

扬农化工（600486）：项目有序推进，看好长期发展

2022年10月28日

强烈推荐/维持

扬农化工 公司报告

扬农化工发布 2022 年 3 季报：公司 2022 年前三季度实现营业收入 131.02 亿元，同比增长 41.77%，实现归母净利润 16.38 亿元，同比增长 61.33%。

产品涨价叠加产能释放，推动公司业绩高增长。公司业绩增长主要来源于两个方面：一是公司业绩增长主因部分主要农药产品价格较去年同期上涨，二是子公司优嘉三期项目全面达产，优嘉四期项目第一阶段项目（包括苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺四个品种）相继投产，促进了经营业绩大幅提升。

新产能有序落地，有望继续贡献业绩增量。公司优嘉四期项目除已投产的第一阶段四个品种之外，其余品种（拟除虫菊酯、丙环唑、虱螨脲及中间体）有望于今年年底建成。此外，除江苏省内基地的有序建设之外，省外葫芦岛基地开始推进，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，该基地未来总投资预计在百亿元规模，新的基地将进一步均衡公司生产基地的布局，降低对单一区域生产基地的依赖，为未来发展争取更大的空间。其他多个工程、技改项目正按计划推进。我们认为后续在建产能的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

受益先正达集团内部协同。先正达集团是公司的控股股东，随着产业链协同的深化，我们认为公司与先正达集团的内部协同将更加紧密。我们认为公司有望更好地获得集团内部的订单资源，2022 年公司预计对先正达集团内部的 Syngenta A.G. 和安道麦的销售较 2021 年大幅增加。除原药生产外，我们认为未来公司还有望受益先正达集团内部农化产业协同带来的发展红利。

公司凭借农药原药品类扩张及工程化制造能力发展成为国内农药原药制造龙头企业，近年来逐步向产业链上下游延伸，发展出了研产销一体化的综合性运营模式。除具备传统优势的原药生产环节外，公司在上游原药研发、以及下游制剂销售环节也正在逐步积蓄实力，叠加先正达集团内部资源整合带来的契机，我们预期公司未来有望持续稳定增长。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司有望持续稳定增长。基于公司 3 季报，我们相应调整对公司 2022~2024 年盈利预测，即 2022~2024 年净利润分别为 18.72、21.16 和 24.35 亿元，对应 EPS 分别为 6.04、6.83 和 7.86 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、14 和 12 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,831	11,841	14,388	16,585	19,074

公司简介：

扬农化工现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，4 个产品填补国际空白，30 多个产品填补国内空白。

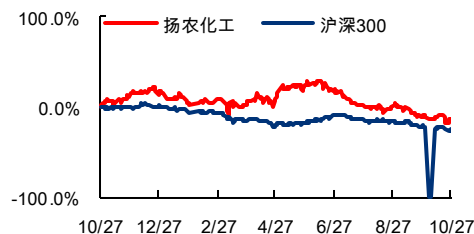
公司是国家重点高新技术企业，是中国拟除虫菊酯类农药生产基地，全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产技术重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	147.7-92.06
总市值（亿元）	305.03
流通市值（亿元）	305.03
总股本/流通 A 股（万股）	30,990/30,990
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.21

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

增长率 (%)	12.98%	20.45%	21.51%	15.26%	15.01%
归母净利润 (百万元)	1,210	1,222	1,872	2,116	2,435
增长率 (%)	3.41%	1.02%	53.17%	13.03%	15.08%
净资产收益率 (%)	20.34%	17.60%	21.73%	20.30%	19.47%
每股收益(元)	3.90	3.94	6.04	6.83	7.86
PE	25	24	16	14	12
PB	5.03	4.31	3.47	2.87	2.39

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产合计	6378	7851	9461	12244	16224	营业收入	9831	11841	14388	16585	19074		
货币资金	1891	2272	2884	4747	7701	营业成本	7244	9110	10711	12384	14243		
应收账款	1333	2041	2480	2859	3288	营业税金及附加	29	29	35	40	46		
其他应收款	576	827	966	1068	1176	营业费用	219	269	327	377	434		
预付款项	500	527	620	717	825	管理费用	505	586	712	821	944		
存货	1632	1867	2195	2537	2918	财务费用	179	99	-47	-41	-54		
其他流动资产	446	316	316	316	316	资产减值损失	47	1	29	26	29		
非流动资产合计	4517	5252	5460	5324	4644	公允价值变动收益	116	43	0	0	0		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	24	39	39	39	39		
固定资产	3806	4560	4795	4683	4028	营业利润	1434	1444	2205	2493	2869		
无形资产	505	489	465	441	417	营业外收入	2	5	0	0	0		
其他非流动资产	207	202	201	200	199	营业外支出	16	9	0	0	0		
资产总计	10895	13102	14921	17569	20868	利润总额	1420	1440	2205	2493	2869		
流动负债合计	4102	5724	5872	6711	7923	所得税	209	217	333	376	433		
短期借款	451	276	276	276	276	净利润	1211	1223	1873	2117	2436		
应付账款	1510	1518	1785	2063	2568	少数股东损益	1	1	1	1	1		
预收款项	26	8	10	11	117	归属母公司净利润	1210	1222	1872	2116	2435		
一年内到期的非流动负债	0	558	0	0	0	EBITDA	1990	2117	2749	3087	3493		
非流动负债合计	841	432	432	432	432	EPS (元)	3.90	3.94	6.04	6.83	7.86		
长期借款	553	253	253	253	253	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
负债合计	4943	6155	6303	7143	8355	成长能力							
少数股东权益	4	3	4	5	6	营业收入增长	13%	20%	22%	15%	15%		
实收资本(或股本)	310	310	310	310	310	营业利润增长	2%	1%	53%	13%	15%		
资本公积	637	592	592	592	592	归属于母公司净利润增长	3%	1%	53%	13%	15%		
未分配利润	4574	5601	7084	8680	10522	获利能力							
归属母公司股东权益合计	5948	6944	8614	10421	12507	毛利率(%)	26%	23%	26%	25%	25%		
负债和所有者权益	10895	13102	14921	17569	20868	净利率(%)	12%	10%	13%	13%	13%		
现金流量表						总资产净利润(%)							
单位: 百万元						ROE(%)							
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E								
经营活动现金流	1378	1454	2124	2631	3248	偿债能力							
净利润	1210	1222	1872	2116	2435	资产负债率(%)	45%	47%	42%	41%	40%		
折旧摊销	393	579	591	636	680	流动比率	1.55	1.37	1.61	1.82	2.05		
财务费用	179	99	-47	-41	-54	速动比率	1.16	1.05	1.24	1.45	1.68		
应收帐款减少	1	-708	-439	-379	-429	营运能力							
预收帐款增加	-226	-18	2	1	106	总资产周转率	0.96	0.99	1.03	1.02	0.99		
投资活动现金流	-1178	-1138	-800	-500	0	应收账款周转率	7.37	7.02	6.36	6.21	6.21		
公允价值变动收益	116	43	0	0	0	应付账款周转率	6.93	7.82	8.71	8.62	8.24		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	24	39	39	39	39	每股收益(最新摊薄)	3.90	3.94	6.04	6.83	7.86		
筹资活动现金流	-624	-142	-712	-268	-294	每股净现金流(最新摊薄)	-1.55	0.47	1.97	6.01	9.53		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	19.19	22.41	27.80	33.63	40.36		
长期借款增加	550	-300	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	24.73	24.48	15.98	14.14	12.29		
资本公积增加	-101	-45	0	0	0	P/B	5.03	4.31	3.47	2.87	2.39		
现金净增加额	-481	147	612	1864	2954	EV/EBITDA	14.58	13.57	10.03	8.32	6.51		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526