P/E(倍) | 32.6 | 25.0 | 24.5 | 20.5 | 18.9 |
| P/B(倍) | 6.3 | 5.8 | 4.8 | 4.0 | 3.6 |

数据来源：wind，新时代证券研究所

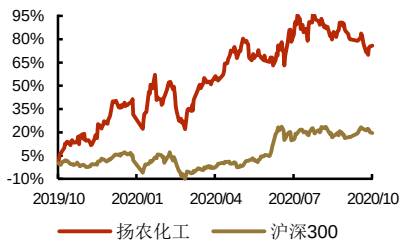
**强烈推荐（维持评级）**

**程磊（分析师）**
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

**李啸（分析师）**
lixiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080001

| 市场数据 | 时间 2020.10.26 |
|---|---|
| 收盘价(元): | 85.65 |
| 一年最低/最高(元): | 48.65/98.88 |
| 总股本(亿股): | 3.1 |
| 总市值(亿元): | 265.43 |
| 流通股本(亿股): | 3.1 |
| 流通市值(亿元): | 265.43 |
| 近 3 月换手率: | 58.81% |

**股价一年走势**




**相关报告**

《半年业绩符合预期，新项目新产品打开发展空间》2020-08-31

《扬农化工：业绩符合预期，资本开支加速开启新一轮成长》2020-04-27

《中化作物并购落地，三季报业绩符合预期》2019-10-28

《中期业绩符合预期，内生外延并举稳步成长》2019-08-26

《菊酯量价齐升，公司一季度业绩超预期》2019-04-22

# 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **4803** | **6141** | **5284** | **6999** | **6933** |
| 现金 | 1446 | 2331 | 1351 | 2706 | 2485 |
| 应收票据及应收账款合计 | 1111 | 1646 | 1762 | 1734 | 2003 |
| 其他应收款 | 12 | 39 | 16 | 46 | 21 |
| 预付账款 | 129 | 217 | 155 | 261 | 184 |
| 存货 | 452 | 1632 | 1722 | 1976 | 1962 |
| 其他流动资产 | 1653 | 277 | 277 | 277 | 277 |
| **非流动资产** | **2636** | **3496** | **4585** | **5133** | **5502** |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1984 | 2120 | 2487 | 2856 | 3213 |
| 无形资产 | 201 | 441 | 495 | 549 | 615 |
| 其他非流动资产 | 451 | 936 | 1603 | 1729 | 1674 |
| **资产总计** | **7439** | **9637** | **9869** | **12132** | **12435** |
| **流动负债** | **2570** | **4466** | **3706** | **4779** | **4157** |
| 短期借款 | 325 | 1339 | 1001 | 1114 | 1076 |
| 应付票据及应付账款合计 | 1723 | 2423 | 2068 | 2884 | 2389 |
| 其他流动负债 | 521 | 703 | 638 | 782 | 692 |
| **非流动负债** | **40** | **114** | **114** | **113** | **113** |
| 长期借款 | 0 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| 其他非流动负债 | 40 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| **负债合计** | **2610** | **4580** | **3820** | **4892** | **4270** |
| 少数股东权益 | 200 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 资本公积 | 815 | 738 | 738 | 738 | 738 |
| 留存收益 | 3384 | 3890 | 4761 | 5815 | 6972 |
| 归属母公司股东权益 | 4628 | 5054 | 6046 | 7237 | 8162 |
| **负债和股东权益** | **7439** | **9637** | **9869** | **12132** | **12435** |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **1320** | **1370** | **949** | **2400** | **1261** |
| 净利润 | 939 | 1173 | 1193 | 1427 | 1545 |
| 折旧摊销 | 295 | 379 | 249 | 312 | 381 |
| 财务费用 | -54 | 20 | 51 | 62 | 73 |
| 投资损失 | -55 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 21 | -221 | -544 | 599 | -738 |
| 其他经营现金流 | 173 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **-804** | **1131** | **-1338** | **-860** | **-750** |
| 资本支出 | 605 | 782 | 1089 | 548 | 369 |
| 长期投资 | -259 | 1490 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -459 | 3403 | -249 | -312 | -381 |
| **筹资活动现金流** | **-275** | **-1957** | **-590** | **-185** | **-731** |
| 短期借款 | -60 | 1014 | -338 | 113 | -38 |
| 长期借款 | 0 | 3 | -1 | -1 | -1 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | -78 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -215 | -2895 | -252 | -297 | -693 |
| **现金净增加额** | **255** | **547** | **-980** | **1355** | **-220** |

| 利润表（百万元） | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **5291** | **8701** | **9371** | **10487** | **11211** |
| 营业成本 | 3723 | 6194 | 6708 | 7396 | 7876 |
| 营业税金及附加 | 17 | 23 | 47 | 52 | 56 |
| 营业费用 | 67 | 301 | 281 | 315 | 336 |
| 管理费用 | 185 | 507 | 562 | 629 | 673 |
| 研发费用 | 239 | 320 | 328 | 367 | 392 |
| 财务费用 | -54 | 20 | 51 | 62 | 73 |
| 资产减值损失 | 35 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -31 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 13 | 17 | 10 | 13 | 13 |
| 投资净收益 | 55 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **1116** | **1399** | **1403** | **1679** | **1817** |
| 营业外收入 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 28 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **1089** | **1398** | **1403** | **1679** | **1817** |
| 所得税 | 149 | 226 | 210 | 252 | 273 |
| **净利润** | **939** | **1173** | **1193** | **1427** | **1545** |
| 少数股东损益 | 44 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | **895** | **1170** | **1193** | **1427** | **1545** |
| EBITDA | 1374 | 1812 | 1687 | 2014 | 2213 |
| EPS（元） | 2.89 | 3.77 | 3.85 | 4.60 | 4.98 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 19.2 | 64.5 | 7.7 | 11.9 | 6.9 |
| 营业利润(%) | 57.5 | 25.3 | 0.3 | 19.6 | 8.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | 55.7 | 30.6 | 2.0 | 19.6 | 8.3 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.6 | 28.8 | 28.4 | 29.5 | 29.7 |
| 净利率(%) | 16.9 | 13.4 | 12.7 | 13.6 | 13.8 |
| ROE(%) | 19.5 | 23.2 | 19.7 | 19.7 | 18.9 |
| ROIC(%) | 28.5 | 33.0 | 23.1 | 27.7 | 24.6 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 35.1 | 47.5 | 38.7 | 40.3 | 34.3 |
| 净负债比率(%) | -22.7 | -18.7 | -5.0 | -21.4 | -16.7 |
| 流动比率 | 1.9 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 4.3 | 6.3 | 5.5 | 6.0 | 6.0 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.89 | 3.77 | 3.85 | 4.60 | 4.98 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.27 | 6.24 | 3.06 | 7.74 | 4.07 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 14.93 | 16.31 | 19.51 | 23.35 | 26.34 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 32.6 | 25.0 | 24.5 | 20.5 | 18.9 |
| P/B | 6.3 | 5.8 | 4.8 | 4.0 | 3.6 |
| EV/EBITDA | 20.6 | 15.6 | 17.1 | 13.7 | 12.6 |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，14 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

**李啸**，南京大学物理学硕士，2018 年加盟新时代证券

## 投资评级说明

**新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

**新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 强烈推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。 |
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| | | |
|---|---|---|
| **北京** | **郝颖　销售总监** | |
| | 固话：010-69004649<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn | |
| **上海** | **吕荻琪　销售总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn | |
| **广深** | **吴林蔓　销售总监** | |
| | 固话：0755-82291898<br>邮箱：wulinman@xsdzq.cn | |

## 联系我们

**新时代证券股份有限公司　研究所**

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/