

2023年10月24日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

70

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/10/24)	63.52
上证指数(2023/10/24)	2962.24
股价 12 个月高/低	85.15/61.81
总发行股数(百万)	406.37
A 股数(百万)	402.87
A 市值(亿元)	255.90
主要股东	先正达集团股份有限公司 (35.86%)
每股净值(元)	23.42
股价/账面净值	2.71
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.4 -10.7 -9.0

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.01.03	114.44	买进
2023.04.25	91.66	买进

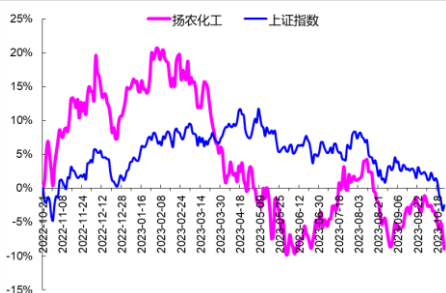
### 产品组合

原药	61.0%
贸易	28.1%
制剂	10.9%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.9%
一般法人	44.5%

### 股价相对大盘走势



## 扬农化工(600486.SH)

Trading Buy 区间操作

### 业绩符合预期, 新项目助力成长

**事件:** 公司发布2023年三季报, 报告期内公司实现营收92.73亿元,

yoy-29.22%; 归母净利润13.61亿元, yoy-16.94%, 扣非净利润13.04亿元, yoy-27.57%, 符合预期。Q3单季公司实现营收22.07亿元, yoy-37.6%, qoq-14.00%; 实现归母净利润2.37亿元, yoy+91.37%, qoq-35.87%, 扣非净利润2.22亿元, yoy+2.40%, qoq-39.57%, 单季业绩同比实现增长主要受益于去年Q3的低基期。

**点评:** 2023年农药价格弱势, 但去年Q3基期较低, 公司业绩同比增长。下半年是农药淡季, 农药价格仍在底部, 静待行业景气修复。公司是国内农药龙头企业, 背靠全球农化巨头先正达, 海外布局优势明显, 后续优嘉四期和葫芦岛基地产能逐步释放, 长期成长确定性高, 维持“区间操作”评级。

■ **以量补价韧性凸显:** 公司 Q3 业绩同比增长, 主要是去年同期基期较低, 去年 Q3 公司在管理费用中计提了土壤修复费用 1.6 亿元, 子公司计提资产减值损失 1.33 亿元, 拖累去年业绩。分板块来看, Q3 单季公司原药板块 Q3 实现营收 14.4 亿元, yoy-24%,qoq-12%, 主要是板块均价下降导致; Q3 原药均价为 6.16 万元/吨, yoy-39%, qoq-11%; 公司以量补价, 经营韧性凸显, Q3 原药销量为 2.3 万吨, yoy+24%, qoq-2%。制剂板块实现营收 1.93 亿元, yoy+2%,qoq-44%; 板块均价为 4.0 万元/吨, yoy-23%, qoq+11%; 板块销量为 0.5 万吨, yoy+32%, qoq-49%。分产品看, 公司主营除草剂草甘膦 Q3 均价回暖, 据百川盈孚, 2023Q3 草甘膦均价为 3.2 万元/吨, yoy-47%, qoq+18%。杀虫剂方面价格维持弱势, 据中农立华, Q3 联苯菊酯均价为 12.7 万元/吨, yoy-38%,qoq-7%, 联苯菊酯均价为 15.6 万元/吨, yoy-43%, qoq-10%。10 月以来,草甘膦和杀虫剂价格均有回落, 下半年是农药传统淡季, 仍需等待行业景气回暖。

■ **毛利同比修复, 费用率维持合理水平:** 受益于原料价格同比下降, 公司毛利率同比回升, Q3 单季公司毛利率同比增加 1.93pct 到 23.91%。费用方面, 公司研发、销售、管理、财务费用率合计同比增加 0.82pct 到 8.49%, 主要是汇率变动使得当期汇兑收益减少, 财务费用同比增加 1.03 亿元。此外去年同期管理费用中计提了土壤修复费用 1.6 亿元, 今年管理费用率同比下降 2.39pct 到 5.84%。

■ **葫芦岛接力优嘉四期, 成长动力充足:** 公司优嘉四期项目二期建设完成, 2023 年逐渐贡献利润。此外, 公司北方葫芦岛基地已经环评公示, 后续将接档优嘉, 成为公司下一轮增长点。葫芦岛项目总投资 42.38 亿元, 建设周期为 2.5 年, 其中包括年产 15650 吨农药原药及 7000 吨农药中间体和 66133 吨副产品。建成后, 葫芦岛将成为公司北方地区生产基地, 南北双基地布局, 两翼发展将进一步拓展公司发展空间。

■ **盈利预测:** 我们维持盈利预测, 预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 15/18/21 亿元, yoy-17%/+22%/+17%, 折合 EPS 分别为

3.69/4.48/5.23 元,目前 A 股股价对应的 PE 为 17/14/12 倍, 估值合理, 维持“区间操作”评级。

■ **风险提示:** 1、产品价格不及预期; 2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,222	1,794	1,498	1,822	2,127
同比增减		555.09%	46.82%	-16.53%	21.68%	16.70%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.94	5.79	3.69	4.48	5.23
同比增减		555.09%	46.82%	-36.35%	21.68%	16.70%
A 股市盈率(P/E)	X	16.11	10.97	17.24	14.16	12.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.65	1.3	0.7	0.7	0.7
股息率 (Yield)		1.02%	2.05%	1.10%	1.10%	1.10%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 首次评等潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 首次评等潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11841	15811	11907	13707	15292
经营成本	9110	11750	8651	9938	11034
研发费用	374	498	368	415	453
营业税金及附加	29	44	33	38	42
销售费用	269	346	261	300	335
管理费用	586	841	570	656	732
财务费用	99	-246	56	64	74
资产减值损失	-1	-168	-51	-58	-65
投资收益	39	-106	-44	-31	-22
营业利润	1444	2147	1782	2170	2533
营业外收入	5	6	6	7	7
营业外支出	9	18	0	1	2
利润总额	1440	2135	1782	2169	2531
所得税	217	340	283	345	403
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属于母公司股东权益	1222	1794	1498	1822	2127

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2272	3358	4215	5867	8004
应收账款	2820	3301	3631	3848	4079
存货	1867	2084	2293	2408	2528
流动资产合计	7851	9302	10829	12881	15444
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3375	4073	4276	4618	4988
在建工程	1185	411	493	592	740
非流动资产合计	5252	5491	5823	6297	6849
资产总计	13102	14793	16653	19178	22294
流动负债合计	5724	5761	6082	6818	7836
非流动负债合计	432	493	533	499	469
负债合计	6155	6254	6615	7317	8305
少数股东权益	3	4	5	6	7
股东权益合计	6947	8539	10038	11861	13989
负债及股东权益合计	13102	14793	16653	19178	22294

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1454	2124	2443	2687	3090
投资活动产生的现金流量净额	-1138	-1469	-1028	-617	-494
筹资活动产生的现金流量净额	-142	-507	-557	-418	-460
现金及现金等价物净增加额	147	256	857	1652	2137

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。