扬农化工（600486）

公司研究/点评报告

以量补价逆势增长，优嘉三、四期稳步推进

—扬农化工（600486）2020 年中报点评

点评报告/基础化工　　2020 年 08 月 25 日

一、事件概述

8 月 24 日，公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现营业收入 59.17 亿元，同比增长 12.45%（调整后，下同），实现归母净利润 8.27 亿元，同比下降 2.78%，实现扣非归母净利润 8.17 亿元，同比增长 38.92%。

二、分析与判断

➢ 以量补价营收逆势增长，归母净利润同比略降

2020H1 公司营收同比增长 12.45%，主要原因是公司实施多产快销策略，总体保持满负荷运营，以量补价，公司杀虫剂、除草剂销量分别为 0.97 万吨、2.80 万吨，分别同比增长 23.53%、34.57%。2020H1 公司归母净利润同比略降 2.78%，主要因为公司农药产品价格同比大幅下降，公司杀虫剂、除草剂均价分别为 18.07 万元/吨、4.67 万元/吨，分别同比下降 18.18%、6.84%。

➢ 优嘉三期投产在即，四期助力公司持续成长

截至 6 月 30 日，优嘉三期工程累计投资占比 70.56%，工程进度 80%，目前已进入生产调试阶段，预计 8 月底试生产。此外，公司已经启动优嘉四期项目报批工作，计划总投资 23.25 亿元建设 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂，预计 2020 年下半年开工建设，2022 年投产，项目投产后，预计实现营收 29.87 亿元，净利润 3.86 亿元。优嘉三、四期的稳步推进，将为公司带来新的业绩增长点。

➢ 加速内外整合，产业链一体化优势更加显著

2019 年公司收购中化作物和农研公司，创制农药研发能力得到提高，2020H1 中化作物实现净利润 2.98 亿元，远超 2019 年全年净利润 1.81 亿元；农研公司实现净利润 0.07 亿元，扭亏转盈（2019 年亏损 0.19 亿元）。南通宝叶于 2020 年并表，进一步拓展优嘉公司的发展空间。两化农化业务合并，先正达集团中国成立，公司有望承接先正达集团的大量原药订单，有利于公司打开新的市场空间，未来持续高增长可期。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 4.22、5.23 和 5.91 元，对应 PE 分别为 22、18 和 16 倍。参考 SW 农药当前平均 37 倍 PE 水平，考虑优嘉项目的逐步投产将打开公司成长空间，助力公司持续高增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

新建项目审批及建设不及预期；产品价格波动风险；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,701	9,817	11,377	11,998
增长率（%）	1.4%	12.8%	15.9%	5.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,170	1,307	1,619	1,832
增长率（%）	19.4%	11.7%	23.9%	13.1%
每股收益（元）	3.77	4.22	5.23	5.91
PE（现价）	24.96	22.34	18.03	15.93
PB	4.21	4.59	3.66	2.98

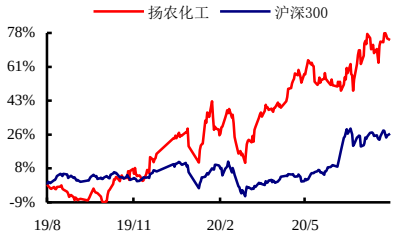
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　94.2 元

交易数据	2020-8-24
近 12 个月最高/最低(元)	96.15/48.85
总股本（百万股）	310
流通股本（百万股）	310
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	292
流通市值（亿元）	292

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号：　S0100519100001

电话：　021-60876731

邮箱：　liji@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号：　S0100120070029

电话：　021-60876731

邮箱：　renjie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,701	9,817	11,377	11,998
营业成本	6,194	7,058	8,039	8,336
营业税金及附加	23	25	29	31
销售费用	301	332	389	408
管理费用	507	536	642	666
研发费用	320	362	419	442
EBIT	1,357	1,504	1,859	2,114
财务费用	20	15	9	14
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	50	53	63	65
营业利润	1,399	1,562	1,936	2,191
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	1,398	1,562	1,936	2,190
所得税	226	252	312	353
净利润	1,173	1,310	1,624	1,837
归属于母公司净利润	1,170	1,307	1,619	1,832
EBITDA	1,736	2,181	2,535	2,791

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,331	1,773	2,781	4,063
应收账款及票据	1,646	1,887	2,169	2,297
预付款项	217	240	262	282
存货	1,632	1,748	2,055	2,098
其他流动资产	316	317	325	327
流动资产合计	6,141	5,964	7,592	9,066
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,120	2,259	2,399	2,538
无形资产	440	681	923	1,164
非流动资产合计	3,496	4,009	4,523	5,037
资产合计	9,637	9,973	12,116	14,104
短期借款	1,339	0	0	0
应付账款及票据	2,423	2,646	3,080	3,159
其他流动负债	703	845	930	1,002
流动负债合计	4,466	3,491	4,010	4,162
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	111	111	111	111
非流动负债合计	114	114	114	114
负债合计	4,580	3,606	4,125	4,276
股本	310	310	310	310
少数股东权益	3	6	11	15
股东权益合计	5,057	6,367	7,991	9,828
负债和股东权益合计	9,637	9,973	12,116	14,104

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	1.4%	12.8%	15.9%	5.5%
EBIT 增长率	11.2%	10.8%	23.6%	13.8%
净利润增长率	19.4%	11.7%	23.9%	13.1%
盈利能力				
毛利率	28.8%	28.1%	29.3%	30.5%
净利润率	13.5%	13.3%	14.3%	15.3%
总资产收益率 ROA	12.1%	13.1%	13.4%	13.0%
净资产收益率 ROE	23.1%	20.5%	20.3%	18.7%
偿债能力				
流动比率	1.38	1.71	1.89	2.18
速动比率	0.96	1.14	1.32	1.61
现金比率	0.52	0.51	0.69	0.98
资产负债率	47.5%	36.2%	34.0%	30.3%
经营效率				
应收账款周转天数	55.98	56.82	56.40	56.61
存货周转天数	96.16	90.41	93.28	91.85
总资产周转率	0.90	0.98	0.94	0.85
每股指标（元）				
每股收益	3.77	4.22	5.23	5.91
每股净资产	16.31	20.53	25.75	31.66
每股经营现金流	4.42	6.41	6.89	7.77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.96	22.34	18.03	15.93
PB	4.21	4.59	3.66	2.98
EV/EBITDA	11.68	12.58	10.42	9.00
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,173	1,310	1,624	1,837
折旧和摊销	379	677	677	677
营运资金变动	-213	-17	-102	-41
经营活动现金流	1,370	1,985	2,136	2,408
资本开支	-779	-1,190	-1,191	-1,191
投资	1,490	0	0	0
投资活动现金流	1,131	-1,137	-1,128	-1,126
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,673	-1,339	0	0
筹资活动现金流	-1,957	-1,406	-0	-0
现金净流量	547	-558	1,008	1,282

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。