

扬农化工（600486）2023年一季报点评

海外去库凸显业绩韧性，葫芦岛项目接续成长

事项:

- ❖ 扬农化工发布2023年一季报，2023年一季度公司实现营收45.00亿元，同比-14.58%，环比+66.17%；实现归母净利润7.54亿元，同比-16.59%，环比+383.33%；实现毛利率27.49%，同比-2.28PCT，环比+4.52PCT。

评论:

- ❖ **海外去库压力下，23Q1业绩韧性凸显。**2023Q1，在海外去库的压力下，农药价格持续下跌，公司作为国内农药行业龙头，业绩韧性凸显，原药业务实现营收28.73亿元，同比-9.89%，环比+49.00%，实现销量2.80万吨，同比-1.71%，环比+70.73%，实现价格10.27万元/吨，同比-8.32%，环比-12.73%；制剂业务实现营收9.94亿元，同比+5.81%，环比+540.26%，实现销量1.90万吨，同比+12.52%，环比+495.41%，实现价格5.22万元/吨，同比-5.96%，环比+7.53%。
- ❖ **静待海外去库，期待农药价格修复。**2021-2022年，农药价格进入上行通道，在此期间，海外客户持续累库。2022Q4，海外去库开始对国内农药出口形成压制，出口不顺导致农药价格快速下滑，根据中农立华数据，2023Q1，公司产品中草甘膦、联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮均价分别为4.32、22.79、17.45、11.68万元/吨，环比-18.97%、-13.11%、-9.84%、-6.71%，同比-42.50%、-32.35%、-26.11%、-31.48%。现阶段，农产品价格仍处于历史较高水平，将有效提振农民的种植热情和对农化产品的使用量，随着海外去库的推进，农药价格有望止跌并在下一轮采购旺季来临时逐步修复，届时，公司作为国内农药龙头将充分受益。
- ❖ **优嘉四期产能释放，葫芦岛项目接续成长。**2022年，公司优嘉三期项目产能全面释放；优嘉四期一阶段项目顺利投产，二阶段项目完成装置安装，具备试生产条件，有望为2023年贡献增量业绩。长期来看，公司葫芦岛项目顺利推进，子公司辽宁优创拟投资42.38亿元建设年产15650吨农药原药、7000吨农药中间体及66133吨副产品项目，根据公司公告，项目建成后有望为公司贡献40.83亿元营收。葫芦岛项目接续优嘉项目，有望成为公司未来增长的主要动力，拓展公司发展空间。
- ❖ **投资建议：**我们坚定看好农药龙头扬农化工的长期发展，在先正达的护航及公司自身内生的创新能力下，预计公司的强 α 将有望穿越周期，预计2023-2025年实现营收160.79 / 187.88 / 212.96亿元，同比分别为+1.7% / +16.8% / +13.4%；归母净利润18.28 / 22.89 / 25.95亿元，同比分别为+1.8% / +25.3% / +13.3%。根据可比公司PE及公司自身情况，我们给予公司2023年20x P/E，目标价格117.82元/股，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**农药价格持续下行；极端天气影响海外农药去库速度；项目建设不及预期；

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	15,811	16,079	18,788	21,296
同比增速(%)	33.5%	1.7%	16.8%	13.4%
归母净利润(百万)	1,795	1,828	2,289	2,595
同比增速(%)	46.8%	1.8%	25.3%	13.3%
每股盈利(元)	5.79	5.90	7.39	8.37
市盈率(倍)	16	16	13	11
市净率(倍)	3.4	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月25日收盘价

强推（维持）

目标价：117.82元

当前价：94.06元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

联系人：吴宇

邮箱：wuyul@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	30,989.89
已上市流通股(万股)	30,989.89
总市值(亿元)	284.05
流通市值(亿元)	284.05
资产负债率(%)	38.97
每股净资产(元)	29.99
12个月内最高/最低价	147.70/91.66

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《扬农化工（600486）2022年报点评：海外去库导致业绩短期承压，股权激励彰显信心》

2023-03-23

《扬农化工（600486）2022Q3业绩点评：Q3业绩短期承压，新基地新项目推进成长》

2022-10-26

《扬农化工（600486）2021年三季度报点评：优嘉项目持续放量，融入两化加速成长》

2021-10-31

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,358	5,037	7,045	9,479
应收票据	636	789	984	1,104
应收账款	2,665	2,532	2,978	3,498
预付账款	357	570	701	725
存货	2,084	2,584	2,820	3,116
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	202	469	516	521
流动资产合计	9,302	11,981	15,044	18,443
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,073	4,256	4,524	4,844
在建工程	335	393	464	501
无形资产	613	660	718	741
其他非流动资产	470	473	473	474
非流动资产合计	5,491	5,782	6,179	6,560
资产合计	14,793	17,763	21,223	25,003
短期借款	300	325	349	373
应付票据	1,811	2,031	2,319	2,646
应付账款	1,573	2,145	2,357	2,525
预收款项	32	32	37	43
合同负债	665	676	790	895
其他应付款	282	282	282	282
一年内到期的非流动负债	258	258	258	258
其他流动负债	840	834	996	1,144
流动负债合计	5,761	6,583	7,388	8,166
长期借款	253	614	1,025	1,449
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	240	239	239	239
非流动负债合计	493	853	1,264	1,688
负债合计	6,254	7,436	8,652	9,854
归属母公司所有者权益	8,535	10,362	12,652	15,246
少数股东权益	4	-35	-81	-97
所有者权益合计	8,539	10,327	12,571	15,149
负债和股东权益	14,793	17,763	21,223	25,003

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,124	2,561	3,003	3,420
现金收益	2,192	2,569	3,078	3,432
存货影响	-218	-500	-236	-296
经营性应收影响	-142	-194	-732	-618
经营性应付影响	76	792	506	501
其他影响	216	-107	387	401
投资活动现金流	-1,469	-1,080	-1,233	-1,239
资本支出	-644	-1,030	-1,172	-1,209
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-825	-50	-61	-30
融资活动现金流	-507	198	238	253
借款增加	-276	385	435	449
股利及利息支付	-244	-49	-55	-52
股东融资	0	0	0	0
其他影响	13	-138	-142	-144

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,811	16,079	18,788	21,296
营业成本	11,750	11,865	13,668	15,455
税金及附加	44	43	49	58
销售费用	346	358	432	511
管理费用	841	826	977	1,129
研发费用	498	563	676	788
财务费用	-246	0	10	8
信用减值损失	-100	-35	-35	-40
资产减值损失	-168	-40	-40	-45
公允价值变动收益	-81	-81	-81	-81
投资收益	-106	-106	-106	-106
其他收益	22	22	22	22
营业利润	2,147	2,186	2,736	3,099
营业外收入	6	7	7	7
营业外支出	18	18	18	18
利润总额	2,135	2,175	2,725	3,088
所得税	339	346	434	491
净利润	1,796	1,829	2,291	2,597
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	1,795	1,828	2,289	2,595
NOPLAT	1,589	1,828	2,300	2,604
EPS(摊薄) (元)	5.79	5.90	7.39	8.37

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	33.5%	1.7%	16.8%	13.4%
EBIT 增长率	22.8%	15.1%	25.8%	13.2%
归母净利润增长率	46.8%	1.8%	25.3%	13.3%
获利能力				
毛利率	25.7%	26.2%	27.2%	27.4%
净利率	11.4%	11.4%	12.2%	12.2%
ROE	21.0%	17.6%	18.1%	17.0%
ROIC	21.2%	19.7%	19.9%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	42.3%	41.9%	40.8%	39.4%
债务权益比	12.3%	13.9%	14.9%	15.3%
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.4	1.7	1.9
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	54	58	53	55
应付账款周转天数	47	56	59	57
存货周转天数	61	71	71	69
每股指标(元)				
每股收益	5.79	5.90	7.39	8.37
每股经营现金流	6.85	8.26	9.69	11.04
每股净资产	27.54	33.44	40.83	49.20
估值比率				
P/E	16	16	13	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	10	9	8

团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522