

农药

扬农化工（600486.SH）

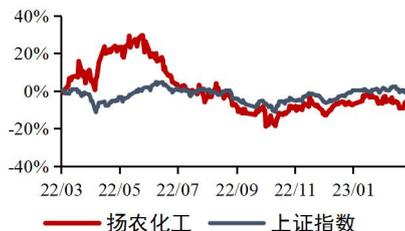
买入-B(维持)

原药销售大幅增长，业绩再创新高

2023年3月20日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023年3月17日

收盘价(元)：	106.32
年内最高/最低(元)：	148.88/89.57
流通A股/总股本(亿)：	3.10/3.10
流通A股市值(亿)：	329.48
总市值(亿)：	329.48

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益：	5.79
摊薄每股收益：	5.79
每股净资产(元)：	27.56
净资产收益率：	21.03

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

公司披露 2022 年年报，实现营业收入 158.11 亿元，yoy+33.52%，归属母公司股东的净利润 17.94 亿元，yoy+46.82%。其中，Q4 实现营业收入 27.08 亿元，yoy+4.18%，环比-23.44%；归属净利润 1.56 亿元，yoy-24.52%，环比+25.81%。

➤ **农药行业维持高景气，经营业绩保持稳定。**2022 年在俄乌冲突与极端天气影响下，国际粮食价格高涨，农药行业延续 2021 年四季度以来的高景气，优嘉四期一阶段产能释放，全年产量记录再创历史新高，公司原药、制剂产量分别为 9.26 万吨、3.65 万吨，销量分别为 8.74 万吨、3.49 万吨；公司原药、制剂平均售价分别为 10.86 万元/吨、4.86 万元/吨，分别同比+33.24%、+9.4%。公司国内农药市场销售同比增长 9%，国际农药市场业绩大涨，销售同比增长 63%。2022 年的农化行业处在 21 年双控双限的周期修复中，17 年以来的农化产能建设周期结束，产能逐步释放，原药产品价格高位回调，根据百川盈孚，截至 3 月 20 日，草甘膦 3.6 万元/吨，近一年均价为 5.61 万元/吨，yoy-43.75%；高效氯氟氰菊酯 17 万元/吨，近一年均价为 19.92 万元/吨，yoy-26.09%；联苯菊酯报价 21.5 万元/吨，近一年均价为 27 万元/吨，yoy-32.81%；高效氯氰菊酯 16.5 万元/吨，近一年均价为 16.75 万元/吨，yoy-5.71%。

➤ **公司产业布局进一步优化，分红比例提升。**优嘉三期产能全面释放，优嘉四期一阶段项目顺利投产试运行，北方基地项目全力推进。优嘉四期第二阶段项目已完成装置安装，具备试生产条件。此外，优士青山技改等多个项目同步在按计划推进。随着优嘉四期第二批项目产能释放，辽宁优创第一批项目的跟进建设，公司产品布局将得到进一步优化。公司上市后累计分配现金红利 16.95 亿元，占累计募集资金总额的 1.83 倍，22 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 13.0 元（含税），以未分配利润向全体股东按每 10 股送红股 3 股，分配的现金红利占 2022 年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 22.45%，分红比例较上年同期提升 5.97pct。

➤ **毛利率、净资产收益率同比提升，投资净损失、计提信用及资产减值损失有所影响业绩。**公司销售毛利率 25.68%，较上年同期增加 2.62pct，原药、制剂毛利率分别为 31.53%、47.06%，较上年同期分别增加 5.35pct、9.45pct；期间费用率 9.1%，较上年同期减少 2.11pct；实现加权净资产收益率 23.18%，较上年同期增加 4.1pct。22 年公司投资净收益为-1.06 亿元，计提信用减值及资产减值损失 2.68 亿元，主要是已到期的外汇远期结汇业务的结算损失增加和应收账款增加额超过上年同期增加额，相应计提的坏账准备增加。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





投资建议

➤ 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 19.29/20.6/23.34 亿元，对应 EPS 为 6.22/6.65/7.53 元，目前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17.1/16/14.1 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：农化市场需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、利润分配方案仍需通过股东大会审议，尚存在不确定性。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	19,046	22,757	27,616
YoY(%)	20.4	33.5	20.5	19.5	21.3
净利润(百万元)	1,222	1,794	1,929	2,060	2,334
YoY(%)	1.0	46.8	7.5	6.8	13.3
毛利率(%)	23.1	25.7	21.2	20.5	19.6
EPS(摊薄/元)	3.94	5.79	6.22	6.65	7.53
ROE(%)	17.6	21.0	19.2	17.8	17.4
P/E(倍)	27.0	18.4	17.1	16.0	14.1
P/B(倍)	4.7	3.9	3.3	2.8	2.5
净利率(%)	10.3	11.3	10.1	9.1	8.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7851	9302	13035	13394	18434
现金	2272	3358	4612	4785	6313
应收票据及应收账款	2820	3301	4128	4727	6027
预付账款	527	357	851	530	1171
存货	1867	2084	3178	3081	4635
其他流动资产	365	202	266	271	289
非流动资产	5252	5491	5918	6408	7061
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3375	4073	4542	4974	5559
无形资产	492	615	663	721	771
其他非流动资产	1385	804	714	713	731
资产总计	13102	14793	18953	19802	25495
流动负债	5724	5761	8353	7695	11612
短期借款	276	300	292	295	294
应付票据及应付账款	3247	3384	5481	5050	7937
其他流动负债	2200	2077	2579	2350	3380
非流动负债	432	493	440	410	374
长期借款	253	253	221	184	150
其他非流动负债	179	240	219	226	224
负债合计	6155	6254	8793	8105	11986
少数股东权益	3	4	6	8	10
股本	310	310	403	403	403
资本公积	592	592	592	592	592
留存收益	5936	7529	9026	10625	12436
归属母公司股东权益	6944	8535	10154	11690	13500
负债和股东权益	13102	14793	18953	19802	25495

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1454	2124	2874	1838	3548
净利润	1223	1796	1930	2061	2336
折旧摊销	579	642	618	764	937
财务费用	99	-246	-272	-294	-320
投资损失	-39	106	106	106	106
营运资金变动	-113	227	323	-851	399
其他经营现金流	-294	-400	168	52	91
投资活动现金流	-1138	-1469	-1284	-1424	-1782
筹资活动现金流	-142	-507	-336	-241	-238
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.94	5.79	6.22	6.65	7.53
每股经营现金流(最新摊薄)	4.69	6.85	9.27	5.93	11.45
每股净资产(最新摊薄)	22.41	27.54	32.47	37.42	43.26

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11841	15811	19046	22757	27616
营业成本	9110	11750	15003	18102	22210
营业税金及附加	29	44	53	61	75
营业费用	269	346	434	565	633
管理费用	586	841	942	1191	1413
研发费用	374	498	681	771	919
财务费用	99	-246	-272	-294	-320
资产减值损失	-36	-268	-268	-268	-268
公允价值变动收益	43	-81	-81	-81	-81
投资净收益	39	-106	-106	-106	-106
营业利润	1444	2147	2307	2463	2789
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	9	18	18	18	18
利润总额	1440	2135	2296	2451	2777
所得税	217	340	365	390	442
税后利润	1223	1796	1930	2061	2336
少数股东损益	1	1	2	2	2
归属母公司净利润	1222	1794	1929	2060	2334
EBITDA	1975	2702	2813	3092	3564

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.4	33.5	20.5	19.5	21.3
营业利润(%)	0.7	48.7	7.5	6.7	13.2
归属于母公司净利润(%)	1.0	46.8	7.5	6.8	13.3
获利能力					
毛利率(%)	23.1	25.7	21.2	20.5	19.6
净利率(%)	10.3	11.3	10.1	9.1	8.5
ROE(%)	17.6	21.0	19.2	17.8	17.4
ROIC(%)	14.6	18.4	17.3	16.1	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	42.3	46.4	40.9	47.0
流动比率	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6
速动比率	0.9	1.2	1.1	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.1	5.2	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	3.1	3.5	3.4	3.4	3.4
估值比率					
P/E	27.0	18.4	17.1	16.0	14.1
P/B	4.7	3.9	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.8	12.5	10.4

数据来源：最闻、山西证券研究所



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

