

扬农化工(600486)

报告日期: 2023年08月28日

## 景气下行彰显龙头本色, 北方基地打开成长空间

### ——扬农化工点评报告

#### 事件:

公司发布 2023 年中报, 实现营收 70.67 亿元, 同比下降 26.12%, 归母净利润 11.24 亿元, 同比下降 25.80%, 其中 Q2 单季度营收 25.67 亿元, 同比下降 40.28%, 归母净利润 3.70 亿元, 同比下降 39.44%。公司业绩符合市场预期。

#### 点评:

##### 产品价格下跌拖累业绩增长, 降本增效助力盈利能力改善

公司 2023H1 原药、制剂业务分别实现收入 45.15 亿元 (-20.33%)、13.37 亿元 (-1.08%), 其中公司原药 H1 销量 5.17 万吨 (-1.03%), 均价 8.74 万元/吨 (-19.49%), 制剂 H1 销量 2.86 万吨 (+1.88%), 均价 4.68 万元/吨 (-2.90%)。因为产品价格下滑及去年高基数影响, 公司 H1 营收和利润同比下滑, 但得益于公司全进紧抓市场份额, 以及在生产运营以及采购等环节持续降本增效, 公司 H1 毛利率和净利率分别为 26.84% (-0.98pcts) 和 15.91% (+0.07pct), 与去年同期基本持平, 营收和利润相比 21H1 则分别提升 5.75% 和 41.99%。

##### 公司经营韧性显著好于市场, 农药行业景气修复有望持续

受行业竞争加剧及海内外市场需求不足影响, Q2 农药价格整体持续下行。根据中农立华数据, 公司主要产品草甘膦、联苯菊酯和功夫菊酯 Q2 市场均价为 2.7、17.4 和 13.5 万元/吨, 同比下滑 57.9%、39.9% 和 34.7%, 环比下滑 34.8%、22.2% 和 21.9%。一方面, 得益于公司丰富的产品矩阵以及与部分下游客户存在长协, 公司产品售价降幅低于市场价格降幅, 充分彰显了公司的经营韧性; 另一方面, 自 6 月以来, 受益于海外需求订单增加、渠道库存去化以及原材料成本支撑, 草甘膦等产品价格企稳回升, 农药有望步入景气修复期。

##### 开启“四次创业”会战北方基地, 股权激励落地保障公司长期成长

根据公司公众号, 中国中化扬农葫芦岛大型精细化工项目已于 6 月份正式开工。该项目作为中国中化“十四五”规划重点建设项目、辽宁省重大项目, 项目一期总投资 42 亿元, 项目达产后, 预计年销售额可突破 40 亿元, 并将均衡公司生产基地的南北布局, 打开公司的业绩增量空间。此外, 公司首次股权激励计划落地, 激励目标对应 23-25 年扣非归母净利润分别为 15.04、17.30、19.89 亿元, 保障公司长期可持续发展。

##### 盈利预测与估值

公司是国内综合性的农药龙头, 随着公司优嘉等项目逐步达产, 预计公司未来业绩稳步增长, 但考虑到农药产品价格持续下行, 我们下调 23-25 年归母净利润预测为 16.77、20.47、23.59 亿元, 同比增速分别为 -6.54%、22.07%、15.23%, 对应当前股价 PE 分别为 16、13、11 倍。维持“买入”评级。

##### 风险提示

产品价格下跌超预期、葫芦岛及优嘉项目进展不及预期、安全生产风险

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

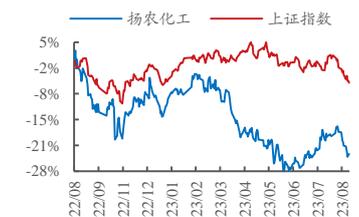
研究助理: 陈海波

chenhaibo@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 65.65
总市值(百万元)	26,678.23
总股本(百万股)	406.37

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《单季度业绩仅次于 22Q1, 行业龙头韧性凸显》 2023.04.25
- 《业绩符合预期, 新项目投产助力未来成长》 2023.03.24
- 《多品类产品布局蓄势待发, 综合性农药龙头扬帆起航》 2023.03.03

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,811	14,451	17,778	20,475
(+/-) (%)	33.52%	-8.60%	23.03%	15.17%
归母净利润	1,794	1,677	2,047	2,359
(+/-) (%)	46.82%	-6.54%	22.07%	15.23%
每股收益(元)	4.42	4.13	5.04	5.80
P/E	14.87	15.91	13.03	11.31

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9,302	9,702	12,671	14,873
现金	3,358	5,144	4,088	8,271
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3,301	2,081	4,553	3,103
其它应收款	70	37	94	57
预付账款	357	665	820	946
存货	2,084	1,607	2,938	2,307
其他	132	168	178	188
<b>非流动资产</b>	5,491	6,768	7,585	7,749
金融资产类	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,073	4,573	5,013	5,299
无形资产	613	891	1,069	1,147
在建工程	411	911	1,111	911
其他	393	392	390	390
<b>资产总计</b>	14,793	16,470	20,255	22,622
<b>流动负债</b>	5,761	6,118	7,758	8,265
短期借款	300	400	500	550
应付款项	3,384	3,885	5,071	5,263
预收账款	32	29	36	41
其他	2,046	1,803	2,151	2,410
<b>非流动负债</b>	493	540	837	537
长期借款	253	303	603	303
其他	240	237	234	234
<b>负债合计</b>	6,254	6,657	8,595	8,801
少数股东权益	4	6	7	9
归属母公司股东权益	8,535	9,807	11,653	13,812
<b>负债和股东权益</b>	14,793	16,470	20,255	22,622

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,124	3,872	122	5,395
净利润	1,796	1,678	2,049	2,361
折旧摊销	642	517	577	631
财务费用	(41)	25	36	38
投资损失	106	(28)	(63)	(79)
营运资金变动	(479)	1,666	(2,520)	2,402
其它	101	14	43	43
<b>投资活动现金流</b>	(1,469)	(1,802)	(1,337)	(722)
资本支出	(1,167)	(1,802)	(1,401)	(801)
长期投资	0	(70)	(10)	(10)
其他	(302)	70	74	89
<b>筹资活动现金流</b>	(507)	(284)	159	(490)
短期借款	24	100	100	50
长期借款	(0)	50	300	(300)
其他	(531)	(434)	(241)	(240)
<b>现金净增加额</b>	256	1,786	(1,056)	4,183

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15811	14451	17778	20475
营业成本	11750	11088	13663	15764
营业税金及附加	44	35	43	49
营业费用	346	311	373	430
管理费用	841	621	729	819
研发费用	498	434	533	614
财务费用	(246)	31	85	98
资产减值损失	(168)	(11)	(11)	(11)
公允价值变动损益	(81)	40	10	10
投资净收益	(106)	28	63	79
其他经营收益	22	29	38	40
<b>营业利润</b>	2147	1977	2413	2780
营业外收支	(12)	(3)	(3)	(3)
<b>利润总额</b>	2135	1974	2410	2777
所得税	340	296	362	417
<b>净利润</b>	1796	1678	2049	2361
少数股东损益	1	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	1794	1677	2047	2359
EBITDA	2885	2549	3093	3510
EPS (最新摊薄)	4.42	4.13	5.04	5.80

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.52%	-8.60%	23.03%	15.17%
营业利润	48.68%	-7.90%	22.04%	15.21%
归属母公司净利润	46.82%	-6.54%	22.07%	15.23%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.68%	23.27%	23.15%	23.01%
净利率	11.35%	11.60%	11.51%	11.52%
ROE	21.02%	17.10%	17.57%	17.08%
ROIC	20.15%	16.03%	16.43%	16.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.28%	40.42%	42.43%	38.91%
净负债比率	73.24%	67.85%	73.71%	63.68%
流动比率	1.61	1.59	1.63	1.80
速动比率	1.17	1.20	1.14	1.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.13	0.92	0.97	0.96
应收账款周转率	6.72	7.13	7.17	7.16
应付账款周转率	7.60	6.00	6.00	6.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.42	4.13	5.04	5.80
每股经营现金	5.23	9.53	0.30	13.28
每股净资产	21.00	24.13	28.68	33.99
<b>估值比率</b>				
P/E	14.87	15.91	13.03	11.31
P/B	3.13	2.72	2.29	1.93
EV/EBITDA	10.28	8.83	7.74	5.56

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>