

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2023 年 01 月 04 日

上市以来首次实施激励，辽宁基地稳步推进

事件：公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，占公司总股本 1.13%，其中本计划首次授予 282.88 万股，预留授予 68.00 万股；授予价格为 52.30 元/股。

上市以来首次实施激励，业绩考核条件较为温和。此次激励对象包括公司董事、高级管理人员、管理、技术关键岗位人员及业务骨干人员共计不超过 228 人。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不低于 15%，即分别为 15.04%、17.29%、19.89 亿元，2023~2025 年 ROE（非加权净资产收益率）分别不低于 16.3%、16.3%、17.75%，且不低于对标企业 75 分位值水平。2023~2025 年公司资产负债率分别不高于 46.62%、46.61%、46.60%。

辽宁优创有序推进，迈向具备全球竞争力的农化制造商。辽宁优创植保有限公司 1.57 万吨农药原药及 7000 吨农药中间体项目第一次环评信息公示，投资额达到 42 亿元，建设面积约 28.28 公顷，超出市场预期。此次建设内容，主要为沈阳科创现有的产品扩能+功夫菊酯的产能进一步增强，其中特别值得关注的是氟唑菌酰胺，此为先正达最具市场潜力的 SDHI 类杀菌剂，2017 年上市，是先正达在全球增长最快的 SDHI 类杀菌剂市场布局的又一重磅产品；该产品历时 10 年、耗资 3.5 亿美元、经过了 9105 个化合物的筛选，2020 年的销售额预计达 3 亿美元（据农药资讯网，先正达希望，氟唑菌酰胺的年峰值销售额突破 10 亿美元）。重要的是，此为先正达专利期内的创制药，不同于以往中国农药原药企业只能提供过专利保护期及仿制药的原药模式，扬农化工已经可以为创制药提供原料药生产，打开了一个新的市场空间。

盈利预测与估值：预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 20、24、26.5 亿元，维持“买入”的投资评级。

风险提示：该激励计划目前为草案，存在不确定性，请以公司公告最终版本为准；农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,831.16	11,841.46	16,222.99	18,017.25	20,273.73
增长率(%)	12.98	20.45	37.00	11.06	12.52
EBITDA(百万元)	2,413.06	2,506.52	3,280.97	3,473.51	3,825.64
归属母公司净利润(百万元)	1,209.71	1,222.03	1,998.10	2,400.95	2,648.95
增长率(%)	3.41	1.02	63.51	20.16	10.33
EPS(元/股)	3.90	3.94	6.45	7.75	8.55
市盈率(P/E)	27.04	26.77	16.37	13.62	12.35
市净率(P/B)	5.50	4.71	3.80	3.08	2.55
市销率(P/S)	3.33	2.76	2.02	1.82	1.61
EV/EBITDA	16.51	15.68	9.25	8.33	7.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	105.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.90
流通 A 股股本(百万股)	309.90
A 股总市值(百万元)	32,709.83
流通 A 股市值(百万元)	32,709.83
每股净资产(元)	27.10
资产负债率(%)	47.79
一年内最高/最低(元)	148.88/89.57

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《扬农化工-季报点评:一次性费用计提影响业绩，主营经营符合预期》
2022-10-26
- 《扬农化工-半年报点评:上半年业绩超预期，新项目建设稳步推进》
2022-08-31
- 《扬农化工-季报点评:一季度业绩超预期，新增产能及价格上涨贡献增量》
2022-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,891.38	2,271.70	3,244.60	4,111.10	5,282.83
应收票据及应收账款	1,868.12	2,820.09	3,488.85	3,370.98	4,513.24
预付账款	499.60	527.41	541.53	790.32	719.35
存货	1,631.62	1,866.53	2,813.92	2,609.27	3,470.20
其他	486.95	364.86	414.94	438.66	426.48
流动资产合计	6,377.67	7,850.59	10,503.84	11,320.34	14,412.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,607.33	3,374.95	3,671.08	3,971.32	4,254.03
在建工程	198.39	1,185.39	1,311.23	1,386.74	1,432.04
无形资产	506.15	491.85	468.29	444.72	421.16
其他	205.48	199.34	338.00	244.31	257.35
非流动资产合计	4,517.35	5,251.54	5,788.60	6,047.09	6,364.58
资产总计	10,895.02	13,102.13	16,292.43	17,367.42	20,776.69
短期借款	450.90	275.93	994.77	350.00	300.00
应付票据及应付账款	2,694.68	3,247.26	4,860.06	4,149.88	5,677.22
其他	550.99	1,429.63	1,426.88	1,827.87	1,569.72
流动负债合计	3,696.56	4,952.83	7,281.72	6,327.75	7,546.93
长期借款	553.45	253.20	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	287.95	178.57	192.65	219.73	196.98
非流动负债合计	841.41	431.78	392.65	419.73	396.98
负债合计	4,943.38	6,155.46	7,674.37	6,747.47	7,943.92
少数股东权益	4.06	3.05	3.05	3.05	3.05
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	636.93	591.55	591.55	591.55	591.55
留存收益	4,897.83	5,936.48	7,604.90	9,609.69	11,821.56
其他	102.92	105.69	108.67	105.76	106.71
股东权益合计	5,951.64	6,946.67	8,618.07	10,619.95	12,832.77
负债和股东权益总计	10,895.02	13,102.13	16,292.43	17,367.42	20,776.69

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,210.82	1,223.02	1,998.10	2,400.95	2,648.95
折旧摊销	392.97	578.53	601.59	647.82	695.55
财务费用	129.63	65.45	(115.34)	(69.16)	(73.31)
投资损失	(24.45)	(38.98)	40.00	(7.81)	(2.26)
营运资金变动	76.03	77.45	(407.77)	(138.43)	(686.63)
其它	(407.48)	(451.45)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,377.51	1,454.02	2,116.58	2,833.37	2,582.30
资本支出	1,649.02	1,426.32	985.93	972.92	1,022.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,826.77)	(2,564.32)	(2,025.93)	(1,965.11)	(2,020.48)
投资活动现金流	(1,177.75)	(1,138.00)	(1,040.00)	(992.19)	(997.74)
债权融资	(516.38)	(15.86)	223.02	(575.62)	23.31
股权融资	(316.51)	(244.04)	(326.71)	(399.07)	(436.13)
其他	208.77	117.82	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(624.11)	(142.08)	(103.69)	(974.69)	(412.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(424.35)	173.95	972.90	866.50	1,171.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,831.16	11,841.46	16,222.99	18,017.25	20,273.73
营业成本	7,244.45	9,110.42	11,992.15	13,284.07	14,990.48
营业税金及附加	28.77	28.59	39.17	43.51	48.96
销售费用	218.67	269.36	324.46	396.38	446.02
管理费用	504.76	586.17	811.15	936.90	1,054.23
研发费用	332.33	373.53	486.69	540.52	608.21
财务费用	178.89	98.60	(115.34)	(69.16)	(73.31)
资产/信用减值损失	(49.11)	(36.43)	(280.00)	(57.65)	(75.63)
公允价值变动收益	116.29	42.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.45	38.98	(40.00)	7.81	2.26
其他	(202.08)	(114.48)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,433.75	1,443.90	2,364.71	2,835.20	3,125.75
营业外收入	2.33	5.13	6.00	4.49	5.21
营业外支出	16.49	8.61	20.00	15.04	14.55
利润总额	1,419.59	1,440.41	2,350.71	2,824.65	3,116.41
所得税	208.77	217.40	352.61	423.70	467.46
净利润	1,210.82	1,223.02	1,998.10	2,400.95	2,648.95
少数股东损益	1.11	0.99	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,209.71	1,222.03	1,998.10	2,400.95	2,648.95
每股收益(元)	3.90	3.94	6.45	7.75	8.55

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.98%	20.45%	37.00%	11.06%	12.52%
营业利润	2.50%	0.71%	63.77%	19.90%	10.25%
归属于母公司净利润	3.41%	1.02%	63.51%	20.16%	10.33%
获利能力					
毛利率	26.31%	23.06%	26.08%	26.27%	26.06%
净利率	12.30%	10.32%	12.32%	13.33%	13.07%
ROE	20.34%	17.60%	23.19%	22.61%	20.65%
ROIC	39.71%	26.87%	34.28%	37.64%	37.99%
偿债能力					
资产负债率	45.37%	46.98%	47.10%	38.85%	38.23%
净负债率	-14.90%	-17.05%	-23.79%	-33.53%	-37.27%
流动比率	1.55	1.37	1.44	1.79	1.91
速动比率	1.16	1.05	1.06	1.38	1.45
营运能力					
应收账款周转率	5.60	5.05	5.14	5.25	5.14
存货周转率	6.02	6.77	6.93	6.64	6.67
总资产周转率	0.96	0.99	1.10	1.07	1.06
每股指标(元)					
每股收益	3.90	3.94	6.45	7.75	8.55
每股经营现金流	4.45	4.69	6.83	9.14	8.33
每股净资产	19.19	22.41	27.80	34.26	41.40
估值比率					
市盈率	27.04	26.77	16.37	13.62	12.35
市净率	5.50	4.71	3.80	3.08	2.55
EV/EBITDA	16.51	15.68	9.25	8.33	7.24
EV/EBIT	19.69	20.36	11.32	10.24	8.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com