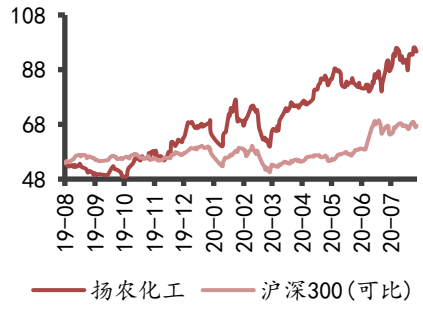
成本规模优势并存，“两化”协同赛道拓宽

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-8-25
近 12 个月最高/最低（元）	98.88/48.30
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）	291.92
流通市值（亿元）	291.92

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

相关报告：

《万华化学：从“产品导向”向“客户导向”演化》2020.8.20
《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.8.18
《浙江龙盛：海外疫情影响持续，静待染料需求恢复》2020.8.18
《雅克科技：半导体材料持续放量，净利润水平连续跃升》2020.8.18
《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7

事件描述：

8 月 25 日，公司公告 2020 年中报。据公告，2020H1 公司实现营收 59.17 亿元，同比增加 12.45%；归母净利润 8.27 亿元，同比降低 2.79 %；扣非后归母净利润 8.17 亿元，同比降低 0.67 %；加权平均 ROE 为 15.41%，同比增加 0.02 个百分点；经营活动现金流净额为 6.40 亿元，同比增加 21.39%。

➢ 以量补价，市场弱势条件下公司业绩保持强势

2020H1，公司实现毛利润 15.88 亿元，同比增加了 5.81 亿元，同比增加了 2.78%。单看盈利情况，受到疫情和油价暴跌的影响，公司各业务板块不同程度影响。

杀虫剂板块方面，2020H1 杀虫剂板块实现营收 17.53 亿元，同比减少 3.23 %，营收占比 63.51 %（同比增加 0.90 个百分点）；实现产量 0.94 万吨，同比增加 20.62 %；实现销量 0.97 万吨，同比增加 22.81%。在杀虫剂产品价格普遍下跌的困局下，扬农化工紧扣市场变化，全力抢抓市场订单，加强渠道管理，合理运用产品组合，通过多种方式促进销售，加大销量，以量补价，用销量的大幅增加弥补了价格下跌带来的影响。

除草剂板块方面，扬农化工的除草剂产品受到油价暴跌影响，价格出现下降。2020H1 除草剂板块实现营收 13.08 亿元，同比增加 104.08 %，营收占比 47.39%（同比增加 25.24 个百分点）；实现产量为 2.73 万吨，同比增加 27.63%；实现销量 2.80 万吨，同比增加 34.80%，销量的大幅增加构成上半年公司除草剂板块营业收入增加的强势动力。公司主营产品包括麦草畏，草甘膦等。我们认为美国麦草畏禁用事件对公司除草剂业务短期利润影响有限，公司也在计划通过开发麦草畏传统市场以及开发相关产品等措施弥补麦草畏禁止销售带来的影响，有望实现一定程度的反弹，恢复至以前盈利水平。

➢ 财务数据逆势改善，经营水平不断提升

上半年，公司财务费用-0.08 亿元，同比减少 126.77%，主要因为汇兑收益增加；管理费用 2.48 亿元，同比增加 7.58 %；销售费用 1.40 亿元，同比减少 0.90 %。净利润 88.27 亿元，同比降低 2.78 %，公司经营活动净现金流 6.40 亿元，同比增加 21.39 %，其增加幅度远远大于净利润增加幅度，主要是加快了资金周转速度，压缩了存货规模；投资活动净现金流为-7.07 亿元，主要是优嘉项目投资支出金额增加，而上年同期理财资金回笼；筹资活动净现金流为-2.00 亿元，同比减少 445.61%，主要因为本期偿还借款。公司净现比为 0.77，同比增加 46.44%；存货周转天数为 58.06 天，同比减少 37.17 天，盈利质量和经营效率提升。公司积极应对全球经济衰退、新冠疫情爆发蔓延、中美贸易摩擦升级、主要产品价格下滑等多重困难的叠加挑战，紧紧围绕全年经营目标，依托多产快销、降本增效。

➢ “两化”协同，有望进一步拓展公司收入空间

2020 年 3 月，扬农集团、安道麦 A、先正达股份公司（SyngentaA.G.）、荃银高科、中化化肥部分或全部股权划转至先正达集团，中国化工集团与中化集团旗下农化资产整合逐步进行，集创新农药、仿制农药、种子和化肥的一体化农业巨头应运诞生。扬农化工优势在于农药生产制造，

依托其高效的工程化能力、领先的原药生产制造及研发能力，以及高标准的环保安全能力，有望在先正达集团内部分工发挥生产制造优势，受益于两化内部资源协同，将获得更多农药生产项目，有利于公司收入和利润增长，迎来更广阔的发展机会。

➢ **产业链进一步整合，成本优势明显**

公司有着明显的成本优势，关键中间体贲亭酸甲酯和醚醛自给自足。扬农化工是国内唯一一家从基础化工原料做起，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的企业，相比之下，公司具有全产业链优势，进口中间体的成本少，菊酯类产品具有很大的竞争力。公司 2020H1 整体毛利率为 26.84%，与利尔化学 26.75%的毛利率相近，远高于江山股份的 18.05%，相对竞争优势明显。在 2019 年收购中化国际旗下的农研公司（国内创制农药龙头）和中化作物（国内农药销售龙头之一），公司已经实现了从研发到生产再到销售的一体化布局。随着公司对于相关部门的进一步整合，三者之间有望发挥出来巨大的协同效应，从而助力公司实现产业链地位上的跃升，从一个单纯的农药原药生产企业，晋级成为“研、产、销”一体化的综合性农药巨头，增强产品的竞争力以获得更大的市场份额，获得更大的发展空间。

➢ **优嘉系列项目顺利进行，规模优势支持公司稳坐菊酯龙头交椅**

公司菊酯产能早已经是国内第一，世界第二，卫生菊酯在国内的市占率高达 70%，是名副其实的菊酯龙头。与此同时，公司投资 20.22 亿元的优嘉三期项目（主要包括 11225 吨菊酯及中间体）已进入生产调试阶段，有望于 2020 年下半年投产；优嘉四期计划投资 4.30 亿元（主要包括 3800 吨联苯菊酯、120 吨卫生菊酯等），目前已经规划完成；此外 2020 年 4 月，公司推出优嘉四期+项目（主要包括 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目等），包括联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯、氟啶胺、苯醚甲环唑和丙环唑等产品，项目总投资 23.3 亿元，建设期两年。项目建成投产后，预计年均营业收入为 30.45 亿元，总投资收益率 23.8%，项目投资财务内部收益率（所得税后）19.0%。随着新一轮项目的落地投产，资本进入新的一轮释放期，未来成长潜力巨大。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.7、15.7、18.8 亿元，同比增速为 17.1%、14.6%、19.7%。对应 PE 分别为 21.4、18.7、15.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8701	9775	11048	12860
(+/-) (%)	1.4%	12.3%	13.0%	16.4%
归母净利润	1170	1370	1570	1879
(+/-) (%)	19.4%	17.1%	14.6%	19.7%
EPS(元)	3.77	4.42	5.07	6.06
P/E	18.18	21.41	18.68	15.60

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司整体经营状况与财务数据 5
2. 公司分业务经营状况 9
3. 公司上半年重大事件及项目情况 12
4. 投资建议 15
5. 风险提示 15

图表目录

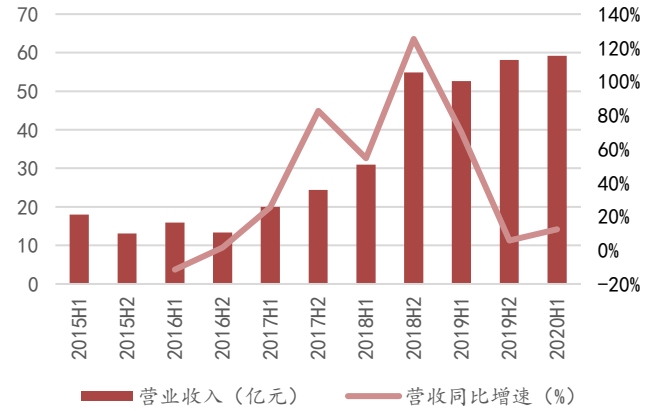
图表 1 公司营收半年度变化情况 5
图表 2 公司营收季度变化情况 5
图表 3 公司毛利半年度变化情况 6
图表 4 公司毛利季度变化情况 6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 6
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 6
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 6
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 6
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况 7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 7
图表 11 公司现金流半年度变化情况 7
图表 12 公司现金流季度变化情况 7
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 7
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 7
图表 15 公司净现比半年度变化情况 8
图表 16 公司净现比季度变化情况 8
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 8
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 8
图表 19 各系列产品经营数据 10
图表 20 产品价格价差 11
图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 13

1. 公司整体经营状况与财务数据

8 月 25 日，扬农化工发布 2020 半年报。据公告，2020H1 公司共实现营收 59.17 亿元，同比增加 12.45 %；实现毛利 15.88 亿元，同比降低 2.52 %；实现归母净利润 8.27 亿元，同比增加 31.87 %；整体毛利率为 26.84 %（同比下降 7.96 个百分点）；整体净利率为 13.99 %（同比下降 7.75 个百分点）；三项费用率为 6.44 %（同比下降 3.10 个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.37 %、4.20 %、-0.13 %，其中研发费用率为 2.53 %（同比下降 1.49 个百分点）；经营活动现金流净额为 6.40 亿元，同比增加 92.67 %，环比下降 38.37 %；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 6.45 亿元，同比增长 60.03 %，投资强度有所增强；净现比为 0.77 ，同比增加 46.44 %，盈利质量有所改善；存货周转天数为 58.06 天，同比下降 37.17 天，经营效率提高。

2020Q2 公司经营状况仍未达到去年同期水平。据计算，2020Q2 公司共实现营收 27.60 亿元，同比增加 9.61%；实现毛利 7.22 亿元，同比增加 6.43 %；实现归母净利润 3.81 亿元，同比降低 6.72 %；整体毛利率为 26.15 %（同比下降 7.51 个百分点）；整体净利率为 13.81 %（同比下降 8.83 个百分点）；三项费用率为 6.81 %（同比增加增加 2.82 个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.54 %、3.89 %、0.38 %，其中研发费用率为 2.74 %（同比降低 1.32 个百分点）；经营活动现金流净额为 5.89 亿元，同比增加 280.73 %；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 3.11 亿元，同比增长 164.73 %，投资强度有所增强；净现比为 1.55 ，同比增加 200.18 %，盈利质量有较大程度改善；存货周转天数为 63.46 天，同比增加 39.98 天，经营效率降低。

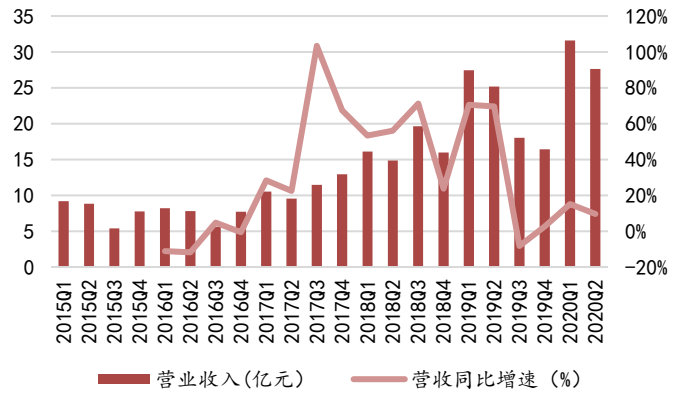
图表 1 公司营收半年度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

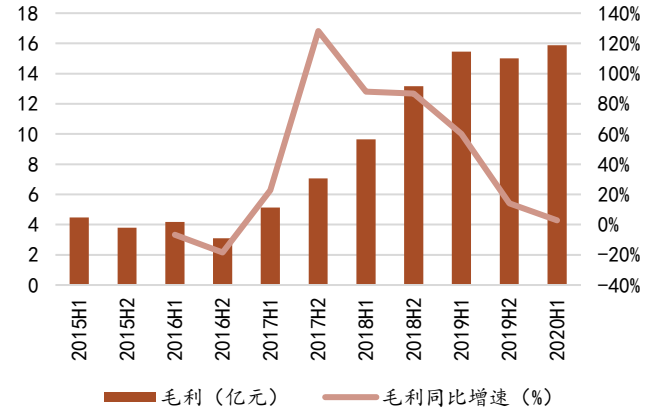
图表 2 公司营收季度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

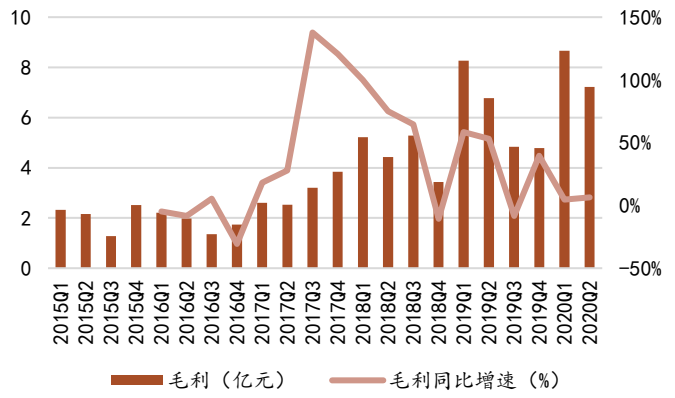
图表 3 公司毛利半年度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

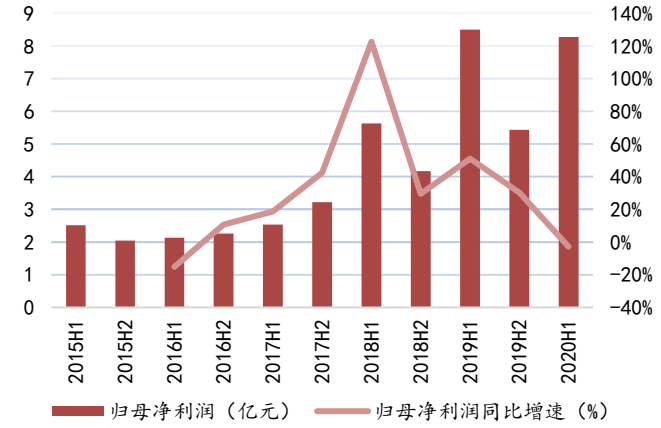
图表 4 公司毛利季度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

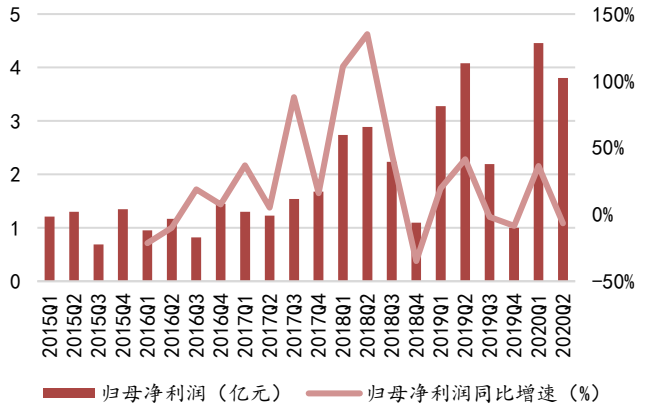
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

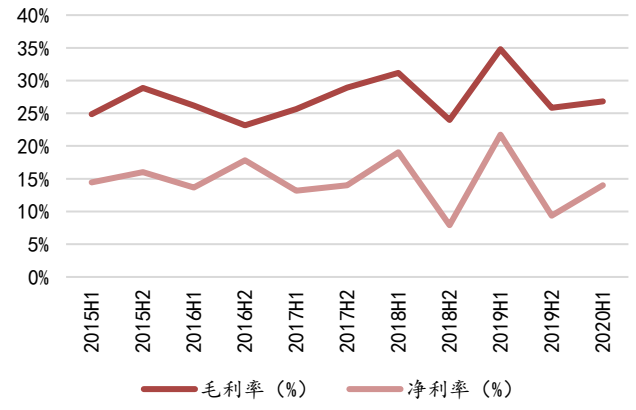
图表 6 公司归母净利润季度变化情况



注：2019 年采用并表后数据

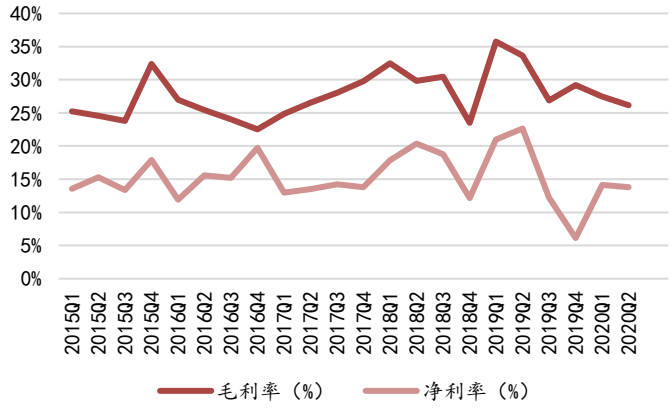
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



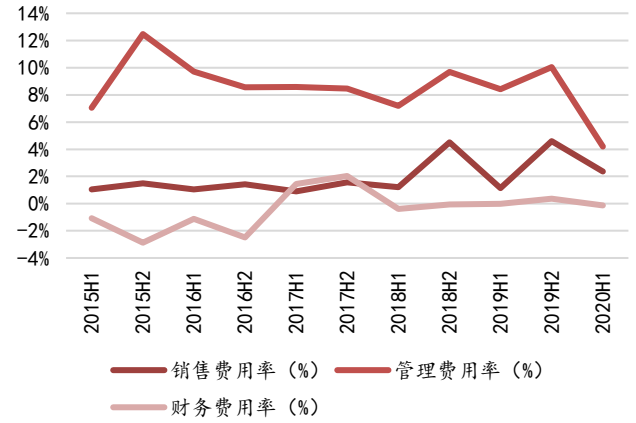
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



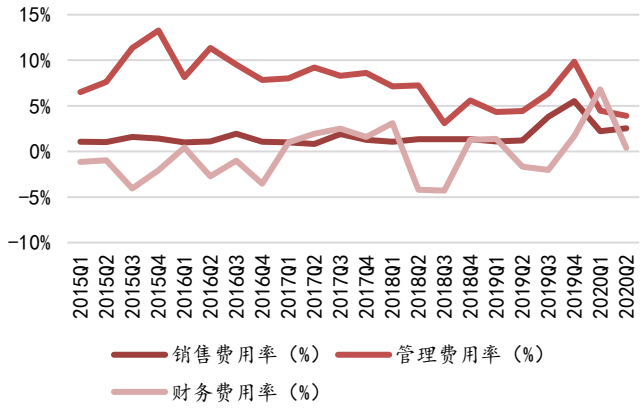
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



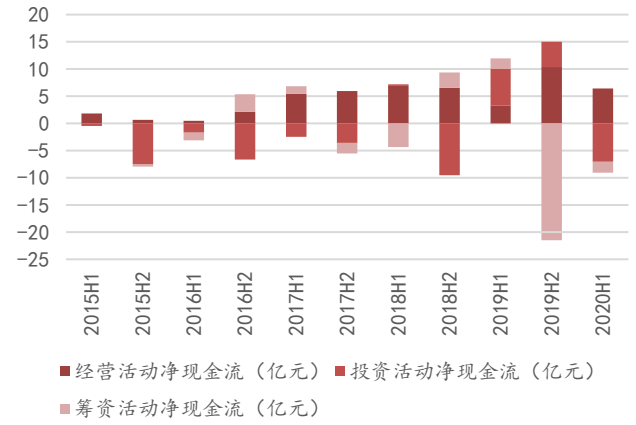
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



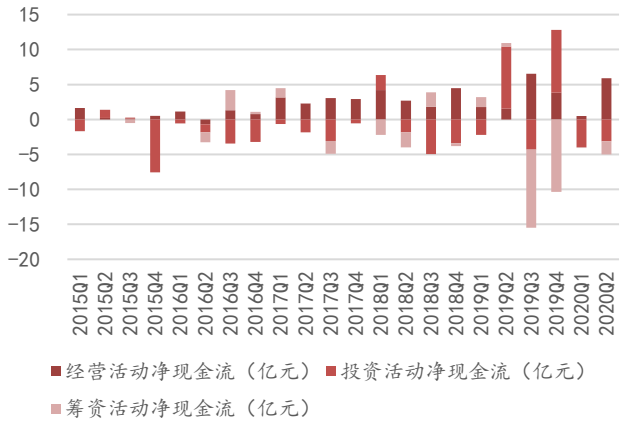
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



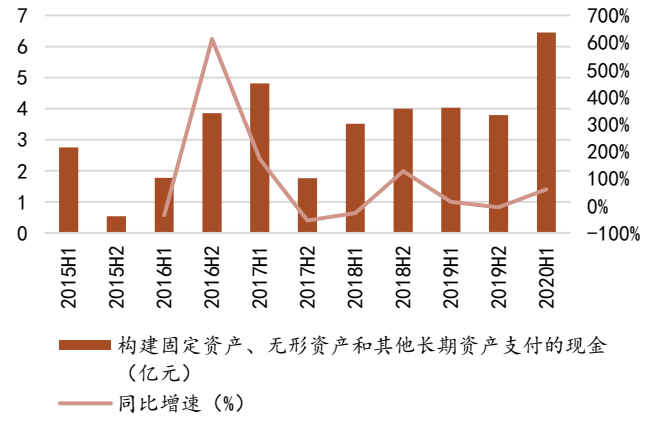
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



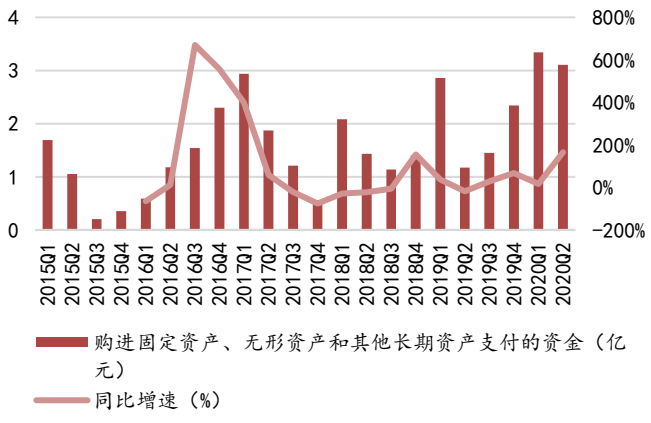
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



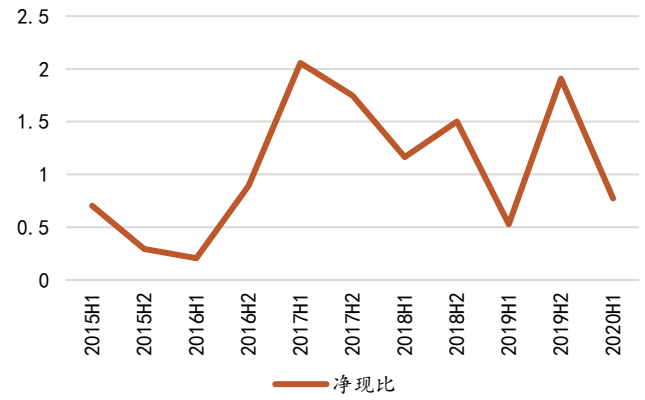
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



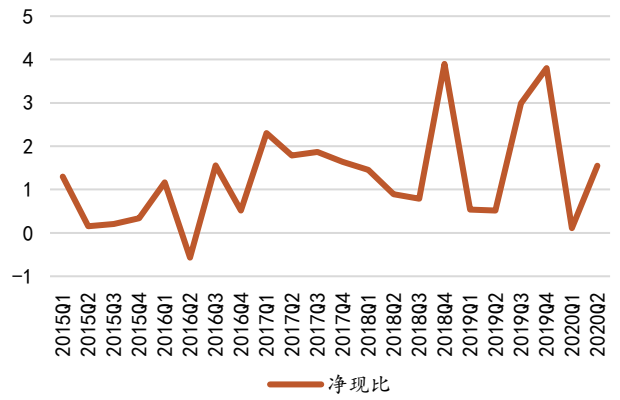
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



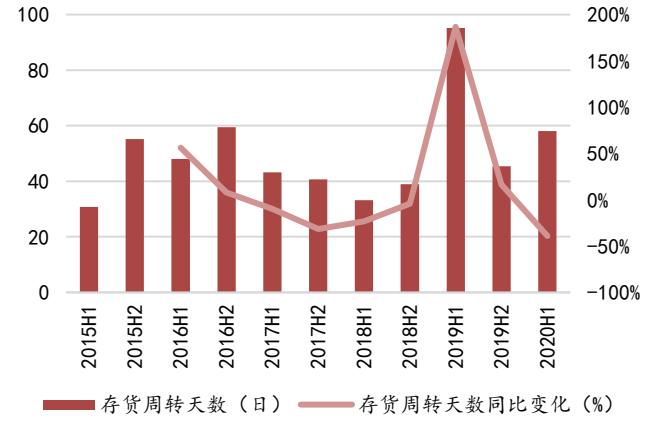
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



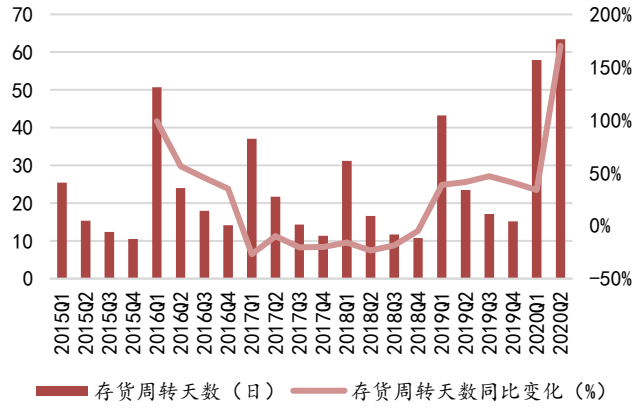
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 公司分业务经营状况

杀虫剂板块一直是公司最主要的营收来源。2020H1 杀虫剂板块实现营收 17.53 亿元，同比减少 3.23 %，营收占比 63.51 %（同比增加 0.90 个百分点）；实现产量 0.94 万吨，同比增加 20.62 %；实现销量 0.97 万吨，同比增加 22.81 %。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的杀虫剂板块盈利能力下降，主要是因为产品价格跌幅较大。华东氯氰菊酯均价有较大幅度下降，20H1 的均价分别为 8.57 万元/吨，同比下降 34.62%，环比下降 21.22%。杀虫剂板块盈利状况受到价格影响冲击较大。随着疫情状况的改善以及原油价格的企稳，石化板块业务预计也将回暖。

2020H1 除草剂板块实现营收 13.08 亿元，同比增加 104.08 %，营收占比 47.39 %（同比增加 25.24 个百分点）；实现产量为 2.73 万吨，同比增加 27.63 %；实现销量 2.80 万吨，同比增加 34.80 %。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的杀虫剂板块业务大幅增加，主要因为价格和销量均处于下跌态势，但价格下降幅度远远小于销量增加幅度。20H1 华东草甘膦均价为 2.9 万元/吨，同比下降 14.73%，环比下降 13.52%；麦草畏均价为 8.17 万元/吨，同比下降 14.34%，环比下降 6.61%。2020 年以来，华东草甘膦均价从 Q1 的 2.10 万元/吨下降至 Q2 的 2.08 元/吨（-0.95%）；麦草畏均价从 Q1 的 8.25 万元/吨下降至 Q2 的 8.08 万元/吨（-2.08%）。但随着全球疫情影响逐渐消退，下游需求继续复苏迎来销售旺季，草甘膦产品价格在近期已逐渐回弹，麦草畏产品价格或处于价格低点，即将面临反弹。8 月 17 日，华东草甘膦价格反弹至 2.15 万元/吨；麦草畏价格为 7.8 万元/吨，预计未来一段时间产品价格将继续反弹趋势，三季度公司杀虫剂盈利能力将得到恢复，除草剂板块将逐渐回归正轨。

图表 19 各系列产品经营数据

	杀虫剂														
	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	营业成本	毛利	产量	销量	均价	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	%
17Q1	5.37	0.28	0.32	165648	10.37	0.62	0.62	167143	19.07	13.52	5.55	1.14	1.12	169760	29.10%
17Q2	5.00	0.34	0.30	168777											
17Q3	3.97	0.24	0.26	153933	8.70	0.52	0.50	172989							
17Q4	4.73	0.28	0.24	193056											
18Q1	7.50	0.30	0.35	211444	14.92	0.69	0.72	206278	26.50	17.82	8.68	1.26	1.25	211986	32.75%
18Q2	7.43	0.39	0.37	201314											
18Q3	5.25	0.25	0.26	205010	11.57	0.57	0.53	219833							
18Q4	6.32	0.32	0.27	233886											
19Q1	10.18	0.40	0.41	247560	18.12	0.78	0.79	230759	30.47	20.26	10.21	1.50	1.45	210702	33.51%
19Q2	7.94	0.38	0.37	212291											
19Q3	6.45	0.32	0.30	212975	12.35	0.71	0.66	186865							
19Q4	5.90	0.40	0.36	164805											
20Q1	9.77	0.48	0.51	190721	17.53	0.94	0.97	180734	-	-	-	-	-	-	-
20Q2	7.76	0.46	0.46	168726											
20Q1同比	-4.03%	20.73%	24.57%	-22.96%	-3.23%	20.62%	22.81%	-21.68%	-	-	-	-	-	-	-
20Q2同比	-2.21%	21.28%	24.37%	-20.52%											
	除草剂														
	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	产量	销量	均价	营业收入	营业成本	毛利	产量	销量	均价	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	%
17Q1	3.68	1.02	1.10	33439	7.11	1.82	1.87	37999	19.84	13.71	6.13	4.78	4.84	40987	30.90%
17Q2	3.43	0.80	0.77	44502											
17Q3	6.38	1.86	1.69	37838	12.73	2.96	2.97	42870							
17Q4	6.35	1.11	1.28	49481											
18Q1	7.13	1.83	1.84	38722	12.72	3.14	3.17	40078	20.23	14.19	6.04	5.10	5.16	39224	29.86%
18Q2	5.59	1.31	1.33	41955											
18Q3	5.48	1.18	1.18	46339	7.52	1.96	1.99	37858							
18Q4	2.04	0.78	0.80	25373											
19Q1	3.14	1.05	1.06	29674	6.41	2.14	2.08	30758	16.64	12.46	4.18	3.94	3.82	43534	25.12%
19Q2	3.27	1.09	1.03	31877											
19Q3	2.04	0.78	0.79	25804	10.23	1.80	1.74	58836							
19Q4	8.19	1.02	0.95	86409											
20Q1	6.12	1.31	1.44	42413	13.08	2.73	2.80	46654	-	-	-	-	-	-	-
20Q2	6.96	1.42	1.36	51041											
20Q1同比	94.77%	24.49%	36.27%	42.93%	104.08%	27.63%	34.80%	51.68%	-	-	-	-	-	-	-
20Q2同比	112.89%	30.39%	32.42%	60.12%											

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 产品价格价差

万元/吨		杀虫剂板块		除草剂板块			
		氢氟菊酯（华东）		草甘膦（华东）		麦草畏	
季度均价	17Q1	-	-	2.34	2.21	10.07	10.01
	17Q2	-		2.08		9.95	
	17Q3	-	-	2.29	2.54	10.00	9.97
	17Q4	-		2.79		9.95	
	18Q1	-	12.35	2.56	2.56	9.23	9.21
	18Q2	12.35		2.57		9.20	
	18Q3	14.00	14.00	2.76	2.77	9.37	9.48
	18Q4	14.00		2.78		9.60	
	19Q1	13.93	13.12	2.49	2.45	9.60	9.53
	19Q2	12.32		2.40		9.47	
	19Q3	11.59	10.88	2.49	2.41	8.87	8.75
	19Q4	10.18		2.33		8.62	
	20Q1	8.56	8.58	2.10	2.09	8.26	8.17
	20Q2	8.59		2.08		8.08	
	20Q1 同比	-38.52%	-34.62%	-15.86%	-14.73%	-14.01%	-14.34%
	20Q2 同比	-30.24%		-13.57%		-14.68%	
	20Q1 环比	-15.93%	-21.22%	-10.08%	-13.52%	-4.26%	-6.61%
	20Q2 环比	0.35%		-1.13%		-2.14%	
最新价格	8 月 22 日	8.75		2.25		7.80	

资料来源：wind，华安证券研究所

3. 公司上半年重大事件及项目情况

（1）农业部强调加强病虫害防治，农药股望受关注

据农业农村部官网消息，8 月 19-20 日，全国秋粮作物重大病虫害防控现场会在湖南省长沙县召开，部署秋粮作物重大病虫害防控工作。会议强调，今年秋粮作物重大病虫害发生形势不容乐观，特别是水稻“两迁”害虫和草地贪夜蛾在部分地区重发风险高，要求确保将秋粮作物重大病虫危害损失控制在 5%以内。

19 日召开的全国农业灾后恢复生产夺取秋粮丰收视频调度会也提出，要抓好秋粮田间管理，加强草地贪夜蛾、稻飞虱和稻纵卷叶螟等病虫害防治。

（2）海外蝗灾冲击接踵而至，印度疫情严重地区蝗虫铺天盖地，蝗虫防治工作刻不容缓

2020 年初，部分东非国家遭遇了 70 年不遇的特大蝗灾，沙漠蝗虫灾害首先出现于东非的索马里、埃塞俄比亚等地，最大的一群蝗虫数量高达 3000 亿只，覆盖面积高达 2000 多平方公里；此后，蝗虫四面扩张，很快入侵肯尼亚、乌干达、苏丹等地；与此同时，部分西亚、南亚等地爆发了大规模的蝗虫灾害，伊朗等地受到伤害。蝗虫过后，颗粒无收，严重破坏正常的粮食生产秩序，甚至导致粮食危机。

防治虫灾最好的方法是在虫卵阶段予于除杀，防治效果比较好的农药之一便是菊酯类农药（如溴氰菊酯、氯氰菊酯等）。

（3）《国家救灾农药储备管理办法（暂行）》实行

经国务院批准，原“国家储备农药”“中央救灾农药储备”统一整合为“国家救灾农药储备”。为切实做好储备管理工作，研究制定了《国家救灾农药储备管理办法（暂行）》。

（4）新农化巨头产生，先正达集团正式成立

6 月 19 日，由中化农业、先正达、安道麦等公司组建而成的先正达集团中国正式宣布成立。新成立的先正达集团中国将包括植保、种子、作物营养和 MAP 及数字农业四大业务单元，是中国最大的农业投入品供应商以及领先的现代农业综合服务平台运营商。 在中国拥有员工近 14000 名，2019 年销售额达 56 亿美元。

作为先正达集团全球四大业务单元之一，先正达集团中国拥有广泛的产品与服务，涵盖了从植保产品、原药供应到作物育种、作物营养，以及 MAP 现代农业技术服务和智慧农业服务平台， 在中国市场位居植保行业第一、化肥行业第一、种业第二的地位，占全球作物用农药市场份额 26.8%，跃居全球第一，形成“种子、农药、化肥”现代化、一体化农业服务产业链。

先正达股份公司为老牌农业巨头，自身业务遍布全球 90 个国家和地区，2019 年营收 135.82 亿元（其中植保 105.88 亿美元，种子 30.83 亿美元），净利润 14.5 亿美元，拥有强大的管理、销售、研发优势，同时具有丰富的资产整合经验，有望与扬农化工最大限度地提升协同效应，值得期待。与此同时，SAS 联盟和 MAP 战略也初步显现效果。

（5）美国麦草畏禁用事件

2020 年 2 月 16 日，美国一个陪审团裁定，德国化工巨头拜耳公司和巴斯夫公司所产麦草畏除草剂毁坏一名农场主的桃树，须赔偿 2.65 亿美元(约合

18.5 亿人民币）。拜耳公司和巴斯夫公司说，它们所产麦草畏除草剂在按说明使用的情况下安全无害。两家企业对裁决结果“失望”，打算上诉。

6 月 3 日，法院表示美国环保署（EPA）大大低估了除草剂可能带来的风险，并且未能调查与麦草畏有关的其它风险。

6 月 8 日，美国环保署发布三种麦草畏产品的撤销登记命令，这三种产品为使用 Vaporgrip 技术的麦草畏制剂 Xtendimax、Engenia 和 FeXapan。EPA 发布这一决定源于美国联邦第九巡回上诉法院在上周的裁决中撤销了这些产品的联邦标签，法院认定在登记这些产品时，EPA 违反了《联邦杀虫剂、杀菌剂和杀鼠剂法》。

图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020 中报	优嘉三期项目	项目计划投资 18.60 亿，实际投入占预算比例 70.56%，项目目前进程为 80%。项目进展顺利，整体进度符合公司预期。主要包括 11225 吨菊酯及中间体。目前优嘉三期项目工程主体安装已经结束处于扫尾阶段，下一步将推动联动试车，公司预计 20Q3 能够打通流程。
2020 中报	优嘉四期项目	项目总投资 23.3 亿元，其中，建设投资 18.1 亿元；项目建设期 2 年，项目投资回收期 6.57 年（含建设期 2 年）。项目进展顺利，整体进度符合公司预期。主要包括 3800 吨联苯菊酯、120 吨卫生菊酯。
2020 中报	优嘉四期+项目	项目总投资 23.3 亿元，建设期两年，正在筹划中。主要包括 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目等），包括联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯、氟啶胺、苯醚甲环唑和丙环唑等产品，
公司重大事件		
2020/8/20	2019 年度权益分配	本次利润分配以方案实施前的公司总股本 3.09 亿股为基数，每股派发现金红利 0.65 元（含税），共计派发现金红利 2.01 亿元。
2020/8	调整股权分置方案	通过与投资者的沟通协商，决定调整股权分置改革方案。由原来的流通股股东每持有 10 股流通股将获送 2.9 股股份提高为每 10 股流通股将获送 3.3 股股份。
2020/6/18	先正达集团正式成立	先正达集团涵盖先正达植保、先正达种子、安道麦和先正达集团中国四大业务单元，是中国最大的农资供应商以及领先的现代农业综合服务平台运营商。扬农化工作为先正达集团的重要成员，非专利药、专利药、农药制剂等业务均有望加速成长。
行业重大事件		
2020/8/19	全国秋粮作物重大病虫害防控现场会召开	会议强调，今年秋粮作物重大病虫害发生形势不容乐观，特别是水稻“两迁”害虫和草地贪夜蛾在部分地区重发风险高，要求确保将秋粮作物重大病虫危害损失控制在 5%以内。
2020/8/18	草甘膦企业福华、和邦因汛情开始停产	本次洪水对草甘膦生产造成了严重影响。和邦生物和乐山福华草甘膦产能占据了全国产能的四分之一，对市场影响较大。受和邦生物和福华通达停产影响，近期草甘膦价格明显上涨，加之 7、8 月是化工行业停产检修高峰期，部分企业已经停止接单。
2020/8	世界范围蝗灾继续泛滥	2020 年初以来，大规模蝗虫群已经在数十个国家肆虐，包括肯尼亚、埃塞俄比亚、乌干达、索马里、厄立特里亚、印度、巴基斯坦、伊朗、也门、阿曼和沙特阿拉伯等。当多个国家同时遭受大量蝗虫袭击时，便形成了蝗灾。专家担心，等到今年下半年，蝗灾的规模甚至还会进一步扩大。

2020/8/11	吡蚜酮等 4 种原药吨价下调 1 万元，草甘膦等 12 种农药供货偏紧	除草剂：96%精喹禾灵每吨下调 5,000 元，至 210,000 元/吨；98% 2,4-滴每吨下调 500 元，至 15,500 元/吨。95%草甘膦、95%草铵膦、97%氟氟吡氧乙酸虽价格稳定，但供货偏紧。 杀虫剂： 97%吡蚜酮每吨下调 10,000 元，至 180,000 元/吨；97%虱螨脲每吨下调 5,000 元，至 325,000 元/吨；97%烯啶虫胺每吨下调 3,000 元，至 157,000 元/吨；97%吡虫啉每吨下调 2,000 元，至 88,000 元/吨；97%噻嗪酮每吨下调 2,000 元。至 68,000 元/吨。97%溴虫腈、97%螺螨酯、97%（96%）哒螨灵、98%（97%）乙酰甲胺磷、98%伏虫隆虽价格稳定，但供货偏紧。
2020/7	CIPAC 最新发布的通用方法与被取代方法	CIPAC 通用方法是全球农药质量检测实验室使用频率最高的方法，被全球大部分国家的登记部门接受。但随着分析技术和农药产品剂型的发展，CIPAC 通用方法也在随之不断更新，为保证试验数据能够顺利通过审核，实验室相应的 SOP 也需要随之进行变更，及时作出调整。
2020/6/18	《国家救灾农药储备管理办法（暂行）》	为建立国家救灾农药储备制度，保障粮食作物突发性重大病虫害防治应急用药需求，做好国家救灾农药储备工作，制定本办法。
2020/6/10	中华人民共和国农业农村部公告 第 269 号	为贯彻落实国务院“放管服”改革精神，促进农药出口贸易，优化营商环境，根据《农药管理条例》《农药登记管理办法》，现就不在我国境内使用的出口农药（简称“仅限出口农药”）产品登记有关事项公告
2020/6	美国麦草畏禁用事件	6 月 3 日美国联邦上诉法院推翻了联邦监管机构对麦草畏的许可，拜耳被禁止在美国销售麦草畏制剂。6 月 8 日美国环保署发布撤销三种麦草畏产品的撤销登记命令。

资料来源：wind，百川盈孚，卓创资讯，政府网站，华安证券研究所

4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.7、15.7、18.8 亿元，同比增速为 17.1%、14.6%、19.7%。对应 PE 分别为 21.4、18.7、15.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

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	6501	7640	9650
现金	2331	2225	2939	4170
应收账款	1335	1619	1757	2049
其他应收款	39	50	49	60
预付账款	217	239	258	311
存货	1632	1481	1862	2168
其他流动资产	588	887	776	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	10960	12632	15310
流动负债	4466	4339	4386	5126
短期借款	1339	0	0	0
应付账款	1326	1968	1867	2231
其他流动负债	1801	2371	2519	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	4454	4501	5241
少数股东权益	3	83	137	196
股本	310	310	310	310
资本公积	738	738	738	738
留存收益	4007	5377	6947	8826
归属母公司股东权益	5054	6424	7994	9873
负债和股东权益	9637	10960	12632	15310

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	1370	2935	1677	2468
净利润	1170	1370	1570	1879
折旧摊销	379	768	483	643
财务费用	55	34	0	0
投资损失	-50	-90	-73	-93
营运资金变动	-213	747	-378	-38
其他经营现金流	1411	730	2024	1994
投资活动现金流	1131	-1669	-962	-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	90	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	-106	714	1232

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8701	9775	11048	12860
营业成本	6194	7037	7913	9172
营业税金及附加	23	28	29	35
销售费用	301	262	348	398
管理费用	507	478	582	685
财务费用	20	-35	-77	-106
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	90	73	93
营业利润	1399	1693	1908	2283
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	1398	1693	1908	2283
所得税	226	244	283	345
净利润	1173	1449	1625	1938
少数股东损益	3	80	55	59
归属母公司净利润	1170	1370	1570	1879
EBITDA	1736	2343	2238	2718
EPS（元）	3.77	4.42	5.07	6.06

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	1.4%	12.3%	13.0%	16.4%
营业利润	16.2%	21.1%	12.6%	19.7%
归属于母公司净利润	19.4%	17.1%	14.6%	19.7%
获利能力				
毛利率（%）	28.8%	28.0%	28.4%	28.7%
净利率（%）	13.4%	14.0%	14.2%	14.6%
ROE（%）	23.1%	21.3%	19.6%	19.0%
ROIC（%）	17.8%	20.7%	18.4%	17.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	47.5%	40.6%	35.6%	34.2%
净负债比率（%）	90.6%	68.4%	55.4%	52.0%
流动比率	1.38	1.50	1.74	1.88
速动比率	0.96	1.10	1.26	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.89	0.87	0.84
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	4.42	5.07	6.06
每股经营现金流薄）	4.42	9.47	5.41	7.96
每股净资产	16.31	20.73	25.80	31.86
估值比率				
P/E	18.18	21.41	18.68	15.60
P/B	4.21	4.56	3.67	2.97
EV/EBITDA	11.68	11.57	11.79	9.26

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：化工行业首席分析师，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。

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。