

2023年04月25日

费倩然

H70507pita1.com.tw

目标价(元)

107

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/4/24)	91.66
上证指数(2023/4/24)	3275.41
股价 12 个月高/低	148.02/89.57
总发行股数(百万)	309.90
A 股数(百万)	309.90
A 市值(亿元)	284.05
主要股东	先正达集团股份有限公司 (36.17%)
每股净值(元)	29.99
股价/账面净值	3.06
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.0 -16.3 -19.7

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.10.25	93.20	买进
2023.01.03	114.44	买进

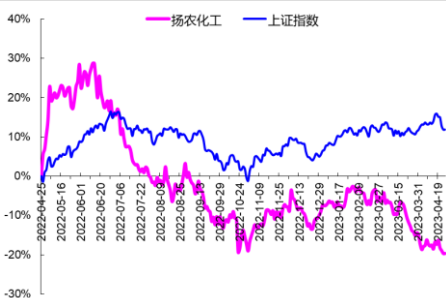
### 产品组合

原药	61.0%
贸易	28.1%
制剂	10.9%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.9%
一般法人	44.5%

### 股价相对大盘走势



## 扬农化工(600486.SH)

Buy 买进

### 价格韧性凸显，新项目助力成长

**事件：**公司发布2023年一季报，2023年Q1实现营收45亿元，yoy-14.57%，归母净利润7.54亿元，yoy-16.59%，业绩符合预期。

**点评：**2023年Q1农药价格弱势，加上22年Q1基期较高，公司业绩同比下滑。公司是国内农药龙头企业，背靠全球农化巨头先正达，海外布局优势明显，后续优嘉四期和葫芦岛基地产能逐步释放，长期成长确定性强，维持“买进”评级。

■ **原药弱势，业绩同比下滑：**2023年Q1公司营收和业绩同比均有下滑，除2022年Q1高基期外，主要受原药板块产销下滑，营收和利润减少影响。2023年公司原药产品销售均价为10.27万元/吨(yoy-8%)，销量为2.80万吨(yoy-2%)，价量均有下滑。制剂板块以量补价，销售均价为5.22万元/吨(yoy-6%)，销量为1.90万吨(yoy+13%)。Q1来看，国内需求维持刚性，海外处于去库存阶段，国内外农药价格整体弱势。据中农立华原药，Q1高效氟氯氰菊酯原药均价为17.5万元/吨(yoy-26%)，联苯菊酯原药均价为30.7万元/吨(yoy-32%)，草甘膦均价为4.3万元/吨(yoy-43%)。公司销售价格较市场价格下滑幅度较小，价格韧性凸显。

■ **价格拖累毛利，费用控制合理：**农药价格下滑影响公司毛利率，Q1公司毛利率同比下降2.28pct到27.47%。费用方面，公司整体费用控制合理，研发费用率同比上升0.28pct达2.61%；销售费用率同比下降0.51pct到2.61%；管理费用率同比增加0.08pct到3.64%，财务费用率同比增加0.18pct到0.32%。

■ **葫芦岛接力优嘉四期，成长动力充足：**公司优嘉四期项目二期建设完成，2023年逐渐贡献利润。此外，公司北方葫芦岛基地已经环评公示，后续将接档优嘉，成为公司下一轮增长点。葫芦岛项目总投资42.38亿元，建设周期为2.5年，其中包括年产15650吨农药原药及7000吨农药中间体和66133吨副产品。建成后，葫芦岛将成为公司北方地区生产基地，南北双基地布局，两翼发展将进一步拓展公司发展空间。

■ **盈利预测：**考虑到农药价格弱势，我们下修2023/2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现净利润18/21/25亿元，yoy-1%/+21%/+17%，(前值20/23亿元，yoy+12%/+15%)，折合EPS分别为5.74/6.93/8.11元。目前A股股价对应的PE为16/13/11倍，估值合理，看好其未来成长前景，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,222	1,794	1,780	2,147	2,515
同比增减		555.09%	46.82%	-0.78%	20.58%	17.14%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.94	5.79	5.74	6.93	8.11
同比增减		555.09%	46.82%	-0.78%	20.58%	17.14%
A 股市盈率(P/E)	X	23.24	15.83	15.96	13.23	11.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.65	1.3	0.7	0.7	0.7
股息率 (Yield)		0.71%	1.42%	0.76%	0.76%	0.76%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11841	15811	16554	18003	19139
经营成本	9110	11750	12238	13102	13690
研发费用	374	498	511	545	567
营业税金及附加	29	44	46	50	53
销售费用	269	346	362	394	419
管理费用	586	841	880	957	1018
财务费用	99	-246	206	224	238
资产减值损失	-1	-168	-35	-38	-41
投资收益	39	-106	-53	-42	-34
营业利润	1444	2147	2119	2556	2995
营业外收入	5	6	6	7	7
营业外支出	9	18	0	1	2
利润总额	1440	2135	2119	2555	2993
所得税	217	340	337	406	476
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属于母公司股东权益	1222	1794	1780	2147	2515

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2272	3358	4215	5867	8004
应收账款	2820	3301	3631	3848	4079
存货	1867	2084	2293	2408	2528
流动资产合计	7851	9302	10829	12881	15444
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3375	4073	4276	4618	4988
在建工程	1185	411	493	592	740
非流动资产合计	5252	5491	5823	6297	6849
资产总计	13102	14793	16653	19178	22294
流动负债合计	5724	5761	5789	6201	6831
非流动负债合计	432	493	542	509	478
负债合计	6155	6254	6332	6709	7309
少数股东权益	3	4	5	7	8
股东权益合计	6947	8539	10321	12468	14984
负债及股东权益合计	13102	14793	16653	19178	22294

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1454	2124	2443	2687	3090
投资活动产生的现金流量净额	-1138	-1469	-1028	-617	-494
筹资活动产生的现金流量净额	-142	-507	-557	-418	-460
现金及现金等价物净增加额	147	256	857	1652	2137

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。