

## 公司研究

## 拟实施限制性股票激励计划，彰显农药龙头长远发展信心

——扬农化工（600486.SH）公告点评

## 要点

**事件：**12月31日，公司发布《2022年限制性股票激励计划（草案）》。公告表示公司拟授予激励对象限制性股票350.88万股（占公司股本总额1.13%），对应授予价格为52.30元/股。本次激励计划涉及的标的股票来源为公司向激励对象定向发行公司A股普通股。

## 点评：

**拟实施限制性股票激励计划，绑定核心人员利益推动公司长远优质发展。**根据公司公告，公司此次激励计划首次拟授予282.88万股，并预留授予68万股。首次授予激励对象共计不超过228人，约占公司员工总数的7.3%，包括公司董事、高级管理人员、管理和技术关键岗位人员以及董事会认为需要激励的其他业务骨干人员。公司此次激励计划将以2023-2025年的净资产收益率、扣非归母净利润和资产负债率三大财务数据作为业绩考核依据，其中23-25年的ROE考核目标分别为16.3%、16.3%、17.75%；扣非归母净利润考核目标分别为15.04、17.30、19.89亿元；资产负债率考核目标为分别不超过46.62%、46.61%、46.60%。同时，业绩考核目标也要求公司ROE和扣非归母净利润不低于航锦科技等28家对标企业75分位值水平。本次激励计划的实施可将公司核心骨干人员利益与公司长远发展紧密结合，在防止人才流失的同时推动企业可持续发展，并且也符合二十大报告中所提及的“推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力”等相关要求与目标。

**内生与外延并举，拓宽产能布局夯实自身实力。**公司最初以拟除虫菊酯类杀虫剂起家，后续通过自发设立子公司和外延收购持续拓宽自身产业链布局，现已拥有杀虫剂、除草剂、杀菌剂等大类下多种原药、助剂产品。2022年年内，公司优嘉四期一阶段项目全面投产达效，二阶段项目如期完成设备安装，现已具备调试条件。2022年5月，公司公告将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，有望为公司发展注入新的动力。

**盈利预测、估值与评级：**公司实施限制性股票激励计划，将有效地绑定公司核心人员利益，推动公司长远优质发展。公司作为农药行业龙头企业持续拓宽产能及产品种类布局，为公司未来发展注入充足动力。我们维持公司2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为19.30/22.40/25.97亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，安全和环保生产风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,831	11,841	15,470	17,008	18,216
营业收入增长率	12.98%	20.45%	30.64%	9.94%	7.11%
净利润（百万元）	1,210	1,222	1,930	2,240	2,597
净利润增长率	3.41%	1.02%	57.96%	16.06%	15.90%
EPS（元）	3.90	3.94	6.23	7.23	8.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.34%	17.60%	22.26%	21.15%	20.26%
P/E	27	26	17	14	12
P/B	5.4	4.6	3.7	3.0	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-30

## 买入（维持）

当前价：103.90元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.10
总市值(亿元)	321.99
一年最低/最高(元)	89.57/148.02
近3月换手率	35.68%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.21	0.85	4.41
绝对	-1.19	4.90	-16.38

资料来源：Wind

## 相关研报

农药量升价增 Q3 营收同比高增，费用计提暂时性影响业绩——扬农化工（600486.SH）2022年三季度报点评（2022-10-26）

内生与外延并举夯实龙头地位，母公司赋能助力长期发展——扬农化工（600486.SH）投资价值分析报告（2022-07-20）

农药产品量价齐升，产能持续扩张未来可期——扬农化工（600486.SH）2022年半年度业绩预告点评（2022-07-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,831	11,841	15,470	17,008	18,216
营业成本	7,244	9,110	11,039	12,227	12,881
折旧和摊销	390	577	667	792	918
税金及附加	29	29	40	44	47
销售费用	219	269	511	561	601
管理费用	505	586	866	952	1,020
研发费用	332	374	526	578	619
财务费用	179	99	2	20	7
投资收益	24	39	-45	20	20
营业利润	1,434	1,444	2,295	2,661	3,083
利润总额	1,420	1,440	2,286	2,652	3,074
所得税	209	217	354	411	476
净利润	1,211	1,223	1,931	2,241	2,598
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1,210	1,222	1,930	2,240	2,597
EPS(元)	3.90	3.94	6.23	7.23	8.38

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,378	1,454	1,461	2,880	3,341
净利润	1,210	1,222	1,930	2,240	2,597
折旧摊销	390	577	667	792	918
净营运资金增加	278	331	1,977	457	401
其他	-501	-676	-3,113	-609	-574
投资活动产生现金流	-1,178	-1,138	-1,575	-1,530	-1,530
净资本支出	-1,162	-1,330	-1,547	-1,550	-1,550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-16	192	-27	20	20
融资活动现金流	-624	-142	935	-1,042	-949
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-337	83	1,139	-702	-571
无息负债变化	701	1,129	-17	526	301
净现金流	-481	147	822	308	862

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.3%	23.1%	28.6%	28.1%	29.3%
EBITDA 率	20.0%	18.7%	21.5%	20.4%	22.0%
EBIT 率	16.0%	13.8%	17.1%	15.7%	16.9%
税前净利润率	14.4%	12.2%	14.8%	15.6%	16.9%
归母净利润率	12.3%	10.3%	12.5%	13.2%	14.3%
ROA	11.1%	9.3%	12.1%	12.7%	13.2%
ROE (摊薄)	20.3%	17.6%	22.3%	21.1%	20.3%
经营性 ROIC	19.4%	15.7%	21.3%	18.5%	19.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45%	47%	46%	40%	35%
流动比率	1.55	1.37	1.50	1.75	2.08
速动比率	1.16	1.05	1.17	1.36	1.65
归母权益/有息债务	5.92	6.39	3.90	6.95	13.45
有形资产/有息债务	10.23	11.49	6.89	11.19	19.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,895	13,102	15,954	17,700	19,657
货币资金	1,891	2,272	3,094	3,402	4,264
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	1,333	2,041	2,770	3,046	3,262
应收票据	535	779	928	1,020	1,093
其他应收款 (合计)	41	48	62	68	73
存货	1,632	1,867	2,193	2,430	2,561
其他流动资产	343	289	289	289	289
流动资产合计	6,378	7,851	10,002	10,985	12,307
其他权益工具	44	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	-133	-133	-133
固定资产	3,607	3,375	4,020	4,553	4,970
在建工程	170	1,155	1,203	1,240	1,268
无形资产	505	489	529	568	606
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	51	73	73	73	73
非流动资产合计	4,517	5,252	5,953	6,715	7,350
总负债	4,943	6,155	7,278	7,102	6,832
短期借款	451	276	1,573	671	0
应付账款	1,510	1,518	2,168	2,401	2,530
应付票据	1,185	1,729	1,987	2,201	2,319
预收账款	26	8	8	9	9
其他流动负债	-89	104	104	104	104
流动负债合计	4,102	5,724	6,657	6,281	5,911
长期借款	553	253	553	753	853
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	174	60	60	60	60
非流动负债合计	841	432	621	821	921
股东权益	5,952	6,947	8,677	10,598	12,825
股本	310	310	310	310	310
公积金	961	927	927	927	927
未分配利润	4,574	5,601	7,330	9,251	11,476
归属母公司权益	5,948	6,944	8,673	10,593	12,819
少数股东权益	4	3	4	5	6

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.22%	2.27%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	5.13%	4.95%	5.60%	5.60%	5.60%
财务费用率	1.82%	0.83%	0.01%	0.12%	0.04%
研发费用率	3.38%	3.15%	3.40%	3.40%	3.40%
所得税率	15%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.65	0.65	1.03	1.20	1.39
每股经营现金流	4.45	4.69	4.72	9.29	10.78
每股净资产	19.19	22.41	27.99	34.18	41.36
每股销售收入	31.72	38.21	49.92	54.88	58.78

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	27	26	17	14	12
PB	5.4	4.6	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	17.0	15.1	10.4	9.8	8.2
股息率	0.6%	0.6%	1.0%	1.2%	1.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE