

扬农化工 (600486)

买入 (维持)

一季度业绩超预期, 优嘉新产能放量可待

2023年5月15日

市场数据

日期	20230515
收盘价(元)	92.11
总股本(百万股)	309.90
流通股本(百万股)	309.90
净资产(百万元)	9297.67
总资产(百万元)	15233.59
每股净资产(元)	29.98

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证化工】扬农化工(600486) 2022年年报点评: 22Q4 农药景气回落, 葫芦岛项目保障新一轮成长 2023-3-29

《【兴证化工】扬农化工(600486) 2022年限制性股票激励计划公告点评: 股权激励方案业绩考核彰显公司发展信心, 辽宁优创项目有望保障中长期成长 2023-1-03

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

刘梦岚

liumenglan@xyzq.com.cn

S0190522070006

投资要点

事件: 扬农化工发布 2023 年第一季度报告, 报告期内实现营业收入 45.00 亿元, 同比减少 14.57%, 环比增长 66.14%; 实现归属上市公司股东的净利润 7.54 亿元, 同比减少 16.59%, 环比增长 383.88%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 7.14 亿元, 同比减少 20.10%, 环比增长 439.26%。实现基本每股收益 2.43 元, 同比减少 16.59%。

维持“买入”的投资评级。 2023 年一季度, 由于全球农化景气度有所下降, 公司主要产品菊酯和草甘膦等价格下跌, 公司业绩同比出现下滑。然而, 公司的业绩下降幅度是显著小于产品价格下降幅度, 凸显农化龙头企业的业绩韧性。

扬农化工是国内农药行业龙头企业, 公司工艺技术水平优异, 具备从原药中间体-原药的完整产业链优势, 同时拥有原药创制药及非专利农药的自主研发能力。当前公司优嘉四期快速推进, 2023 年新产能放量可待。北方基地葫芦岛项目环评已出, 项目新建下公司成长路径逐渐明确, 将进一步巩固公司作为全国农药龙头企业的地位。原药端, 公司加快创制品种的研发和仿制品种的开发, 公司全年合成新化合物 2980 个, 聚焦具有较好商业化前景的 5 个品种并加速推进其商业化。制剂端, 公司加速差异化制剂产品的开发, 完成制剂新品并顺利推向市场。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测为 6.64 元、7.15 元、7.65 元。维持“买入”的投资评级。

风险提示: 原药活性组分开发不及预期的风险; 原材料价格波动的风险; 制剂产品价格下降风险、市场拓展不及预期风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15811	16210	18849	20357
同比增长	33.5%	2.5%	16.3%	8.0%
归母净利润(百万元)	1794	2057	2217	2370
同比增长	46.8%	14.6%	7.8%	6.9%
毛利率	25.7%	25.2%	24.5%	25.7%
净资产收益率	21.0%	20.4%	18.6%	17.1%
每股收益(元)	5.79	6.64	7.15	7.65
市盈率	15.7	13.7	12.7	11.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

扬农化工发布 2023 年第一季度报告, 报告期内实现营业收入 45.00 亿元, 同比减少 14.57%, 环比增长 66.14%; 实现归属上市公司股东的净利润 7.54 亿元, 同比减少 16.59%, 环比增长 383.88%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 7.14 亿元, 同比减少 20.10%, 环比增长 439.26%。实现基本每股收益 2.43 元, 同比减少 16.59%。

点评

2023 年一季度, 由于全球农化景气度有所下降, 公司主要产品菊酯和草甘膦等价格下跌, 公司业绩同比出现下滑。然而, 公司的业绩下降幅度是显著小于产品价格下降幅度, 凸显农化龙头企业的业绩韧性。

- **需求短期承压, 农药原药价格下跌致公司 2023Q1 业绩有所下降。**2023 年第一季度实现营业收入 45.00 亿元, 同比下降 14.57%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.54 亿元, 同比下降 16.59%。下游方面, 由于海内外的原药供给宽松, 行业库存高位, 行业内下游企业及贸易商采购量下降, 农药原药包括菊酯、草甘膦等价格大幅下降, 导致公司 2023 年一季度业绩下滑。根据公司公告, 2023 年一季度公司原药平均销售价格为 10.27 万元/吨, 同比下降 0.94 万元/吨 (同比-8.32%); 制剂平均销售价格为 5.22 万元/吨, 同比下降 0.33 元/吨 (同比-5.96%)。产销量方面, 下游较高的库存也影响原药的采购, 23Q1 公司的原药销量为 2.80 万吨, 同比下降 1.71%, 产量为 2.10 万吨, 同比下降 17.57%; 公司加快制剂产品的推广和销售, 23Q1 公司制剂销量为 1.90 万吨, 同比增长 12.52%, 产量为 1.62 万吨, 同比增长 16.21%。
- **2023 年一季度菊酯、草甘膦等主要农药产品价格下降。**具体从产品上看, 菊酯产品方面, 2023 年一季度氯氰菊酯和高效氯氟氰菊酯的市场价格同比分别下降 10.9%和 26.5%至 8.18 和 17.49 万元/吨, 联苯菊酯的市场价格同比下降 32.9%至 22.77 万元/吨; 除草剂方面, 草甘膦市场价格同比下降 41.9%至 4.30 万元/吨。原药价格下跌影响公司的盈利水平, 2023 年一季度公司的毛利率为 27.49%, 同比下降 2.28pcts。

图1、菊酯价格

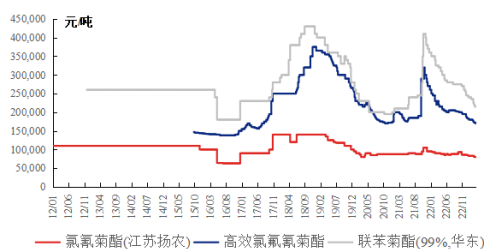
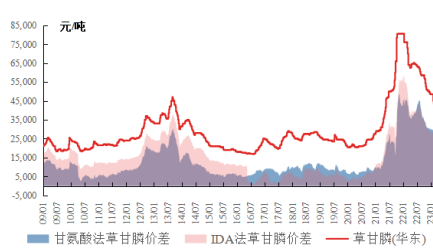


图2、草甘膦价格



资料来源: 百川资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 百川资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **公司股权激励涵盖管理层及骨干业务人员，覆盖及激励水平充分。**公司 2022 年股权激励方案落地，激励计划覆盖公司董事、高管以及各关键岗位的业务骨干人员。业绩考核要求为 2023-2025 年度净资产收益率（ROE）分别不低于 16.3%、16.3%、17.75%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2021 年为基准，2023-2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平，2023-2025 年公司资产负债率不高于 46.62%、46.61%、46.60%。本次限制性股票授予价格为 52.30 元/股，激励水平充分，有望调动起骨干员工的工作积极性。从公司的业绩考核要求来看，净资产收益率、扣非归母净利润以及资产负债率均在公司的考核范围之内，体现出公司对自身全面发展，持续做大做强的信心。
- **优嘉四期二阶段或于 23 年内贡献业绩，葫芦岛北方新基地具体产品披露，将打开公司新一轮成长。**公司优嘉四期第一阶段投产的产品为苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺等，项目全面达产达效，公司继续推进优嘉四期二阶段项目，预计剩余产能将在 2023 年实现贡献业绩，公司持续规划后续新增项目保障公司成长。

根据公司年报，公司的北方基地已经完成项目选址和土地摘牌，一期产品清单已经通过审批。2022 年 5 月 10 日，公司公告决定在辽宁省葫芦岛经济开发区设立全资子公司辽宁优创植物保护有限公司，进行农药、化工产品及其中间体项目的生产。2023 年 4 月 12 日，公司公告辽宁优创植保计划投资年产 15,650 吨农药原药、7,000 吨农药中间体及 66,133 吨副产品项目，项目总投资 423,781 万元，项目建设期 2.5 年。项目建成投产后，预计年均营业收入为 40.83 亿元，总投资收益率（ROI）17.16%，项目投资财务内部收益率（所得税后）15.65%。

优创项目位于辽宁葫芦岛经济开发区，开发区内配套完善且交通便捷，区位优势显著，完善了公司的南北生产区域布局，打开了公司发展新空间。公司的优创项目包括沈阳科创产能迁移产品和自有技术产品，例如菊酯产品和公司的创制药四氯虫酰胺等，项目涵盖 4,500 吨/年杀虫剂、8,050 吨/年除草剂和 3,100 吨/年杀菌剂，以及 7,000 吨农药中间体等。

表 1、扬农化工优创项目产能情况

项目	投资额	类别	产品	产能(吨)
葫芦岛优创项目	42.38 亿元	除草剂	咪草烟、甲氧咪草烟、甲基咪草烟、烯草酮、烯禾啶、莎稗磷、吡氟酰草胺	15650
		杀虫剂	功夫菊酯、双酰胺类杀虫剂	
		杀菌剂	啶菌噁唑、氟唑菌酰胺	

		植物生长调节剂	多效唑	
		中间体	一氯吡啶、环己二酮、三氮唑	7000

资料来源：葫芦岛经济开发区官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”的投资评级。**扬农化工是国内农药行业龙头企业，公司工艺技术水平优异，具备从原药中间体-原药的完整产业链优势，同时拥有原药创制药及非专利农药的自主研发能力。当前公司优嘉四期快速推进，2023年新产能放量可待。北方基地葫芦岛项目环评已出，项目新建下公司成长路径逐渐明确，将进一步巩固公司作为全国农药龙头企业的地位。原药端，公司加快创制品种的研发和仿制品种的开发，公司全年合成新化合物 2980 个，聚焦具有较好商业化前景的 5 个品种并加速推进其商业化。制剂端，公司加速差异化制剂产品的开发，完成制剂新品并顺利推向市场。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测为 6.64 元、7.15 元、7.65 元。维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：原药活性组分开发不及预期的风险；原材料价格波动的风险；制剂产品价格下降风险、市场拓展不及预期风险。**

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9302	11873	14872	17590	营业收入	15811	16210	18849	20357
货币资金	3358	5149	7161	9409	营业成本	11750	12125	14231	15125
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	44	43	48	53
应收票据及应收账款	3301	3493	4091	4380	销售费用	346	405	565	712
预付款项	357	557	608	631	管理费用	841	892	1037	1323
存货	2084	2359	2712	2869	研发费用	498	535	660	753
其他	202	315	301	301	财务费用	-246	-113	-194	-286
非流动资产	5491	4875	4306	3729	其他收益	22	20	21	21
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	-106	34	36	35
固定资产	4073	3718	3191	2605	公允价值变动收益	-81	67	59	62
在建工程	411	205	103	51	信用减值损失	-100	-11	-16	-21
无形资产	613	655	703	757	资产减值损失	-168	-17	-11	-13
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	2	-0	-0	0
长期待摊费用	4	2	-1	-3	营业利润	2147	2417	2591	2761
其他	376	279	295	303	营业外收入	6	4	5	4
资产总计	14793	16747	19178	21319	营业外支出	18	11	10	11
流动负债	5761	6173	6845	7082	利润总额	2135	2410	2585	2754
短期借款	300	317	305	308	所得税	340	361	388	413
应付票据及应付账款	3384	3938	4523	4767	净利润	1796	2049	2197	2341
其他	2077	1918	2017	2007	少数股东损益	1	2	2	2
非流动负债	493	472	414	388	归属母公司净利润	1794	2057	2217	2370
长期借款	253	245	191	161	EPS(元)	5.79	6.64	7.15	7.65
其他	240	227	223	227					
负债合计	6254	6645	7259	7470					
股本	310	310	310	310	主要财务比率				
资本公积	592	592	592	592	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	7168	8676	10463	12352	成长性				
少数股东权益	4	6	8	10	营业收入增长率	33.5%	2.5%	16.3%	8.0%
股东权益合计	8539	10102	11920	13849	营业利润增长率	48.7%	12.6%	7.2%	6.6%
负债及权益合计	14793	16747	19178	21319	归母净利润增长率	46.8%	14.6%	7.8%	6.9%
					盈利能力				
					毛利率	25.7%	25.2%	24.5%	25.7%
					归母净利率	11.3%	12.7%	11.8%	11.6%
					ROE	21.0%	20.4%	18.6%	17.1%
					偿债能力				
					资产负债率	42.3%	39.7%	37.8%	35.0%
					流动比率	1.61	1.92	2.17	2.48
					速动比率	1.25	1.54	1.78	2.08
					营运能力				
					资产周转率	113.4%	102.8%	104.9%	100.5%
					应收帐款周转率	625.9%	564.2%	603.7%	579.3%
					存货周转率	589.2%	540.2%	555.8%	536.7%
					每股资料(元)				
					每股收益	5.79	6.64	7.15	7.65
					每股经营现金	6.85	6.82	7.20	7.85
					每股净资产	27.54	32.58	38.44	44.66
					估值比率(倍)				
					PE	15.7	13.7	12.7	11.8
					PB	3.3	2.8	2.4	2.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1794	2057	2217	2370
折旧和摊销	642	628	649	660
资产减值准备	168	-67	49	27
资产处置损失	-2	0	0	-0
公允价值变动损失	81	-67	-59	-62
财务费用	-41	-113	-194	-286
投资损失	106	-34	-36	-35
少数股东损益	1	2	2	2
营运资金的变动	227	-444	-390	-220
经营活动产生现金流量	2124	2114	2232	2433
投资活动产生现金流量	-1469	1	33	17
融资活动产生现金流量	-507	-324	-252	-202
现金净变动	256	1791	2012	2248
现金的期初余额	1906	3358	5149	7161
现金的期末余额	2162	5149	7161	9409

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn