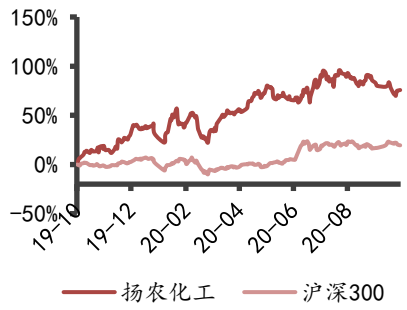
三季度业绩符合预期，优嘉三期投产在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-27
收盘价（元）	85.65
近 12 个月最高/最低（元）	48.31/10.28
总股本（百万股）	309.9
流通股本（百万股）	309.9
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	265.43
流通市值（亿元）	265.43

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊
执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《扬农化工：成本规模优势并存，“两化”协同赛道拓宽》2020.8.25

事件描述：

10 月 27 日，公司公告 2020 年第三季度报告。据公告，2020 前三季度公司实现营收 79.56 亿元，同比上升 12.67%；归母净利润 10.23 亿元，同比下降 4.34%；扣非后归母净利润 9.53，同比上升 20.11%；加权平均 ROE 为 18.97%，同比下降 0.33 个百分点。

➢ 营收同比增长，单季度业绩符合预期

2020 前三季度，公司实现毛利润 12.27 亿元，同比下降 0.68 亿元。前三季度，公司财务费用 0.78 亿元，主要源于汇兑收益增加；管理费用 1.24 亿元，同比增加 15.30%；销售费用 21.01 亿元，同比增加 3.6%。公司经营活动净现金流 79.71 亿元，同比增加 7.69%；筹资活动净现金流为-3.05 亿元，同比减少 66.96%，主要因为本期偿还借款。公司净现比为 0.74，同比减少 0.35；存货周转天率为 0.76，同比降低 0.07，经营稳定。公司应付票据及账款由去年同期 23.52 亿元增加到 29.16 亿元，主要是子公司应付工程款增加；应收票据及账款由去年同期 21.77 亿元增加到 23.27 亿元，主要因为上半年是农药销售旺季，货款在下半年逐步回笼。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为 9.50 亿元，同比增加 73.36%，在建工程 16.21 亿元，比上期期末增加 388.91%，主要因为优嘉三期投资增加。前三季度财务数据大幅改善，得益于公司生产扩张带来的规模优势，以及主要原料下降的成本优势。

单季度来看，2020Q3 公司实现营收 20.39 亿元，同比增长 13.3%，环比下降 26.1%；归母净利润 1.96 亿元，同比下降 10.37%，环比下降 48.4%，基本符合预期。公司单季度业绩环比下降主要因为三季度进入农药淡季带来的产品销量下滑，以及汇兑损益带来的财务费用增加。单季度归母净利润同比下降主要因为菊酯产品价格理性回落，2020 年前三季度均价同比下跌 14.2%。

➢ 以量补价，减少价格对业绩影响

2020 公司前三季度销售毛利率 26.30%，同比下降 2.43 个百分点；销售净利率 12.87%，同比下降 2.31 个百分点。

杀虫剂板块：前三季度实现营收 23.88 亿元，公司前三季度的杀虫剂板块销量大幅增长，弥补了价格的下跌。2020 前三季度公司杀虫剂板块销量为 1.23 万吨，同比增长 13.3%；其中 Q3 单季销量为 0.20 万吨，同比下降 13.1%，环比下降 42.6%，主要是受季节性影响。价格方面，公司杀虫剂前三季度销售均价为 19.37 万吨/吨，同比下降 6.3%。

除草剂板块：前三季度实现营收 17.58 亿元，同比增长 120.4%，主要因为销量的大幅提高。2020 前三季度公司除草剂板块销量为 3.92 万吨，同比增长 36.4%；其中 Q3 单季销量为 1.12 万吨，同比上升 41.0%，环比下降 18.0%。价格方面，公司除草剂前三季度销售均价为 4.49 万元/吨，同比上升 1.14%；其中草甘膦原药季度均价继续回暖，20Q3 均价为 22537 元/吨，环比上升 7.8%，10 月 20 日最新价继续反弹至 24679 元/吨，看好公司四季度业绩继续向好。

原材料价格方面，公司主要原材料价格同比下降，烧碱价格下降 23.2%，

甲苯价格下降 25.0%，甲醛价格下降 19.8%，异丁醛价格下降 13.6%，二乙醇胺下降9.2%,但盐酸价格上升79.7%,甲基呋喃价格上升13.7%。

➢ **优嘉三期即将投产，逐步贡献利润**

公司产业链不断完善，优嘉三期、四期持续投入进行杀虫剂、除草剂、杀菌剂等领域布局。优嘉三期项目总投资 21.3 亿元，已于八月份进行了调试，预计将在 Q4 投产，开始逐步贡献业绩。优嘉三期拥有菊酯等 7 大类产品的规划,达产后预计将增加营收 15.4 亿元,利润 3.6 亿元。另外，优嘉四期项目 9 月份环评已受理，总投资 23 亿元，预计建设期两年，进一步巩固公司行业地位，带来新的业绩增量。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.33、14.78、18.73 亿元，同比增速为 5.4%、19.9%、26.8%。对应 PE 分别为 21.5、18.0 和 14.2 倍。维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险；季节性需求变化的风险；政策性影响风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8701	9588	10927	12860
(+/-) (%)	1.4%	10.2%	14.0%	17.7%
归母净利润	1170	1233	1478	1873
(+/-) (%)	19.4%	5.4%	19.9%	26.8%
EPS(元)	3.77	3.98	4.77	6.05
P/E	18.18	21.53	17.96	14.17

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6141	6345	7395	9404
现金	2331	2113	2718	3924
应收账款	1335	1588	1737	2049
其他应收款	39	49	48	60
预付账款	217	239	258	311
存货	1632	1481	1862	2168
其他流动资产	588	876	771	891
非流动资产	3496	4460	4992	5661
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2120	2826	3092	3462
无形资产	440	586	725	901
其他非流动资产	937	1047	1174	1298
资产总计	9637	10805	12387	15064
流动负债	4466	4329	4381	5126
短期借款	1339	0	0	0
应付账款	1326	1968	1867	2231
其他流动负债	1801	2361	2514	2895
非流动负债	114	114	114	114
长期借款	3	3	3	3
其他非流动负债	111	111	111	111
负债合计	4580	4443	4495	5241
少数股东权益	3	75	126	185
股本	310	310	310	310
资本公积	738	738	738	738
留存收益	4007	5240	6718	8591
归属母公司股东权益	5054	6287	7765	9638
负债和股东权益	9637	10805	12387	15064

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1370	2825	1568	2442
净利润	1170	1233	1478	1873
折旧摊销	379	768	483	643
财务费用	55	34	0	0
投资损失	-50	-88	-73	-93
营运资金变动	-213	780	-392	-58
其他经营现金流	1411	552	1942	2008
投资活动现金流	1131	-1671	-963	-1236
资本支出	-779	-1759	-1036	-1329
长期投资	1490	0	0	0
其他投资现金流	421	88	73	93
筹资活动现金流	-1957	-1373	0	0
短期借款	-356	-1339	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-952	0	0	0
其他筹资现金流	-649	-34	0	0
现金净增加额	547	-218	605	1206

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8701	9588	10927	12860
营业成本	6194	7037	7913	9172
营业税金及附加	23	27	29	35
销售费用	301	257	344	398
管理费用	507	469	576	685
财务费用	20	-33	-72	-99
资产减值损失	-10	-27	-21	-18
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	50	88	73	93
营业利润	1399	1524	1796	2276
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	1398	1524	1796	2276
所得税	226	220	266	344
净利润	1173	1304	1529	1932
少数股东损益	3	72	51	59
归属母公司净利润	1170	1233	1478	1873
EBITDA	1736	2178	2132	2718
EPS（元）	3.77	3.98	4.77	6.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	1.4%	10.2%	14.0%	17.7%
营业利润	16.2%	9.0%	17.8%	26.8%
归属于母公司净利润	19.4%	5.4%	19.9%	26.8%
获利能力				
毛利率（%）	28.8%	26.6%	27.6%	28.7%
净利率（%）	13.4%	12.9%	13.5%	14.6%
ROE（%）	23.1%	19.6%	19.0%	19.4%
ROIC（%）	17.8%	19.0%	17.8%	17.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	47.5%	41.1%	36.3%	34.8%
净负债比率（%）	90.6%	69.8%	57.0%	53.4%
流动比率	1.38	1.47	1.69	1.83
速动比率	0.96	1.07	1.20	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.89	0.88	0.85
应收账款周转率	6.52	6.04	6.29	6.28
应付账款周转率	4.67	3.57	4.24	4.11
每股指标（元）				
每股收益	3.77	3.98	4.77	6.05
每股经营现金流薄）	4.42	9.12	5.06	7.88
每股净资产	16.31	20.29	25.06	31.10
估值比率				
P/E	18.18	21.53	17.96	14.17
P/B	4.21	4.22	3.42	2.75
EV/EBITDA	11.68	11.22	11.18	8.32

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。