



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：94.06

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

扬农化工（600486.SH）：产品原料价格回落，新项目驱动成长

投资要点

● **事件：**4月24日，公司发布2023年一季报，实现营业收入45亿元，同比下降14.57%；实现归母净利润7.54亿元，同比下降16.59%；实现扣非归母净利润7.14亿元，同比下降20.1%。实现毛利率27.49%，同比下降2.28pct；实现净利率16.77%，同比下降0.4pct。

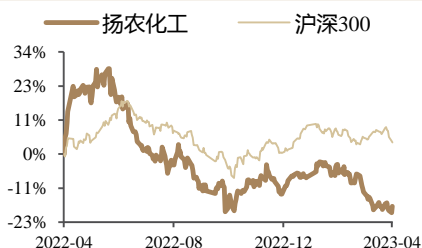
● **农药价格回落，制剂以量补价。**公司中国制剂业务稳中有进。2023Q1原药收入为28.73亿元，同比下降9.89%；制剂收入为9.94亿元，同比增长5.81%。销量方面，原药销量为2.8万吨，同比下降1.71%；制剂销量1.9万吨，同比增长12.52%。价格方面，原药平均销售价格为10.27万元/吨，同比下降8.32%；制剂平均销售价格为5.22万元/吨，同比下降5.96%。2023Q1海外去库存周期延长，国内传统农化旺季后移，价格震荡下行，根据中农立华，2023Q1功夫菊酯/联苯菊酯/草甘膦均价分别为17.38/22.64/4.25万元/吨，同比变动-26.17%/-32.6%/-43.025。主要原材料价格回落，液碱/液钾/碳酸钾/氢溴酸/异戊二烯/一氯甲烷/甲醛/氯化亚砷/醋酸/盐酸/甲苯/硝酸/甲醇/水合肼价格变动分别-2%/+14.4%/+7.2%/-17%/-19.2%/-24.5%/-2.6%/-60.4%/-48.9%/-52.3%/+3.1%/+28.4%/-6.9%/-46.5%。随着农药刚需旺季到来价格企稳回升，公司利润有望提升。

● **优嘉四期有序放量，辽宁优创项目获批。**优嘉四期全面建成，优嘉四期第一阶段项目包含苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺4个品种，已于2022年年初投产，剩余3,510吨拟除虫菊酯、2,000吨丙环唑、1,000吨虱螨脲和500吨中间体预计2022年底建成，预计2023年将释放产能贡献业绩增量。辽宁优创获重大突破，年产15,650吨农药原药及7,000吨农药中间体项目环评获批，15,650吨农药原药包括：1,500吨/年咪草烟、200吨/年甲氧咪草烟、100吨/年甲基咪草烟、5,000吨/年烯草酮、250吨/年烯禾啶、500吨/年莎稗磷、100吨/年啶菌噁唑、500吨/年吡氟酰草胺、500吨/年多效唑、3,000吨/年功夫菊酯、2,500吨/年氟唑菌酰胺、1,500吨/年双酰胺类杀虫剂。7,000吨中间体包括：2,000吨/年一氯吡啶、2,000吨/年环己二酮、3,000吨/年三氯唑。

● **投资建议：**预计公司2022-2025年每股收益分别为6.70、7.47和8.16元，对应PE分别为14、13和12倍。考虑到优嘉四期项目新增产能持续释放，辽宁优创项目稳步推进，都将为公司发展注入强劲动力，维持“买入”评级。

● **风险提示：**在建项目进度不及预期；下游需求恢复不及预期；产品价格波动风险。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.58	-11.94	-10.67
相对涨幅(%)	-3.98	-9.51	-5.44

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	309.90
流通A股(百万股):	309.90
52周内股价区间(元):	91.66-146.84
总市值(百万元):	29,149.09
总资产(百万元):	15,233.59
每股净资产(元):	29.99

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	17,866	20,474	23,064
(+/-)YOY(%)	20.4%	33.5%	13.0%	14.6%	12.6%
净利润(百万元)	1,222	1,794	2,075	2,315	2,530
(+/-)YOY(%)	1.0%	46.8%	15.7%	11.6%	9.3%
全面摊薄EPS(元)	3.94	5.79	6.70	7.47	8.16
毛利率(%)	23.1%	25.7%	25.0%	24.7%	24.4%
净资产收益率(%)	17.6%	21.0%	19.6%	17.9%	16.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	5.79	6.70	7.47	8.16
每股净资产	27.54	34.24	41.71	49.87
每股经营现金流	6.85	9.48	7.76	11.90
每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	17.94	14.05	12.59	11.52
P/B	3.77	2.75	2.26	1.89
P/S	1.84	1.63	1.42	1.26
EV/EBITDA	10.28	8.28	7.15	5.96
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	25.0%	24.7%	24.4%
净利润率	11.4%	11.6%	11.3%	11.0%
净资产收益率	21.0%	19.6%	17.9%	16.4%
资产回报率	12.1%	11.1%	11.1%	10.0%
投资回报率	20.2%	19.0%	17.8%	16.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	33.5%	13.0%	14.6%	12.6%
EBIT 增长率	53.6%	14.0%	12.4%	9.6%
净利润增长率	46.8%	15.7%	11.6%	9.3%
偿债能力指标				
资产负债率	42.3%	43.0%	37.7%	38.6%
流动比率	1.6	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.1	1.4	1.4
现金比率	0.6	0.6	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	53.6	52.0	52.4	52.5
存货周转天数	60.5	66.8	65.1	64.9
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	0.9
固定资产周转率	3.9	3.7	3.8	3.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,794	2,075	2,315	2,530
少数股东损益	1	2	2	2
非现金支出	910	532	571	608
非经营收益	-102	42	62	78
营运资金变动	-479	288	-545	470
经营活动现金流	2,124	2,938	2,405	3,687
资产	-1,167	-1,444	-1,385	-1,442
投资	-145	80	0	0
其他	-158	-34	-53	-70
投资活动现金流	-1,469	-1,399	-1,438	-1,512
债权募资	-283	-46	-44	-33
股权募资	0	0	0	0
其他	-223	-10	-10	-10
融资活动现金流	-507	-56	-54	-44
现金净流量	256	1,483	913	2,132

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,811	17,866	20,474	23,064
营业成本	11,750	13,401	15,416	17,447
毛利率%	25.7%	25.0%	24.7%	24.4%
营业税金及附加	44	48	55	62
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	346	397	455	511
营业费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	841	923	1,061	1,199
管理费用率%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	498	570	649	732
研发费用率%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
EBIT	2,242	2,557	2,873	3,150
财务费用	-246	10	10	10
财务费用率%	-1.6%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-168	-59	-68	-74
投资收益	-106	-33	-53	-70
营业利润	2,147	2,456	2,743	2,998
营业外收支	-12	0	0	0
利润总额	2,135	2,456	2,743	2,998
EBITDA	2,885	3,029	3,376	3,684
所得税	340	379	426	467
有效所得税率%	15.9%	15.4%	15.5%	15.6%
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司所有者净利润	1,794	2,075	2,315	2,530

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,358	4,841	5,754	7,886
应收账款及应收票据	3,301	3,579	4,357	4,562
存货	2,084	2,890	2,686	3,606
其它流动资产	558	897	757	1,068
流动资产合计	9,302	12,207	13,553	17,122
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,073	4,813	5,452	6,107
在建工程	411	511	611	711
无形资产	613	680	752	831
非流动资产合计	5,491	6,407	7,222	8,059
资产总计	14,793	18,614	20,776	25,181
短期借款	300	254	210	176
应付票据及应付账款	3,384	4,889	4,445	6,068
预收账款	32	30	33	39
其它流动负债	2,046	2,332	2,662	2,940
流动负债合计	5,761	7,505	7,350	9,223
长期借款	253	253	253	253
其它长期负债	240	240	240	240
非流动负债合计	493	493	493	493
负债总计	6,254	7,998	7,843	9,716
实收资本	310	310	310	310
普通股股东权益	8,535	10,610	12,925	15,455
少数股东权益	4	6	8	10
负债和所有者权益合计	14,793	18,614	20,776	25,181

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。