

研究所  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## Q1 业绩显韧性，新项目保障成长性

### ——扬农化工（600486）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/04/26

表现	1M	3M	12M
扬农化工	-4.7%	-9.8%	-21.1%
沪深 300	-1.7%	-5.3%	4.6%

#### 市场数据

2023/04/26

当前价格(元)	94.98
52 周价格区间(元)	89.57-148.88
总市值(百万)	29,434.20
流通市值(百万)	29,434.20
总股本(万股)	30,989.89
流通股本(万股)	30,989.89
日均成交额(百万)	133.83
近一月换手(%)	0.49

#### 相关报告

《扬农化工(600486.SH)2022 年报点评：2022 业绩同比+47%，葫芦岛项目环评获批（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2023-03-21

《——扬农化工（600486）点评报告：葫芦岛项目环评公示，高资本开支带来新成长（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2022-12-08

《——扬农化工（600486）点评报告：短期费用计提无碍长期成长，看好葫芦岛项目（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2022-10-25

《扬农化工中报业绩点评：扬农化工(600486)2022 年中报点评：2022H1 业绩同比大增，北方基地全

#### 事件：

2023 年 4 月 24 日，扬农化工发布一季报，2023Q1 实现营业收入 45.00 亿元，同比-14.57%，环比+66.14%；实现归母净利润 7.54 亿元，同比-16.59%，环比+383.88%；实现扣非归母净利润 7.14 亿元，同比-20.10%，环比+439.36%；销售毛利率为 27.49%，同比降低 2.28pct，环比增加 4.52pct；销售净利率为 16.77%，同比降低 0.40pct，环比增加 11.00pct。经营活动现金流净额为 15.21 亿元，同比+92.70%，环比扭亏为盈。

#### 投资要点：

##### ■ 2023Q1 农药销售旺季，经营业绩彰显韧性

2023Q1 归母净利润为 7.54 亿元，同比小幅下滑 16.59%，绝对值上，归母净利润同比减少 1.50 亿元，主要是原药销量同比略微下滑、原药和制剂价格同比有所下跌所致，Q1 毛利率同比下降 2.28 个 pct，毛利润同比减少 3.3 亿元。2023Q1 业绩环比改善明显，主要由于一季度是传统的销售旺季，产品产销提升，公司盈利能力增强。2022Q1 公司原药板块实现营收 28.73 亿元，同比-9.9%，环比+49.0%；销量 27958 吨，同比-1.7%，环比+70.7%；单价 10.27 万元/吨，同比-8.4%，环比-12.8%。制剂板块实现营收 9.94 亿元，同比+5.8%，环比+540.3%；销量 19030 吨，同比+12.5%，环比+495.4%；单价 5.22 万元/吨，同比-6.0%，环比+7.5%。

产品价格方面，主要农药产品市场价格同比和环比均呈现跌势。据中农立华，2023Q1 功夫菊酯、联苯菊酯均价分别为 17.4、22.6 万元/吨，同比分别-26%、-33%，环比分别变动-10%、-14%；2023Q1 草甘膦、麦草畏、硝磺草酮均价分别为 4.3、11.7、7.5 万元/吨，同比分别-43%、-3%、-31%，环比分别-19%、-0.2%、-7%；2023 年 Q1 苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡唑醚菌酯均价分别为 15.7、16.7、22.9、26.2 万元/吨，同比分别变动-20%、-20%、-21%、+1%，环比分别变动-8%、-8%、-7%、-11%。

期间费用率上，2023Q1 销售/管理/财务费用率分别 1.44%/6.25%/0.32%，同比-0.51/+0.36/+0.18 个 pct，财务费用率上升主要由于

力推进中（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2022-09-07

《——扬农化工（600486）点评报告：2022H1业绩大幅预增，未来成长可期（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-07-12

2023年Q1汇率变动致当期汇兑损失，去年同期为收益。

图 1：公司分业务数据

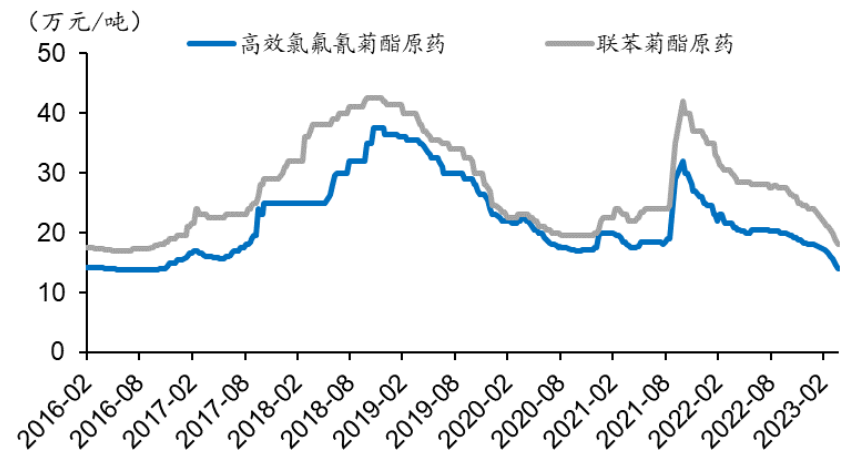
业务板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1	
原药	销量(吨)	28446	23775	18786	16376	87383	27958
	单价(万元/吨)	11.21	10.43	10.09	11.77	10.86	10.27
	营收(亿元)	31.88	24.79	18.95	19.28	94.90	28.73
	毛利(亿元)					29.92	
	毛利率					31.53%	
制剂	销量(吨)	16912	11121	3671	3196	34900	19030
	单价(万元/吨)	5.55	3.71	5.17	4.86	4.86	5.22
	营收(亿元)	9.39	4.12	1.90	1.55	16.96	9.94
	毛利(亿元)					7.98	
	毛利率					47.06%	
贸易	营收(亿元)					43.67	
	毛利(亿元)					2.58	
	毛利率					5.91%	
营业收入(亿元)	52.68	42.98	35.37	27.08	158.11	45.00	
毛利润(亿元)	15.68	10.92	7.77	6.22	40.60	12.37	
毛利率	29.77%	25.41%	21.98%	22.97%	25.68%	27.49%	
归母净利润(亿元)	9.04	6.10	1.24	1.56	17.94	7.54	

资料来源：Wind，国海证券研究所

### ■ 菊酯价格跌至历史低位，静待农药终端需求复苏

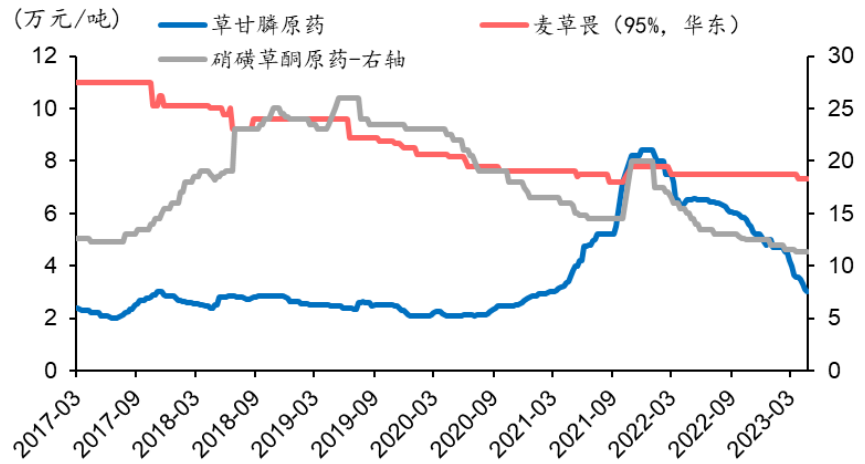
据中农立华，截至4月23日，杀虫剂功夫菊酯和联苯菊酯价格跌至2016年以来的历史低位，功夫菊酯、联苯菊酯的价格分别为14.0、18.0万元/吨，分别处于历史6%、10%分位数（2016年2月28日以来）；除草剂方面，草甘膦、麦草畏、硝磺草酮的价格分别为3.0、9.0、11.3万元/吨，均低于历史中位数水平；杀菌剂方面，苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡唑醚菌酯的价格分别为13.2、13.5、21.0、22.5万元/吨，4月维持跌势。展望Q2，国内用药进入刚需季节，随着终端库存消化，下游刚需采购为主；出口方面，海外库存逐渐去化，市场浓重的观望情绪有望缓解，静待农药行业需求复苏。

图 2：功夫菊酯和联苯菊酯价格



资料来源：中农立华，国海证券研究所

图 3: 公司主要除草剂价格走势



资料来源: 中农立华, 国海证券研究所

### ■ 葫芦岛项目全力推进, 未来成长可期

2023年4月12日, 公司审议通过《关于子公司重大项目投资的议案》, 计划投资42亿元在葫芦岛设立的全资子公司辽宁优创植物保护有限公司, 进行年产4500吨/年杀虫剂、8050吨/年除草剂和3100吨/年杀菌剂、7000吨农药中间体及66,133吨副产品项目。葫芦岛项目正全力推进, 已经通过环评公示, 项目建成投产后, 预计可贡献年均营业收入为40.83亿元, 有利于实现公司生产力南北均衡布局。此外, 优嘉四期一阶段已全面达产达效, 二阶段已完成装置安装, 具备试生产条件; 优士青山技改项目稳步推进。未来随着上述三个项目的投产, 公司产能有望进一步提升, 向全球领先的植保供应商迈进。

■ **盈利预测和投资评级** 公司优嘉四期持续放量中, 葫芦岛项目取得关键性进展, 有望带动公司新一轮成长, 预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为19.56、23.01、26.06亿元, 对应EPS 6.31、7.42、8.41元/吨, 对应PE 15、13、11倍, 维持买入评级。

■ **风险提示** 产品价格继续回落风险、上游原材料大幅涨价的风险、下游需求受极端天气及疫情冲击风险、葫芦岛项目落地不及预期风险、农药行业竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15811	17681	20390	24265
增长率(%)	34	12	15	19
归母净利润（百万元）	1794	1956	2301	2606
增长率(%)	47	9	18	13
摊薄每股收益（元）	5.79	6.31	7.42	8.41
ROE(%)	21	19	18	17
P/E	17.94	15.05	12.79	11.29
P/B	3.77	2.81	2.30	1.91
P/S	2.04	1.66	1.44	1.21
EV/EBITDA	10.28	8.88	7.37	5.81

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：扬农化工盈利预测表

证券代码:	600486		股价:	94.98	投资评级:	买入	日期:	2023/04/26	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	21%	19%	18%	17%	EPS	5.79	6.31	7.42	8.41
毛利率	26%	24%	24%	23%	BVPS	27.54	33.85	41.28	49.69
期间费率	6%	7%	7%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	11%	11%	11%	11%	P/E	17.94	15.05	12.79	11.29
<b>成长能力</b>					P/B	3.77	2.81	2.30	1.91
收入增长率	34%	12%	15%	19%	P/S	2.04	1.66	1.44	1.21
利润增长率	47%	9%	18%	13%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	1.07	0.98	0.97	0.96	<b>营业收入</b>	<b>15811</b>	<b>17681</b>	<b>20390</b>	<b>24265</b>
应收账款周转率	5.93	5.87	5.90	5.88	营业成本	11750	13515	15540	18627
存货周转率	7.58	6.84	7.12	6.94	营业税金及附加	44	50	61	73
<b>偿债能力</b>					销售费用	346	354	432	522
资产负债率	42%	42%	39%	39%	管理费用	841	831	979	1165
流动比	1.61	1.75	1.98	2.08	财务费用	-246	-23	19	29
速动比	1.19	1.29	1.53	1.62	其他费用/(-收入)	498	549	652	776
					<b>营业利润</b>	<b>2147</b>	<b>2328</b>	<b>2754</b>	<b>3117</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-12	-12	-12	-12
现金及现金等价物	3358	4915	6993	9346	<b>利润总额</b>	<b>2135</b>	<b>2316</b>	<b>2742</b>	<b>3105</b>
应收款项	3301	3951	4407	5333	所得税费用	340	359	439	497
存货净额	2084	2583	2863	3496	<b>净利润</b>	<b>1796</b>	<b>1957</b>	<b>2303</b>	<b>2609</b>
其他流动资产	558	825	819	1030	少数股东损益	1	2	2	3
<b>流动资产合计</b>	<b>9302</b>	<b>12274</b>	<b>15082</b>	<b>19206</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1794</b>	<b>1956</b>	<b>2301</b>	<b>2606</b>
固定资产	4073	4233	4626	4847					
在建工程	411	517	183	69	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	1008	1045	1106	1156	<b>经营活动现金流</b>	<b>2124</b>	<b>2496</b>	<b>2607</b>	<b>2944</b>
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1794	1956	2301	2606
<b>资产总计</b>	<b>14793</b>	<b>18070</b>	<b>20998</b>	<b>25278</b>	少数股东权益	1	2	2	3
短期借款	300	200	150	150	折旧摊销	642	450	404	473
应付款项	3384	4355	4741	5842	公允价值变动	81	136	0	0
预收帐款	32	24	34	36	营运资金变动	-479	-45	-105	-149
其他流动负债	2046	2453	2680	3198	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1469</b>	<b>-734</b>	<b>-509</b>	<b>-619</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5761</b>	<b>7031</b>	<b>7606</b>	<b>9227</b>	资本支出	-1167	-787	-564	-675
长期借款及应付债券	253	303	353	403	长期投资	-145	136	0	0
其他长期负债	240	240	240	240	其他	-158	-83	55	56
<b>长期负债合计</b>	<b>493</b>	<b>543</b>	<b>593</b>	<b>643</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-507</b>	<b>-69</b>	<b>-20</b>	<b>28</b>
<b>负债合计</b>	<b>6254</b>	<b>7574</b>	<b>8198</b>	<b>9870</b>	债务融资	-283	-50	0	50
股本	310	310	310	310	权益融资	0	0	0	0
股东权益	8539	10497	12800	15408	其它	-223	-19	-20	-22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14793</b>	<b>18070</b>	<b>20998</b>	<b>25278</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>256</b>	<b>1693</b>	<b>2078</b>	<b>2353</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

贾冰，贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。