

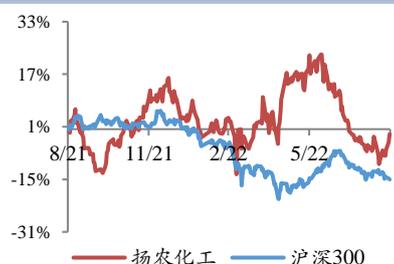
## 量价齐升业绩创新高，看好优创项目成长性

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-08-31

收盘价（元）	117.80
近 12 个月最高/最低（元）	146.84/103.07
总股本（百万股）	310
流通股本（百万股）	310
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	365
流通市值（亿元）	365

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

### 联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

8月28日，扬农化工发布2022年半年度报告，公司上半年实现营业收入95.65亿元，同比增长43.14%；实现归母净利润15.15亿元，同比增长91.36%；实现基本每股收益4.89元/股，同比增长91.36%。2022Q2实现营收42.98亿，同比增长44.47%，环比下降18.42%；实现归母净利润6.10亿元，同比增长75.81%，环比下降32.53%。

#### ● 公司产品量价齐升，半年度业绩创新高

公司上半年实现营业收入95.65亿元，同比增长43.14%；实现归母净利润15.15亿元，同比增长91.36%。公司上半年业绩再创新高，主要系公司主营产品量价齐升。2022年上半年，疫情影响叠加俄乌冲突，引发各国对粮食问题的担忧，国际粮食价格全面走高，高粮价背景下，全球农户种植意愿普遍增强，带动全球农药需求和价格的持续提升。①杀虫剂业务：2022年上半年，公司主营产品联苯菊酯、功夫菊酯、氯氟菊酯价格分别为31.75、22.58、8.97万元/吨，同比增长49.37%、16.77%、2.00%。其中二季度价格分别为29.55万元/吨，21.08万元/吨和8.74万元/吨，同比增长35.29%、8.11%和-1.04%。②除草剂业务：2022年上半年，公司主营产品草甘膦和麦草畏价格分别为6.87、7.59万元/吨，分别同比增长97.32%和0.32%。其中二季度价格分别为6.38、7.50万元/吨，同比增长58.28%和-0.41%。③杀菌剂业务：2022年上半年，公司主营产品丙环唑、氟啶胺、苯醚甲环唑和吡唑醚菌酯价格分别为20.47、28.21、18.31和25.34万元/吨，分别同比增长64.19%、7.26%、-0.27%和62.60%。其中二季度价格分别为18.14、27.36、17.08和24.46万元/吨，分别同比增长38.97%、5.40%、-4.06%和57.82%。

图表：公司主要产品价格（万元/吨）

	2021H1	2022H1	同比	2021Q2	2022Q2	同比
联苯菊酯	21.26	31.75	49.37%	21.85	29.55	35.29%
功夫菊酯	19.33	22.58	16.77%	19.50	21.08	8.11%
氯氟菊酯	8.79	8.97	2.00%	8.83	8.74	-1.04%
草甘膦	3.48	6.87	97.32%	4.03	6.38	58.28%
麦草畏	7.57	7.59	0.32%	7.53	7.50	-0.41%
丙环唑	12.47	20.47	64.19%	13.05	18.14	38.97%
氟啶胺	26.30	28.21	7.26%	25.96	27.36	5.40%
苯醚甲环唑	18.36	18.31	-0.27%	17.81	17.08	-4.06%
吡唑醚菌酯	15.59	25.34	62.60%	15.50	24.46	57.82%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

### ● 优嘉项目逐步贡献业绩，优创项目有序推进，远期成长空间广阔

目前公司优嘉三期项目已全部投产，优嘉四期一阶段项目于 2022 年上半年投产，新增 3800 吨联苯菊酯产能并逐步贡献业绩，预计优嘉四期项目于 2022 年年底之前全部投产，届时公司将新增 7310 吨拟除虫菊酯产能，并逐步为公司贡献业绩增量。同时公司优创项目有序推进，2021 年 6 月，公司与葫芦岛市人民政府签订《葫芦岛市人民政府与江苏扬农化工股份有限公司大型精细化工项目投资协议》，该项目总投资 100 亿元，有望将延续优嘉项目的高速成长模式。2022 年 5 月，公司决定在葫芦岛经济开发区设立辽宁优创植物保护有限公司(暂定名)，开始逐步推进葫芦岛精细化工项目。优创项目的推进有助于公司打通南北布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

### ● 背靠控股股东先正达，看好集团内部协同发展

公司依托控股股东先正达，贸易业务得到较大提升，海外营收连续增长。2022 年上半年，公司海外营收 60.61 亿元，同比增长 81.74%。先正达集团植保业务单元由先正达中国植保、安道麦中国、扬农化工组成，是中国植保行业的领军者，建设有 6 大原药生产基地，6 大制剂工厂，5 大研发创新中心，其专利和非专利化合物数量均居全国第一。公司背靠控股股东先正达，有利于公司与先正达集团内其他农化企业的业务协同，实现多元化发展。

### ● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.36、24.20、26.28 亿元，同比增速为 83.0%、8.2%、8.6%。对应 PE 分别为 16.3、15.1、13.9 倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11841	17270	20142	22319
收入同比 (%)	20.4%	45.8%	16.6%	10.8%
归属母公司净利润	1222	2236	2420	2628
净利润同比 (%)	1.0%	83.0%	8.2%	8.6%
毛利率 (%)	23.1%	25.1%	23.3%	22.6%
ROE (%)	17.6%	24.9%	21.3%	18.8%
每股收益 (元)	3.94	7.21	7.81	8.48
P/E	33.27	16.33	15.08	13.89
P/B	5.86	4.07	3.21	2.61
EV/EBITDA	19.37	11.47	10.13	8.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	7851	12589	14769	19772	
现金	2272	4142	6745	9529	
应收账款	2041	2763	2909	3338	
其他应收款	48	87	68	106	
预付账款	527	820	937	1072	
存货	1867	3530	2655	4413	
其他流动资产	1095	1247	1455	1314	
<b>非流动资产</b>	5252	4845	4427	4015	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	3375	2989	2604	2218	
无形资产	489	489	489	489	
其他非流动资产	1387	1366	1334	1307	
<b>资产总计</b>	13102	17434	19196	23786	
<b>流动负债</b>	5724	7902	7338	9288	
短期借款	276	-256	-609	-1051	
应付账款	1518	3163	2197	3931	
其他流动负债	3930	4994	5750	6408	
<b>非流动负债</b>	432	566	492	522	
长期借款	253	378	291	310	
其他非流动负债	179	188	201	212	
<b>负债合计</b>	6155	8468	7829	9809	
少数股东权益	3	5	7	9	
股本	310	310	310	310	
资本公积	592	592	592	592	
留存收益	6042	8060	10458	13066	
归属母公司股东权益	6944	8961	11359	13968	
<b>负债和股东权益</b>	13102	17434	19196	23786	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	1454	2437	2885	3030	
净利润	1223	2238	2422	2630	
折旧摊销	579	386	386	386	
财务费用	65	1	-47	-90	
投资损失	-39	-50	-62	-67	
营运资金变动	-368	-146	180	164	
其他经营现金流	1586	2393	2248	2474	
<b>投资活动现金流</b>	-1138	50	121	96	
资本支出	-1330	-9	-6	-7	
长期投资	65	7	62	35	
其他投资现金流	127	52	64	69	
<b>筹资活动现金流</b>	-142	-600	-381	-322	
短期借款	-175	-531	-353	-442	
长期借款	-300	125	-88	19	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-45	0	0	0	
其他筹资现金流	379	-194	60	101	
<b>现金净增加额</b>	147	1870	2603	2785	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	11841	17270	20142	22319	
营业成本	9110	12935	15441	17285	
营业税金及附加	29	46	51	58	
销售费用	269	388	456	503	
管理费用	586	871	1006	1120	
财务费用	99	-90	-213	-360	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	43	0	0	0	
投资净收益	39	50	62	67	
<b>营业利润</b>	1444	2638	2856	3100	
营业外收入	5	4	4	4	
营业外支出	9	13	11	12	
<b>利润总额</b>	1440	2629	2850	3093	
所得税	217	392	427	462	
<b>净利润</b>	1223	2238	2422	2630	
少数股东损益	1	2	2	2	
<b>归属母公司净利润</b>	1222	2236	2420	2628	
EBITDA	2039	2884	2966	3059	
EPS (元)	3.94	7.21	7.81	8.48	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.4%	45.8%	16.6%	10.8%	
营业利润	0.7%	82.7%	8.2%	8.6%	
归属于母公司净利润	1.0%	83.0%	8.2%	8.6%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	23.1%	25.1%	23.3%	22.6%	
净利率 (%)	10.3%	12.9%	12.0%	11.8%	
ROE (%)	17.6%	24.9%	21.3%	18.8%	
ROIC (%)	15.4%	22.0%	18.8%	16.4%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.0%	48.6%	40.8%	41.2%	
净负债比率 (%)	88.6%	94.4%	68.9%	70.2%	
流动比率	1.37	1.59	2.01	2.13	
速动比率	0.91	1.01	1.50	1.52	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.99	1.13	1.10	1.04	
应收账款周转率	7.02	7.19	7.10	7.15	
应付账款周转率	6.02	5.53	5.76	5.64	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.94	7.21	7.81	8.48	
每股经营现金流薄)	4.69	7.86	9.31	9.78	
每股净资产	22.41	28.92	36.65	45.07	
<b>估值比率</b>					
P/E	33.27	16.33	15.08	13.89	
P/B	5.86	4.07	3.21	2.61	
EV/EBITDA	19.37	11.47	10.13	8.78	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。