太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-24

公司点评报告

买入/维持

扬农化工(600486)

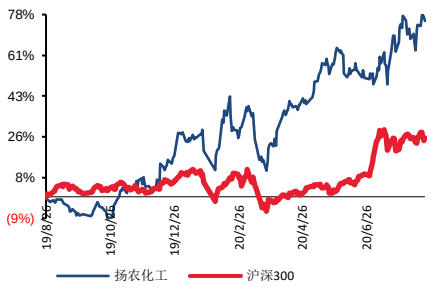
目标价：123

昨收盘：94.62

材料 材料II

以量补价，中报略超预期，优嘉三期投产在即

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	310/310
总市值/流通(百万元)	29,323/29,323
12 个月最高/最低(元)	96.15/48.85

相关研究报告：

扬农化工（600486）《【太平洋化工】扬农化工19年报及20一季报点评：业绩稳增长，优嘉三期、四期注入新动能》--2020/04/28

扬农化工（600486）《不确定性中业绩增长来之不易，中长期优质标的》--2019/08/27

扬农化工（600486）《【太平洋化工】扬农化工跟踪点评：资产整合，扩大协同效应，稳固农药行业龙头地位》--2019/06/10

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：贺顺利

电话：15117964218

事件：事件：公司发布2020年中报，报告期营业收入59.17亿元，同比+12.45%；归母净利润8.27亿元、同比-2.78%。其中第二季度单季营业收入27.6亿元，同比+9.59%，环比-12.6%；归母净利润3.81亿元，同比-6.25%，环比-14.71%。上半年优士公司净利润2.74亿元，优嘉公司净利润2.44亿元，中化作物净利润2.98亿元，沈阳科创净利润693万元。

主要观点：

1. 以量补价叠加降本增效，业绩平稳

公司生产的产品涵盖杀虫剂、除草剂和杀菌剂等农药品类，其中杀虫剂主要有拟除虫菊酯产品等品种，除草剂主要有草甘膦和麦草畏等品种，杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑嘧菌酯等品种。杀虫剂第二季度销量4579吨、同比+22%，销售均价16.96万元/吨；除草剂销量13617吨、同比+33%，销售均价为5.11万元/吨。其中草甘膦第二季度均价2.07万元/吨、同比-13.6%；麦草畏均价8.13万元/吨、同比-16.69%；氯氰菊酯均价8.73万元/吨、同比-30.36%。草甘膦近期价格实现触底反弹，同时随着国内抗草甘膦转基因作物推广，需求有望持续拉动。

2. 优嘉项目稳步推进，打造世界级原药生产基地

目前公司优嘉三期项目在建，计划总投资20.22亿元，预计年均营业收入为15.41亿元，总投资收益率18.40%。建设投资估算值18.6亿元，截止2020年二季度末，公司在建工程合计15.16亿元。据报道，新项目稳步推进，目前已经进入试生产调试阶段，每天有200多名工人进行设备调试，8月底实现试生产。同时公司启动优嘉四期项目，计划投资一批重大项目，包括8,510吨/年杀虫剂、6,000吨/年除草剂、6,000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂项目，主要产品包括联苯菊酯，高效氯氟氰菊酯，氟啶胺，苯醚甲环唑与丙环唑等成长性较好的品种。项目总投资为23.3亿元，项目建设期两年。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%。项目承接性好，为公司未来发展注入新动力。优嘉项目成为世界级原药生产基地，先正达辅助品类优选，持续提升利润回报。

3. 制剂业务持续发力，新增产能大幅增长

E-MAIL：hesl@tpyzq.com
执业资格证书编码：

公司通过采用线上线下联动，带动国内植保市场销售上半年增长 18%。根据中国中化集团战略布署，扬农股份、沈阳科创等企业农药制剂产品未来将主要集中在沈阳化工公司生产。沈阳化工拟投资 1 亿元建设年产 5000 吨植物营养剂、24000 吨农药制剂技术改造项目。沈阳化工公司各类农药制剂产品批复生产能力为 19450t/a，其中约 15190 吨/年产品处于停产状态，在产产品 4260 吨/年。企业拟将停产的 15190 吨/年农药制剂产品调整为 5000 吨/年植物营养剂及 24000 吨/年农药制剂产品，全厂农药制剂产品产能可达 33260 吨/年。新增产品产能包括：2350 吨/年的 5%高效氯氟氰菊酯、2100 吨/年的 10%四氯虫酰胺、3000 吨/年的 30%乙唑螨腈、1000 吨/年的 30%噻虫嗪等。去除原有产品的产能包括：6000t 吨/年的 41%草甘膦、5000 吨/年的 50%阿特拉津等。

4. 内外整合，扩大协同效应，值得期待

2019 年在并购整合上，公司完成对中化作物、农研公司股权的收购，提升了研产销一体化水平，进一步提高了公司影响力和竞争力。子公司优嘉植保开展了对宝叶化工的收购，拓展了发展空间，对承载更多后续项目将发挥重要作用。中长期看，先正达集团成立，新扬农成为中化农业板块重要成员，有利于依托新平台赢得更多的发展机遇。技术加速协同，研发体系分工明确。公司利用扬州研发中心和农研公司各自优势，开创联合攻关机制，围绕创制原药、仿制原药和制剂新品开发等方面持续加快自主创新步伐。

5. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 13.03 亿元、15.28 亿元、17.52 亿元，对应 EPS 4.20 元、4.93 元、5.65 元，PE 22.4X、19.1X、16.7X。**考虑公司为优质农药龙头，优嘉三期、四期项目注入新动能，中化农业板块协同效应值得期待，维持“买入”评级。**

风险提示：需求下滑，产品价格大幅波动、项目进展不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,701	9,711	11,381	13,122
(+/-%)	1.38%	11.6%	17.2%	15.3%
净利润(百万元)	1,170	1,303	1,528	1,752
(+/-%)	19.4%	11.4%	17.3%	14.6%
摊薄每股收益(元)	3.77	4.20	4.93	5.65
市盈率(PE)	20.3	22.4	19.1	16.7

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	2,331	2,430	2,529	2,628
应收票据	311	311	311	311
应收账款	1,335	1,489	1,745	2,013
预付账款	217	241	283	326
存货	1,632	1,816	2,129	2,454
其他流动资产	287	287	287	287
流动资产合计	6,112	6,575	7,284	8,019
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,120	1,816	1,581	1,403
在建工程	332	365	401	441
无形资产	440	440	440	440
其他非流动资产	565	565	565	565
非流动资产合计	3,456	3,186	2,988	2,849
资产合计	**9,568**	**9,761**	**10,272**	**10,868**
短期借款	1,339	1,379	1,420	1,463
应付票据	1,097	1,097	1,097	1,097
应付账款	1,326	1,476	1,730	1,995
预收款项	252	281	330	380
其他应付款	157	157	157	157
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	295	295	295	295
流动负债合计	4,466	4,685	5,029	5,387
长期借款	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	111	111	111	111
非流动负债合计	114	115	115	115
负债合计	**4,580**	**4,800**	**5,143**	**5,501**
归属母公司所有者权益	5,054	6,357	7,885	9,637
少数股东权益	3	6	10	15
所有者权益合计	5,057	6,364	7,896	9,652
负债和股东权益	**9,637**	**11,163**	**13,039**	**15,153**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	2,012	1,504	1,543	1,717
现金收益	1,510	1,689	1,851	2,038
存货影响	-1,180	-185	-312	-326
经营性应收影响	-613	-179	-298	-310
经营性应付影响	822	179	302	315
其他影响	1,472	0	0	0
投资活动现金流	-1,148	-84	-97	-112
资本支出	-998	-135	-148	-163
股权投资	50	50	50	50
其他长期资产变化	-200	1	1	1
融资活动现金流	120	11	19	12
借款增加	1,014	40	41	43
财务费用	-20	-29	-23	-31
股东融资	-944	0	0	0
其他长期负债变化	71	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	8,701	9,711	11,381	13,122
营业成本	6,194	6,895	8,081	9,317
营业税金及附加	23	25	30	34
销售费用	301	336	393	453
管理费用	507	563	660	762
研发费用	320	357	418	482
财务费用	20	29	23	31
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	50	50	50	50
营业利润	1,399	1,557	1,827	2,094
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	1,398	1,557	1,827	2,094
所得税	226	251	295	338
净利润	1,173	1,306	1,532	1,756
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	1,170	1,303	1,528	1,751
NOPLAT	1,138	1,288	1,509	1,739
EPS（摊薄）	3.77	4.20	4.93	5.65

主要财务比率				
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
成长能力				
营业收入增长率	64.5%	11.6%	17.2%	15.3%
EBIT增长率	28.0%	13.2%	17.2%	15.3%
归母公司净利润增长率	30.6%	11.4%	17.3%	14.6%
获利能力				
毛利率	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
净利率	13.5%	13.5%	13.5%	13.4%
ROE	23.1%	20.5%	19.4%	18.2%
ROIC	18.6%	21.1%	24.1%	26.7%
偿债能力				
资产负债率	47.5%	43.0%	39.4%	36.3%
债务权益比	28.7%	23.5%	19.4%	16.3%
流动比率	136.9%	140.3%	144.8%	148.9%
速动比率	100.3%	101.6%	102.5%	103.3%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	55	55	55	55
应付账款周转天数	77	77	77	77
存货周转天数	95	95	95	95
每股指标（元）				
每股收益	3.77	4.20	4.93	5.65
每股经营现金流	6.49	4.85	4.98	5.54
每股净资产	16.31	20.51	25.45	31.10
估值比率				
P/E	25.0	22.4	19.1	16.7
P/B	5.8	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA	17.7	15.8	14.3	12.9

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。