

买入 (维持)

扬农化工

600486

优嘉项目持续放量，前三季度业绩同比高增，
Q3 集中减值致单季度业绩承压

2022年10月25日

市场数据

市场数据日期	2022-10-24
收盘价(元)	93.20
总股本(百万股)	309.90
流通股本(百万股)	309.90
总市值(百万元)	28882.68
流通市值(百万元)	28882.68
净资产(百万元)	8401.13
总资产(百万元)	16089.91
每股净资产(元)	27.11

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】扬农化工(600486)2022年一季报点评:产品量价齐升助推22H1业绩高增长,新基地规划在即,项目稳健推进后续业绩可期》2022-08-31

《【兴证化工】扬农化工(600486)2022年一季报点评:产品量价齐升,待放量产能储备充足,业绩有望持续向好》2022-05-01

《【兴证化工】扬农化工(600486)2021年报点评:优嘉三期项目达产推动公司产量增长,公司2021年业绩上行,后续四期项目投产放量可期》2022-03-31

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

刘梦岚

liumenglan@xyzq.com.cn

S0190522070006

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11841	14386	16210	18849
同比增长	20.4%	21.5%	12.7%	16.3%
归母净利润(百万元)	1222	1943	2223	2457
同比增长	1.0%	59.0%	14.4%	10.5%
毛利率	23.1%	27.2%	25.9%	25.5%
净利率	10.3%	13.5%	13.7%	13.0%
净资产收益率	17.6%	22.4%	21.0%	19.4%
每股收益(元)	3.94	6.27	7.17	7.93
每股经营现金流(元)	4.69	5.60	7.63	7.65

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 扬农化工发布 2022 年三季报, 报告期内实现营业收入 131.02 亿元, 同比增长 41.77%; 实现归属上市公司股东的净利润 16.38 亿元, 同比增长 61.33%; 实现扣非归母净利润 18.00 亿元, 同比增长 82.14%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 5.29 元, 每股经营性净现金流 9.23 元。

2022Q3 单季度公司实现营业收入 35.37 亿元, 同比增长 38.21%, 环比下降 17.70%; 实现归母净利润 1.24 亿元, 同比下降 44.74%, 环比下降 79.71%; 实现扣非归母净利润 2.17 亿元, 同比下降 0.73%, 环比下降 68.51%; 折合单季度 EPS 为 0.40 元。

- **维持“买入”评级。** 2022 年前三季度, 受益于优嘉三期、四期的新产能增量, 叠加公司原药及制剂价格同比上涨, 业绩同比大幅上行。三季度是传统淡季, 且公司子公司的土壤修复费用及预计资产减值准备金导致公司业绩承压, 单季度业绩下降。

扬农化工是国内农药行业龙头企业, 公司工艺技术水平优异, 具备从原药中间体-原药的完整产业链优势, 同时拥有原药创制药及非专利农药的自主研发能力。公司持续扩张农药产能, 进一步巩固菊酯农药龙头地位, 当前公司优嘉三期已经全面投产, 优嘉四期快速推进, 2022 年新产能放量可待。此外, 公司作为先正达集团旗下成员, 将与集团内其他领先农化企业进行技术、产品等多方位协同。随协同效应加深, 有望在行业内优先获取先正达的优质订单, 2022 年公司预计销售给先正达的金额约为 71.31 亿元, 同比增加 33.81 亿元。我们调整公司 2022-2024 年 EPS 预测为 6.27、7.17 元、7.93 元。维持“买入”的投资评级。

风险提示: 收购资产不确定性; 项目建设进度不达预期; 下游需求低迷。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

扬农化工发布 2022 年三季报, 报告期内实现营业收入 131.02 亿元, 同比增长 41.77%; 实现归属上市公司股东的净利润 16.38 亿元, 同比增长 61.33%; 实现扣非归母净利润 18.00 亿元, 同比增长 82.14%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 5.29 元, 每股经营性净现金流 9.23 元。

2022Q3 单季度公司实现营业收入 35.37 亿元, 同比增长 38.21%, 环比下降 17.70%; 实现归母净利润 1.24 亿元, 同比下降 44.74%, 环比下降 79.71%; 实现扣非归母净利润 2.17 亿元, 同比下降 0.73%, 环比下降 68.51%; 折合单季度 EPS 为 0.40 元。

点评

2022 年前三季度, 受益于优嘉三期、四期的新产能增量, 叠加公司原药及制剂价格同比上涨, 业绩同比大幅上行。三季度是传统淡季, 且公司子公司的土壤修复费用及预计资产减值准备金导致公司业绩承压, 单季度业绩下降。

- **优嘉四期一阶段投产叠加农化需求较好, 公司 22 年前三季度营收、净利润大幅增长, 毛利率提升。**公司前三季度实现营业收入 131.02 亿元, 同比增长 41.77%; 实现归属上市公司股东的净利润 16.38 亿元, 同比增长 61.33%。优嘉四期一阶段的投产和优嘉三期全面达产推动公司的产品产销量同比增长。海内外农业需求较好, 前三季度公司的原药和制剂价格较去年同期增长。根据公司公告, 22 年前三季度公司原药平均销售价格为 10.65 万元/吨, 同比增长 38.89%; 制剂平均销售价格为 4.86 万元/吨, 同比增长 45.21%。产品的量价齐升推动公司业绩上行, 22 年前三季度公司实现销售毛利率 26.24%, 同比增长 2.99pcts。
- **三季度为传统淡季, 公司原药产销量及价格均有所下降, 制剂价格走高销量下降。**由于优嘉项目投产, 2022Q3 单季度公司实现营业收入 35.37 亿元, 同比增长 38.21%, 环比下降 17.70%。三季度是农药传统的使用淡季, 三季度公司原药及制剂产量有所下降。根据公司公告, 22Q3 公司原药产量为 2.23 万吨, 环比下降 3.32%; 原药销量为 1.88 万吨, 环比下降 20.98%; 制剂产量为 0.38 万吨, 环比下降 65.30%; 制剂销量为 0.37 万吨, 环比下降 66.99%。价格方面, 三季度原药平均价格环比下降 3.24%至 10.09 万元/吨, 制剂平均价格环比上涨 39.48%至 5.17 万元/吨。公司 22Q3 的销售毛利率为 21.98%, 同比增长 0.62pcts, 环比下降 3.43pcts。

三季度单季度费用及减值准备金增加致使业绩下降。22Q3, 公司实现归母净利润 1.24 亿元, 同比下降 44.74%, 环比下降 79.71%; 实现扣非归母净利

润 2.17 亿元，同比下降 0.73%，环比下降 68.51%。公司 22Q3 业绩大幅下降主要原因为（1）公司的管理费用中增加子公司预计的土壤修复费用 1.6 亿元。（2）资产减值损失中子公司预计资产减值准备金增加 1.33 亿元。（3）营业外支出中固定资产报废损失增加，22Q3 固定资产报废损失为 1652.43 万元。

- **产能有序扩张，投产推进将继续带动公司业绩上行。**优嘉三期项目于 2020 年 Q3 建成投产，三期项目中菊酯类农药产能 10825 吨，目前已经全面达产。优嘉公司四期项目的第一阶段已经建成投产，并于 2022 年初调试生产，第一阶段投产的产品为苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺等。随着优嘉四期项目产能于年内逐步释放，产量将进一步提升，盈利空间进一步拓宽，有望成为公司未来业绩重要增长点。

当前公司继续加紧推进优嘉四期余下产能建设，按照前期规划进度和扬农的新产能推进实力，我们预计优嘉四期产能将在 2022 年投产，进一步扩大公司的产销规模，保障公司利润提升。

表 1、扬农化工优嘉项目产能情况

项目	投资额	类别	产品	产能(吨)
优嘉三期	20.22 亿元	杀虫剂	菊酯农药、噁虫酮、氟啶胺	11475
		除草剂	苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能	1000
		杀菌剂	丙环唑、苯醚甲环唑	3000
			氯代苯乙酮	2500
优嘉四期	23.3 亿元	杀虫剂	联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯等	8510
		除草剂	硝磺草酮等	6000
		杀菌剂	氟啶胺、苯醚甲环唑、丙环唑等	6000
		增效剂		500

资料来源：公司公告，政府网站，公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

布局葫芦岛，北方新基地打开公司新一轮成长。除推进优嘉项目外，公司持续规划后续新增项目。2022 年 5 月 10 日，公司公告决定在辽宁省葫芦岛经济开发区设立全资子公司，进行农药、化工产品及其中间体项目的生产。根据葫芦岛市政府网站，葫芦岛经济开发区化工园区目前定位以农药及其中间体为主的精细化工作为主导产业，已经落地并签约了一系列的农化项目，同时开发区配套大型港口，具有显著的区位优势。葫芦岛项目是公司北方基地推进的第一步，目前公司的注册工作已经完成，项目前期报批等工作正在进行中。我们认为，公司的葫芦岛项目有望复刻优嘉项目的快速建设进度，优嘉一期项目建设用时仅 10 个月，其后的二期、三期、四期等项目均快速推进。依托公司优异的项目落地能力和技术实力，葫芦岛项目将打开公司新一轮成长空间。

- **加紧与先正达集团协同，获取订单、技术、渠道等全方位成长。**扬农化工

作为先正达集团旗下优秀的农药原药生产商，先正达及其控股子公司安道麦均为世界领先农药制剂企业，随先正达集团内部协同不断的加深及优化，公司有望承接来自于先正达、安道麦更多的订单。10月25日，公司最新披露《关于增加日常关联交易预计金额的议案》，由于公司的业务规模增大，向控股股东及其关联方销售发生的交易金额增加，从而增加2022年度日常关联交易预计金额。公司预期2022年销售给Syngenta A.G.、先正达（中国）投资有限公司的金额分别为60亿元和4.11亿元，较原预计的总金额分别增加15亿元和3亿元，叠加此前预期销售给安道麦股份有限公司的7.20亿元，预计2022年公司和先正达及其关联方合计销售金额达71.31亿元。除订单优势外，先正达的技术水平和下游制剂渠道均为全球行业领先，公司有望依托集团协同优势不断发展，逐步提升市占率。

- **维持“买入”投资评级。**扬农化工是国内农药行业龙头企业，公司工艺技术水平优异，具备从原药中间体-原药的完整产业链优势，同时拥有原药创制药及非专利农药的自主研发能力。公司持续扩张农药产能，进一步巩固菊酯农药龙头地位，当前公司优嘉三期已经全面投产，优嘉四期快速推进，2022年新产能放量可待。此外，公司作为先正达集团旗下成员，将与集团内其他领先农化企业进行技术、产品等多方位协同。随协同效应加深，有望在行业内优先获取先正达的优质订单，2022年公司预计销售给先正达的金额约为71.31亿元，同比增加33.81亿元。我们调整公司2022-2024年EPS预测为6.27、7.17元、7.93元。维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**收购资产不确定性；项目建设进度不达预期；下游需求低迷。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7851	10315	13366	16815
货币资金	2272	3900	6090	8381
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2820	3077	3533	4146
预付款项	527	605	717	825
存货	1867	2320	2602	3037
其他	365	413	424	427
非流动资产	5252	4808	4206	3610
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3375	3473	3217	2785
在建工程	1185	593	296	148
无形资产	489	477	464	448
商誉	16	13	14	14
长期待摊费用	5	1	-3	-7
其他	181	252	217	223
资产总计	13102	15122	17571	20425
流动负债	5724	5942	6476	7281
短期借款	276	511	423	428
应付票据及应付账款	3247	3848	4378	5113
其他	2200	1582	1675	1740
非流动负债	432	490	504	463
长期借款	253	287	295	260
其他	179	204	209	202
负债合计	6155	6432	6980	7744
股本	310	310	310	310
资本公积	592	592	592	592
未分配利润	5601	7293	9163	11212
少数股东权益	3	5	6	8
股东权益合计	6947	8691	10591	12681
负债及权益合计	13102	15122	17571	20425

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1222	1943	2223	2457
折旧和摊销	579	519	578	607
资产减值准备	1	34	20	32
资产处置损失	-1	0	0	-0
公允价值变动损失	-43	-67	-59	-62
财务费用	65	-34	-105	-202
投资损失	-39	-34	-36	-35
少数股东损益	1	2	2	2
营运资金的变动	-113	-295	-362	-430
经营活动产生现金流量	1454	1736	2365	2370
投资活动产生现金流量	-1138	54	81	94
融资活动产生现金流量	-142	-162	-255	-174
现金净变动	147	1628	2191	2290
现金的期初余额	1759	2272	3900	6090
现金的期末余额	1906	3900	6090	8381

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11841	14386	16210	18849
营业成本	9110	10473	12012	14043
税金及附加	29	38	41	49
销售费用	269	288	486	565
管理费用	586	1079	892	1225
研发费用	374	342	349	355
财务费用	99	-34	-105	-202
其他收益	23	20	21	21
投资收益	39	34	36	35
公允价值变动收益	43	67	59	62
信用减值损失	-35	-11	-16	-21
资产减值损失	-1	-17	-11	-13
资产处置收益	1	-0	-0	0
营业利润	1444	2293	2624	2899
营业外收入	5	4	5	4
营业外支出	9	11	10	11
利润总额	1440	2286	2618	2893
所得税	217	342	393	434
净利润	1223	1944	2225	2459
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	1222	1943	2223	2457
BPS(元)	3.94	6.27	7.17	7.93

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	20.4%	21.5%	12.7%	16.3%
营业利润增长率	0.7%	58.8%	14.4%	10.5%
归母净利润增长率	1.0%	59.0%	14.4%	10.5%
盈利能力				
毛利率	23.1%	27.2%	25.9%	25.5%
净利率	10.3%	13.5%	13.7%	13.0%
ROE	17.6%	22.4%	21.0%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	42.5%	39.7%	37.9%
流动比率	1.37	1.74	2.06	2.31
速动比率	1.05	1.35	1.66	1.89
营运能力				
资产周转率	98.7%	101.9%	99.2%	99.2%
应收账款周转率	659.5%	629.6%	630.9%	633.7%
存货周转率	515.9%	495.6%	483.2%	493.2%
每股资料(元)				
每股收益	3.94	6.27	7.17	7.93
每股经营现金	4.69	5.60	7.63	7.65
每股净资产	22.41	28.03	34.16	40.89
估值比率(倍)				
PE	23.6	14.9	13.0	11.8
PB	4.2	3.3	2.7	2.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn