

2022年10月25日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

119

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2022/10/24)	93.20
上证指数(2022/10/24)	2977.56
股价 12 个月高/低	148.02/90.1
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	288.83
主要股东	先正达集团股份有限公司 (36.17%)
每股净值(元)	27.10
股价/账面净值	3.44
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.5 -20.1 -18.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021.10.26	114.44	买进
2022.08.30	117.80	买进

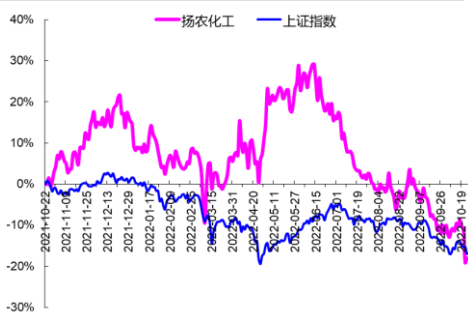
产品组合

原药	59.2%
贸易	25.0%
制剂	14.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.9%
一般法人	44.5%

股价相对大盘走势



扬农化工(600486.SH)

Buy 买进

费用计提影响业绩，南北布局助力长期发展

结论与建议：

事件：公司发布22年三季报，22年前三季度实现营收132.02亿元，yoy+41.77%，归母净利润16.38亿元，yoy+61.33%，扣非净利润18.00亿元，yoy+82.14%，符合此前预告。其中Q3营收35.37亿元，yoy+38.21%，qoq-17.70%，归母净利润1.24亿元，yoy-44.74%，qoq-79.71%，扣非净利润2.16亿元，yoy-0.73%，qoq-68.53%。子公司计提较多费用，包含1.6亿元土壤修复费用及1.3亿元资产减值准备，拖累归母净利润。

公司是国内菊酯龙头企业，今年受国际形势和疫情影响，粮食价格上行，带动农药价格上涨。公司优嘉四期扩产恰逢其时，业绩增长确定性强，后续成长空间大，维持“买进”评级。

- 产品量价齐升，业绩同比增长：**公司22年前三季度业绩同比大幅增长，主要是部分主要农药产品价格较上年同期上涨。此外，子公司优嘉公司三期项目全面达产，四期项目第一阶段项目相继投产，产品产销量同比提升，带动经营业绩大幅提升。22年前三季度，公司原药均价为10.65万元/吨，yoy+38.89%，制剂均价为4.86万元/吨，yoy+45.21%。
- 淡季毛利率下滑，土壤修复费用拖累业绩：**单季来看，下半年是农药淡季，Q3公司原药和制剂销售均价和销量环比均有下滑。此外上游原材料价格上涨幅度较大，受双重不利因素影响，Q3公司毛利率环比下滑3.43pct达21.98%。费用来看，Q3公司研发费用率同比下降0.17pct到3.59%，销售费用率同比上升0.09pct到2.49%；管理费用率同比上升3.37pct达8.22%，主要是因为子公司预计土壤修复费用1.6亿元；财务费用率同比下降1.04pct，主要是汇兑收益增加，上年同期为汇兑损失。
- 优嘉四期投产，葫芦岛基地持续建设：**后续来看，公司优嘉四期剩余项目预计年内完成建设，投产后将进一步提升公司业绩。此外，5月28日，公司公告计划在辽宁省葫芦岛投资百亿建设新基地，进行农药、化工产品及其中间体项目的生产，有望均衡生产基地的南北布局，拓展未来发展空间。
- 盈利预测：**考虑到公司毛利率下滑，我们下修盈利预测，预计公司2022/2023/2024年实现净利润19.39/21.69/23.70亿元，yoy+58.66%/+11.87%/+9.28%（前值21.61/22.58/24.10亿元，yoy+76.88%/+4.45%/+6.75%），折合EPS为6.26/7.00/7.65元，目前A股股价对应的PE为15/13/12倍。维持“买进”评级。
- 风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022E	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	187	1,222	1,939	2,169	2,370
同比增减		86.16%	555.09%	58.66%	11.87%	9.28%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.60	3.94	6.26	7.00	7.65
同比增减		86.16%	555.09%	58.66%	11.87%	9.28%
A 股市盈率(P/E)	X	154.83	23.63	14.90	13.32	12.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.65	0.65	0.65	0.7	0.7
股息率 (Yield)		0.70%	0.70%	0.70%	0.75%	0.75%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

## 附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1875	11841	16280	18054	19169
经营成本	1381	9110	12387	13586	14350
研发费用	94	374	503	547	569
营业税金及附加	8	29	39	44	46
销售费用	12	269	370	411	436
管理费用	133	586	790	876	930
财务费用	101	99	-54	72	77
资产减值损失	-47	-1	0	0	0
投资收益	29	39	12	9	7
营业利润	207	1444	2285	2557	2795
营业外收入	1	5	5	6	6
营业外支出	14	9	0	0	1
利润总额	194	1440	2285	2557	2794
所得税	7	217	345	386	422
少数股东损益	0	1	2	2	2
归属于母公司股东权益	187	1222	1939	2169	2370

## 附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2022E	2024E
货币资金	1891	2272	2774	4466	6762
应收账款	1868	2820	3141	3567	3795
存货	1632	1867	2053	2156	2264
流动资产合计	6378	7851	11993	14724	17676
长期股权投资			0	0	0
固定资产	3607	3375	3746	3971	4289
在建工程	198	1185	474	479	484
非流动资产合计	4517	5252	4959	5236	5612
资产总计	10895	13102	16951	19959	23289
流动负债合计	4102	5724	7846	8709	9688
非流动负债合计	841	432	420	396	374
负债合计	4943	6155	8266	9104	10062
少数股东权益	4	3	4	5	6
股东权益合计	5952	6947	8685	10855	13226
负债及股东权益合计	10895	13102	16951	19959	23289

## 附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2022E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	1378	1454	2181	2508	2884
投资活动产生的现金流量净额	-1178	-1138	-1479	-1036	-828
筹资活动产生的现金流量净额	-624	-142	-199	219	241
现金及现金等价物净增加额	-481	147	503	1691	2297

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。