

# 扬农化工 (600486.SH)

## 全方位推动高质量发展，农化巨头业绩高速增长 91%

**买入**

### 核心观点

**主要农药产品量价齐升，助力公司 2022H1 归母净利润同比增长 91%。**公司发布《2022 年半年度报告》：受益于公司优嘉三期项目全面达产，四期项目第一阶段相继投产，产能、产量较上年同期增加，且主要农药产品价格较同期上涨（如菊酯类产品、草甘膦产品等）等利好影响，**2022H1**，公司主营收入 95.65 亿元，同比+43.14%；归母净利润 15.15 亿元，同比+91.36%。其中 **2022Q2 单季度**，公司主营收入 42.98 亿元，同比+44.47%；单季度归母净利润 6.1 亿元，同比+75.81%。公司中报业绩与《2022 年半年度业绩预增公告》情况基本符合，在 2022Q1 业绩已经大幅增长且超我们预期的基础上，2022Q2 公司经营业绩持续表现亮眼。

**强大的研产销一体化运营能力提升了公司的市场竞争力。**2022Q1，公司原药、制剂（不折百）产品单吨平均售价分别为 11.21、5.55 万元/吨，分别同比上涨了 41.26%、77.21%；二者销量分别达到 2.84、1.69 万吨；营业收入分别达到 31.88、9.39 亿元；**2022Q2**，公司原药、制剂（不折百）产品单吨平均售价分别为 10.43、3.71 万元/吨，分别环比下降了 7%、33%；二者销量分别达到 2.38、1.11 万吨；营业收入分别达到 24.79、4.12 亿元。公司现已具备国内领先的农药研发能力、多品种农药的生产制造及安全环保能力，并拥有广泛的原药、制剂销售渠道和市场。同时，产业链一体化配套优势有助于公司平抑原材料价格波动风险。

**重点推进优嘉四期项目建设，于葫芦岛设立新基地，深化与先正达的合作。**2022H1，公司高效完成了优嘉四期的第一阶段项目的投产试运行，我们预计四期项目放量将对公司 2022 年业绩起到积极贡献。另外，扬农化工已在辽宁葫芦岛经济开发区注册了新公司，有望进一步为扬农化工的成长及发展注入活力，目前公司正大力推进北方基地项目就按设。此外，我们看好未来先正达整合加速扬农化工承接其订单转移，扬农化工全球市场份额有望提升。未来，公司将持续布局新项目、深化研产销一体化高效运营、全方位推动企业持续高质量发展，打造成为全球农化巨头。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

**投资建议：**我们看好公司将打造成为国际综合性农化巨头。我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.11/25.83/28.77 亿元，同比增速 80.9%/16.8%/11.4%；摊薄 EPS=7.13/8.33/9.28 元，在当前股价下对应 PE=15.7/13.4/12.1。维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,831	11,841	14,758	17,282	18,732
(+/-%)	13.0%	20.4%	24.6%	17.1%	8.4%
净利润(百万元)	1210	1222	2211	2583	2877
(+/-%)	3.4%	1.0%	80.9%	16.8%	11.4%
每股收益(元)	3.90	3.94	7.13	8.33	9.28
EBIT Margin	18.7%	15.6%	18.2%	18.4%	18.9%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	17.6%	26.2%	25.4%	23.7%
市盈率 (PE)	28.7	28.4	15.7	13.4	12.1
EV/EBITDA	17.8	16.9	13.5	12.2	11.4
市净率 (PB)	5.84	5.00	4.12	3.41	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

**证券分析师：杨林**

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

**证券分析师：张玮航**

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	112.05 元
总市值/流通市值	34736/34736 百万元
52 周最高价/最低价	148.88/100.47 元
近 3 个月日均成交额	304.87 百万元

#### 市场走势

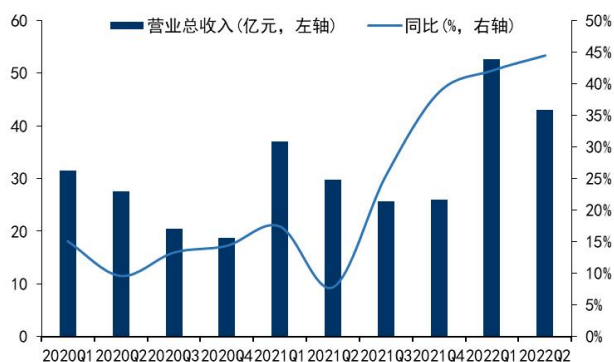


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

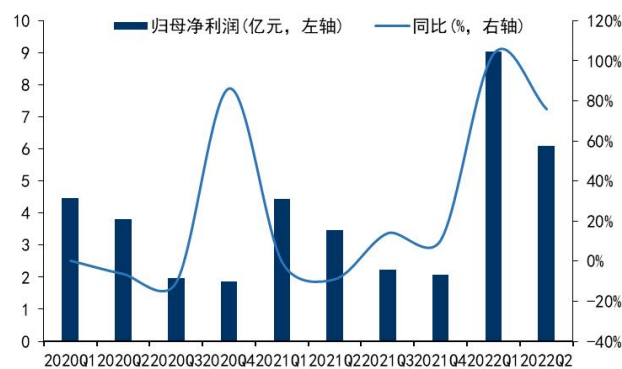
#### 相关研究报告

- 《扬农化工(600486.SH)一季度业绩高速增长 104%，农化巨头多方位优势显著》——2022-04-26
- 《扬农化工(600486.SH)-以量补价业绩符合预期，重点推进优嘉四期项目建设》——2022-03-29
- 《扬农化工-600486-2021 年中报点评：业绩符合预期，保持稳健及健康的发展势头》——2021-08-24
- 《国信证券-扬农化工-600486-公司深度：“研-产-销”一体化农药龙头的扬帆起航》——2021-04-30
- 《扬农化工-600486-2021 年一季报点评：Q1 业绩略低于预期，建设成全球农化巨头》——2021-04-27

**主要农药产品量价齐升，助力公司 2022H1 归母净利润同比增长 91%。**2022 年 8 月 28 日晚，公司发布了《2022 年半年度报告》：受益于公司优嘉三期项目全面达产，四期项目第一阶段相继投产，产能、产量较上年同期增加，且主要农药产品价格较上年同期上涨（如菊酯类产品、草甘膦产品等）等利好影响，**2022H1**，公司主营收入 95.65 亿元，同比上升 43.14%；归母净利润 15.15 亿元，同比上升 91.36%；扣非净利润 15.83 亿元，同比上升 105.68%；其中 **2022Q2 单季度**，公司单季度主营收入 42.98 亿元，同比上升 44.47%；单季度归母净利润 6.1 亿元，同比上升 75.81%；单季度扣非净利润 6.89 亿元，同比上升 123.25%；负债率 49.86%，投资收益-868.57 万元，财务费用-12713.73 万元，毛利率 27.82%。公司中报业绩与《2022 年半年度业绩预增公告》情况基本符合，在 2022Q1 业绩已经大幅增长且超我们预期的基础上，2022Q2 公司经营业绩持续表现亮眼。

**图1：扬农化工营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：扬农化工归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

据公司《主要经营数据公告》显示，**2022Q1**，公司原药、制剂（不折百）产品单吨平均售价分别为 11.21、5.55 万元/吨，分别同比上涨了 41.26%、77.21%；二者销量分别达到 2.84、1.69 万吨；营业收入分别达到 31.88、9.39 亿元；**2022Q2**，公司原药、制剂（不折百）产品单吨平均售价分别为 10.43、3.71 万元/吨，分别环比 2022Q1 下降了 7%、33%；二者销量分别达到 2.38、1.11 万吨；营业收入分别达到 24.79、4.12 亿元。整体来说，近年来，公司不断深化与同行、龙头制剂、农化跨国企业间的战略合作，扩大核心品种销售；并根据市场变化调整产品销售模式，精准实施调价策略，提升产品盈利能力。目前，公司已具备国内领先的农药研发能力，具有多品种农药的生产制造及安全环保能力，自身拥有广泛的原药、制剂销售渠道和市场。同时，公司所具备的产业链一体化配套优势有助于公司平抑原材料价格波动风险。

**从经营层面来说**，近年来，公司经营业绩高速增长、生产运营取得新的提升、工程建设实现快速推进，继续保持稳健、持续、健康的发展势头。目前，公司已完成优嘉四期一阶段项目“三同时”竣工验收、强制清洁生产审核中期报告编制等；并全力推进北方基地项目，已完成公司注册等工作，项目前期报批等工作正在抓紧进行；优士产能继续保持满负荷运行，江苏优科在生产旺季实现双班生产。**优嘉四期项目方面**，2021 年，公司围绕优嘉四期项目进行了高起点设计、高标准建设、高效率推进、高质量运营。2022H1，优嘉四期第一阶段项目（产品涉及苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺四个品种）已建成并已顺利投产试运行。

其中，值得一提的是，从投资活动产生的现金流量净额来看，去年同期优嘉四期第一阶段投资金额较大，今年上半年投资第二阶段，投资金额同比有所减少。优嘉四期项目预算入约为 18.09 亿元，现已累计投入 9.41 亿元，累积投入占预算比例为 51.64%。

**作为农药行业龙头与领跑者，公司拥有完整的产业链，研产销一体化、完整产业链、品牌等多方位优势显著。**未来，公司将持续布局新项目、深化研产销一体化高效运营、全方位推动企业持续高质量发展，公司成长确定性高，我们看好公司将打造成为国际综合性农化巨头。

### 工程建设速度保持行业领先，重点推进优嘉四期项目建设及北方项目建设

**近年来公司持续优化生产布局、推动转型升级，全力推进优嘉四期项目建设。**扬农化工公司工程建设速度保持行业领先，子公司优嘉公司一期项目建设用时仅 10 个月，创造当地园区最快项目建设记录，二期、三期、四期项目快速建成，调试均一次性取得成功。2021 年，公司充分发挥三期产能释放优势，并全面推进优嘉工厂与同行先进工厂的对标协同，提升生产高效运转、不断优化工艺路径、进行降本增效及开源节流；沈阳科创完成了氟环唑项目建设和调试以及一车间综合改造、干燥设施及公用工程改造，自动化水平和能源供应水平得到了提升；同时，公司还完成了宝叶公司代森联等多个品种的改造。此外，2021 年，公司还围绕优嘉四期项目进行高起点设计、高标准建设、高效率推进、高质量运营，现已高效完成了优嘉四期的第一阶段项目建设，我们预计四期项目放量将对公司 2022 年业绩起到积极贡献。此外，沈阳科创全年实施多项工程技改，在清洁化改造、本质安全提升等方面取得了显著成效。优科植保在仓储能力和制剂产能上的得到进一步提升。

值得一提的是，2022H1，扬农化工已在辽宁葫芦岛经济开发区注册了新公司——辽宁优创植物保护有限公司，该公司注册资本为 3 亿元，由扬农化工 100% 持股，主要进行农药、化工产品及其中间体项目的生产。据企查查数据显示，2022 年 6 月 23 日，辽宁优创植物保护有限公司成立，法定代表人为吴孝举。我们看好，葫芦岛新基地的布局，有望进一步为扬农化工注入成长活力，并助力公司形成南北基地布局。扬农化工公司具有丰富产品结构、强大技术能力，且自身本质安全及绿色低碳水平领先、上下游配套完善，未来将作为优势龙头企业，享受新基地带来的原料供应、交通运输等优势，获得充分的成长、发展空间。

### 有望长期受益于“两化”优质农化资产整合

“两化”农化业务合并、联手打造农化巨头先正达集团，是两化进一步加强合作的重要举措，旨在进一步优化资源配置。目前先正达集团已完成受让本公司 36.17% 股份的过户手续，公司控股股东已变更为先正达集团，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。据扬农化工公司公告，先正达集团收购扬农化工公司后，扬农化工公司仍具有独立经营能力，具有完整的采购、生产、销售体系，拥有独立的知识产权，将与先正达集团在人员、资产、财务、机构和业务方面保持相互独立。公司将综合运用资产重组、业务调整、委托管理、设立合资公司等多种方式，逐步稳妥推进相关业

务整合以解决竞争问题。2021 年，扬农化工公司新增先正达集团及其关联方为公司的关联方。

目前，扬农化工公司已独家授权先正达亚太及其属地公司代理本公司印度、菲律宾、泰国三国的销售业务，先正达亚太及其属地公司将向作物海外和中化农化采购农药产品，向作物海外及其属地公司支付许可费和服务费。我们看好，先正达整合加速扬农化工承接其订单转移，有利于先正达原料供应链的经济、稳定、安全；借助先正达品牌及销售渠道，扬农化工全球市场份额有望提升。新扬农与集团内成员单位的协同合作持续深化，在技术研发、生产供应、市场渠道拓展等方面将获得更多的协同机遇，尤其在生产制造端凭借良好的质量、成本优势，将获得更多的发展机会。

**投资建议：维持“买入”评级。**作为农药行业龙头与领跑者，公司拥有完整的产业链，研产销一体化、完整产业链、品牌等多方位优势显著。未来，公司将持续布局新项目、深化研产销一体化高效运营、全方位推动企业持续高质量发展，公司成长确定性高，我们看好公司将打造成为国际综合性农化巨头。我们维持公司盈利预测：我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.11/25.83/28.77 亿元，同比增速 80.9%/16.8%/11.4%；摊薄 EPS=7.13/8.33/9.28 元，在当前股价下对应 PE=15.7/13.4/12.1。**维持“买入”评级。**

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	1891	2272	2893	6066	8986	<b>营业收入</b>	<b>9831</b>	<b>11841</b>	<b>14758</b>	<b>17282</b>	<b>18732</b>
应收款项	1909	2868	3099	3724	4169	营业成本	7244	9110	10784	12389	13340
存货净额	1632	1867	2541	2767	2954	营业税金及附加	29	29	44	52	56
其他流动资产	945	844	1103	1395	1416	销售费用	219	269	339	432	468
<b>流动资产合计</b>	<b>6378</b>	<b>7851</b>	<b>9636</b>	<b>13953</b>	<b>17524</b>	管理费用	505	586	910	1234	1336
固定资产	3806	4560	5645	6604	6978	财务费用	179	99	77	134	144
无形资产及其他	505	489	465	440	416	投资收益	24	39	0	0	0
投资性房地产	207	202	202	202	202	资产减值及公允价值变动	164	44	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(410)	(387)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10895</b>	<b>13102</b>	<b>15948</b>	<b>21199</b>	<b>25120</b>	营业利润	1434	1444	2603	3041	3388
短期借款及交易性金融负债	451	834	800	1300	1400	营业外净收支	(14)	(3)	0	0	0
应付款项	2695	3247	4102	4610	4936	利润总额	1420	1440	2603	3041	3388
其他流动负债	956	1643	1575	3474	5528	<b>所得税费用</b>	<b>209</b>	<b>217</b>	<b>390</b>	<b>456</b>	<b>508</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4102</b>	<b>5724</b>	<b>6477</b>	<b>9385</b>	<b>11864</b>	少数股东损益	1	1	2	2	2
长期借款及应付债券	553	253	853	1453	953	归属于母公司净利润	1210	1222	2211	2583	2877
其他长期负债	288	179	179	179	179	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>841</b>	<b>432</b>	<b>1032</b>	<b>1632</b>	<b>1132</b>	<b>净利润</b>	1210	1222	2211	2583	2877
<b>负债合计</b>	<b>4943</b>	<b>6155</b>	<b>7509</b>	<b>11017</b>	<b>12995</b>	资产减值准备	41	(46)	1	0	0
少数股东权益	4	3	4	6	7	折旧摊销	390	577	440	565	651
股东权益	5948	6944	8435	10177	12117	公允价值变动损失	(164)	(44)	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10895</b>	<b>13102</b>	<b>15948</b>	<b>21199</b>	<b>25120</b>	财务费用	179	99	77	134	144
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	464	(5)	(376)	1265	1727
每股收益	3.90	3.94	7.13	8.33	9.28	其它	(40)	47	1	1	1
每股红利	0.80	0.78	2.32	2.71	3.02	<b>经营活动现金流</b>	<b>1902</b>	<b>1751</b>	<b>2275</b>	<b>4414</b>	<b>5256</b>
每股净资产	19.19	22.41	27.22	32.84	39.10	资本开支	0	(1305)	(1500)	(1500)	(1000)
ROIC	24%	21%	27%	30%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	20%	18%	26%	25%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(1305)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1000)</b>
毛利率	26%	23%	27%	28%	29%	权益性融资	(57)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	18%	18%	19%	负债净变化	550	(300)	600	600	(500)
EBITDA Margin	23%	20%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(247)	(242)	(720)	(841)	(937)
收入增长	13%	20%	25%	17%	8%	其它融资现金流	(2891)	1019	(34)	500	100
净利润增长率	3%	1%	81%	17%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2341)</b>	<b>(65)</b>	<b>(154)</b>	<b>259</b>	<b>(1337)</b>
资产负债率	45%	47%	47%	52%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>(440)</b>	<b>380</b>	<b>622</b>	<b>3173</b>	<b>2919</b>
息率	0.7%	0.7%	2.1%	2.4%	2.7%	货币资金的期初余额	2331	1891	2272	2893	6066
P/E	28.7	28.4	15.7	13.4	12.1	货币资金的期末余额	1891	2272	2893	6066	8986
P/B	5.8	5.0	4.1	3.4	2.9	企业自由现金流	0	835	841	3029	4379
EV/EBITDA	17.8	16.9	13.5	12.2	11.4	权益自由现金流	0	1553	1342	4015	3857

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032