东兴证券 DONGXING SECURITIES

扬农化工（600486）：公司正处于“第五次腾飞”的爆发初期

2020 年 08 月 25 日

强烈推荐/维持

扬农化工 | 公司报告

扬农化工公布 2020 年上半年业绩：营业收入为 59.17 亿元，YoY+12.45%（调整后），归母净利润为 8.27 亿元，YoY-2.78%（调整后），对应 EPS 为 2.67 元，扣非后归母净利润为 8.17 亿元，YoY+38.92%（调整后）。

我们认为扬农化工正处于“第五次腾飞”的初期，这次腾飞的本质将会是“纵向一体化”，即使得扬农化工从目前一个聚焦农药原药生产的制造型公司，转变为雏形初具的研发、生产、销售一体化综合性农化巨头。

如东基地优嘉三、四、五期的项目建设是扬农化工实现第五次腾飞的具体支撑。优嘉项目的陆续建设将支撑公司中长期持续成长。扬农化工目前处于史无前例的资本开支阶段，2020 年 2 季度末，扬农化工在建工程达到 15.17 亿元，其中主要是优嘉三期项目。截至 2020 年 6 月 30 日，优嘉三期项目已累计投资 70.56%，工程进度达到 80%，我们预计有望于 3 季度建成。此外，公司乙唑螨腈原药项目工程进度达到 99%、氟环唑项目工程进度达到 85%。后续优嘉公司还有四期、五期项目将陆续建设。

2020 年 1 月“先正达集团”的成立，为破解我国农化行业“大而不强”的被动局面提供了难得契机。与先正达股份共同隶属于“先正达集团”的扬农化工，预计将从原药生产、创制农药研发、销售渠道等众多环节显著受益，与先正达“一外一内”，共同引领我国农化产业的全面崛起。

公司盈利预测及投资评级：我们维持对公司的盈利预测，即公司 2020~2022 年净利润分别为 13.56、15.97 和 18.48 亿元，对应 EPS 分别为 4.38、5.15 和 5.96 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 22、18 和 16 倍，维持“强烈推荐”评级。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；中化资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,291	8,701	9,758	11,216	12,882
增长率（%）	19.21%	64.47%	12.14%	14.94%	14.86%
归母净利润（百万元）	895	1,170	1,356	1,597	1,848
增长率（%）	55.72%	30.65%	15.95%	17.78%	15.70%
净资产收益率（%）	19.35%	23.14%	21.84%	21.09%	20.21%
每股收益(元)	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
PE	33	25	22	18	16
PB	6.31	5.78	4.70	3.85	3.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

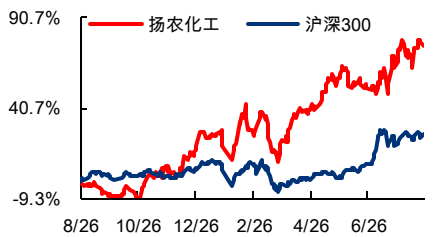
扬农化工现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，4 个产品填补国际空白，30 多个产品填补国内空白。

公司是国家重点高新技术企业，是中国拟除虫菊酯类农药生产基地，全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产技术重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

交易数据

52 周股价区间（元）	96.15-48.85
总市值（亿元）	291.92
流通市值（亿元）	291.92
总股本/流通 A 股（万股）	30,990/30,990
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



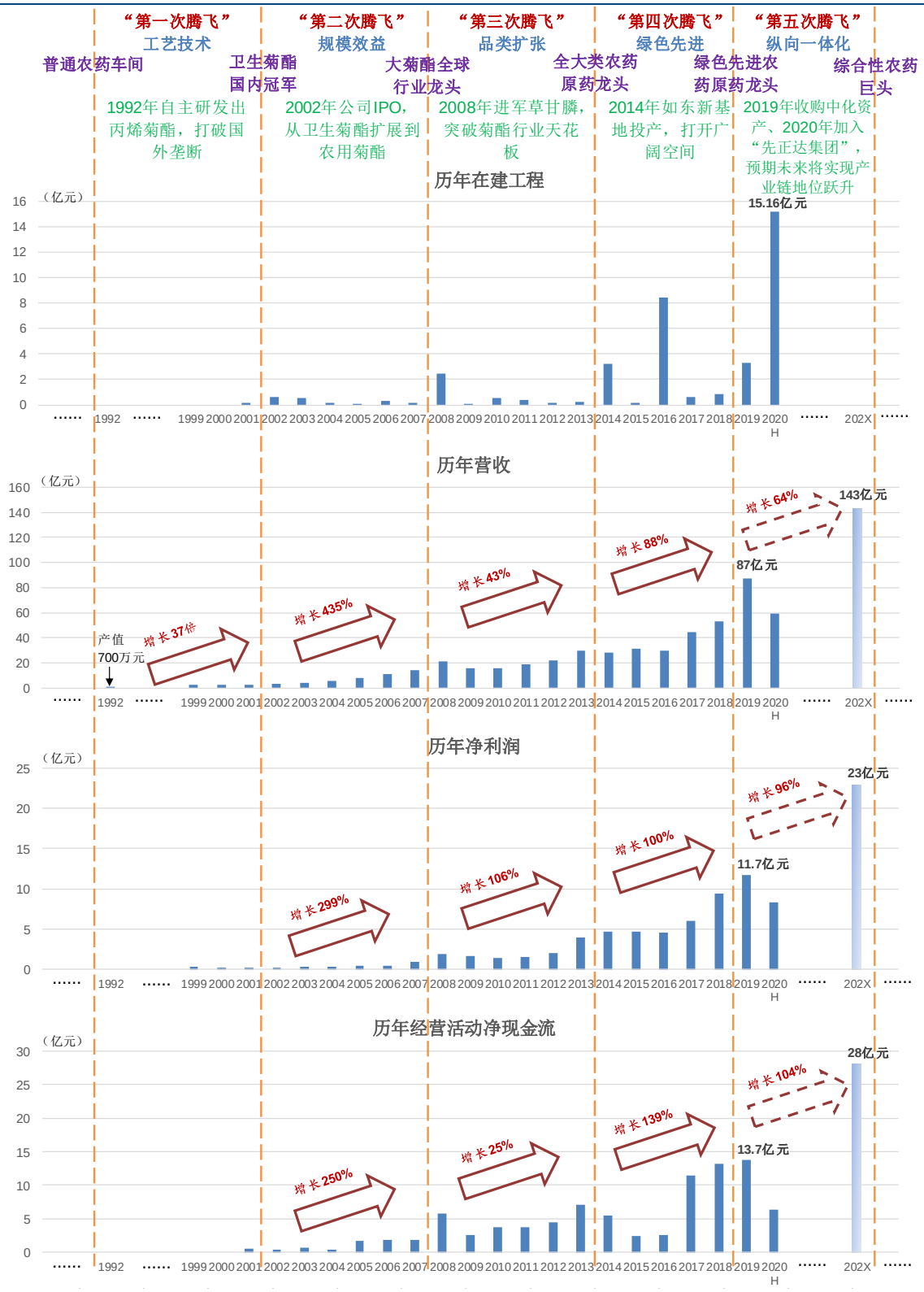
资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓
010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480516110002

分析师：罗四维
010-66554047 luosw@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519080002

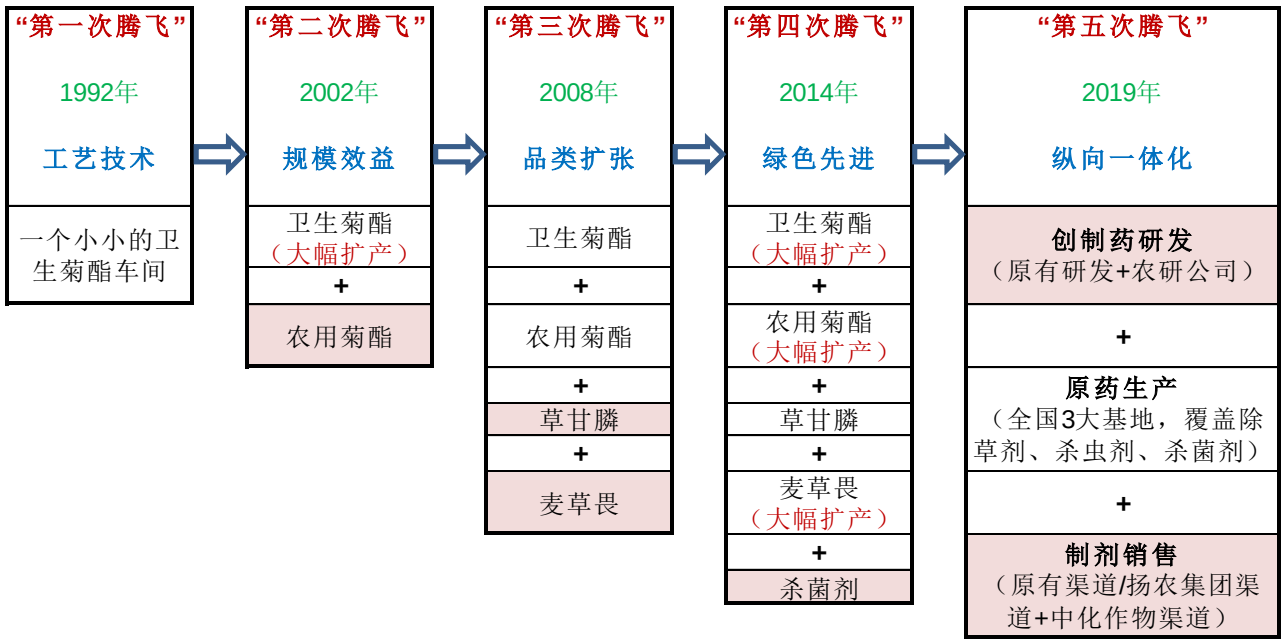
分析师：张明烨
0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517120002

图 1：扬农化工 30 年发展历程



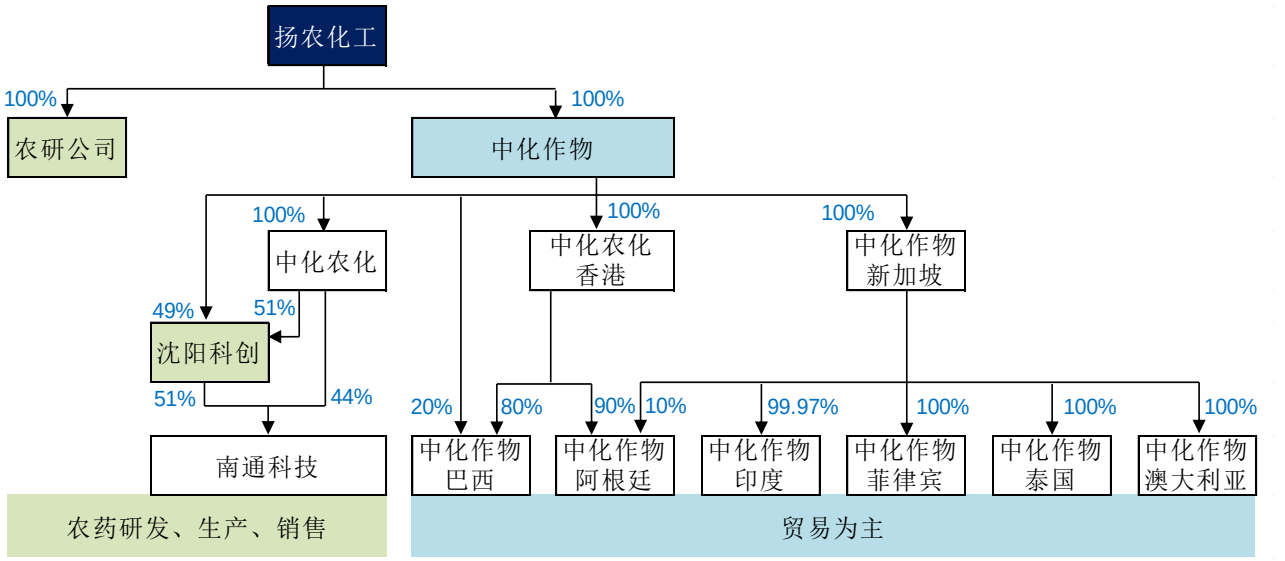
资料来源：公司公告，新闻报道，东兴证券研究所

图 2：扬农化工 30 年来一步步成长为产业链一体化的国内农药巨头



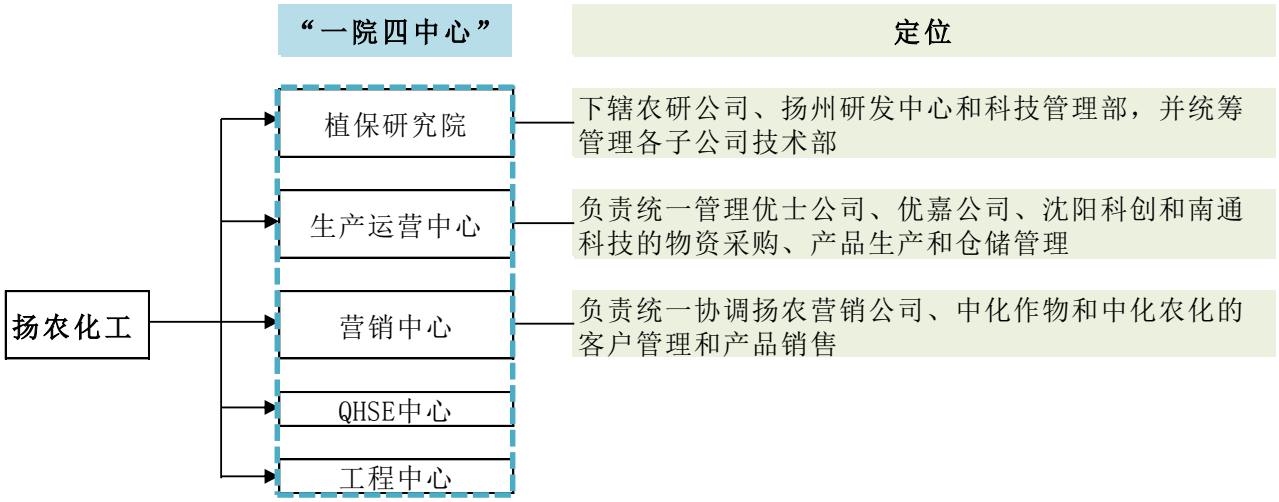
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：扬农化工 2019 年重大资产重组标的



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：扬农化工“一院四中心”的新组织架构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：扬农化工近 5 年获得专利情况

年份	扬农化工累计专利数量	当年新增专利数量
2014	已取得专利授权60项，国外专利4项，另申请国内发明专利132项，PCT申请6项。	申请国内发明专利17项，获得授权13项。
2015	已取得专利授权71项，国外专利7项，另申请国内发明专利153项，PCT申请6项。	n.a
2016	已取得专利授权78项，国外专利10项，另申请国内发明专利172项，PCT申请6项。	申请国内发明专利19项，实用新型1项，获得授权7项。
2017	已取得专利授权84项，国外专利15项，另申请国内发明专利188项，PCT申请8项。	获得国内专利授权5项，国外授权3项。
2018	已申请国内专利206项，获得授权89项，申请国外PCT专利8项，获得授权19项。	申请国内外专利18项，获得授权8项。
2019	已获得专利授权400余项	n.a

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：优嘉植保子公司在建及计划建设项目的投资额及预期盈利情况

项目	公告日期	项目进度	计划投资额（亿元）	达产后预期盈利情况		
				年均营业收入（亿元）	总投资收益率	项目投资财务内部收益率（所得税后）
三期项目	2017/4/14	2019年11月取得环评审批，预计2020年Q3投产	20.22	15.41	18.40%	18.08%
四期项目	2018/10/13	预计2020年下半年开始建设	4.30	10.23	29.75%	21.63%
五期项目	2020/4/28	尚处规划阶段	23.30	30.45	23.80%	19.00%
农药制剂项目	2018/4/24	2018年开始建设	2.02	6.25	36.00%	n.a
码头及仓储工程项目	2018/4/24	2018年开始建设	0.51	n.a	n.a	n.a
合计			**50.35**	**62.34**	**n.a**	**n.a**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：扬农化工各子公司现有产能及未来规划

子公司	项目	类别	产品	产能（吨）	投产时间
优士化学	一期（大连路厂区）	杀虫剂	农用菊酯及中间体	5000~6000	2008年
		除草剂	麦草畏	1500（已于2015年5月关停）	
	二期（青山厂区）	除草剂	草甘膦（IDA法）	3万吨	
			乙腈（中间体）	2000	
优嘉植保	一期	除草剂	麦草畏	5000	2014年11月
		杀虫剂	联苯菊酯（农用）	800	
		杀虫剂	贲亭酸甲酯（菊酯中间体）	1500	
		杀菌剂	氟啶胺	600	
	二期	除草剂	麦草畏	20000	2018年上半年
		杀虫剂	卫生菊酯（19个系列产品）	2600	2018年6月
		杀虫剂	避蚊胺	50	2018年6月
		杀菌剂	吡唑醚菌酯	1000	2018年底
		植物生长调节剂	抗倒酯	300	2018年1月
	三期	杀虫剂	拟除虫菊酯（农用、卫生用）	11225	预计2020年Q3投产
		杀虫剂	噁虫酮（卫生用）	50	
		杀虫剂	氟啶脲（农用）	200	
		除草剂	高效盖草能	500	
		除草剂	苯磺隆	300	
		除草剂	噻苯隆	200	
		杀菌剂	丙环唑	2000	
		杀菌剂	苯醚甲环唑	1000	
		其他	氯代苯乙酮	2500	
	四期	杀虫剂	联苯菊酯（农用）	3800	预计2020年下半年开工建设
		杀虫剂	卫生菊酯（新一代）	120	
		杀虫剂	羟哌酯	200	
		杀菌剂	氟啶胺	1000	
	五期	杀虫剂	联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯等	8510	2020年4月初次公告，尚处前期规划阶段
		除草剂		6000	
		杀菌剂	氟啶胺、苯醚甲环唑、丙环唑等	6000	
		增效剂		500	
	制剂项目	制剂	悬浮剂、水剂、水乳剂、可湿性粉剂、乳油等	3.26万吨	2018年开始建设
	码头及仓储工程项目			吞吐量41.7万吨/年	2018年开始建设
宝叶化工		杀菌剂	代森锰锌、代森锰、代森锌、福美双、福美锌、丙森锌、代森联、四螨嗪等	近8000吨	已有产能（2020年1月完成收购）
沈阳科创		除草剂	环己烯酮系列除草剂、咪唑啉酮系列除草剂		已有产能（2019年10月完成收购）
		杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯系列杀菌剂、三唑类系列杀菌剂		
		制剂	水乳剂、可湿粉、悬浮剂		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4803	6141	7495	9568	11540	**营业收入**	5291	8701	9758	11216	12882
货币资金	1446	2331	3264	4792	6140	**营业成本**	3723	6194	7009	8006	9162
应收账款	819	1335	1496	1720	1976	营业税金及附加	17	23	25	29	34
其他应收款	305	350	366	390	413	营业费用	67	301	337	387	445
预付款项	129	217	245	280	321	管理费用	185	507	585	673	773
存货	452	1632	1847	2109	2414	财务费用	-54	20	-155	-186	-206
其他流动资产	1653	277	277	277	277	资产减值损失	35	10	15	20	23
非流动资产合计	2636	3496	3847	3842	4079	公允价值变动收益	-31	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	55	50	50	50	50
固定资产	2072	2451	2837	2865	3136	**营业利润**	1116	1399	1618	1905	2204
无形资产	200	440	408	376	344	营业外收入	0	7	7	7	7
其他非流动资产	364	605	603	601	599	营业外支出	28	8	8	8	8
资产总计	7439	9637	11343	13410	15619	**利润总额**	1089	1398	1617	1905	2204
流动负债合计	2570	4466	5013	5713	6346	所得税	149	226	261	307	355
短期借款	325	1339	1339	1339	1339	**净利润**	939	1173	1356	1598	1848
应付账款	1064	1326	1501	1780	2037	少数股东损益	44	3	0	0	0
预收款项	254	252	283	325	373	归属母公司净利润	895	1170	1356	1597	1848
一年内到期的非流	3	0	0	0	0	EBITDA	1285	1794	1911	2224	2561
非流动负债合计	40	114	117	120	123	**EPS（元）**	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
长期借款	0	3	6	9	12	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2610	4580	5130	5833	6469	**成长能力**					
少数股东权益	200	3	3	3	3	营业收入增长	19%	64%	12%	15%	15%
实收资本（或股本）	310	310	310	310	310	营业利润增长	58%	25%	16%	18%	16%
资本公积	815	738	738	738	738	归属于母公司净利	56%	31%	16%	18%	16%
未分配利润	3138	3572	4591	5795	7184	**获利能力**					
归属母公司股东权	4628	5054	6209	7573	9146	毛利率(%)	30%	29%	28%	29%	29%
负债和所有者权益	7439	9637	11343	13410	15619	净利率(%)	17%	13%	14%	14%	14%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	12%	12%	12%	12%	12%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19%	23%	22%	21%	20%
经营活动现金流	1320	1370	1777	2072	2215	**偿债能力**					
净利润	895	1170	1356	1597	1848	资产负债率(%)	35%	48%	45%	44%	41%
折旧摊销	295	379	449	506	563	流动比率	1.87	1.38	1.50	1.67	1.82
财务费用	-54	20	-155	-186	-206	速动比率	1.69	1.01	1.13	1.31	1.44
应收账款减少	6	-516	-162	-224	-256	**营运能力**					
预收帐款增加	-38	-2	31	42	48	总资产周转率	0.73	1.02	0.93	0.91	0.89
投资活动现金流	-804	1131	-800	-500	-800	应收账款周转率	6.44	8.08	6.89	6.97	6.97
公允价值变动收益	-31	1	1	1	1	应付账款周转率	4.43	7.28	6.90	6.84	6.75
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	55	50	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
筹资活动现金流	-275	-1957	-44	-45	-66	每股净现金流(最新	0.82	1.77	3.01	4.93	4.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.93	16.31	20.04	24.44	29.51
长期借款增加	0	3	3	3	3	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.60	24.96	21.52	18.27	15.79
资本公积增加	0	-78	0	0	0	P/B	6.31	5.78	4.70	3.85	3.19
现金净增加额	255	547	933	1528	1349	EV/EBITDA	21.84	15.72	14.27	11.58	9.53

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	扬农化工（600486）：“第五次腾飞”蓄势待发	2020-05-13
行业深度报告	农化行业系列研究之二：大豆自给率提升趋势下的农药投资机会	2020-04-28
行业深度报告	农化行业系列研究之一：展望 10 年后的中国农化行业：“先正达集团”的成立有望成为破解我国农药行业“大而不强”的契机	2020-04-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业资深分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526