2020 年 08 月 24 日
证券研究报告•2020 年中报点评
扬农化工（600486）化工

买入（维持）
当前价：94.20 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中化作物业绩大幅增长，公司扣非利润超预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 59.2 亿元，同比增加 12.5%；归母净利润 8.3 亿元，同比下降 2.8%，实现扣非净利润 8.2 亿元，同比增长 38.9%。
- **优嘉、优士公司业绩符合预期，中化作物业绩大幅增长：**公司二季度实现收入 27.6 亿元，同比增长 9.7%，环比下滑 12.6%；二季度实现归母净利润 3.8 亿元，同比降低 5.9%，环比下滑 14.6%，单季度毛利率为 26.2%，环比小幅下降 1.3 个百分点。上半年公司中化作物实现净利润 3.0 亿元，大幅超过去年全年业绩，是公司上半年扣非净利润大幅增长的最重要原因。同时全资子公司优士化学、优嘉公司分别收入 12.9 亿元与 12.6 亿元，同比增加 7.1%与 14.8%；净利润分别为 3.1 亿元与 2.4 亿元，同比下滑 12.7%与 0.3%。2020 年上半年，公司杀虫剂业务营业收入 17.5 亿元，同比分别下降 3.3%，除草剂业务收入 13.1 亿元，同比增长 104.1%。杀虫剂业务的产销量虽然分别增加 20.1%与 23.5%，但受到新冠疫情影响需求、农产品价格大幅波动、经济作物滞销严重等多重因素的挑战，产品平均单价下滑 18.2%致使营收同比下降，其中功夫菊酯上半年原药市场平均价格同比下降 38.6%至 21.5 万元；报告期内，虽然除草剂单价同比下跌 6.8%，但销量同比增速为 34.6%，销量增量主要由中化作物子公司沈阳科创与南通科技贡献，因此公司除草剂业务收入大幅增长。
- **优嘉三到五期项目进一步巩固菊酯核心护城河，同时实现产品种类的扩张：**公司正在进行的优嘉三期项目包括两个部分，一是搬迁优士化学除草甘膦外的项目，我们预计 2021 年将完成；二是建设 2000 吨丙环唑，1000 吨苯醚甲环唑，300 吨苯磺隆，200 吨氟啶脲等产品线，预计今年三季度投产，优嘉三期将成为公司未来两年最重要的业绩增长点。未来优嘉四期将新建 3800 吨的联苯菊酯，同时公司今年 4 月 28 日披露优嘉五期将计划投资 23.3 亿元，投资建设 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目，未来公司将通过优嘉三至五期项目进一步扩大菊酯类农药产能优势，同时布局其他杀虫、杀菌剂品种，实现产品品类扩张的同时，提高了公司盈利能力。
- **完成中化集团内部农化资产整合，未来有望受益于两化整合：**公司成功收购中化作物与沈阳农研院 100%股权，构建“研-产-销”一体化生态，公司将通过整合农研院的研发资源与中化作物的销售渠道，构筑多元化驱动力，迈出国际型农药企业转型的重要一步。2020 年年初，先正达集团获得扬农集团 39.9%股份、安道麦 74.0%股份、荃银高科第一大股份中化现代农业 100%股份、港股中化化肥 52.7%股份、先正达股份公司 100%股份的划转，获得中国化工和中化集团的农业产业资源，公司未来将成为“中化+中国化工”体系内农药业务和管理的一体化平台，同时将加大与集团内先正达、安道麦等国际农药巨头的合作，提高公司拓展海外市场、比肩全球农化巨头的竞争实力。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 4.33 元、5.11 元、5.83 元，对应 PE 分别为 22X、18X 和 16X，维持“买入”的评级。
- **风险提示：**菊酯价格大幅下滑的风险；新项目投产不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8701.47	9499.27	10419.18	11404.73
增长率	64.47%	9.17%	9.68%	9.46%
归属母公司净利润（百万元）	1169.77	1342.74	1583.88	1805.75
增长率	30.65%	14.79%	17.96%	14.01%
每股收益 EPS（元）	3.77	4.33	5.11	5.83
净资产收益率 ROE	23.19%	22.24%	21.54%	20.42%
PE	25	22	18	16
PB	5.78	4.83	3.97	3.30

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

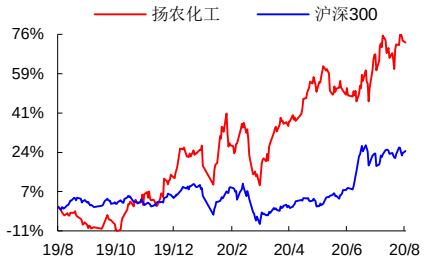
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.10
流通 A 股(亿股)	3.10
52 周内股价区间(元)	48.85-96.15
总市值(亿元)	291.92
总资产(亿元)	113.04
每股净资产(元)	18.00

相关研究

1. 扬农化工（600486）产品分析与梳理：综合性农药龙头，前景看好 (2020-05-28)
2. 扬农化工（600486）：并购整合、项目建设、技术创新助推公司成长 (2020-04-28)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8701.47	9499.27	10419.18	11404.73
营业成本	6194.26	6772.53	7282.39	7898.16
营业税金及附加	22.74	28.50	31.26	34.21
销售费用	300.63	258.73	309.18	329.16
管理费用	507.14	864.43	948.15	1037.83
财务费用	20.23	15.23	-3.16	-7.25
资产减值损失	-10.49	0.00	0.00	0.00
投资收益	50.00	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	1.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1398.83	1589.85	1881.36	2142.62
其他非经营损益	-0.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	1398.40	1589.85	1881.36	2142.62
所得税	225.56	243.59	293.33	332.13
净利润	1172.84	1346.26	1588.03	1810.48
少数股东损益	3.07	3.52	4.15	4.74
归属母公司股东净利润	1169.77	1342.74	1583.88	1805.75

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1172.84	1346.26	1588.03	1810.48
折旧与摊销	378.91	314.94	483.38	643.05
财务费用	20.23	15.23	-3.16	-7.25
资产减值损失	-10.49	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-206.35	1367.53	-280.70	55.97
其他	15.02	-57.14	-30.00	-30.00
经营活动现金流净额	1370.15	2986.82	1757.56	2472.25
资本支出	-407.09	-500.00	-500.00	-500.00
其他	1538.35	30.00	30.00	30.00
投资活动现金流净额	1131.26	-470.00	-470.00	-470.00
短期借款	1013.55	-988.84	20.00	30.00
长期借款	3.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-77.85	0.00	0.00	0.00
支付股利	-269.61	-233.95	-268.55	-316.78
其他	-2625.83	-132.63	3.16	7.25
筹资活动现金流净额	-1956.75	-1355.43	-245.39	-279.53
现金流量净额	547.03	1161.39	1042.17	1722.72

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2331.01	3492.40	4534.57	6257.29
应收和预付款项	1901.61	2618.04	2866.89	3135.37
存货	1631.84	947.45	1018.84	1105.04
其他流动资产	276.80	270.31	296.48	324.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2396.52	2602.33	2767.71	2901.42
无形资产和开发支出	441.12	424.65	408.17	391.69
其他非流动资产	658.58	910.30	1034.02	773.73
资产总计	9637.48	11265.47	12926.67	14889.08
短期借款	1338.84	350.00	370.00	400.00
应付和预收款项	2967.68	4574.80	4883.41	5306.28
长期借款	3.00	3.00	3.00	3.00
其他负债	270.63	285.44	298.54	314.37
负债合计	4580.15	5213.24	5554.95	6023.65
股本	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	737.52	737.52	737.52	737.52
留存收益	3889.56	4998.34	6313.67	7802.64
归属母公司股东权益	5054.37	6045.75	7361.09	8850.06
少数股东权益	2.96	6.48	10.64	15.37
股东权益合计	5057.34	6052.24	7371.72	8865.43
负债和股东权益合计	9637.48	11265.47	12926.67	14889.08

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	64.47%	9.17%	9.68%	9.46%
营业利润增长率	25.33%	13.66%	18.34%	13.89%
净利润增长率	24.86%	14.79%	17.96%	14.01%
EBITDA 增长率	32.50%	6.79%	23.00%	17.65%
获利能力				
毛利率	28.81%	28.70%	30.11%	30.75%
三费率	9.52%	11.98%	12.04%	11.92%
净利率	13.48%	14.17%	15.24%	15.87%
ROE	23.19%	22.24%	21.54%	20.42%
ROA	12.17%	11.95%	12.28%	12.16%
ROIC	31.67%	36.22%	45.59%	47.25%
EBITDA/销售收入	20.66%	20.21%	22.67%	24.36%
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.91	0.86	0.82
固定资产周转率	4.24	4.02	3.88	4.02
应收账款周转率	8.08	5.71	4.98	4.98
存货周转率	5.87	5.19	7.40	7.43
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.29%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	47.52%	46.28%	42.97%	40.46%
带息债务/总负债	29.30%	6.77%	6.71%	6.69%
流动比率	1.38	1.44	1.60	1.83
速动比率	1.01	1.25	1.41	1.64
股利支付率	23.05%	17.42%	16.96%	17.54%
每股指标				
每股收益	3.77	4.33	5.11	5.83
每股净资产	16.31	19.51	23.75	28.56
每股经营现金	4.42	9.64	5.67	7.98
每股股利	0.87	0.75	0.87	1.02

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1797.96	1920.03	2361.58	2778.42
PE	24.96	21.74	18.43	16.17
PB	5.78	4.83	3.97	3.30
PS	3.35	3.07	2.80	2.56
EV/EBITDA	15.32	13.23	10.32	8.17
股息率	0.92%	0.80%	0.92%	1.09%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn