

扬农化工 (600486.SH)

国内农药行业龙头，葫芦岛新建项目打开公司新成长空间

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,841	15,811	16,345	18,792	20,649
增长率 yoy (%)	20.4	33.5	3.4	15.0	9.9
归母净利润 (百万元)	1,222	1,794	1,818	2,020	2,396
增长率 yoy (%)	1.0	46.8	1.3	11.1	18.6
ROE (%)	17.6	21.0	18.3	17.4	17.5
EPS 最新摊薄 (元)	3.94	5.79	5.87	6.52	7.73
P/E (倍)	21.1	14.4	14.2	12.8	10.8
P/B (倍)	3.7	3.0	2.6	2.2	1.9

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件 1: 2023年3月19日, 扬农化工发布2022年年报, 公司2022年营业总收入为158.11亿元, 同比增长33.52%; 归母净利润为17.94亿元, 同比增长46.82%; 扣非净利润为19.32亿元, 同比增长69.92%。对应公司4Q22营业总收入为27.08亿元, 环比下滑23.42%; 归母净利润为1.56亿元, 环比上升25.89%。

事件 2: 2023年4月24日, 扬农化工发布2023年一季报, 公司1Q23营业总收入为45.00亿元, 同比下降14.57%, 环比上升66.14%; 归母净利润为7.54亿元, 同比下降16.59%, 环比上升383.88%。

产能逐步释放, 2022年原药销售实现大幅增长。 公司2022年原药/制剂/贸易板块收入分别为94.90/16.96/43.66亿元, YoY分别为35.13%/-14.97%/62.47%, 毛利率分别为+31.53%/+47.06%/+5.91%, 同比分别+5.35/+9.45/+0.26pcts。公司收入增长主要与主要农药产品量价齐升有关, 价格上, 受全球农化周期影响, 农药需求向好, 2022年公司农药平均价格高于2021年同期; 产量上, 公司子公司江苏优嘉三期、四期项目相继达产。销售费用同比上升28.46%, 主要系随收入增长而增长; 管理费用同比上升43.45%, 主要是由于子公司预计土壤修复费用1.85亿元; 财务费用同比下降349.49%, 主要是由汇率波动致汇兑收益增加所致。研发费用同比上升33.33%, 主要由研发投入增加所致。2022年公司净利润实现较大幅度增加, 净利率为11.36%, 同比增长1.03pcts, 其主要原因为各项收入板块毛利率增加所致。

2022年公司现金流量及资产负债情况良好。 货币资金量同比增加47.82%, 系经营性现金流增加所致, 经营性活动产生现金流净额为21.24亿元。应收账款同比增加30.54%, 系随销售收入增长而增长。应收账款周转率有所下降, 由7.02次变为6.72次, 应收账款账龄一年以内占比99.3%。存货同比增加11.68%, 但存货周转率有所提升, 由2021年底的5.21次变为5.95次。

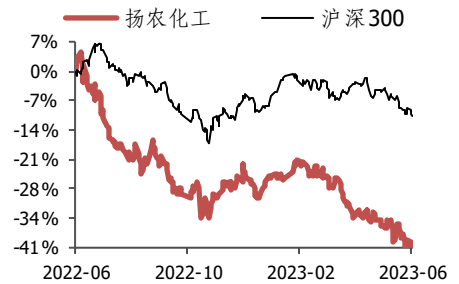
公司2023年一季度毛利率与净利率同比均有所下滑。 1Q23公司销售毛利率/净利率分别为27.49%/16.77%, 同比分别-2.28/-0.40pcts。销售费用同比下降40.98%, 主要是营业收入下降, 销售费用相应下降所致; 管理费用同比下降12.75%; 财务费用同比上升93.14%, 主要是汇率变动致当期汇兑

买入 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023年6月7日收盘价 (元)	83.16
总市值 (百万元)	25,771.19
流通市值 (百万元)	25,771.19
总股本 (百万股)	309.90
流通股本 (百万股)	309.90
近3月日均成交额 (百万元)	142.84

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

相关研究

损失所致；研发费用同比下降 4.32%。经营活动产生现金流净额为 15.21 亿元，同比上升 92.70%；投资活动产生现金流净额为 -1.95 亿元，同比上升 9.09%；筹资活动产生现金流净额为 -0.07 亿元，同比下降 120.45%。存货同比下降 26.15%，存货周转率同比由 2022 年一季度的 2.06 次变为 1.94 次。应收账款同比下降 17.60%，应收账款周转率同比由 2022 年一季度的 1.81 次变为 1.56 次。

农药产品价格急跌下有望逐步持稳。截至 2023 年 5 月 21 日，中农立华原药价格指数报 90.18 点，同比去年大跌 43.8%，环比 2023 年 4 月下跌 7.36%，除草剂、杀虫剂、杀菌剂市场行情继续走低，降幅开始放缓。跟踪的上百个产品中，同比 2022 年 5 月，92% 产品下跌；环比 2023 年 4 月，上涨品种很少，49% 产品走低。我们认为此次农药价格快速下跌主要与国内农药产能集中释放，海外库存调整等因素相关。展望未来，我们认为全球农产品价格仍处于较好位置，农户用药积极性仍较高，农药需求处于较好水平，全球农药产品价格急跌下有望逐步持稳，从中长期来看，目前农药价格基本底部水平，无须对农药产品价格过度悲观。

公司研发创新成果显著。2022 年，公司大力推动创制品种研发，全年合成新化合物 2980 个，聚焦具有较好商业化前景的 5 个品种，加快商品化进程，取得阶段性进展；同时，公司加大仿制原药开发，全年完成产品调试 43 项，部分创新成果首次实现产业化应用。此外，公司加速差异化制剂产品开发，完成制剂新品（含新配方）产业化 23 个，新增销售额 1.3 亿元。2022 年公司获批“十四五”国家重点科技项目 1 项，省级以上科技项目 9 项，4 个项目获评中化科技进步奖，1 个项目获得中国农药创新贡献一等奖，全年专利获得授权 75 项，2 项专利分别获中国专利优秀奖、中化专利银奖。我们认为公司强大的研发产出能力以及商业化应用能力是公司未来高质量成长的重要基础之一。

葫芦岛新建项目有望打开公司新成长空间。公司北方生产基地已完成项目选址和土地摘牌，并注册成立辽宁优创植物保护有限公司。公司全资子公司辽宁优创年产 15,650 吨农药原药及 7,000 吨农药中间体项目环境影响评价公众参与第一次信息公示于 2022 年 12 月在辽宁省葫芦岛市葫芦岛经济开发区政府网站披露，公司计划投资 42.14 亿元，于辽宁省葫芦岛市新建 9 栋工艺主厂房，建设 11 条生产线，总占地面积约为 28.28 公顷，形成年产 1500 吨咪草烟，200 吨甲氧咪草烟，100 吨甲基咪草烟，5000 吨烯草酮，250 吨烯禾啶，500 吨莎稗磷，100 吨啶菌噁唑，500 吨吡氟酰草胺，500 吨多效唑，3000 吨功夫菊酯，2500 吨氟唑菌酰胺，1500 吨双酰胺类杀虫剂，2000 吨一氟吡啶，2000 吨环己二酮，3000 吨三氮唑等生产能力。产品品类涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、调节剂、中间体多个品类。葫芦岛基地布局主要围绕三个方面，一是公司子公司沈阳科创搬迁产品的优化与提升；二是公司近年技术成果转化，对公司现有产业链进行补充、加强；三是葫芦岛项目部分产品是和先正达集团进行协同，其中氟唑菌酰胺原药是先正达第一次将其专利产品在中国布局。据公司 2022 年年报披露，葫芦岛一期产品清单通过审批，编制了项目可研报告。我们认为公司葫芦岛新建项目，一方面进一步推动公司整体产能的扩张，有望提升公司市场竞争力，为公司营收的持续增长提供基础，另一方面，先正达集团内部的协同进一步加强，打开公司新的成长空间。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为

163.45/187.92/206.49 亿元，实现归母净利润分别为 18.18/20.20/23.96 亿元，对应 EPS 分别为 5.87/6.52/7.73，当前股价对应的 PE 倍数分别为 14X/13X/11X。我们基于以下三个方面，1)全球农产品价格仍处于较好位置，农户用药积极性仍较高，农药需求处于较好水平，全球农药产品价格急跌下有望逐步持稳，从中长期来看，目前农药价格基本底部水平，无须对农药产品价格过度悲观；2)公司强大的研发产出能力以及商业化应用能力是公司未来高质量成长的重要基础之一；3)公司葫芦岛新建项目，一方面进一步推动公司整体产能的扩张，有望提升公司市场竞争力，为公司营收的持续增长提供基础，另一方面，先正达集团内部的协同进一步加强，打开公司新的成长空间。公司作为国内农药行业龙头，我们看好公司农药业务中长期成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：农药下游需求不及预期；行业竞争加剧；新建项目进展不及预期；上游原材料价格波动等风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7851	9302	10231	11718	12882
现金	2272	3358	4263	3991	5674
应收票据及应收账款	2820	3301	3027	4248	3746
其他应收款	48	70	57	88	70
预付账款	527	357	557	493	661
存货	1867	2084	2123	2730	2546
其他流动资产	316	132	204	168	186
非流动资产	5252	5491	6245	7325	8100
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3375	4073	4053	4627	5023
无形资产	492	615	671	685	709
其他非流动资产	1385	804	1522	2014	2368
资产总计	13102	14793	16476	19043	20982
流动负债	5724	5761	5961	6848	6765
短期借款	276	300	300	380	300
应付票据及应付账款	3247	3384	3678	4467	4387
其他流动负债	2200	2077	1982	2001	2078
非流动负债	432	493	469	459	430
长期借款	253	253	230	219	190
其他非流动负债	179	240	240	240	240
负债合计	6155	6254	6430	7306	7195
少数股东权益	3	4	7	9	11
股本	310	310	403	403	403
资本公积	592	592	592	592	592
留存收益	5936	7529	9018	10667	12612
归属母公司股东权益	6944	8535	10040	11728	13776
负债和股东权益	13102	14793	16476	19043	20982

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	2574	1531	3432
净利润	1223	1796	1820	2022	2398
折旧摊销	579	642	486	569	686
财务费用	99	-246	-82	-78	-170
投资损失	-39	106	-2	10	19
营运资金变动	-113	227	346	-1004	451
其他经营现金流	-294	-400	6	12	49
投资活动现金流	-1138	-1469	-1217	-1634	-1476
资本支出	1332	1167	1240	1649	1460
长期投资	65	-114	0	0	0
其他投资现金流	128	-187	22	15	-16
筹资活动现金流	-142	-507	-452	-248	-193
短期借款	-175	24	0	80	-80
长期借款	-300	-0	-23	-11	-29
普通股增加	0	0	93	0	0
资本公积增加	-45	0	0	0	0
其他筹资现金流	379	-531	-521	-317	-84
现金净增加额	147	256	905	-352	1763

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11841	15811	16345	18792	20649
营业成本	9110	11750	12514	14432	15689
营业税金及附加	29	44	43	51	55
销售费用	269	346	362	415	457
管理费用	586	841	849	984	1078
研发费用	374	498	515	592	651
财务费用	99	-246	-82	-78	-170
资产和信用减值损失	-36	-268	-26	-37	-51
其他收益	23	22	21	21	22
公允价值变动收益	43	-81	20	24	2
投资净收益	39	-106	2	-10	-19
资产处置收益	1	2	0	1	1
营业利润	1444	2147	2160	2396	2844
营业外收入	5	6	5	5	5
营业外支出	9	18	13	14	13
利润总额	1440	2135	2153	2387	2836
所得税	217	340	333	365	438
净利润	1223	1796	1820	2022	2398
少数股东损益	1	1	2	2	2
归属母公司净利润	1222	1794	1818	2020	2396
EBITDA	2052	2808	2556	2866	3409
EPS (元/股)	3.94	5.79	5.87	6.52	7.73

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	3.4	15.0	9.9
营业利润 (%)	0.7	48.7	0.6	10.9	18.7
归属母公司净利润 (%)	1.0	46.8	1.3	11.1	18.6
获利能力					
毛利率 (%)	23.1	25.7	23.4	23.2	24.0
净利率 (%)	10.3	11.4	11.1	10.8	11.6
ROE (%)	17.6	21.0	18.3	17.4	17.5
ROIC (%)	15.5	19.4	16.6	15.8	16.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.0	42.3	39.0	38.4	34.3
净负债比率 (%)	-16.4	-29.4	-36.5	-28.2	-37.0
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.7	1.9
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0
应收账款周转率	7.0	6.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.0	7.6	15.9	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.94	5.79	5.87	6.52	7.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.69	6.85	8.31	4.94	11.08
每股净资产 (最新摊薄)	22.41	27.54	32.11	37.57	44.19
估值比率					
P/E	21.1	14.4	14.2	12.8	10.8
P/B	3.7	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.8	11.0	11.7	10.5	8.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686