

基础化工

2023 年 01 月 02 日

扬农化工 (600486)

——股权激励计划激发公司活力，葫芦岛项目开启新一轮成长

报告原因：有业绩公布需要点评

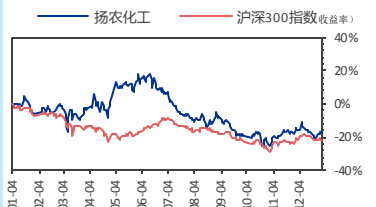
买入 (维持)

市场数据：	2022 年 12 月 30 日
收盘价 (元)	103.9
一年内最高/最低 (元)	148.88/89.57
市净率	3.8
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	32199
上证指数/深证成指	3089.26/11015.99

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	27.1
资产负债率%	47.79
总股本/流通 A 股 (百万)	310/310
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《扬农化工 (600486) 点评：多因素叠加导致 Q3 业绩低于预期，看好研产销一体化平台长期成长》 2022/10/25

《扬农化工 (600486) 深度：新项目持续推进，专利药大有可为，农药龙头有望依托先正达平台走向世界》 2022/10/13

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2022 年限制性股票激励计划 (草案)：**2022 年 12 月 30 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划 (草案)，计划拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，占本激励计划公告时公司股本总额的 1.13%，其中首次授予 282.88 万股，预留授予 68.00 万股。首次授予的限制性股票的授予价格为 52.30 元/股。
- **首次推出股权激励计划，激发公司活力，助力中长期发展。**本次股权激励计划首次授予的激励对象共计不超过 228 人，约占公司员工总数 (截至 2021 年 12 月 31 日) 3118 人的 7.3%，包括公司董事、高级管理人员、管理、技术关键岗位人员等。本激励计划授予限制性股票的限售期分别为自限制性股票登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，解除限售的业绩考核目标为：以 2021 年为基准，2023-2025 年扣非归母净利润复合增长率分别不低于 15%、15%、15%，净资产收益率 (ROE) 分别不低于 16.3%、16.3%、17.75%，且上述两个指标均不低于 28 家对标企业 75 分位值水平，同时资产负债率分别不高于 46.62%、46.61%、46.60%。此次股权激励计划的推出，有助于深入挖掘公司潜力，全方位激发公司活力，使各方共同关注公司的长远发展。
- **葫芦岛一期项目环评公示，新项目的持续建设奠定公司成长基因。**2022 年 12 月 2 日，公司子公司辽宁优创植保年产 15650 吨农药原药及 7200 吨农药中间体项目环境影响评价公众参与第一次信息公示。公司拟投资 42.14 亿元建设 11 条生产线，生产 1500t/a 咪草烟、200t/a 甲氧咪草烟、5000t/a 烯草酮、250t/a 烯禾啶、500t/a 莎稗磷、100t/a 啶菌噁唑、500t/a 吡氟酰草胺、500t/a 多效唑、3000t/a 功夫菊酯、2500t/a 氟唑菌酰胺、1500t/a 双酰胺类杀虫剂，以及 2000t/a 一氟吡啶、2000t/a 环己二酮、3000t/a 三氮唑。其中，啶菌噁唑是沈阳化工研究院与美国罗门哈斯 (现科迪华) 共同开发的一种新型异噁唑烷类杀菌剂，代号 SYP-Z048，对灰霉病有优异的防治效果。据我们测算，葫芦岛一期项目建成投产后产值近 30 亿元，贡献利润 4 亿元。葫芦岛项目接续优嘉项目，高额资本开支开启公司新一轮成长。
- **投资分析意见：**Q4 下游观望情绪较浓，冬储旺季未至影响行业业绩，同时近年来行业迎来新一轮产能释放，供求关系转变未来产品价格预计底部企稳，下调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 18.79、21.32、24.60 亿元 (原值为 20.36、22.71、24.81 亿元)，对应 PE 分别为 17、15、13X，鉴于股价基本反应业绩预期，同时公司高额的资本开支将开启新一轮成长，我们认为公司具有较高的投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 新项目进展不及预期；2) 产品价格大幅下跌；3) 原材料价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	11,841	13,102	16,310	17,963	20,906
同比增长率 (%)	20.4	41.8	37.7	10.1	16.4
归母净利润 (百万元)	1,222	1,638	1,879	2,132	2,460
同比增长率 (%)	1.0	61.3	53.7	13.5	15.4
每股收益 (元/股)	3.94	5.29	6.06	6.88	7.94
毛利率 (%)	23.1	26.2	25.0	24.3	23.9
ROE (%)	17.6	19.5	22.5	21.9	21.7
市盈率	26		17	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,831	11,841	16,310	17,963	20,906
其中: 营业收入	9,831	11,841	16,310	17,963	20,906
减: 营业成本	7,244	9,110	12,240	13,597	15,901
减: 税金及附加	29	29	39	43	50
主营业务利润	2,558	2,702	4,031	4,323	4,955
减: 销售费用	219	269	359	395	460
减: 管理费用	505	586	816	862	962
减: 研发费用	332	374	489	539	627
减: 财务费用	179	99	44	62	44
经营性利润	1,323	1,375	2,323	2,465	2,862
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-35	-125	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-47	-1	-135	-10	-20
加: 投资收益及其他	160	106	161	60	61
营业利润	1,434	1,444	2,224	2,514	2,903
加: 营业外净收入	-14	-3	0	0	0
利润总额	1,420	1,440	2,224	2,514	2,903
减: 所得税	209	217	345	382	443
净利润	1,211	1,223	1,879	2,132	2,460
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,210	1,222	1,879	2,132	2,460
全面摊薄总股本	310	310	310	310	310
每股收益 (元)	3.90	3.94	6.06	6.88	7.94

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。