

# 扬农化工(600486):“第五次腾飞”蓄势待发

2020年05月13日

强烈推荐/维持

扬农化工

公司报告

扬农化工是化工行业乃至整个A股市场中都十分稀缺的优质成长标的。截止目前,扬农化工已经为原始股东创造了超百倍的回报率。那么眼下的扬农化工的投资价值如何?通过对扬农化工所在农化行业的发展大势以及公司本身所处的阶段的深入分析,我们认为公司目前正处于崭新的历史性投资机遇期。

纵向看,四次成功的腾飞,使得扬农化工从一个普通的农药车间,成长为我国本土农药企业的当之无愧的“一哥”。这四次腾飞的本质,分别是以“工艺技术”、“规模效应”、“品类扩张”、“绿色先进”为核心,破解了各自时代大背景下的农化行业内的主要矛盾。上市之后的三次腾飞,公司的利润分别增长299%、106%、100%。

眼下,我们认为扬农化工正处于“第五次腾飞”的初期,这次腾飞的本质将会是“纵向一体化”,即使得扬农化工从目前一个聚焦农药原药生产的制造型公司,转变为雏形初具的研发、生产、销售一体化综合性农化巨头。

如东基地优嘉三、四、五期的项目建设是扬农化工实现第五次腾飞的具体支撑。扬农化工目前处于史无前例的资本开支阶段,2020年1季度末,扬农化工在建工程达到11.19亿元,其中主要是优嘉三期项目。后续还有四期、五期项目将陆续建设。我们预计未来扬农化工整体营收和利润规模有望分别达到143亿元、23亿元,与19年水平分别增长64%、96%。

横向看,2020年1月“先正达集团”的成立,为破解我国农化行业“大而不强”的被动局面提供了难得契机。与先正达股份共同隶属于“先正达集团”的扬农化工,预计将从原药生产、创制农药研发、销售渠道等众多环节显著受益,与先正达“一外一内”,共同引领我国农化产业的全面崛起。

**公司盈利预测及投资评级:**我们预计公司2020~2022年净利润分别为13.56、15.97和18.48亿元,对应EPS分别为4.38、5.15和5.96元。当前股价对应2020~2022年P/E值分别为19、16和14倍,维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:**产品价格大幅下滑;新产能投放不及预期;中化资产内部整合不及预期;市场竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,291	8,701	9,758	11,216	12,882
增长率(%)	19.21%	64.47%	12.14%	14.94%	14.86%
归母净利润(百万元)	895	1,170	1,356	1,597	1,848
增长率(%)	55.72%	30.65%	15.95%	17.78%	15.70%
净资产收益率(%)	19.35%	23.14%	21.84%	21.09%	20.21%
每股收益(元)	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
PE	28	22	19	16	14
PB	5.50	5.04	4.10	3.36	2.78

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

扬农化工现已形成以菊酯为核心,农药为主导,精细化学品为补充的多元化产品格局,4个产品填补国际空白,30多个产品填补国内空白。

公司是国家重点高新技术企业,是中国拟除虫菊酯类农药生产基地,全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药,现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

## 未来3-6个月重大事项提示:

2020-05-22 股东大会召开

## 交易数据

52周股价区间(元)	82.13-48.32
总市值(亿元)	254.52
流通市值(亿元)	254.52
总股本/流通A股(万股)	30,990/30,990
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.02

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师:罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

## 分析师:刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

## 目 录

1. 前言.....	4
2. 纵看成峰：扬农化工正处于“第五次腾飞”的爆发初前期.....	4
2.1 涅槃重生：“一次腾飞”的核心是“工艺技术”，公司技术攻关打破国外巨头垄断.....	6
2.2 登堂入室：“二次腾飞”的核心是“规模效应”，扩展农用菊酯铸成全球细分龙头.....	7
2.3 脱胎换骨：“三次腾飞”的核心是“品类扩张”，进军草甘膦突破菊酯行业天花板.....	9
2.4 激流勇进：“四次腾飞”的核心是“绿色先进”，如东新基地打开广阔空间.....	11
2.5 舍我其谁：“五次腾飞”的核心是“纵向一体化”，预计公司将实现产业链地位跃升.....	13
2.5.1 收购农研公司补齐农药创制环节短板.....	16
2.5.2 生产能力加压群雄，跑马圈地宏图大展.....	18
2.5.3 收购中化作物助力公司制剂销售实现跨越式发展.....	20
3. 横看成岭：“先正达集团”的成立进一步增强了公司“五次腾飞”成功的确定性.....	21
4. 大处着眼、小处入手：史无前例资本开支下的历史性投资机遇.....	23
5. 盈利预测.....	25
6. 风险提示.....	26
相关报告汇总.....	28

## 插图目录

图 1：扬农化工业绩增量测算.....	4
图 2：扬农化工 30 年发展历程.....	4
图 3：全球杀虫剂市场份额.....	6
图 4：拟除虫菊酯产业链.....	7
图 9：拟除虫菊酯类杀虫剂仍将保持全球第二大杀虫剂的地位.....	8
图 10：草甘膦等品类的扩张拓展了公司产品的市场空间.....	9
图 11：过去 10 年我国草甘膦产量变化.....	10
图 12：全球麦草畏销售额变化.....	11
图 13：我国农药销售额保持增长的同时，农药使用量持续下滑、农药原药产量自 2016 年以来大幅下滑.....	11
图 18：2016 年以来扬农化工环保投入不断升级.....	13
图 19：扬农化工 30 年来一步步成长为产业链一体化的国内农药巨头.....	14
图 20：农药产业链附加值微笑曲线.....	14
图 21：扬农化工 2019 年重大资产重组标的.....	15
图 22：扬农化工“一院四中心”的新组织架构.....	15
图 23：扬农化工近 5 年获得专利情况.....	16
图 24：农研公司具有国家级资质.....	17
图 25：农研公司已实现产业化的农药品种.....	17
图 26：沈阳科创主要农药原药产品产能.....	17
图 27：国内农药上市公司 ROE 对比.....	18
图 28：国内农药上市公司 ROIC 对比.....	19

图 29：国内农药上市公司人均创收对比 .....	19
图 30：国内农药上市公司人均创利对比 .....	19
图 31：扬农化工各子公司现有土地面积 .....	20
图 32：中化作物国内外销售渠道丰富 .....	21
图 33：扬农集团和扬农化工的主要农药原药产品 .....	21
图 34：“先正达集团”旗下主要资产 .....	22
图 35：全球农药行业格局从“二极”走向“三极” .....	22
图 36：优嘉植保子公司三、四、五期项目达产后预计合计贡献营收 56 亿元、净利润 11 亿元 .....	23
图 37：优嘉植保子公司在建及计划建设项目的投资额及预期盈利情况 .....	24
图 38：扬农化工各子公司现有产能及未来规划 .....	24
图 39：扬农化工 P/E 和 P/B band .....	25

## 1. 前言

扬农化工是化工行业乃至整个 A 股市场中都十分稀缺的优质成长标的。截止目前，扬农化工已经为原始股东创造了超百倍的回报率。那么眼下的扬农化工的投资价值如何？通过对扬农化工所在农化行业的发展大势以及公司本身所处的阶段的深入分析，我们认为公司目前正处于崭新的历史性投资机遇期，中短期主要看资本开支进度，中长期主要看行业发展大势。

## 2. 纵看成峰：扬农化工正处于“第五次腾飞”的爆发初前期

纵观扬农化工成立以来的发展历程，我们认为公司目前处于“第五次腾飞”的初期，而我们认为“第五次腾飞”也将是公司历史上最令人期待的一次飞跃。落实到财务表现上，随着优嘉子公司三、四、五期项目的陆续建设、投产和达产，我们预计扬农化工整体营收和利润规模有望分别达到 143 亿元、23 亿元，与 19 年水平分别增长 64%、96%。

图 1：扬农化工业绩增量测算

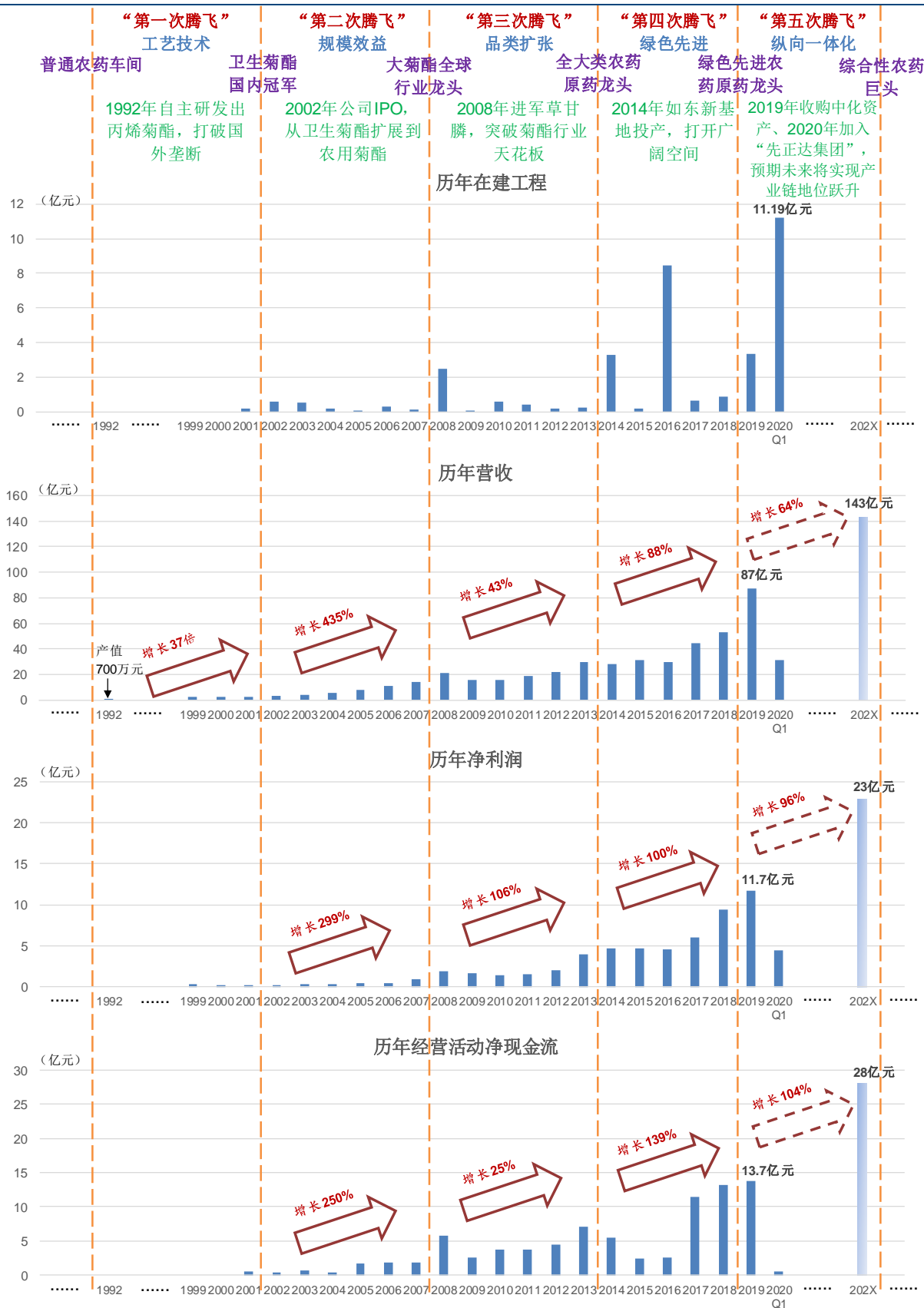
优嘉植保子公司 项目建设	公告日期	项目进度	计划投资额 (亿元)	达产后预期盈利情况	
				年均营业收入 (亿元)	预计净利润 (按照 20%净利率测算) (亿元)
三期项目	2017-4-14	预计 2020 年 Q3 投产	20.22	15.41	3.08
四期项目	2018-10-13	预计 2020 年下半年 开始建设	4.30	10.23	2.05
五期项目	2020-4-28	尚处规划阶段	23.30	30.45	6.09
优嘉三、四、五期项目合计			<b>47.82</b>	<b>56.09</b>	<b>11.22</b>
2019 年扬农化工业绩				营收 87.01 亿元	净利润 11.73 亿元
优嘉三、四、五期项目达产后，扬农化工合计业绩				营收 143.10 亿元	净利润 22.95 亿元
业绩增速				64%	96%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

鉴史知今，正是因为扬农化工具有异想天开而又脚踏实地的企业基因，并抓住了大时代背景下行业内的主要矛盾，才在“成功”到“更成功”的过程中，为公司股东创造了十分丰厚的回报。扬农化工成立于 1999 年 12 月，由江苏扬农集团作为主要发起人，联合其他六家企业共同发起设立，其中，控股股东投入资产 8048 万元，目前已经实现资产增值超百倍，其中仅现金分红就收回 4.44 亿元，并且公司仍在不断创造更大的价值。30 年来，扬农化工从当初一个亏损的小车间崛起，最终成为我国农药产业当之无愧的“一哥”，其成长壮大也绝非一帆风顺。但每次扬农化工都能够迎难而上，在困境之中成长并愈发强大，并通过“一次腾飞”、“二次腾飞”、“三次腾飞”和“四次腾飞”，公司的营收和利润体量一飞一台阶。

下面我们首先通过分析前四次腾飞的时代背景、行业状况以及公司作为，来洞察扬农化工的企业基因以及能够持续创造价值的内在因素，并以此为基础，说明我们为什么认为扬农化工正处于“五次腾飞”之初，以及为什么这次腾飞会带来扬农化工的历史性投资机遇。

图 2：扬农化工 30 年发展历程



资料来源：公司公告，新闻报道，东兴证券研究所

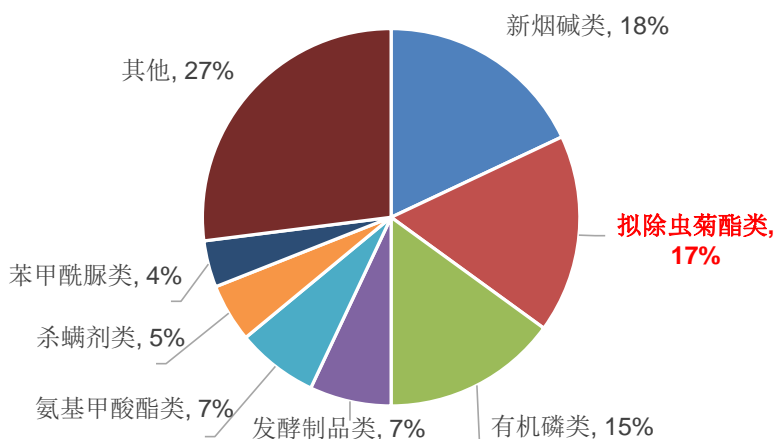
## 2.1 涅槃重生：“一次腾飞”的核心是“工艺技术”，公司技术攻关打破国外巨头垄断

1992年“第一次腾飞”使得扬农化工的前身扬农菊酯车间涅槃再生，“一次腾飞”的本质是公司通过聚焦技术，成功将技术突破转化为生产力上的突破。放在宏观社会背景下，这是具有企业家精神的管理层带领公司践行“科学技术是第一生产力”，把握住了农药生产端技术水平无法满足旺盛的市场需求这一时代核心矛盾，从而破茧成蝶的时代缩影。通过“一次腾飞”，公司从一个产值仅有700万元的生产车间起步，最终成长为2002年时营收达3亿元、利润达2400万元的上市公司，发生了涅槃重生的变化。

我们认为，作为扬农化工前身的扬农菊酯车间，能够在1992年破釜沉舟地主动放弃产业保护政策，选择集中力量攻克技术难关，从而一举成为真正具有市场竞争力的菊酯企业，这便是扬农化工的“一次腾飞”，也是公司质变的开始。在这个阶段，下游需求是旺盛的、行业供应是短缺的，技术壁垒是制约企业发展的主要障碍。公司在这个阶段，通过技术攻关，极大地释放出了公司的潜力，实现了“一次腾飞”，并创造了高额的价值回报。

菊酯是科学家受菊花周围往往会有一些死虫这一现象启发，在实验室中合成的具有杀虫效果的一类化合物，因此，这类化合物便得名为“拟除虫菊酯”。国外巨头从20世纪40年代开始，陆续在菊酯系列的多个产品上实现了工业化。由于拟除虫菊酯的仿生特性，其具有高效低毒、安全友好、环境相容性好等显著优点，成为全球范围内重要的农药和卫生用药品种。目前拟除虫菊酯类杀虫剂已成为全球第二大杀虫剂。

图 3：全球杀虫剂市场份额

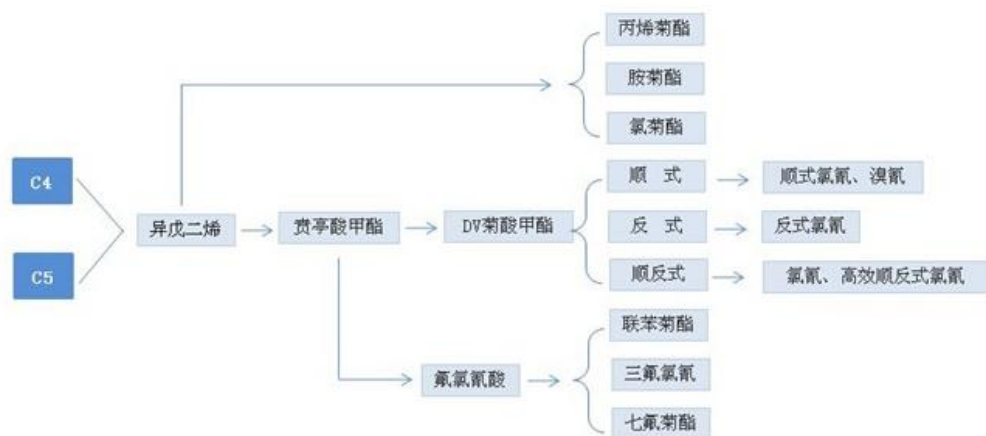


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

面对菊酯巨大的市场，扬农化工成为中国农药企业中首个“敢吃螃蟹的人”，从20世纪70年代便探索生产，但是在生产技术与国外相比有三十年以上的差距，集中体现为产品中的菊酯含量低。这种差异的直接原因在于菊酯化学结构十分复杂，工艺门槛较高，先进生产技术被国外巨头牢牢掌握并严密封锁，但更深层次的原因却还有产业保护政策下的企业内生动力不足。考虑到菊酯产业的重要意义和广阔空间，政府为了扶持扬农化工的菊酯项目，出台了搭配销售的保护政策，即“进口一吨国外菊酯，要搭配三吨扬农产品”。眼见到了1990年，扬农化工的菊酯产品依然没有取得本质突破，扬农化工管理层决定置之死地而后生，进行“一次腾飞”。



图 4：拟除虫菊酯产业链



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1992 年公司主动放弃了国家搭配销售扬农菊酯的保护政策，自绝后路，建设菊酯产品实验室，集中力量进行技术攻关。到了第二年，扬农化工就成功推出第一个自主研发的产品丙烯菊酯，并在产品效能上完全达到了国外同类产品的水平，仅这一个产品就实现销售 900 万元，超过此前所有菊酯产品 700 万元的总产值。此后，公司持续进行技术攻关，陆续具备了丙烯菊酯、丙炔菊酯、胺菊酯、甲醚菊酯、氯氰菊酯、二氯苯醚菊酯、右旋苯氰菊酯、苯醚菊酯、重要中间体等九个品种、二十四种规格的菊酯系列产品，并于 2002 年成功上市。

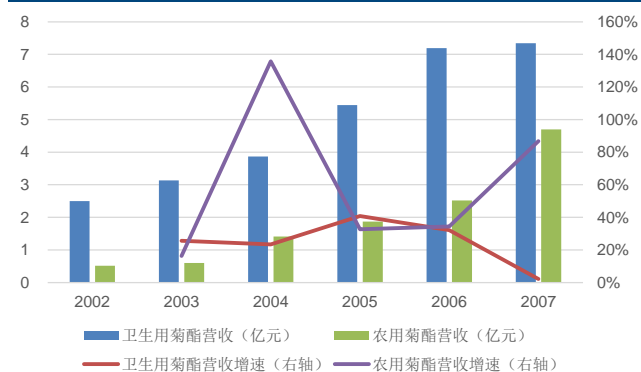
## 2.2 登堂入室：“二次腾飞”的核心是“规模效应”，扩展农用菊酯铸成全球细分龙头

成为上市公司后，扬农化工凭借资金优势和管理优势快速扩建菊酯产品生产规模，一举成为全球菊酯生产龙头，实现了“二次腾飞”。“二次腾飞”能够成功的本质是公司通过扩大生产规模以及精细化管理，具备了以显著成本优势提供全品类菊酯产品的能力，在全球范围内都具有明显的竞争力。放在宏观社会背景下，这是在全球化加速下中国基础化工体系全面崛起，细分领域的龙头上市企业凭借融资能力和治理能力上的优势在全球产业链再分工中乘势而上的时代缩影。通过“二次腾飞”，公司的营业收入和利润水平快速增长到 2007 年的 14.16 亿元（相比上市前的 2001 年增长 435%）、0.95 亿元（相比 2001 年增长 300%），成为全球菊酯原药的两大巨头之一（另外一家为日本住友）。

根据下游的应用场景，菊酯产品可分为卫生菊酯（应用于气雾剂、蚊香、电蚊香片、电蚊香液、防蛀剂的卫生驱杀）和农用菊酯（应用于农林、园艺、仓库、畜牧等的农用杀虫）两类。扬农化工在“二次腾飞”前，是以卫生菊酯为主打，但是在 IPO 募集资金的支持下，公司迅速做大菊酯产能规模，并通过在扬州（仪征）化学工业园投资建设子公司优士化学有限公司等，迅速做大了农用菊酯的生产规模。与卫生菊酯相比，农用菊酯的主要不同点在于，农用菊酯由于要能够在大田中使用，在化学结构上对于紫外光稳定性等方面提出了新的要求，但是农用菊酯和卫生菊酯在合成上，依然会共用大量相同的原材料和工艺技术，因此扬农化工

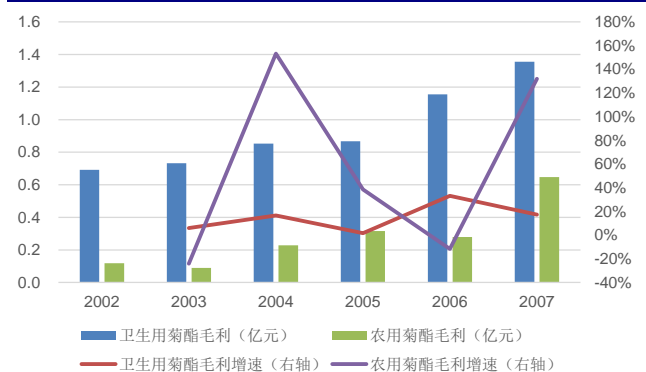
此前在卫生菊酯领域积累下来的技术优势等可以很好地应用到农用菊酯领域，并可以形成规模优势，降本增效。

图 5：“二次腾飞”阶段公司菊酯类产品营收增速



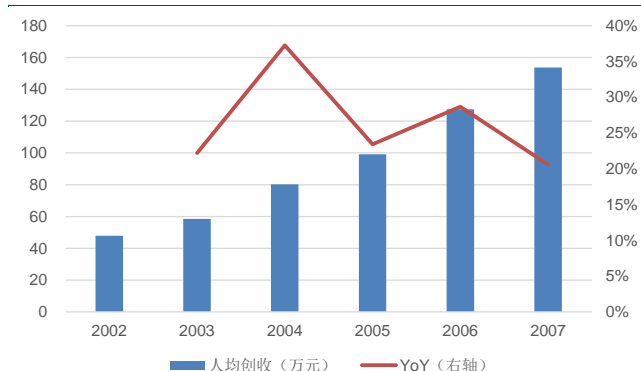
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：“二次腾飞”阶段公司菊酯类产品毛利增速



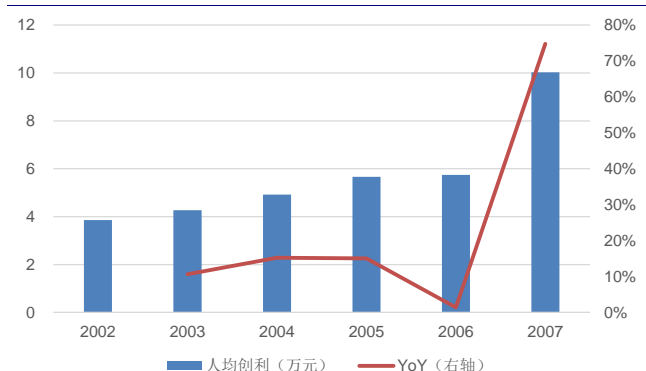
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：“二次腾飞”阶段公司人均创收



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：“二次腾飞”阶段公司人均创利

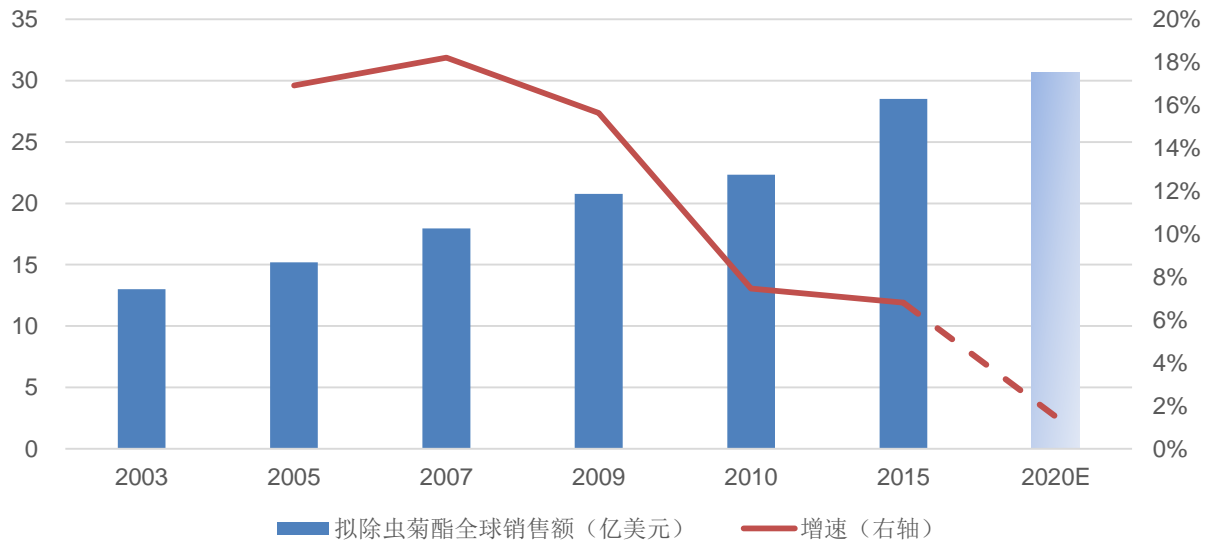


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在“二次腾飞”的背后，还是公司对于我国农药行业将加速向低毒高效转化的判断。进入2000年以来，我国提出了逐渐淘汰部分高毒有机磷类、有机氯类农药品种的政策，并从2004年1月1日开始，明确了分阶段禁止和限制甲胺磷等5种高毒有机磷类农药品种使用的政策，而拟除虫菊酯作为一类高效、低毒、低残留、易于降解的杀虫剂，活性高，对环境相对安全，在今后相当长一段时间内仍将是杀虫剂领域的支柱之一。

图 9：拟除虫菊酯类杀虫剂仍将保持全球第二大杀虫剂的地位



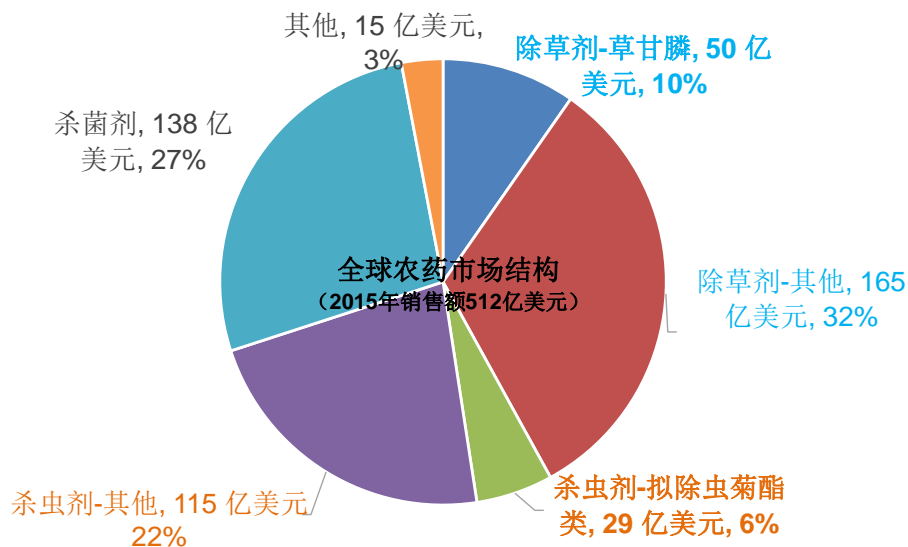


资料来源：农药快讯信息网，东兴证券研究所

### 2.3 脱胎换骨：“三次腾飞”的核心是“品类扩张”，进军草甘膦突破菊酯行业天花板

在 2008 年之前，扬农化工本质上还是农药行业中杀虫剂领域内菊酯系列产品上的细分冠军。受制于菊酯产品本身的市场空间，公司在发展上存在明显的天花板。但是在 2008 年，通过大品类除草剂麦草畏和草甘膦的先后投产，公司已经实现了从一个杀虫剂单系列的细分冠军到综合类农药企业的质变。放在宏观社会背景下，这是中国优质龙头企业在经历过数十年高歌猛进后，首次触碰到了行业本身天花板的限制，并积极通过扩展产品突破发展瓶颈的时代缩影。通过“三次腾飞”，公司的营业收入和利润水平快速增长到 2013 年的 30.05 亿元（相比 2008 年增长 43%）、3.91 亿元（相比 2008 年增长 106%），公司成为全面覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂这三大领域的综合类农药企业，实现了脱胎换骨的质变。

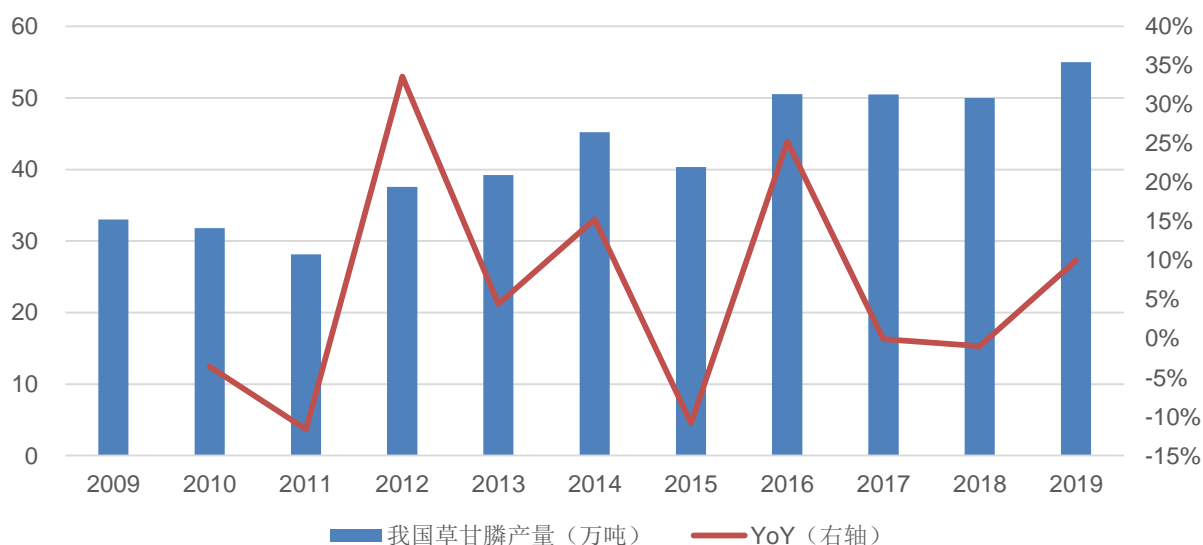
图 10：草甘膦等品类的扩张拓展了公司产品的市场空间



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

草甘膦是全球第一大农药单品，属于非选择性除草剂，国内转基因作物推广有望进一步打开草甘膦需求空间。灭生性除草剂需求的发展和抗草甘膦转基因作物推广，是草甘膦需求增长的主要动力。2019 年末我国首次批准颁发转基因玉米和大豆品种，获批的抗虫耐除草剂玉米、双抗玉米以及抗草甘膦转基因大豆是我国首次获得批准的主粮转基因品种，意义十分重大。随着百草枯退出中国市场，抗草甘膦转基因大豆推广即将到来，高性价比的草甘膦在中国市场有望“再续辉煌”。

图 11：过去 10 年我国草甘膦产量变化



资料来源：世界农化网，东兴证券研究所

麦草畏属于选择性除草剂，全球转基因作物种植快速增长带动麦草畏市场需求持续增加。近年来，抗性杂草愈发增多，单一使用草甘膦的除草效果大幅下滑。麦草畏与草甘膦复配是目前备受关注的一种抗性杂草解决途径。自 2010 年起，孟山都开始推广麦草畏系列转基因种子 Roundup Ready 2 Xtend™ 大豆（耐麦草畏和

草甘膦）、Bollgard II® XtendFlex™棉花、Intacta2 Xtend 大豆（耐麦草畏和草甘膦）。孟山都预计 2019 年 Roundup Ready 2 Xtend™大豆在北美地区种植面积达到 5500 万英亩，远期有望达到 8000 万英亩。预计 2021 年起巴西地区也将开始推广耐麦草畏转基因作物，未来麦草畏市场需求将持续增加。

图 12：全球麦草畏销售额变化

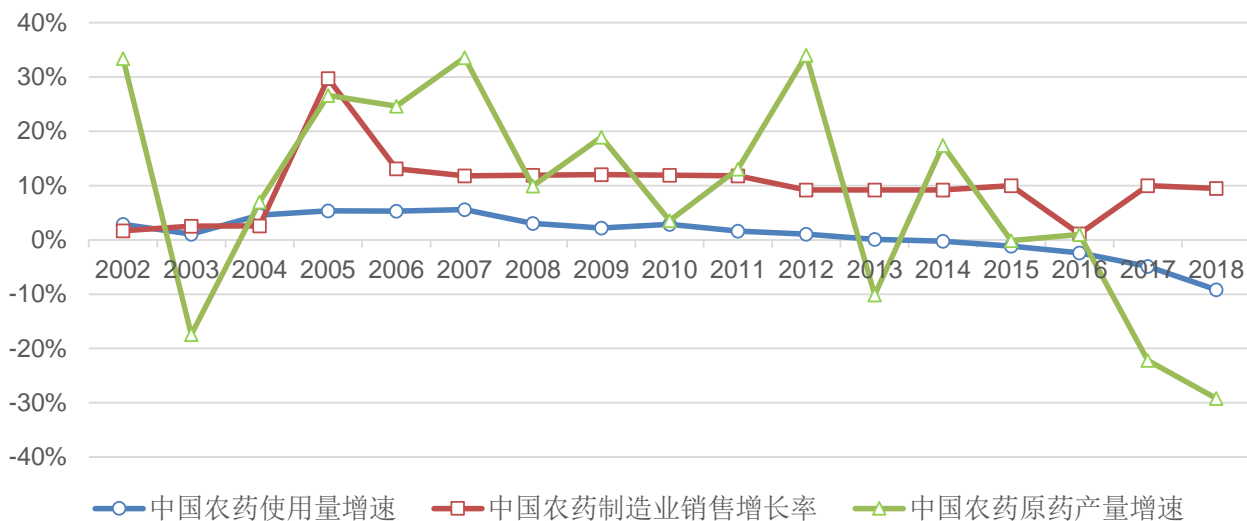


资料来源：世界农化网，东兴证券研究所

## 2.4 激流勇进：“四次腾飞”的核心是“绿色先进”，如东新基地打开广阔空间

从 2010 年开始，随着中国社会的快速发展，与众多化工企业一样，扬农化工也开始面临了日益加重的环境压力，开始实行退城入园行动，即将生产车间从扬州市区搬至周边化工园区。同时，公司在江苏如东地区打造了绿色先进、高度集约的一体化生产基地——优嘉植保子公司，在 2014 年实现了一期项目的建成投产，并在之后获得了工信部颁发的全国首批“绿色工厂”的称号。2015 年开始，随着供给侧改革在全国范围内深入开展，此前众多一体化程度较低的农药企业的生产经营或直接或间接地受到了严重影响。同样是在 2015 年，农业部提出了农药零增长计划。双重作用下，中国农药行业中最重要农药原药的产量在 2016 年达到了 377.8 万吨的历史极值。但是由于扬农化工及时完成了新旧产能间的置换衔接，因此反而在行业动荡期逆势而上，不但于 2018 年成功完成了退城入园的历史任务，还成功升级为绿色先进的现代化农药生产企业。放在宏观社会背景下，这是中国优秀龙头企业，在传统化工生产模式与资源环境容量不匹配的矛盾下，主动拥抱绿色先进的生产方式，在激流勇进之中破茧成蝶的时代缩影。通过“四次腾飞”，公司的营业收入和利润水平快速增长到 2018 年的 52.91 亿元（相比 2014 年增长 88%）、9.39 亿元（相比 2014 年增长 100%），公司成为绿色先进的顶尖现代化化工生产企业。

图 13：我国农药销售额保持增长的同时，农药使用量持续下滑、农药原药产量自 2016 年以来大幅下滑

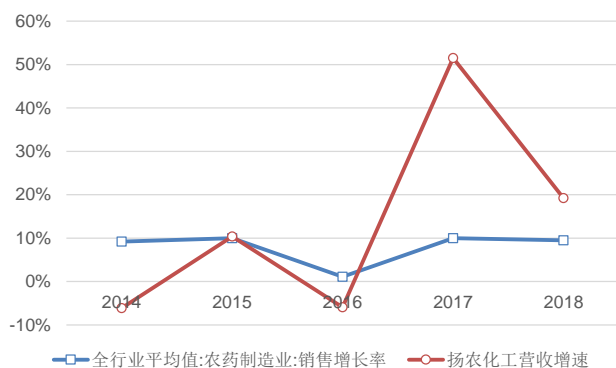


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2016 年以来，中国农药行业经历了一轮大洗牌，在供给侧改革以及环保趋严背景下，行业内的落后小产能以及环保不达标的产能逐步退出市场，在 2016~2018 年间国内农药原药产量大幅下滑 45%、国内农药使用量下滑 14%，全行业销售增速和利润增速仅为个位数。

在行业景气下滑背景下，扬农化工逆势增长，屡创新高。2016 年以来，公司营收及利润均大幅增长，2016~2018 年公司营收累计增速高达 81%、净利润累计增速高达 106%，农药销量累计增长 29%。

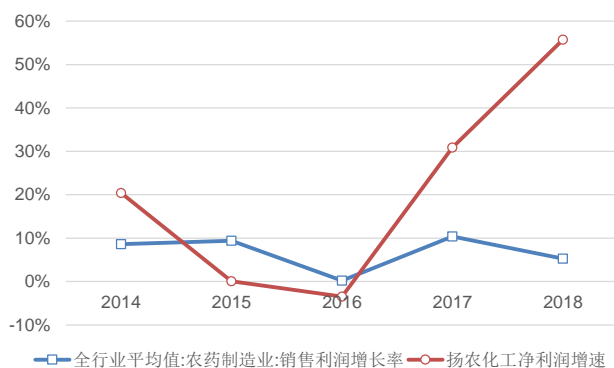
图 14: 2016 年以来，扬农化工营收增速远高于行业平均



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

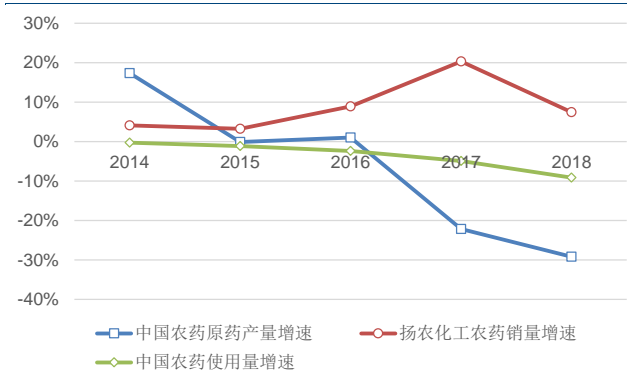
图 16: 2016 年以来，扬农化工农药销量增速远高于行业平均

图 15: 2016 年以来，扬农化工利润增速远高于行业平均

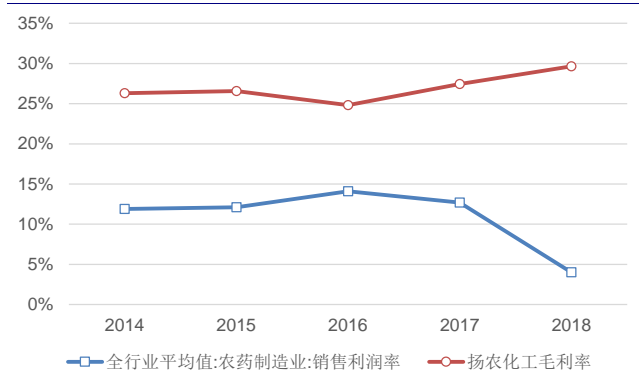


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 17: 2016 年以来，扬农化工利润率水平远高于行业平均



资料来源：Wind，东兴证券研究所

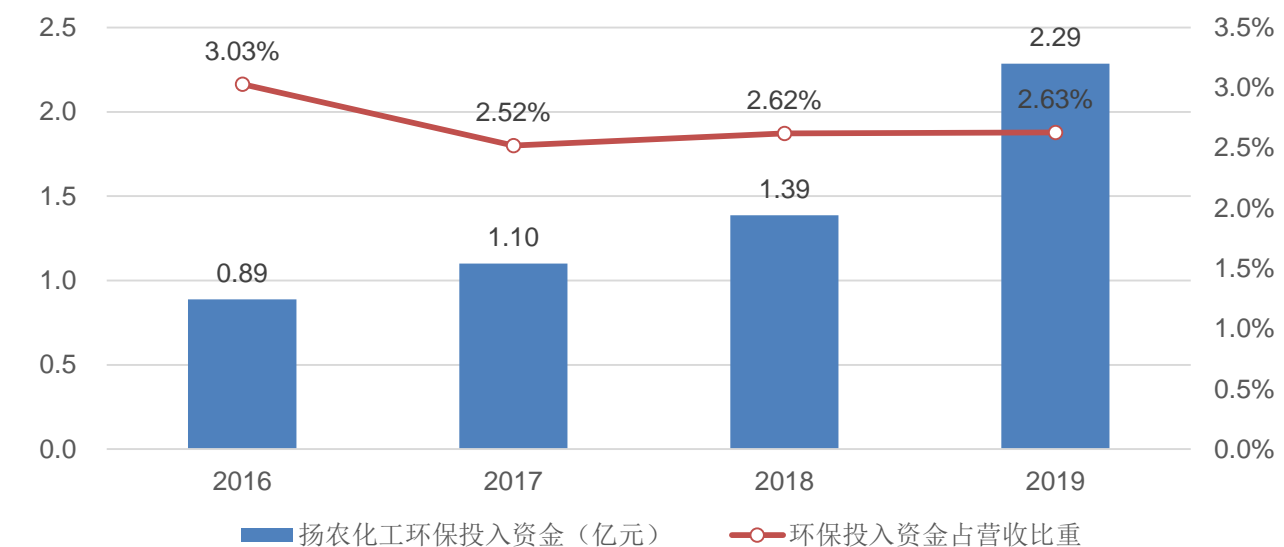


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**坚持环保优先，实现安全绿色生产。**扬农化工在江苏如东基地的优嘉植保子公司于 2017 年作为农化行业唯一一家企业首批入选国家工信部“绿色工厂”。扬农化工在主要产品拟除虫菊酯、草甘膦、麦草畏的清洁生产上成为国内行业标杆：①拟除虫菊酯领域，公司拥有 35 项清洁生产专利技术，2 项技术被工信部列入《17 个行业清洁生产技术推行方案》，建成国内首套菊酯类农药废水综合治理示范装置，被列入国家“863”课题，技术水平达到国际先进水平；②草甘膦领域，公司于 2014 年成为首批通过国家环保核查的 4 家企业之一；③麦草畏领域，公司拥有全方位的清洁生产技术，获得了石化联合会授予的 2019 年度“科技进步奖”。

2016 年以来，公司环保投入资金从 8900 万元不断提升至 2019 年的 2.29 亿元，环保投入占营收的比重也保持在 2.5% 以上。

图 18：2016 年以来扬农化工环保投入不断升级

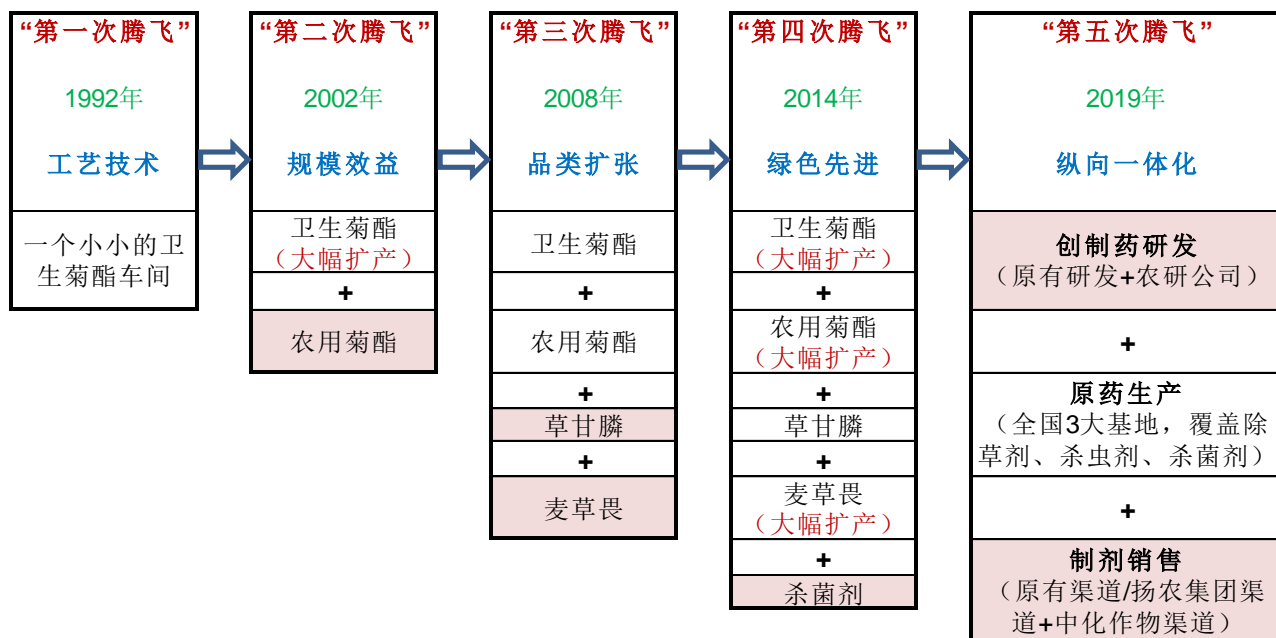


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.5 舍我其谁：“五次腾飞”的核心是“纵向一体化”，预计公司将实现产业链地位跃升

2019 年以前，扬农化工虽然已经是技术先进、生产绿色、大类齐全的全球农药原药综合性龙头企业，并且有少量的制剂产能，但从产业链角度来看，依然属于相对弱势的原药生产企业。但是通过在 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。我们预计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，即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。

图 19：扬农化工 30 年来一步步成长为产业链一体化的国内农药巨头



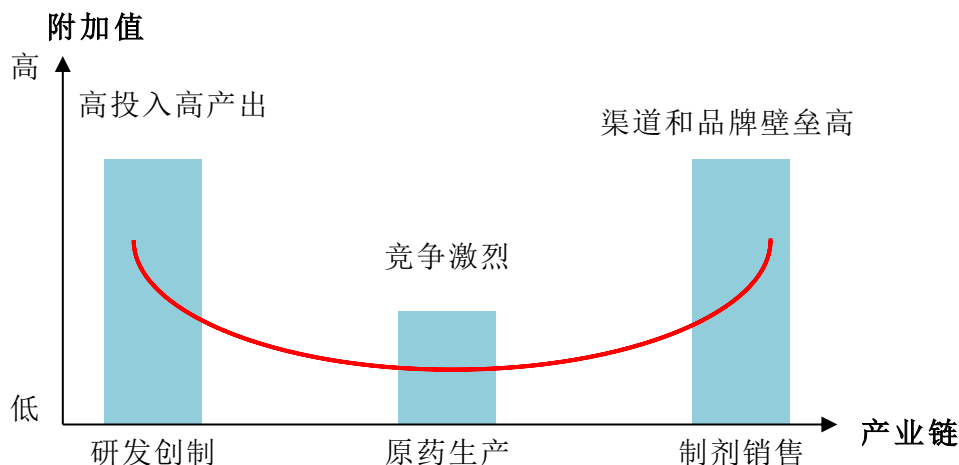
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

农药行业产业链的核心包括创制药研发推广、原药生产、制剂销售三个环节，并在附加值上呈现出典型的“微笑曲线”，其中：

- **创制药环节**天生具有很强的技术壁垒和资金壁垒，具有高投入高产出的特点，附加值高；
- **销售体系**在建设初期效果一般，没有较强壁垒，但是一旦形成完善的销售网络后，则可具有很强的渠道壁垒和品牌壁垒，附加值高；
- **原药生产环节**处于产业链中游，且由于产品品种繁多且生产企业数量巨大，竞争较为激烈，附加值较低。原药生产在农药产业链中弱势地位也可以在原药的价格产生机制方面得到体现：
  - 对于草甘膦等万吨级别以上的大品类农药原药产品，其价格主要靠中国企业间拼杀成本产生；
  - 而百吨级的细分类农药原药产品大部分则由国外第一梯队和第二梯队委托加工，主要按照成本加成的方式定价。

图 20：农药产业链附加值微笑曲线

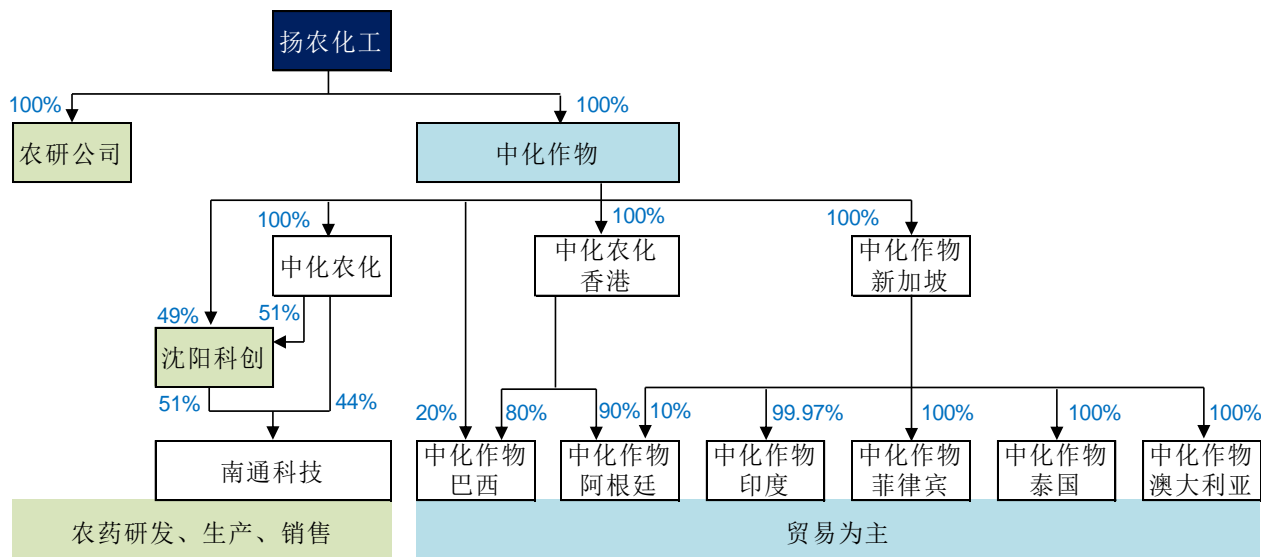




资料来源：东兴证券研究所

2019 年扬农化工现金收购中化国际持有的中作物 100%股权和农研公司 100%股权，通过对中作物、农研公司股权的收购，扬农化工“研产销”一体化水平实现了质变。通过本次资产收购，扬农化工提升了在农药创制、仿制研发方面的水平，丰富了农药生产的品种，拓展了在农药制剂销售方面的渠道和市场，完善了研产销一体化的资源配置，提高了一体化的运营能力，极大增强了公司的综合竞争力。

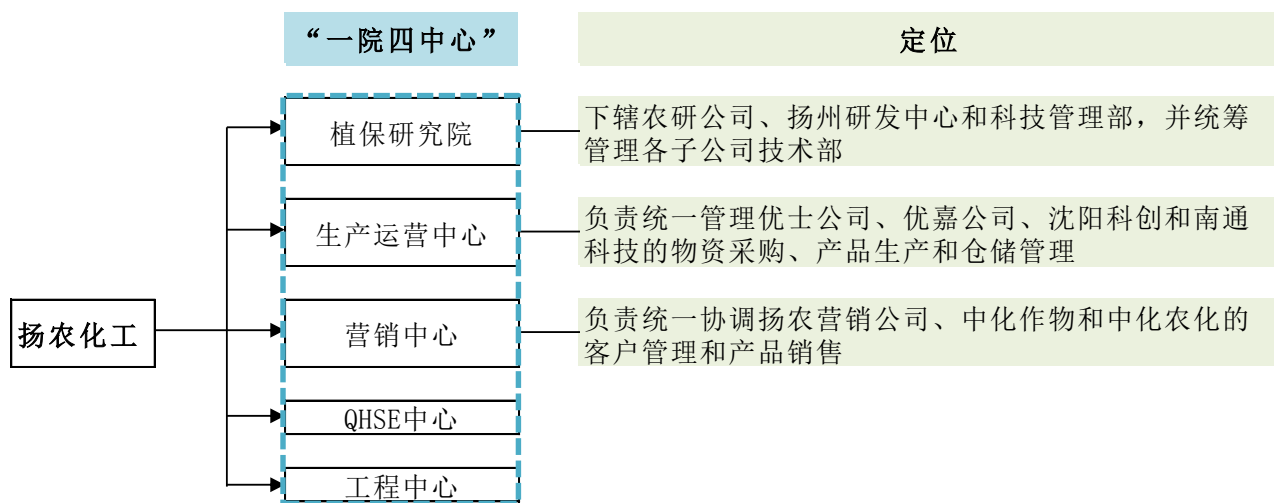
图 21：扬农化工 2019 年重大资产重组标的



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

扬农化工收购中作物、农研公司后，对公司组织架构进行了重整，成立了“一院四中心”的新组织架构。通过组织架构调整，以事业部的方式统筹发挥公司在研发、生产、销售各业务板块的优势，已经初步具备综合性农药公司的架构雏形。

图 22：扬农化工“一院四中心”的新组织架构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.5.1 收购农研公司补齐农药创制环节短板

在收购农研公司之前，扬农化工在研发上已经有一定的实力，但核心主要还是集中在菊酯系列产品的创制、仿制以及工程化方向上。扬农化工先后攻克多项菊酯关键技术，自行研发新产品 72 个，其中创制品种 4 个，国家重点新产品 11 项，并承担国家科技支撑计划、863 计划、江苏省科技成果转化等省部级以上项目 21 项，主导或参与制定国家标准 6 项，行业标准 9 项。

图 23：扬农化工近 5 年获得专利情况

年份	扬农化工累计专利数量	当年新增专利数量
2014	已取得专利授权60项，国外专利4项，另申请国内发明专利132项，PCT申请6项。	申请国内发明专利17项，获得授权13项。
2015	已取得专利授权71项，国外专利7项，另申请国内发明专利153项，PCT申请6项。	n.a
2016	已取得专利授权78项，国外专利10项，另申请国内发明专利172项，PCT申请6项。	申请国内发明专利19项，实用新型1项，获得授权7项。
2017	已取得专利授权84项，国外专利15项，另申请国内发明专利188项，PCT申请8项。	获得国内专利授权5项，国外授权3项。
2018	已申请国内专利206项，获得授权89项，申请国外PCT专利8项，获得授权19项。	申请国内外专利18项，获得授权8项。
2019	已获得专利授权400余项	n.a

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

农研公司，即沈阳中化农药化工研发有限公司，是国内创制农药的龙头，先后发明了氟吗啉、啶菌恶唑、烯肟菌酯、烯肟菌胺、丁香菌酯、唑菌酯、唑胺菌酯、四氯虫酰胺、乙唑螨腈等。农研公司拥有新农药创新与开发国家重点实验室，是国家科技部以创制开发新农药作为主要研究内容的国家重点实验室；也是农药（沈阳）国家工程研究中心的依托单位，具备完善的农药研发体系，可以开展化合物合成、生测筛选、工艺研究、剂型研究、应用技术研究等方面的工作，在我国农药创制方式具有很强的影响力。

**图 24：农研公司具有国家级资质**

资质级别	资质名称	认定部门	挂牌时间
国家级	新农药创制与开发国家重点实验室	科技部	2011.5.11
国家级	农药国家工程研究中心（沈阳）	国家发改委	1998.9.21

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

农研公司的新农药创制水平在国内居于领先地位，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是我国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品。此外，目前国内销量最大的农药中有多个品种的生产技术都来自农研公司，如除草剂丁代森锰锌；杀虫剂杀虫双、吡蚜酮、毒死蜱等。

**图 25：农研公司已实现产业化的农药品种**

类别	产品名称
创制品种	四氯虫酰胺
	氟吗啉
	烯肟菌胺
	烯肟菌酯
	乙唑螨腈
仿制品种	三甲苯草酮
	莎稗磷
	吡蚜酮

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除了研发环节外，扬农化工在此次资产重组中收购的还有对农研公司研究成果进行产业化的沈阳科创（中化作物子公司）。沈阳科创是我国最大的创新农药生产基地，与多家跨国巨头建立了长期合作伙伴关系，与先正达、巴斯夫、拜耳建立了稳定的战略合作关系。沈阳科创的前身是沈阳化工研究院试验厂，是国家最早核准定点的农药生产企业之一，是我国新农药产品开发的主要试验基地。沈阳科创现有 20 多个主导产品，拥有 100 多个三证齐备的产品生产技术，全部是近年来陆续自主开发的高新技术。

沈阳科创现已建成并投入使用 7 个农药原药及精细化学品生产车间、2 个制剂车间和 1 个维修车间，主要生产环己烯酮系列除草剂、咪唑啉酮系列除草剂、甲氧基丙烯酸酯系列杀菌剂、三唑类系列杀菌剂、植物生长调节剂和安全剂等新产品。目前沈阳科创拥有原药及中间体产能超过 6500 吨，制剂产能 4000 吨，并有部分原药项目在建。

**图 26：沈阳科创主要农药原药产品产能**

类别	原药产品	产能（吨/年）	类别	原药产品	产能（吨/年）
除草剂	硝磺草酮	1400	杀虫剂	吡蚜酮	1000
	烯草酮	600		四氯虫酰胺	50
	肟草酮	200	杀螨剂	乙唑螨腈	300
	烯禾啶	200		烯肟菌胺	50
	灭草松	100	杀菌剂	啶菌恶唑	50
	氰氟草酯	50		啞螨胺	25
	双氟磺草胺	50		氟吗啉	50
	异噁草松	500		唑菌酯	50
	莎稗磷	300		烯肟菌酯	50
	多效唑	200		氟环唑	50+500（拟建）
	吡氟酰	500			
	咪草烟	800			
	甲氧咪草烟	100			
	甲基咪草烟	100			

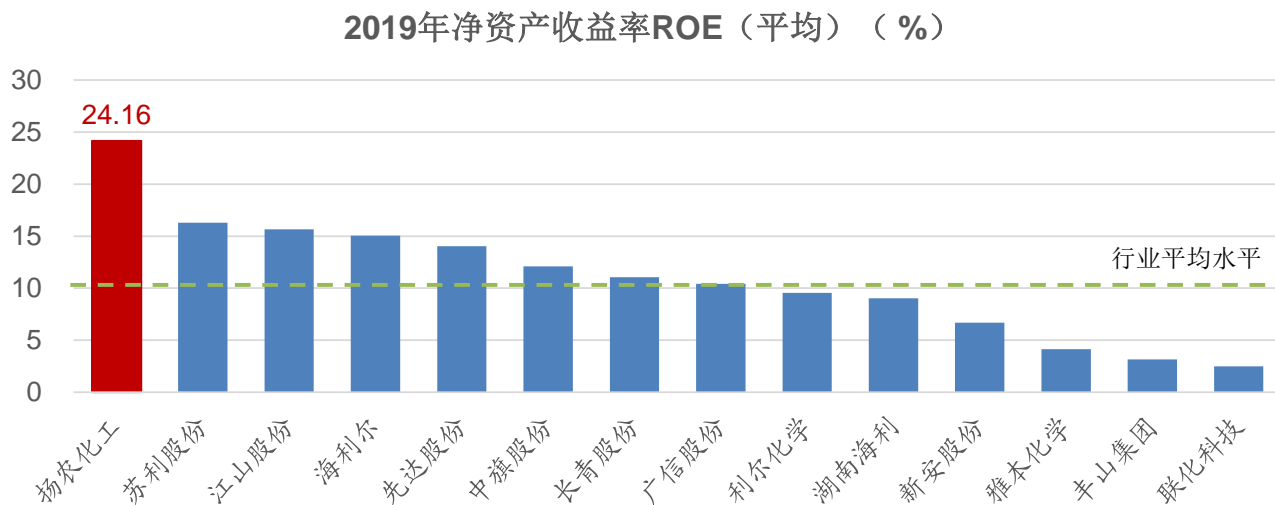
资料来源：沈阳科创环评报告，东兴证券研究所

### 2.5.2 生产能力加压群雄，跑马圈地宏图大展

扬农化工目前在全国范围内布局有 3 大原药生产基地：扬州基地（优士化学）、南通基地（优嘉植保、宝叶化工、南通科技）、沈阳基地（沈阳科创）。其中，2019 年收购的生产平台（沈阳科创和南通科技）与扬农化工原有平台集中整合，进一步提高了公司的生产产能，并丰富了产品类别。

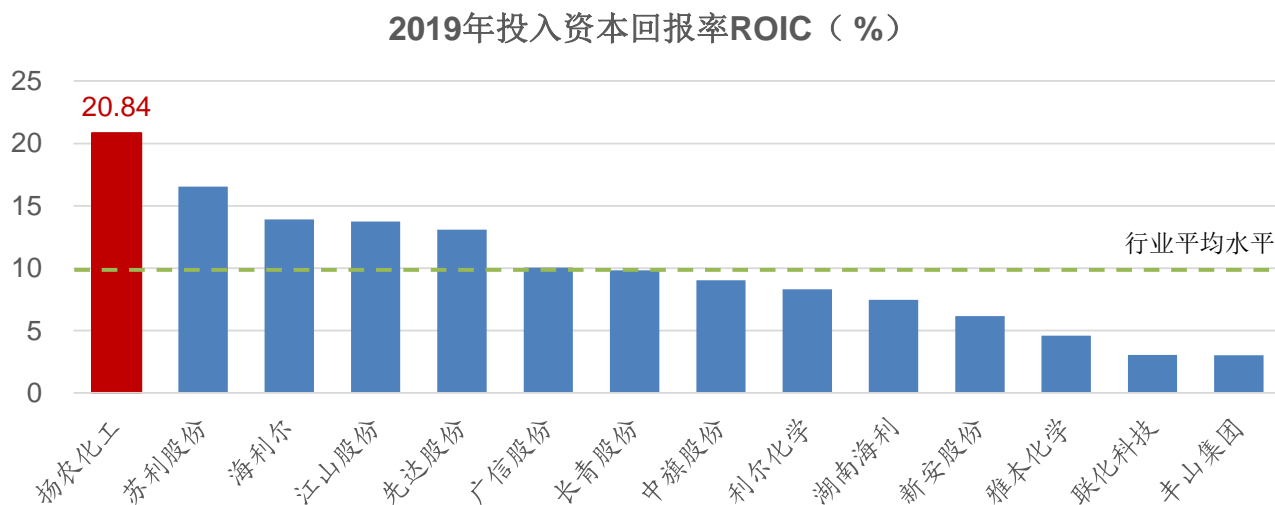
在国内农药上市公司中，扬农化工经营、收益指标力压群雄。我们对比了 14 家国内农药行业主要上市公司，2019 年扬农化工 ROE 为 24.16%、ROIC 为 20.84%、人均创收 296 万元、人均创利 40 万元，远超行业平均水平，体现了公司在农药原药方面优秀的经营和生产能力。

图 27：国内农药上市公司 ROE 对比



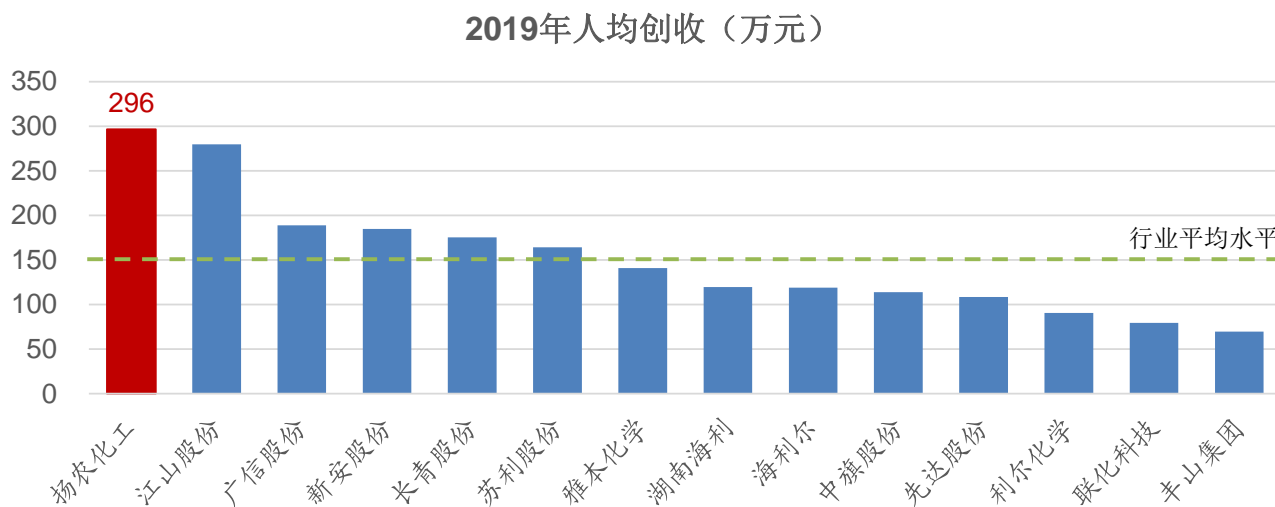
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 28：国内农药上市公司 ROIC 对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

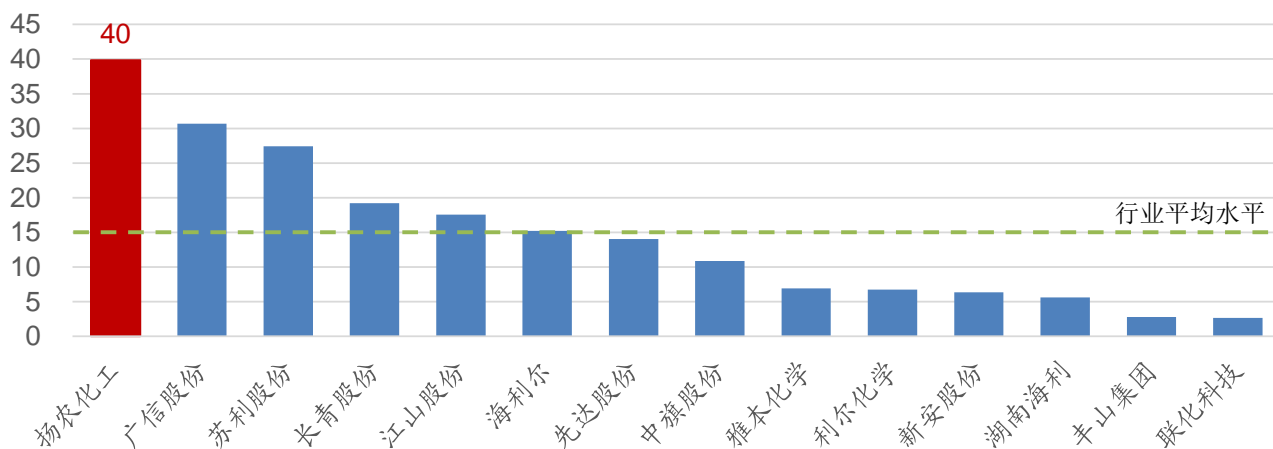
图 29：国内农药上市公司人均创收对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 30：国内农药上市公司人均创利对比

2019年人均创利（万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

新收购的宝叶化工、沈阳科创共带来 500 余亩土地储备增量。其中宝叶化工（2020 年 1 月完成收购）毗邻优嘉植保，对优嘉植保承载更多后续项目将发挥重要作用；而沈阳科创将成为公司在东北的新生产基地。

图 31：扬农化工各子公司现有土地面积

子公司	所在地	所在园区	占地面积（亩）
优士化学（大连路厂区）	扬州	扬州化学工业园	204
优士化学（青山厂区）	扬州	扬州化学工业园	526
优嘉植保	南通	如东沿海经济开发区洋口化工园区	550
宝叶化工	南通	如东沿海经济开发区洋口化工园区	150
南通科技	南通	南通经济开发区化工园	50
沈阳科创	沈阳	沈阳经济技术开发区化学工业园区	351

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.5.3 收购中作物助力公司制剂销售实现跨越式发展

面向终端使用者的制剂销售与面向农药制剂加工企业的原药销售具有本质上的不同。一旦形成完善的销售网络，则可具有很强的渠道壁垒和品牌壁垒，产生高附加值。但是销售渠道在建设初期需要花费大量的资源，并且回报率较低，因此单独构建制剂销售渠道对于扬农化工而言性价比很差，但在 2019 年收购中作物后，公司有望借助中作物在制剂销售上实现跨越式发展。

**农药登记方面**，中作物已经在全球五十多个国家和地区开展农药登记工作。在自主登记方面，现在中国、澳大利亚、菲律宾、阿根廷、乌兹别克斯坦、印度、泰国、乌克兰、乌拉圭、新西兰、巴西、欧盟、玻利维亚和越南 14 个国家持有 353 个登记。

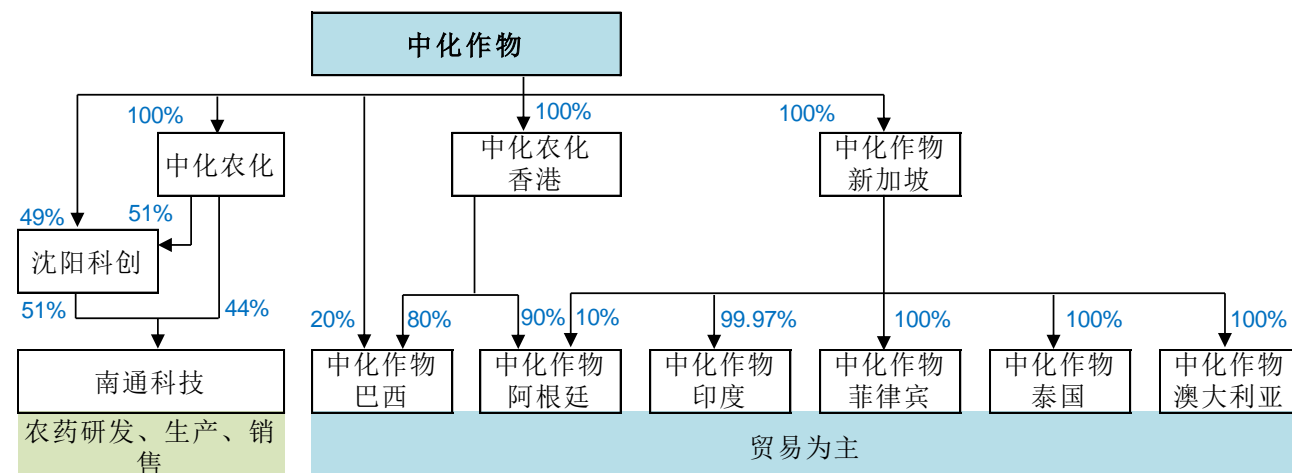
**营销方面**，中作物专注于品牌分销及国际贸易业务，开展农药原药、制剂及相关产品的渠道分销与国际贸易业务。中作物持续加强国内外市场渠道建设，在中国、泰国、印度、菲律宾及澳大利亚设有属地化品牌



分销团队。公司已初步形成一定的产品组合和优势品牌，并建立了优势品牌，产品自主开发和登记不断强化，已拥有 500 多个国内外农药注册商标。

中化作物还拥有独立的国际贸易团队，经营的产品涉及中间体、农药和制剂，业务覆盖全球近 70 个国家和地区，并在泰国、印度、菲律宾及澳大利亚设有子公司，业务足迹覆盖全球主要农药市场。

图 32：中化作物国内外销售渠道丰富



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 横看成岭：“先正达集团”的成立进一步增强了公司“五次腾飞”成功的确定性

2020 年 1 月，中化集团和中国化工集团宣布将各自旗下的农化资产予以整合，成立“先正达集团股份有限公司”，即“先正达集团”，旗下核心资产包括原来隶属于中国化工集团的先正达股份公司的 100%股份和安道麦股份有限公司的 74%股份，以及原来隶属于中化集团 52%的中化化肥股份，39%的扬农集团股份等，其中扬农集团是扬农化工的控股股东。

图 33：扬农集团和扬农化工的主要农药原药产品

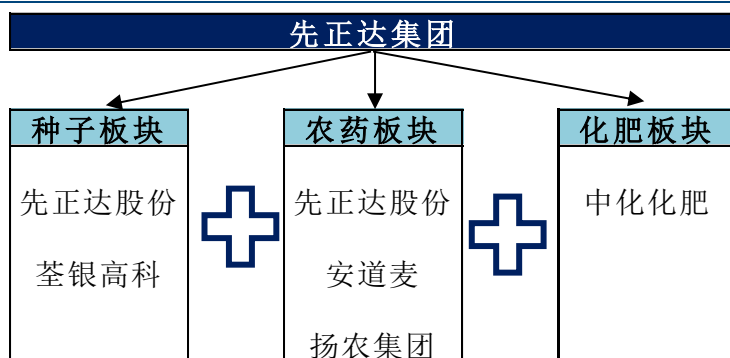
主要农药原药产品	扬农集团	扬农化工
杀虫剂	拟除虫菊酯、三氯杀螨醇、氟铃脲、氟啶脲、啉虫脒、吡虫啉	拟除虫菊酯
除草剂	苯磺隆、高效氟吡甲禾灵	草甘膦、麦草畏
杀菌剂	甲基硫菌灵、多菌灵、苯醚甲环唑、丙环唑	氟啶胺、吡唑醚菌酯

资料来源：公司公告，公司网站，东兴证券研究所

扬农化工作为国内本土农药原药龙头，拥有高效的工程化能力、领先的农药原药生产制造能力和研发能力、高标准的环保安全能力。我们预期“先正达集团”可以在原药生产环节更多地借助扬农化工等国内优质原药企业，预计可以成为集团降本增效的重要方式，因此由其承担更多“先正达集团”体系内的原药供应，是强强联合的自然选择，因此我们预期扬农化工也将在“先正达集团”的产业协同中获得重大发展机遇。

“先正达集团”业务涵盖农化板块农药、化肥、种子、数字农业全流程，其中农药板块产值约千亿，是最为重要的板块。“先正达集团”的成立，进一步理顺了 SAS 联盟（中化农业、安道麦、先正达）内的协同合作机制，预计将成为我国农业现代化、数字化的主导力量，为破解我国农药行业“大而不强”的局面提供了契机。

图 34：“先正达集团”旗下主要资产



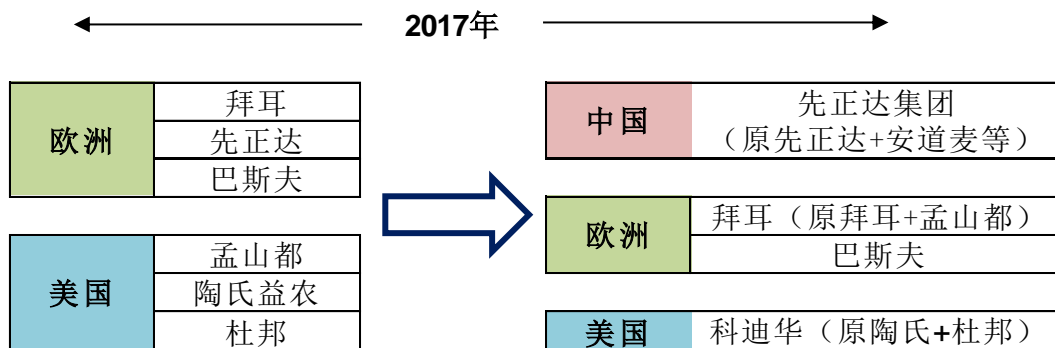
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

“先正达集团”的形成，有望带动我国农化产业的大发展。按照 2019 年销售收入，“先正达集团”位居全球农药行业榜首，是名副其实的第一梯队企业。目前农化行业景气度较低，且国际经济环境不稳定性增强，为我国农药产业逆势而上提供了难得机遇。

全球农药行业格局从“美欧二极”走向“美欧中三极”：

- **2017 年之前为“美欧”双极主导：**纵观全球农药行业近二十多年的历程，自 1997 年金融危机后到 2017 年陶氏杜邦合并前，国际农化行业发展平稳，呈现**美欧双极主导**的稳定格局。农化行业发展主要由拜耳、先正达、巴斯夫、孟山都、陶氏益农和杜邦引领，其中拜耳、先正达和巴斯夫为**三家欧洲公司**，孟山都、陶氏益农和杜邦为**三家美国公司**。
- **2017 年之后变为“美欧中”三极鼎立：**自 2013 年后，由于农产品价格长期低迷，需求不振导致农化行业利润水平显著下滑，六大巨头先后进行了一系列超级并购。2017 年，陶氏益农和杜邦合并成立了科迪华，而先正达则于同年被中国化工集团收购，次年，孟山都被拜耳收购，此后，全球农化行业的势力版图正式由美欧两极转变为**美（科迪华）、欧（新拜耳、巴斯夫）、中（先正达）三极鼎立**的格局。

图 35：全球农药行业格局从“二极”走向“三极”



资料来源：东兴证券研究所

#### 4. 大处着眼、小处入手：史无前例资本开支下的历史性投资机遇

扬农化工目前处于史无前例的资本开支阶段，未来整体营收规模有望达到 **143 亿元** (比 2019 年增长 **64%**)、整体净利润规模有望达到 **20 亿元** (比 2019 年增长 **72%**)。2020 年 1 季度，扬农化工在建工程达到 11.19 亿元，其中主要是优嘉三期项目。优嘉三期项目投资预算金额为 18.6 亿元 (截至 2019 年末实际投入 1.89 亿元，占比 10.17%)。优嘉子公司目前已经公告的还有后续的四期、五期项目，根据公司公告，我们预计这些项目未来全部达产后新增年均营收合计 56.09 亿元 (占 2019 年营收的 64%)，按照 20% 净利率测算预计新增年均净利润 11.22 亿元 (占 2019 年营收的 96%)，未来扬农化工整体营收规模有望达到 143 亿元、整体净利润规模有望达到 23 亿元。

图 36：优嘉植保子公司三、四、五期项目达产后预计合计贡献营收 56 亿元、净利润 11 亿元

优嘉植保子公司 项目建设	公告日期	项目进度	计划投资额 (亿元)	达产后预期盈利情况	
				年均营业收入 (亿元)	预计净利润 (按照 20% 净利率测算) (亿元)
三期项目	2017-4-14	预计 2020 年 Q3 投产	20.22	15.41	3.08
四期项目	2018-10-13	预计 2020 年下半年 开始建设	4.30	10.23	2.05
五期项目	2020-4-28	尚处规划阶段	23.30	30.45	6.09
优嘉三、四、五期项目合计			47.82	56.09	11.22

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

优嘉植保子公司是扬农化工新项目建设的主要实施载体。优嘉植保子公司位于江苏南通如东经济开发区洋口化学工业园，属于中国农药工业产业园、江苏省新型工业化产业示范基地。优嘉植保子公司被工信部评为全国首批绿色工厂，是目前扬农化工新项目建设的主要实施载体。

优嘉植保项目建设持续，保障未来中长期发展动力。优嘉植保子公司已陆续建设了 2 期项目，包括公司重磅产品麦草畏、拟除虫菊酯。后续项目的推进，将为公司未来发展注入新动力，打开新空间。目前优嘉植保在建第三期项目，包括 1.12 万吨拟除虫菊酯，并新增部分除草剂、杀菌剂品类，根据公司公告，有望于 2020 年 3 季度投产。优嘉植保三期项目计划投资额 20.22 亿元，已公告的后续项目投资额合计 27.60 亿元，所有已公告的在建及计划建设项目达产后预期年均营业收入增量达到 62.34 亿元 (占 2019 年公司总营收的 72%)。

图 37：优嘉植保子公司在建及计划建设项目的投资额及预期盈利情况

项目	公告日期	项目进度	计划投资额 (亿元)	达产后预期盈利情况		
				年均营业收入 (亿元)	总投资收益率	项目投资财务 内部收益率 (所得税后)
三期项目	2017/4/14	2019年11月取得环评审批，预计2020年Q3投产	20.22	15.41	18.40%	18.08%
四期项目	2018/10/13	预计2020年下半年开始建设	4.30	10.23	29.75%	21.63%
五期项目	2020/4/28	尚处规划阶段	23.30	30.45	23.80%	19.00%
农药制剂项目	2018/4/24	2018年开始建设	2.02	6.25	36.00%	n.a
码头及仓储工程项目	2018/4/24	2018年开始建设	0.51	n.a	n.a	n.a
合计			50.35	62.34	n.a	n.a

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 38：扬农化工各子公司现有产能及未来规划

子公司	项目	类别	产品	产能（吨）	投产时间
优士化学	一期（大连路厂区）	杀虫剂	农用菊酯及中间体	5000~6000	2008年
		除草剂	麦草畏	1500（已于2015年5月关停）	
	二期（青山厂区）	除草剂	草甘膦（IDA法）	3万吨	
			乙腈（中间体）	2000	
优嘉植保	一期	除草剂	麦草畏	5000	2014年11月
		杀虫剂	联苯菊酯（农用）	800	
		杀虫剂	苜蓿酸甲酯（菊酯中间体）	1500	
		杀菌剂	氟啶胺	600	
	二期	除草剂	麦草畏	20000	2018年上半年
		杀虫剂	卫生菊酯（19个系列产品）	2600	2018年6月
		杀虫剂	避蚊胺	50	2018年6月
		杀菌剂	吡唑醚菌酯	1000	2018年底
		植物生长调节剂	抗倒酯	300	2018年1月
	三期	杀虫剂	拟除虫菊酯（农用、卫生用）	11225	预计2020年Q3投产
		杀虫剂	噁虫酮（卫生用）	50	
		杀虫剂	氟啶脲（农用）	200	
		除草剂	高效盖草能	500	
		除草剂	苯磺隆	300	
		除草剂	噻苯隆	200	
		杀菌剂	丙环唑	2000	
		杀菌剂	苯醚甲环唑	1000	
	四期	其他	氯代苯乙酮	2500	预计2020年下半年开工建设
		杀虫剂	联苯菊酯（农用）	3800	
		杀虫剂	卫生菊酯（新一代）	120	
		杀虫剂	羟哌酯	200	
	五期	杀菌剂	氟啶胺	1000	2020年4月初次公告，尚处前期规划阶段
		杀虫剂	联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯等	8510	
		除草剂		6000	
		杀菌剂	氟啶胺、苯醚甲环唑、丙环唑等	6000	
	制剂项目	增效剂		500	2018年开始建设
		制剂	悬浮剂、水剂、水乳剂、可湿性粉剂、乳油等	3.26万吨	
	码头及仓储工程项目			吞吐量41.7万吨/年	2018年开始建设
宝叶化工		杀菌剂	代森锰锌、代森锰、代森锌、福美双、福美锌、丙森锌、代森联、四螨嗪等	近8000吨	已有产能（2020年1月完成收购）
沈阳科创		除草剂	环己烯酮系列除草剂、咪唑啉酮系列除草剂		已有产能（2019年10月完成收购）
		杀菌剂	甲氧基丙烯酸酯系列杀菌剂、三唑类系列杀菌剂		
		制剂	水乳剂、可湿粉、悬浮剂		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测

我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 13.56、15.97 和 18.48 亿元，对应 EPS 分别为 4.38、5.15 和 5.96 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 19、16 和 14 倍，维持“强烈推荐”评级。

图 39：扬农化工 P/E 和 P/B band



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 风险提示

产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；中化资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。



**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	4803	6141	7495	9568	11540	<b>营业收入</b>	5291	8701	9758	11216	12882
货币资金	1446	2331	3264	4792	6140	<b>营业成本</b>	3723	6194	7009	8006	9162
应收账款	819	1335	1496	1720	1976	营业税金及附加	17	23	25	29	34
其他应收款	305	350	366	390	413	营业费用	67	301	337	387	445
预付款项	129	217	245	280	321	管理费用	185	507	585	673	773
存货	452	1632	1847	2109	2414	财务费用	-54	20	-155	-186	-206
其他流动资产	1653	277	277	277	277	资产减值损失	35	10	15	20	23
<b>非流动资产合计</b>	2636	3496	3847	3842	4079	公允价值变动收益	-31	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	55	50	50	50	50
固定资产	2072	2451	2837	2865	3136	<b>营业利润</b>	1116	1399	1618	1905	2204
无形资产	200	440	408	376	344	营业外收入	0	7	7	7	7
其他非流动资产	364	605	603	601	599	营业外支出	28	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	7439	9637	11343	13410	15619	<b>利润总额</b>	1089	1398	1617	1905	2204
<b>流动负债合计</b>	2570	4466	5013	5713	6346	所得税	149	226	261	307	355
短期借款	325	1339	1339	1339	1339	<b>净利润</b>	939	1173	1356	1598	1848
应付账款	1064	1326	1501	1780	2037	少数股东损益	44	3	0	0	0
预收款项	254	252	283	325	373	归属母公司净利润	895	1170	1356	1597	1848
一年内到期的非流	3	0	0	0	0	EBITDA	1285	1794	1911	2224	2561
<b>非流动负债合计</b>	40	114	117	120	123	<b>EPS (元)</b>	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
长期借款	0	3	6	9	12	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	2610	4580	5130	5833	6469	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	200	3	3	3	3	营业收入增长	19%	64%	12%	15%	15%
实收资本 (或股本)	310	310	310	310	310	营业利润增长	58%	25%	16%	18%	16%
资本公积	815	738	738	738	738	归属于母公司净利	56%	31%	16%	18%	16%
未分配利润	3138	3572	4591	5795	7184	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4628	5054	6209	7573	9146	毛利率(%)	30%	29%	28%	29%	29%
<b>负债和所有者权益</b>	7439	9637	11343	13410	15619	净利率(%)	17%	13%	14%	14%	14%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	12%	12%	12%	12%	12%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19%	23%	22%	21%	20%
<b>经营活动现金流</b>	1320	1370	1777	2072	2215	<b>偿债能力</b>					
净利润	895	1170	1356	1597	1848	资产负债率(%)	35%	48%	45%	44%	41%
折旧摊销	295	379	449	506	563	流动比率	1.87	1.38	1.50	1.67	0.00
财务费用	-54	20	-155	-186	-206	速动比率	1.69	1.01	1.13	1.31	0.00
应收账款减少	6	-516	-162	-224	-256	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-38	-2	31	42	48	总资产周转率	0.73	1.02	0.93	0.91	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-804	1131	-800	-500	-800	应收账款周转率	6.44	8.08	6.89	6.97	6.97
公允价值变动收益	-31	1	1	1	1	应付账款周转率	4.43	7.28	6.90	6.84	6.75
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	55	50	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	2.89	3.77	4.38	5.15	5.96
<b>筹资活动现金流</b>	-275	-1957	-44	-45	-66	每股净现金流(最新	0.82	1.77	3.01	4.93	4.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.93	16.31	20.04	24.44	29.51
长期借款增加	0	3	3	3	3	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.43	21.76	18.77	15.93	13.77
资本公积增加	0	-78	0	0	0	P/B	5.50	5.04	4.10	3.36	2.78
<b>现金净增加额</b>	255	547	933	1528	1349	EV/EBITDA	18.93	13.63	12.31	9.89	8.07

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	农化行业系列之二：大豆自给率提升趋势下的农药投资机会	2020-04-28
行业深度报告	农化行业系列之一：展望 10 年后的中国农化行业：“先正达集团”的成立有望成为破解我国农药行业“大而不强”的契机	2020-04-22

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

### 刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526