扬农化工（600486.SH）

2020 年 10 月 26 日

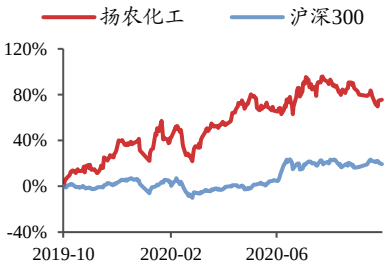
业绩略低于预期，响应市场变化生产运营“以量补价”

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/26
当前股价(元)	85.65
一年最高最低(元)	98.88/48.65
总市值(亿元)	265.43
流通市值(亿元)	265.43
总股本(亿股)	3.10
流通股本(亿股)	3.10
近 3 个月换手率(%)	58.81

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-杀虫剂、杀菌剂产品价减量增，农药巨头业绩符合预期》-2020.8.25

《公司首次覆盖报告-前瞻性布局蓄势待发，综合性农药巨头强者愈强》-2020.7.3

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● **农药行业龙头与领跑者，中报业绩略低于预期，维持“买入”评级**

2020 年前三季度，公司实现营业总收入 79.56 亿元（同比+12.67%）；归母净利润 10.23 亿元（同比-4.34%）；2020 年 Q3 单季度，公司实现营业收入 20.39 亿元（同比+13.28%）；归母净利润 1.96 亿元（同比-10.37%），略低于我们预期。在此基础上，我们下调预测 2020-2022 年归母净利分别为 11.92（-1.25）、16.57、17.22 亿元，EPS 分别为 3.84、5.35、5.56 元/股，当前股价对应 PE 分别 22.3、16.0、15.4 倍，作为农药行业龙头与领跑者，我们仍然看好公司研产销一体化、完整产业链、品牌等优势显著，维持“买入”评级。

● **杀虫剂、除草剂产品价格同比大幅下滑，响应市场变化生产运营以量补价**

在国内进入淡季、海外疫情蔓延、出口受到冲击的背景下，据百川盈孚数据，2020 年前三季度，华东联苯菊酯、草甘膦、麦草畏市场均价分别为 21.58、2.13、8.03 万元/吨，分别同比-40.76%、-13.28%、-13.73%；2020 年 Q3，公司销售毛利率同比由 26.89%下滑至 24.75%。公司紧扣市场变化，仍实现了生产经营的“以量补价”：2020 前三季度，公司杀虫剂、除草剂销量分别为 1.23、3.92 万吨，分别同比+13.33%、+36.35%；前三季度，公司发生财务费用 7806.84 万元（2019 年同期为-765.55 万元），公允价值变动收益 5230.07 万元（同比+215.81%）。此外，近日公司已审议通过了《关于增加外汇远期结售汇业务金额的议案》，旨在缓解国际外汇的剧烈波动和不确定性：公司拟增加开展外汇远期结售汇业务额度 1 亿美元，余额上限调整为不超过 4 亿美元，授权期限至 2021 年 6 月 30 日。

● **多方位的前瞻性项目布局将发挥协同作用，我们看好公司将蓄势待发**

公司现有 2600 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、2000 吨/年功夫菊酯等产能；据如东日报报道，优嘉三期项目已于 8 月进入试生产调试阶段，有望于 2020 年底投产，届时公司菊酯产能将达到 2750 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、4500 吨/年功夫菊酯、800 吨/年氯氰菊酯、4000 吨/年高效氯氰菊酯等，公司作为菊酯领军者地位将进一步巩固。多方位项目协同发展，我们看好公司将蓄势待发。

● **风险提示：**需求大幅下滑、新产能投放不及预期、汇兑风险、市场竞争加剧等。

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	9,461	11,415	11,751
YOY(%)	19.2	64.5	8.7	20.7	2.9
归母净利润(百万元)	895	1,170	1,192	1,657	1,722
YOY(%)	55.7	30.6	1.9	39.1	3.9
毛利率(%)	29.6	28.8	27.0	29.3	29.6
净利率(%)	16.9	13.4	12.6	14.5	14.7
ROE(%)	19.5	23.2	20.3	22.5	19.3
EPS(摊薄/元)	2.89	3.77	3.84	5.35	5.56
P/E(倍)	29.6	22.7	22.3	16.0	15.4
P/B(倍)	5.7	5.3	4.4	3.5	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	5062	7210	6833
现金	1446	2331	1557	2224	2858
应收票据及应收账款	1111	1646	1352	2265	1458
其他应收款	12	39	17	51	19
预付账款	129	217	159	295	172
存货	452	1632	1700	2100	2050
其他流动资产	1653	277	277	277	277
非流动资产	2636	3496	5344	5887	6819
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1984	2120	3895	4308	4951
无形资产	201	441	495	549	615
其他非流动资产	451	936	954	1030	1253
资产总计	7439	9637	10405	13097	13653
流动负债	2570	4466	3863	4734	3629
短期借款	325	1339	1000	700	600
应付票据及应付账款	1723	2423	2201	3198	2342
其他流动负债	521	703	662	836	686
非流动负债	40	114	114	114	111
长期借款	0	3	3	3	0
其他非流动负债	40	111	111	111	111
负债合计	2610	4580	3977	4848	3740
少数股东权益	200	3	45	102	154
股本	310	310	310	310	310
资本公积	815	738	738	738	738
留存收益	3384	3890	4790	6057	7386
归属母公司股东权益	4628	5054	6383	8146	9758
负债和股东权益	7439	9637	10405	13097	13653

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1320	1370	1650	1980	2519
净利润	939	1173	1233	1715	1774
折旧摊销	295	379	423	628	785
财务费用	-54	20	-3	-11	-5
投资损失	-55	-50	-50	-50	-50
营运资金变动	21	-221	40	-311	5
其他经营现金流	173	69	7	9	12
投资活动现金流	-804	1131	-2228	-1131	-1679
资本支出	605	782	1847	543	932
长期投资	-259	1490	0	0	0
其他投资现金流	-459	3403	-380	-587	-746
筹资活动现金流	-275	-1957	-196	-183	-207
短期借款	-60	1014	0	0	0
长期借款	0	3	0	-1	-3
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	-196	-183	-204
现金净增加额	255	547	-774	666	634

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5291	8701	9461	11415	11751
营业成本	3723	6194	6908	8065	8276
营业税金及附加	17	23	31	36	36
营业费用	67	301	327	394	406
管理费用	185	507	492	594	611
研发费用	239	320	303	365	376
财务费用	-54	20	-3	-11	-5
资产减值损失	35	-10	0	0	0
其他收益	13	17	0	0	0
公允价值变动收益	-31	1	-7	-9	-12
投资净收益	55	50	50	50	50
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1116	1399	1448	2013	2089
营业外收入	0	7	4	3	4
营业外支出	28	8	14	15	16
利润总额	1089	1398	1438	2001	2077
所得税	149	226	205	286	303
净利润	939	1173	1233	1715	1774
少数股东损益	44	3	42	57	52
归母净利润	895	1170	1192	1657	1722
EBITDA	1360	1789	1874	2624	2825
EPS(元)	2.89	3.77	3.84	5.35	5.56

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	64.5	8.7	20.7	2.9
营业利润(%)	57.5	25.3	3.5	39.1	3.8
归属于母公司净利润(%)	55.7	30.6	1.9	39.1	3.9
获利能力					
毛利率(%)	29.6	28.8	27.0	29.3	29.6
净利率(%)	16.9	13.4	12.6	14.5	14.7
ROE(%)	19.5	23.2	20.3	22.5	19.3
ROIC(%)	18.5	18.4	17.5	20.7	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	35.1	47.5	38.2	37.0	27.4
净负债比率(%)	-22.7	-18.7	-8.4	-19.4	-24.1
流动比率	1.9	1.4	1.3	1.5	1.9
速动比率	1.0	0.9	0.8	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	4.3	6.3	6.3	6.3	6.3
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	3.84	5.35	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	4.26	4.42	5.33	6.39	8.13
每股净资产(最新摊薄)	14.93	16.31	19.50	24.23	29.11
估值比率					
P/E	29.6	22.7	22.3	16.0	15.4
P/B	5.7	5.3	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.9	14.3	13.9	9.6	8.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn