

农药

扬农化工（600486.SH）

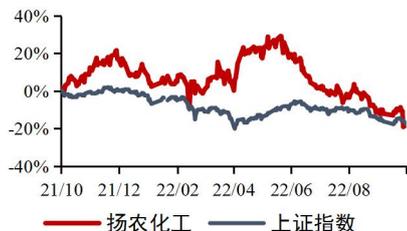
买入-B(维持)

业绩基本符合预期，受淡季和子公司费用、资产减值影响

2022年10月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月24日

收盘价（元）：	93.20
年内最高/最低（元）：	148.88/90.10
流通A股/总股本(亿)：	3.10/3.10
流通A股市值（亿）：	288.83
总市值（亿）：	288.83

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益：	5.29
摊薄每股收益：	5.29
每股净资产(元)：	27.11
净资产收益率：	19.51

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

➢ 公司披露 2022 年三季报。前三季度公司实现营业收入 131.02 亿元，同比+41.77%，归属母公司股东的净利润 16.38 亿元，同比+61.33%。其中，公司 2022 年第三季度实现营业收入 35.37 亿元，同比+38.21%，环比-17.71%；归属净利润 1.24 亿元，同比-44.74%，环比-79.67%。

➢ 三季度农药淡季，Q3 业绩有所下滑。三季度农药行业进入淡季，呈现季节性回落，公司原药、制剂产量分别为 7.09 万吨、2.87 万吨，销量分别为 7.1 万吨、3.17 万吨；公司原药、制剂平均售价分别为 10.65 万元/吨、4.86 万元/吨，分别同比+38.89%、+45.21%。2022 年前三季度与上年同期相比，部分主要农药产品价格较上年同期上涨，第三季度市场价格有所回落，根据中农立华数据，截至三季度末，草甘膦报 5.85 万元/吨，同比-18.75%；高效氯氟氰菊酯原药市场报 20 万元/吨，同比-31.03%；联苯菊酯原药报 27.5 万元/吨，同比-21.43%；高效氯氟菊酯母药报 4.6 万元/吨，同比-4.17%。

➢ 公司积极推动南北基地建设，看好优嘉优创未来成长。优嘉三期产能全面释放，优嘉四期一阶段项目顺利投产试运行，北方基地项目全力推进。公司工程建设速度保持行业领先，优嘉公司一期项目建设用时仅 10 个月，二期、三期、四期项目快速建成，调试均一次性取得成功。优嘉项目未来投产，将实现公司产品系列化和逐步高端化，培育新的效益增长点，不断提升整体竞争力。2022 年 5 月 8 日，公司决定在辽宁省葫芦岛经济开发区设立全资子公司辽宁优创植物保护有限公司，进行农药、化工产品及其中间体项目的生产。我们看好优嘉、优创未来成长。

➢ 管理费用增长 52%，毛利率、净资产收益率同比提升。管理费用增加主要系三季度子公司预计土壤修复费用 1.6 亿元，此外，子公司预计资产减值准备金增加 1.33 亿元；公司销售毛利率 26.24%，同环比分别变化+2.99pct、-1.58pct；期间费用率 7.85%，同环比分别-1.94pct、+1.26pct；实现加权净资产收益率 21.27%，同环比分别变化+5.22pct、+1.62pct。

投资建议

➢ 我们预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 19.45/20.67/22.79 亿元，对应 EPS 为 6.28/6.67/7.35 元，目前股价对应 2022-2024 年 PE 为 15.5/14.5/13.2 倍，维持“买入-B”评级。

**风险提示：**农化市场需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
------	-------	-------	-------	-------	-------



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



营业收入(百万元)	9,831	11,841	14,301	16,143	18,224
YoY(%)	13.0	20.4	20.8	12.9	12.9
净利润(百万元)	1,210	1,222	1,945	2,067	2,279
YoY(%)	3.4	1.0	59.2	6.2	10.3
毛利率(%)	26.3	23.1	25.9	25.6	25.3
EPS(摊薄/元)	3.90	3.94	6.28	6.67	7.35
ROE(%)	20.3	17.6	22.4	19.6	18.0
P/E(倍)	24.8	24.6	15.5	14.5	13.2
P/B(倍)	5.1	4.3	3.5	2.8	2.4
净利率(%)	12.3	10.3	13.6	12.8	12.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6378	7851	8781	11537	13755
现金	1891	2272	2662	4471	6022
应收票据及应收账款	1868	2820	2645	3596	3423
预付账款	500	527	639	704	802
存货	1632	1867	2412	2358	3079
其他流动资产	487	365	422	407	429
<b>非流动资产</b>	4517	5252	5733	5842	5940
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3607	3375	4142	4476	4720
无形资产	506	492	480	459	441
其他非流动资产	404	1385	1112	907	780
<b>资产总计</b>	10895	13102	14514	17379	19695
<b>流动负债</b>	4102	5724	5371	6434	6721
短期借款	451	276	334	315	321
应付票据及应付账款	2695	3247	3844	4129	4934
其他流动负债	956	2200	1192	1990	1466
<b>非流动负债</b>	<b>841</b>	<b>432</b>	<b>452</b>	<b>386</b>	<b>336</b>
长期借款	553	253	236	183	129
其他非流动负债	288	179	215	203	207
<b>负债合计</b>	4943	6155	5822	6820	7056
少数股东权益	4	3	5	6	8
股本	310	310	310	310	310
资本公积	637	592	592	592	592
留存收益	4898	5936	7562	9290	11195
归属母公司股东权益	5948	6944	8687	10553	12630
<b>负债和股东权益</b>	10895	13102	14514	17379	19695

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1378	1454	2001	2836	2611
净利润	1211	1223	1947	2068	2281
折旧摊销	393	579	485	608	712
财务费用	179	99	100	108	87
投资损失	-24	-39	-39	-39	-39
营运资金变动	-382	-113	-452	134	-388
其他经营现金流	1	-294	-40	-44	-42
<b>投资活动现金流</b>	-1178	-1138	-890	-633	-730
<b>筹资活动现金流</b>	-624	-142	-721	-394	-330
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.90	3.94	6.28	6.67	7.35
每股经营现金流(最新摊薄)	4.45	4.69	6.46	9.15	8.42
每股净资产(最新摊薄)	19.19	22.41	28.03	34.05	40.76

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	9831	11841	14301	16143	18224
营业成本	7244	9110	10594	12016	13619
营业税金及附加	29	29	38	41	48
营业费用	219	269	322	365	411
管理费用	505	586	721	807	915
研发费用	332	374	467	518	590
财务费用	179	99	100	108	87
资产减值损失	-47	-1	-133	-47	-30
公允价值变动收益	116	43	43	43	43
投资净收益	24	39	39	39	39
<b>营业利润</b>	1434	1444	2296	2439	2690
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	16	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	1420	1440	2293	2436	2687
所得税	209	217	346	368	405
<b>税后利润</b>	1211	1223	1947	2068	2281
少数股东损益	1	1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1210	1222	1945	2067	2279
EBITDA	1803	1975	2723	2956	3259

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.0	20.4	20.8	12.9	12.9
营业利润(%)	2.5	0.7	59.0	6.2	10.3
归属于母公司净利润(%)	3.4	1.0	59.2	6.2	10.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.3	23.1	25.9	25.6	25.3
净利率(%)	12.3	10.3	13.6	12.8	12.5
ROE(%)	20.3	17.6	22.4	19.6	18.0
ROIC(%)	17.2	14.6	20.3	17.8	16.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.4	47.0	40.1	39.2	35.8
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.6	5.1	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	2.8	3.1	3.0	3.0	3.0
<b>估值比率</b>					
P/E	24.8	24.6	15.5	14.5	13.2
P/B	5.1	4.3	3.5	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.2	14.7	10.3	8.9	7.6

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。



### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

