

市场价格 (人民币): 103.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.10
已上市流通 A 股(亿股)	3.10
总市值(亿元)	321.98
年内股价最高最低(元)	146.84/92.06
沪深 300 指数	3872
上证指数	3089



相关报告

1. 《扣非业绩符合预期，产品价格回落至安全位置-【国金化工】扬农化...》，2022.10.29
2. 《业绩持续兑现，看好长期成长-【国金化工】扬农化工点评》，2022.7.14
3. 《业绩超预期，经营迎来拐点-【国金化工】扬农化工点评》，2022.4.25
4. 《业绩符合预期，经营迎来拐点-【国金化工】扬农化工点评》，2022.3.29
5. 《业绩超预期，经营持续向上-【国金化工】扬农化工点评》，2022.3.10

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

股权激励方案落地，葫芦岛资本开支助力成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,831	11,841	15,198	16,497	19,854
营业收入增长率	12.98%	20.45%	28.34%	8.55%	20.35%
归母净利润(百万元)	1,210	1,222	1,876	2,052	2,477
归母净利润增长率	3.41%	1.02%	53.53%	9.38%	20.68%
摊薄每股收益(元)	3.904	3.943	6.054	6.622	7.991
每股经营性现金流净额	4.45	4.69	8.68	8.37	9.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.34%	17.60%	23.63%	22.37%	23.24%
P/E	33.82	33.27	17.16	15.69	13.00
P/B	6.88	5.86	4.06	3.51	3.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 12月30日，公司发布2022年限制性股票激励计划实施考核管理办法。

经营分析

- 股权激励将进一步激发公司经营管理层及核心骨干人才积极性。**本次激励计划拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，占公司股本总额的 1.13%。计划首次授予 282.88 万股，占公司股本总额的 0.91%，占本次拟授予限制性股票总量的 80.62%；预留授予 68.00 万股，占公司股本总额的 0.22%，占本次拟授予限制性股票总量的 19.38%。未来 3 年的业绩考核目标为，以 2021 年为基准，2023 年、2024 年、2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%。我们认为，本次股权激励计划将进一步完善人才管理机制，形成良好均衡的价值分配体系。
- 葫芦岛项目投资 42 亿元，为公司带来新一轮成长。**12 月初，公司葫芦岛项目环评公示，葫芦岛项目原药包括：1500t/a 咪草烟、200t/a 甲氧咪草烟、100t/a 甲基咪草烟、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。7000 吨中间体包括：2000t/a 一氯吡啶、2000t/a 环己二酮、3000t/a 三氮唑。其中氟唑菌酰胺是先正达创新药。2020 年氟唑菌酰胺全球销售额达 3 亿美元，先正达预计未来年峰值销售额将突破 10 亿美元。根据中农立华等原药价格渠道，我们测算，上述原料药项目满产将为公司带来超过 43 亿以上收入，6 亿以上净利润增量。

投资建议

- 考虑到葫芦岛项目打开成长空间，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 18.76 亿元 (-3.4%)、20.52 亿元 (-1.1%) 和 24.77 亿元 (+8.9%)。EPS 分别为 6.05 元、6.62 元和 7.99 元，当前市值对应 PE 为 17.16X/15.69X/13.00X，维持“买入”评级。

风险提示

- 优嘉项目产能释放不及预期；农药产品价格下跌；农药需求下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,701	9,831	11,841	15,198	16,497	19,854	货币资金	2,331	1,891	2,272	2,754	3,920	5,113
增长率		13.0%	20.4%	28.3%	8.6%	20.4%	应收款项	1,711	1,924	2,917	3,123	3,390	4,079
主营业务成本	-6,194	-7,244	-9,110	-11,304	-12,402	-14,889	存货	1,632	1,632	1,867	2,124	2,331	2,798
%销售收入	71.2%	73.7%	76.9%	74.4%	75.2%	75.0%	其他流动资产	468	931	795	692	747	872
毛利	2,507	2,587	2,731	3,894	4,095	4,965	流动资产	6,141	6,378	7,851	8,694	10,388	12,862
%销售收入	28.8%	26.3%	23.1%	25.6%	24.8%	25.0%	%总资产	63.7%	58.5%	59.9%	63.2%	68.0%	71.7%
营业税金及附加	-23	-29	-29	-46	-49	-60	长期投资	40	44	2	2	2	2
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,451	3,806	4,560	4,532	4,373	4,569
销售费用	-301	-219	-269	-304	-330	-397	%总资产	25.4%	34.9%	34.8%	33.0%	28.6%	25.5%
%销售收入	3.5%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	450	529	512	499	487	476
管理费用	-507	-505	-586	-608	-660	-794	非流动资产	3,496	4,517	5,252	5,058	4,886	5,070
%销售收入	5.8%	5.1%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	36.3%	41.5%	40.1%	36.8%	32.0%	28.3%
研发费用	-320	-332	-374	-471	-511	-615	资产总计	9,637	10,895	13,102	13,752	15,274	17,932
%销售收入	3.7%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	短期借款	1,339	451	834	212	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,357	1,502	1,473	2,465	2,545	3,099	应付款项	2,583	2,889	3,614	4,131	4,532	5,441
%销售收入	15.6%	15.3%	12.4%	16.2%	15.4%	15.6%	其他流动负债	544	762	1,276	1,154	1,256	1,511
财务费用	-20	-179	-99	-53	-164	-214	流动负债	4,466	4,102	5,724	5,497	5,788	6,952
%销售收入	0.2%	1.8%	0.8%	0.3%	1.0%	1.1%	长期贷款	3	553	253	253	253	253
资产减值损失	-6	-49	-36	-143	-4	-10	其他长期负债	111	288	179	59	59	66
公允价值变动收益	1	116	43	-100	0	0	负债	4,580	4,943	6,155	5,809	6,100	7,271
投资收益	50	24	39	38	38	38	普通股股东权益	5,054	5,948	6,944	7,940	9,171	10,657
%税前利润	3.6%	1.7%	2.7%	1.7%	1.6%	1.3%	其中：股本	310	310	310	310	310	310
营业利润	1,399	1,434	1,444	2,207	2,414	2,914	未分配利润	3,572	4,574	5,601	6,727	7,958	9,444
营业利润率	16.1%	14.6%	12.2%	14.5%	14.6%	14.7%	少数股东权益	3	4	3	3	3	3
营业外收支	0	-14	-3	0	0	0	负债股东权益合计	9,637	10,895	13,102	13,752	15,274	17,932
税前利润	1,398	1,420	1,440	2,207	2,414	2,914	比率分析						
利润率	16.1%	14.4%	12.2%	14.5%	14.6%	14.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-226	-209	-217	-331	-362	-437	每股指标						
所得税率	16.1%	14.7%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	3.775	3.904	3.943	6.054	6.622	7.991
净利润	1,173	1,211	1,223	1,876	2,052	2,477	每股净资产	16.310	19.192	22.406	25.622	29.595	34.390
少数股东损益	3	1	1	0	0	0	每股经营现金净流	4.421	4.445	4.692	8.675	8.368	9.580
归属于母公司的净利润	1,170	1,210	1,222	1,876	2,052	2,477	每股股利	0.650	0.650	0.650	2.422	2.649	3.197
净利率	13.4%	12.3%	10.3%	12.3%	12.4%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.14%	20.34%	17.60%	23.63%	22.37%	23.24%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	12.14%	11.10%	9.33%	13.64%	13.43%	13.81%
净利润	1,173	1,211	1,223	1,876	2,052	2,477	投入资本收益率	17.69%	18.14%	15.36%	24.92%	22.94%	24.13%
少数股东损益	3	1	1	0	0	0	增长率						
非现金支出	385	442	615	689	579	629	主营业务收入增长率	64.47%	12.98%	20.45%	28.34%	8.55%	20.35%
非经营收益	25	122	-16	87	-13	-20	EBIT增长率	28.00%	10.71%	-1.92%	67.32%	3.22%	21.77%
营运资金变动	-213	-397	-368	36	-25	-117	净利润增长率	30.65%	3.41%	1.02%	53.53%	9.38%	20.68%
经营活动现金净流	1,370	1,378	1,454	2,688	2,593	2,969	总资产增长率	29.56%	13.05%	20.26%	4.96%	11.07%	17.40%
资本开支	-779	-1,162	-1,330	-556	-403	-803	资产管理能力						
投资	1,490	-58	65	-100	0	0	应收账款周转天数	45.2	49.5	52.0	50.0	50.0	50.0
其他	421	41	127	38	38	38	存货周转天数	61.4	82.2	70.1	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	1,131	-1,178	-1,138	-618	-365	-765	应付账款周转天数	70.4	71.4	60.7	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	88.9	133.9	104.0	75.6	59.5	47.5
债权募资	406	-340	91	-669	-212	0	偿债能力						
其他	-2,363	-285	-233	-914	-846	-1,009	净负债/股东权益	-19.62%	-16.63%	-17.45%	-29.16%	-40.27%	-45.84%
筹资活动现金净流	-1,957	-624	-142	-1,583	-1,059	-1,009	EBIT利息保障倍数	67.1	8.4	14.9	46.8	15.5	14.5
现金净流量	547	-481	147	487	1,170	1,195	资产负债率	47.52%	45.37%	46.98%	42.24%	39.93%	40.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	20	46	100
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.13	1.08	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-26	买入	121.10	N/A
2	2021-08-24	买入	125.02	N/A
3	2021-10-26	买入	114.44	N/A
4	2022-03-10	买入	103.67	N/A
5	2022-03-29	买入	117.26	N/A
6	2022-04-25	买入	120.55	N/A
7	2022-07-14	买入	123.44	N/A
8	2022-10-29	买入	94.41	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402