

扬农化工 (600486.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

原材料回落，新项目推动成长

业绩简评

4月24日，公司发布2023年1季报，公司2023年1季度实现营业收入45亿元，同比-14.58%；归母净利润7.54亿元，同比-16.59%；业绩略超预期。

经营分析

公司原料药价格相对稳定，主要原材料有所下滑，毛利率环比有所提升。分业务来看，2023年1季度公司原药业务实现营业收入28.73亿，同比-9.88%，价格10.27万元/吨，同比-8.32%，销量2.79万吨，同比-1.76%；制剂业务实现收入9.94亿，同比+5.86%，价格5.22万元/吨，同比-5.96%，销量1.90万吨，同比+12.24%。原材料层面，公司主要原材料醋酸、盐酸、氯化亚砷等均有不同程度回落，公司在成本端有一定程度受益。

公司产品市场价格当前处于历史较低位置，价格层面上，公司在一定程度上平滑了价格周期。从产品价格来看，杀虫剂主要产品功夫菊酯当前报价14.6万元/吨，联苯菊酯当前报价18.6万元/吨，除草剂主要产品草甘膦当前报价3.1万元/吨；杀菌剂方面，公司苯醚甲环唑报价13.5万元/吨，吡唑醚菌酯当前报价23万元/吨，丙环唑报价14万元/吨。

葫芦岛项目投资为公司带来新一轮成长。2023年4月，公司公告投资辽宁优创植物保护有限公司项目，项目包括：年产15650吨农药原药、7000吨农药中间体及66133吨副产品项目，项目总投资42.38万元。项目包含：咪草烟、啶菌噁唑、功夫菊酯、氟唑菌酰胺、莎稗磷、四氯虫酰胺等。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，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。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润预测分别为19.52、22.92和25.57亿元，EPS分别为6.30、7.40和8.25元，当前市值对应PE分别为14.55X、12.40X和11.11X，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格下行风险，原材料价格大幅波动风险；新项目进度不达预期。

基础化工组

分析师：王明辉 (执业S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

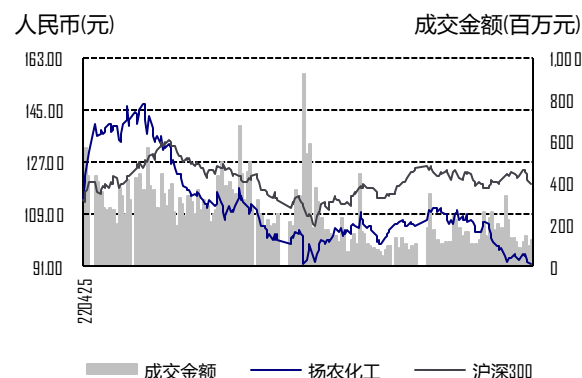
分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：91.66元

相关报告：

- 《扬农化工公司点评：价格处于底部，新项目推动成长》，2023.3.20
- 《股权激励方案落地，葫芦岛资本开支助力成长-【国金化工】扬农化...》，2022.12.31
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	17,687	20,557	22,781
营业收入增长率	20.45%	33.52%	11.86%	16.23%	10.82%
归母净利润(百万元)	1,222	1,794	1,952	2,292	2,557
归母净利润增长率	1.02%	46.82%	8.82%	17.37%	11.59%
摊薄每股收益(元)	3.943	5.790	6.300	7.394	8.252
每股经营性现金流净额	4.69	6.85	9.04	9.23	10.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.60%	21.02%	19.30%	18.92%	17.84%
P/E	33.27	17.95	14.55	12.40	11.11
P/B	5.86	3.77	2.81	2.35	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,831	11,841	15,811	17,687	20,557	22,781
增长率	20.4%	33.5%	11.9%	16.2%	10.8%	
主营业务成本	-7,244	-9,110	-11,750	-13,595	-15,714	-17,388
%销售收入	73.7%	76.9%	74.3%	76.9%	76.4%	76.3%
毛利	2,587	2,731	4,060	4,092	4,843	5,393
%销售收入	26.3%	23.1%	25.7%	23.1%	23.6%	23.7%
营业税金及附加	-29	-29	-44	-53	-62	-68
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-219	-269	-346	-354	-411	-456
%销售收入	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-505	-586	-841	-814	-966	-1,048
%销售收入	5.1%	5.0%	5.3%	4.6%	4.7%	4.6%
研发费用	-332	-374	-498	-548	-637	-706
%销售收入	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	1,502	1,473	2,332	2,323	2,767	3,115
%销售收入	15.3%	12.4%	14.7%	13.1%	13.5%	13.7%
财务费用	-179	-99	246	-12	-101	-138
%销售收入	1.8%	0.8%	-1.6%	0.1%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-49	-36	-268	-52	0	-6
公允价值变动收益	116	43	-81	0	0	0
投资收益	24	39	-106	38	38	38
%税前利润	1.7%	2.7%	n.a	1.7%	1.4%	1.3%
营业利润	1,434	1,444	2,147	2,297	2,696	3,008
%营业收入	14.6%	12.2%	13.6%	13.0%	13.1%	13.2%
营业外收支	-14	-3	-12	0	0	0
税前利润	1,420	1,440	2,135	2,297	2,696	3,008
利润率	14.4%	12.2%	13.5%	13.0%	13.1%	13.2%
所得税	-209	-217	-340	-345	-404	-451
所得税率	14.7%	15.1%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,211	1,223	1,796	1,952	2,292	2,557
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,210	1,222	1,794	1,952	2,292	2,557
净利率	12.3%	10.3%	11.3%	11.0%	11.1%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,211	1,223	1,796	1,952	2,292	2,557
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
非现金支出	442	615	910	705	691	733
非经营收益	122	-16	-102	242	-20	-20
营运资金变动	-397	-368	-479	-98	-100	-75
经营活动现金净流	1,378	1,454	2,124	2,801	2,862	3,196
资本开支	-1,162	-1,330	-1,167	-510	-403	-803
投资	-58	65	-145	0	0	0
其他	41	127	-158	38	38	38
投资活动现金净流	-1,178	-1,138	-1,469	-472	-365	-765
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-340	91	-283	-345	0	0
其他	-285	-233	-223	-399	-316	-350
筹资活动现金净流	-624	-142	-507	-745	-316	-350
现金净流量	-481	147	256	1,585	2,181	2,080

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,891	2,272	3,358	4,941	7,120	9,200
应收款项	1,924	2,917	3,405	3,634	4,224	4,681
存货	1,632	1,867	2,084	2,555	2,953	3,268
其他流动资产	931	795	454	782	887	971
流动资产	6,378	7,851	9,302	11,911	15,185	18,120
%总资产	58.5%	59.9%	62.9%	70.1%	76.0%	78.8%
长期投资	44	2	2	2	2	2
固定资产	3,806	4,560	4,483	4,450	4,187	4,278
%总资产	34.9%	34.8%	30.3%	26.2%	20.9%	18.6%
无形资产	529	512	635	618	603	588
非流动资产	4,517	5,252	5,491	5,086	4,806	4,882
%总资产	41.5%	40.1%	37.1%	29.9%	24.0%	21.2%
资产总计	10,895	13,102	14,793	16,997	19,991	23,002
短期借款	451	834	558	250	250	250
应付款项	2,889	3,614	3,666	4,970	5,745	6,357
其他流动负债	762	1,276	1,537	1,346	1,563	1,732
流动负债	4,102	5,724	5,761	6,565	7,559	8,339
长期贷款	553	253	253	253	253	253
其他长期负债	288	179	240	58	65	71
负债	4,943	6,155	6,254	6,877	7,877	8,663
普通股股东权益	5,948	6,944	8,535	10,116	12,109	14,334
其中：股本	310	310	310	310	310	310
未分配利润	4,574	5,601	7,168	8,866	10,860	13,085
少数股东权益	4	3	4	4	4	4
负债股东权益合计	10,895	13,102	14,793	16,997	19,991	23,002

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.904	3.943	5.790	6.300	7.394	8.252
每股净资产	19.192	22.406	27.541	32.642	39.075	46.254
每股经营现金净流	4.445	4.692	6.855	9.039	9.234	10.312
每股股利	0.650	0.650	0.650	0.819	0.961	1.073
回报率						
净资产收益率	20.34%	17.60%	21.02%	19.30%	18.92%	17.84%
总资产收益率	11.10%	9.33%	12.13%	11.49%	11.46%	11.12%
投入资本收益率	18.14%	15.36%	20.95%	18.59%	18.64%	17.84%
增长率						
主营业务收入增长率	12.98%	20.45%	33.52%	11.86%	16.23%	10.82%
EBIT增长率	10.71%	-1.92%	58.25%	-0.37%	19.11%	12.56%
净利润增长率	3.41%	1.02%	46.82%	8.82%	17.37%	11.59%
总资产增长率	13.05%	20.26%	12.91%	14.90%	17.62%	15.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.5	52.0	54.3	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	82.2	70.1	61.4	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	71.4	60.7	48.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	133.9	104.0	94.0	77.2	56.4	47.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.63%	-17.45%	-29.84%	-43.86%	-54.64%	-60.66%
EBIT利息保障倍数	8.4	14.9	-9.5	194.6	27.4	22.6
资产负债率	45.37%	46.98%	42.28%	40.46%	39.40%	37.66%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-26	买入	114.44	N/A
2	2022-03-10	买入	103.67	N/A
3	2022-03-29	买入	117.26	N/A
4	2022-04-25	买入	120.55	N/A
5	2022-07-14	买入	123.44	N/A
6	2022-10-29	买入	94.41	N/A
7	2022-12-31	买入	103.90	N/A
8	2023-03-20	买入	106.32	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

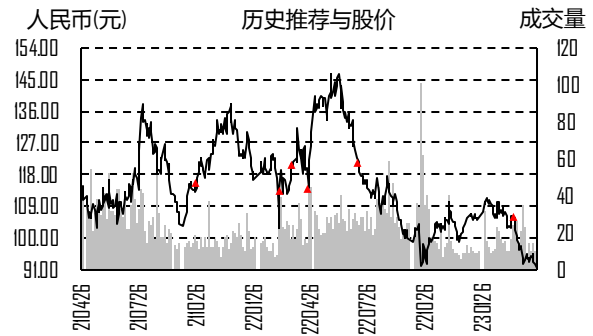
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402