

扬农化工（600486）

证券研究报告

2023年05月04日

一季度业绩超预期，看好公司新项目落地释放增量

事件：扬农化工发布 2023 年一季度报告，第一季度实现营业收入 45.0 亿元，同比减少 14.58%；归属于上市公司股东的净利润 7.54 亿元，同比减少 16.59%，扣除非经常性损益后的净利润 7.14 亿元，同比减少 20.1%。按 3.10 亿股的总股本计算，实现每股收益 2.43 元，每股经营净现金流为 4.26 元。

公司产品价格降幅显著低于市场平均水平，一季报业绩超预期。公司 23Q1 营业收入同比减少 7.68 亿元，环比增加 17.9 亿元；归属于母公司净利润同比减少 1.50 亿元，环比增加 6.0 亿元。分业务看，原药业务实现营收 28.73 亿元，同比减少 3.15 亿元；制剂业务实现营收 9.94 亿元，同比增加 0.55 亿元；贸易业务及其他实现营收 6.34 亿元，同比减少 5.07 亿元。

公司一季度业绩超预期主要由于产品销售价格降幅显著低于市场平均价格降幅。从销售量上看，该季度公司原药产品产销量同比较少，制剂产品同比增加，具体来看，原药产品产量 2.1 万吨，销量 2.80 万吨，分别同比减少 0.45 和 0.05 万吨；制剂产品产量 1.62 万吨，销量 1.90 万吨，分别同比增加 0.23 和 0.21 万吨。公司优嘉四期一阶段于 2022 年有序释放，第二阶段项目已完成装置安装，具备试生产条件，预计有望为 2023 年公司带来重要增量。从售价上看，23Q1 公司原药产品销售均价为 10.27 万元/吨，制剂产品销售均价为 5.22 万元/吨，分别同比下降 8.3%和 6.0%。而根据百川盈孚、中农立华的统计，公司主要产品高效氯氟氰菊酯/联苯菊酯/氯氟菊酯/吡虫啉/草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/烯草酮/丙环唑等，23Q1 的市场均价分别为 17.5/22.6/8.2/12.3/4.2/7.3/11.7/12.9/17.0 万元/吨，较 22 年同期 yoy-27%/-33%/-11%/-34%/-43%/-4%/-32%/-37%/-25%，价格跌幅整体高于公司产品价格跌幅。我们推测，公司前五大客户较高的销售占比以及紧密的关联交易合作关系，使得公司产品降价幅度低于市场平均水平。2022 年，公司前五名客户销售额占年度销售总额的 50.79%；其中前五名客户销售额中关联方销售额占比为 37.13%。公司 23Q1 综合毛利率为 27.5%，同比下降 2.3pcts，环比提升 4.5pcts。费用方面，该季度公司期间费用为 3.47 亿元，同比减少 0.58 亿元，环比减少 0.63 亿元，期间费用率为 7.7%，持平，环比减少 7.4pcts。公司期间费用规模下降主要由于销售收入同比减少，其中财务费用同比增加 688 万元，yoy+93.14%，主要由于汇率变动致本期汇兑损失（去年同期为收益）。

公司辽宁优创有序推进，有望接力南通基地成为公司下一阶段增长的重要来源。辽宁优创植保有限公司一期投资额达到 42 亿元，建设面积约 28.28 公顷，超出市场预期，此次建设内容，主要为沈阳科创现有的产品扩能+功夫菊酯的产能进一步增强，已完成项目选址、土地摘牌，环评公示等。

盈利预测与估值：综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2023~2025 年归母净利润为 18.1/21.9/26.2 亿元（前值为 21.0/22.5/27.9 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841.46	15,810.76	16,218.30	17,957.29	19,952.60
增长率(%)	20.45	33.52	2.58	10.72	11.11
EBITDA(百万元)	2,506.52	3,452.74	2,849.31	3,366.50	3,927.77
归属母公司净利润(百万元)	1,222.03	1,794.21	1,805.91	2,187.90	2,621.51
增长率(%)	1.02	46.82	0.65	21.15	19.82
EPS(元/股)	3.94	5.79	5.83	7.06	8.46
市盈率(P/E)	23.35	15.91	15.80	13.04	10.89
市净率(P/B)	4.11	3.34	2.84	2.40	2.03
市销率(P/S)	2.41	1.81	1.76	1.59	1.43
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.73	7.04	5.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	92.09 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.90
流通 A 股股本(百万股)	309.90
A 股总市值(百万元)	28,538.59
流通 A 股市值(百万元)	28,538.59
每股净资产(元)	29.99
资产负债率(%)	38.97
一年内最高/最低(元)	148.88/89.57

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《扬农化工-年报点评报告:高景气叠加新项目落地，22 年业绩实现快速增长》2023-04-03
- 《扬农化工-公司点评:上市以来首次实施激励，辽宁基地稳步推进》2023-01-04
- 《扬农化工-季报点评:一次性费用计提影响业绩，主营经营符合预期》2022-10-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,271.70	3,357.95	4,013.05	5,118.94	7,042.19
应收票据及应收账款	2,820.09	3,301.09	3,006.03	4,009.02	3,750.32
预付账款	527.41	356.55	817.95	443.22	845.71
存货	1,866.53	2,084.48	3,237.97	2,691.77	3,784.20
其他	364.86	201.93	353.19	329.99	296.77
流动资产合计	7,850.59	9,302.00	11,428.18	12,592.94	15,719.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,374.95	4,072.52	3,934.59	3,933.98	3,995.76
在建工程	1,185.39	410.95	846.57	1,107.94	1,264.76
无形资产	491.85	615.18	586.95	558.71	530.48
其他	199.34	392.82	264.32	284.40	312.76
非流动资产合计	5,251.54	5,491.47	5,632.42	5,885.03	6,103.76
资产总计	13,102.13	14,793.46	17,060.60	18,477.97	21,822.95
短期借款	275.93	300.22	400.00	350.00	300.00
应付票据及应付账款	3,247.26	3,383.93	4,489.37	3,771.79	5,132.67
其他	1,429.63	1,412.36	1,688.46	2,063.59	1,895.96
流动负债合计	4,952.83	5,096.51	6,577.82	6,185.38	7,328.62
长期借款	253.20	253.18	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	178.57	239.55	235.36	217.83	230.91
非流动负债合计	431.78	492.73	435.36	417.83	430.91
负债合计	6,155.46	6,254.01	7,013.18	6,603.20	7,759.53
少数股东权益	3.05	4.49	4.49	4.49	4.49
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	591.55	591.55	591.55	591.55	591.55
留存收益	5,936.48	7,529.25	9,037.19	10,864.08	13,053.04
其他	105.69	104.26	104.29	104.75	104.43
股东权益合计	6,946.67	8,539.46	10,047.42	11,874.77	14,063.42
负债和股东权益总计	13,102.13	14,793.46	17,060.60	18,477.97	21,822.95

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,223.02	1,795.65	1,805.91	2,187.90	2,621.51
折旧摊销	578.53	642.34	730.54	767.47	809.63
财务费用	65.45	(41.12)	(125.33)	(84.75)	(86.13)
投资损失	(38.98)	105.91	40.00	35.64	60.52
营运资金变动	77.45	622.20	(372.03)	(438.93)	(25.03)
其它	(451.45)	(1,000.71)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,454.02	2,124.26	2,079.09	2,467.33	3,380.50
资本支出	1,426.32	627.24	1,004.19	1,017.53	986.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,564.32)	(2,096.28)	(2,044.19)	(2,053.18)	(2,047.43)
投资活动现金流	(1,138.00)	(1,469.05)	(1,040.00)	(1,035.64)	(1,060.52)
债权融资	(15.86)	(29.72)	(86.04)	34.75	36.13
股权融资	(244.04)	(1.43)	(297.94)	(360.55)	(432.86)
其他	117.82	(475.59)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(142.08)	(506.75)	(383.99)	(325.80)	(396.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	173.95	148.47	655.10	1,105.89	1,923.25

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,841.46	15,810.76	16,218.30	17,957.29	19,952.60
营业成本	9,110.42	11,750.37	12,282.57	13,341.90	14,570.93
营业税金及附加	28.59	43.84	39.16	43.36	48.18
销售费用	269.36	346.03	373.02	413.02	458.91
管理费用	586.17	840.85	875.79	969.69	1,077.44
研发费用	373.53	498.02	518.99	574.63	638.48
财务费用	98.60	(246.00)	(125.33)	(84.75)	(86.13)
资产/信用减值损失	(36.43)	(267.80)	(75.50)	(80.10)	(88.38)
公允价值变动收益	42.82	(81.03)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.98	(105.91)	(40.00)	(35.64)	(60.52)
其他	(114.48)	885.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,443.90	2,146.85	2,138.60	2,583.68	3,095.89
营业外收入	5.13	6.04	6.00	5.72	5.92
营业外支出	8.61	17.63	20.00	15.41	17.68
利润总额	1,440.41	2,135.26	2,124.60	2,574.00	3,084.13
所得税	217.40	339.61	318.69	386.10	462.62
净利润	1,223.02	1,795.65	1,805.91	2,187.90	2,621.51
少数股东损益	0.99	1.44	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,222.03	1,794.21	1,805.91	2,187.90	2,621.51
每股收益(元)	3.94	5.79	5.83	7.06	8.46

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	20.45%	33.52%	2.58%	10.72%	11.11%
营业利润	0.71%	48.68%	-0.38%	20.81%	19.82%
归属于母公司净利润	1.02%	46.82%	0.65%	21.15%	19.82%
获利能力					
毛利率	23.06%	25.68%	24.27%	25.70%	26.97%
净利率	10.32%	11.35%	11.14%	12.18%	13.14%
ROE	17.60%	21.02%	17.98%	18.43%	18.65%
ROIC	26.87%	28.66%	30.47%	33.26%	36.36%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	46.98%	42.28%	41.11%	35.74%	35.56%
净负债率	-17.05%	-29.82%	-33.97%	-38.48%	-46.52%
流动比率	1.37	1.61	1.74	2.04	2.14
速动比率	1.05	1.25	1.25	1.60	1.63

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	5.05	5.17	5.14	5.12	5.14
存货周转率	6.77	8.00	6.09	6.06	6.16
总资产周转率	0.99	1.13	1.02	1.01	0.99

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	3.94	5.79	5.83	7.06	8.46
每股经营现金流	4.69	6.85	6.71	7.96	10.91
每股净资产	22.41	27.54	32.41	38.30	45.37

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	23.35	15.91	15.80	13.04	10.89
市净率	4.11	3.34	2.84	2.40	2.03
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.73	7.04	5.53
EV/EBIT	20.36	10.42	11.74	9.12	6.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com