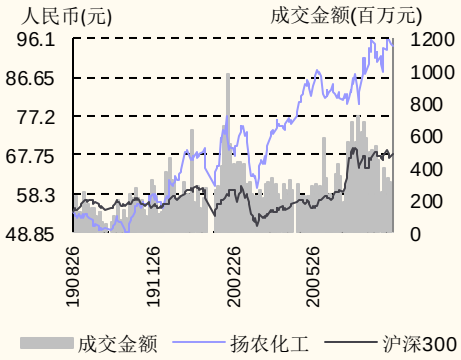
扬农化工 (600486.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：94.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.10
已上市流通 A 股(亿股)	3.10
总市值(亿元)	291.92
年内股价最高最低(元)	96.15/87.49
沪深 300 指数	4756
上证指数	3386



相关报告

1.《业绩符合预期，重大资本开支开启新成长-【国金基化】扬农化工点...》，2020.4.29

2.《两化农化资产整合，扬农化工充分受益-【国金基化】扬农化工点评...》，2020.1.7

3.《麦草畏迎来边际改善，优嘉项目打开成长空间-【国金基化】扬农化...》，2019.12.11

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号：S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

yangyiying@gjzq.com.cn

业绩符合预期，优嘉项目进展顺利

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,291	8,701	10,022	11,433	12,574
营业收入增长率	19.21%	64.47%	15.17%	14.08%	9.98%
归母净利润(百万元)	895	1,170	1,305	1,570	1,826
归母净利润增长率	55.73%	30.65%	11.52%	20.35%	16.31%
摊薄每股收益(元)	2.889	3.775	4.210	5.066	5.892
每股经营性现金流净额	4.26	4.43	5.10	6.53	8.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.35%	23.14%	22.87%	23.62%	23.58%
P/E	13.03	18.18	22.38	18.59	15.99
P/B	2.52	4.21	5.12	4.39	3.77

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年 8 月 24 日，公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 59.17 亿元，同比增长 12.45%；实现归母净利润 8.16 亿元，同比下降 2.78%。业绩符合预期。

经营分析

- 2020 年上半年，公司实现营业收入 59.17 亿元，同比增长 12.45%；毛利率 26.84%，同比下降 2.52 个百分点。销售费用 1.40 亿元，同比下降 0.9%；管理费用 2.48 亿，同比增加 7.58%；财务费用-0.07 亿元，同比减少 126.77%，主要系汇兑损益变动；研发费用 1.49 亿元，同比增加 6.93%。报告期内，中化作物实现营业收入 31.4 亿，净利润 2.98 亿，我们认为，主要系沈阳科创整体车间产能利用率提升所致，从在建工程来看，目前沈阳科创多个车间有技改计划，我们预计随着技改的完成，沈阳科创的收入和利润仍有进一步提升的空间。
- **公司产品均价有所下滑，但销量保持平稳。**从销售均价看，杀虫剂销售均价 18.07 万元/吨，同比下滑 18.18%；除草剂销售均价 4.67 万元/吨，同比下滑 6.84%。从产销情况看，杀虫剂产量 9408.69 吨，销量 9701.75 吨，产销率 103.11%；除草剂产量 2.73 万吨，销量 2.80 万吨，产销率 102.56%。
- **新项目落地持续落地，打开成长空间。**根据 2020 年中报，优嘉三期项目目前已经持续投入 13.1 亿元，累计投入占预算比列 70.56%，从建设进度来看，目前优嘉三期建设进度 80%，进展顺利。此外，公司乙唑螨腈项目建设进度 99%，氟环唑项目建设进度 85%。我们认为，公司优嘉三期完全达产后，公司菊酯龙头地位将进一步巩固。中长期来看，公司优嘉四期计划总投资 23.3 亿元建设 8510 吨杀虫剂、6000 吨除草剂、6000 吨杀菌剂和 500 吨增效剂项目，预计项目达产后将持续贡献业绩增长。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.05 亿、15.7 亿和 18.26 亿，EPS 分别为 4.2、5.1 和 5.9 元，当前市值对应 PE 为 22.4/18.6/16，维持“买入”评级。

风险提示

- 优嘉项目建设进度不及预期；菊酯产品价格下跌；农药需求下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,438**	**5,291**	**8,701**	**10,022**	**11,433**	**12,574**
增长率		19.2%	64.5%	15.2%	14.1%	10.0%
主营业务成本	-3,220	-3,723	-6,194	-7,137	-8,080	-8,785
%销售收入	72.5%	70.4%	71.2%	71.2%	70.7%	69.9%
毛利	1,218	1,568	2,507	2,885	3,353	3,789
%销售收入	27.5%	29.6%	28.8%	28.8%	29.3%	30.1%
营业税金及附加	-16	-17	-23	-26	-30	-33
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-56	-67	-301	-346	-394	-434
%销售收入	1.3%	1.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-378	-185	-507	-584	-629	-679
%销售收入	8.5%	3.5%	5.8%	5.8%	5.5%	5.4%
研发费用	0	-239	-320	-371	-434	-503
%销售收入	0.0%	4.5%	3.7%	3.7%	3.8%	4.0%
息税前利润（EBIT）	768	1,060	1,357	1,558	1,866	2,141
%销售收入	17.3%	20.0%	15.6%	15.5%	16.3%	17.0%
财务费用	-78	54	-20	-36	-42	-35
%销售收入	1.8%	-1.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-67	-35	-10	-47	-30	-8
公允价值变动收益	0	-31	1	0	0	0
投资收益	75	55	50	54	40	40
%税前利润	10.8%	5.0%	3.6%	3.5%	2.2%	1.9%
营业利润	709	1,116	1,399	1,552	1,857	2,160
营业利润率	16.0%	21.1%	16.1%	15.5%	16.2%	17.2%
营业外收支	-11	-28	0	1	1	1
税前利润	697	1,089	1,398	1,553	1,858	2,161
利润率	15.7%	20.6%	16.1%	15.5%	16.3%	17.2%
所得税	-92	-149	-226	-248	-288	-335
所得税率	13.2%	13.7%	16.1%	16.0%	15.5%	15.5%
净利润	605	939	1,173	1,305	1,570	1,826
少数股东损益	31	44	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	**575**	**895**	**1,170**	**1,305**	**1,570**	**1,826**
净利率	13.0%	16.9%	13.4%	13.0%	13.7%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	605	939	1,173	1,305	1,570	1,826
少数股东损益	31	44	3	0	0	0
非现金支出	306	330	389	438	503	562
非经营收益	-69	20	25	130	54	53
营运资金变动	296	31	-213	-292	-103	70
经营活动现金净流	**1,139**	**1,320**	**1,374**	**1,580**	**2,024**	**2,511**
资本开支	-657	-605	-779	-827	-1,251	-1,251
投资	-20	-259	1,490	0	0	0
其他	73	60	421	54	40	40
投资活动现金净流	**-605**	**-804**	**1,131**	**-773**	**-1,211**	**-1,211**
股权募资	20	0	0	0	0	0
债权募资	86	-88	406	96	228	-226
其他	-178	-173	-2,361	-738	-723	-825
筹资活动现金净流	**-72**	**-261**	**-1,954**	**-641**	**-494**	**-1,051**
现金净流量	**462**	**255**	**551**	**165**	**318**	**250**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,194	1,446	2,331	2,496	2,815	3,064
应收款项	1,363	1,123	1,711	1,621	1,846	2,026
存货	437	452	1,632	1,686	1,933	1,984
其他流动资产	1,121	1,781	468	772	799	818
流动资产	4,115	4,803	6,141	6,575	7,392	7,893
%总资产	58.1%	64.6%	63.7%	63.4%	61.7%	59.9%
长期投资	604	0	40	40	40	40
固定资产	2,089	2,072	2,451	3,267	4,002	4,657
%总资产	29.5%	27.9%	25.4%	31.5%	33.4%	35.4%
无形资产	171	203	450	493	537	580
非流动资产	2,969	2,636	3,496	3,800	4,579	5,276
%总资产	41.9%	35.4%	36.3%	36.6%	38.3%	40.1%
资产总计	**7,084**	**7,439**	**9,637**	**10,375**	**11,971**	**13,169**
短期借款	417	328	1,339	1,354	1,459	1,109
应付款项	2,381	2,011	2,835	2,831	3,207	3,491
其他流动负债	207	231	292	353	401	446
流动负债	3,005	2,570	4,466	4,537	5,067	5,047
长期贷款	0	0	3	126	249	373
其他长期负债	26	40	111	4	4	4
负债	**3,031**	**2,610**	**4,580**	**4,667**	**5,321**	**5,423**
普通股股东权益	**3,896**	**4,628**	**5,054**	**5,705**	**6,647**	**7,743**
其中：股本	310	310	310	310	310	310
未分配利润	2,423	3,138	3,572	4,355	5,297	6,392
少数股东权益	156	200	3	3	3	3
负债股东权益合计	**7,084**	**7,439**	**9,637**	**10,375**	**11,971**	**13,169**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.855	2.889	3.775	4.210	5.066	5.892
每股净资产	12.573	14.935	16.310	18.410	21.450	24.985
每股经营现金净流	3.674	4.260	4.435	5.099	6.530	8.103
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.684	2.026	2.357
回报率						
净资产收益率	14.76%	19.35%	23.14%	22.87%	23.62%	23.58%
总资产收益率	8.12%	12.04%	12.14%	12.57%	13.11%	13.87%
投入资本收益率	14.93%	17.67%	17.69%	18.21%	18.86%	19.60%
增长率						
主营业务收入增长率	51.53%	19.21%	64.47%	15.17%	14.08%	9.98%
EBIT增长率	86.71%	37.96%	28.00%	14.83%	19.74%	14.73%
净利润增长率	30.89%	55.73%	30.65%	11.52%	20.35%	16.31%
总资产增长率	24.26%	5.01%	29.56%	7.66%	15.38%	10.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.3	56.7	45.2	45.2	45.2	45.2
存货周转天数	45.9	43.6	61.4	88.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	135.3	117.0	70.4	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	166.7	136.8	88.9	81.4	72.5	64.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.16%	-23.15%	-19.62%	-17.86%	-16.68%	-20.47%
EBIT利息保障倍数	9.8	-19.6	67.1	43.2	44.9	60.5
资产负债率	42.79%	35.09%	47.52%	44.98%	44.45%	41.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-11	买入	57.90	66.30～66.30
2	2020-01-07	买入	66.77	84.96～84.96
3	2020-04-29	买入	75.66	N/A

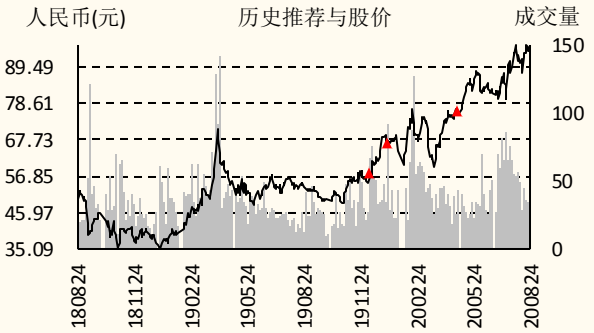
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH