

# 扬农化工 (600486.SH)

## 23Q3 业绩同比改善, 全力推进辽宁优创项目建设

买入

### 核心观点

**行业景气度下行, 公司 23Q3 业绩季节性下滑。**10月23日晚间, 扬农化工发布 2023 年三季度报告, 今年前三季度, 扬农化工实现营业收入 92.74 亿元, 同比下降 29.22%; 对应实现归属净利润 13.61 亿元, 同比下降 16.94%。其中单三季度实现营业收入 22.07 亿元, 同比下降 37.60%, 环比下降 14.02%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增加 91.37%, 环比下降 35.95%。公司业绩走低主要系农化行业景气度下行以及季节性需求淡季影响。

**主营产品价格走低, 公司盈利水平减弱。**2022 年以来, 全球农化行业进入去库存周期, 绝大多数农药品种价格进入下行通道, 行业去库叠加积极性需求淡季, 公司主要原药产品量价环比均有一定下滑。从公司产销情况看, 2023Q3 公司实现原药销量 23352.84 吨, 同比+24.31%, 环比-1.56%, 原药平均销售价格 6.16 万元/吨, 同比-38.95%, 环比-11.05%; 实现制剂销量 4829.19 吨, 同比+31.56%, 环比-49.33%, 平均销售价格 4 万元/吨, 同比-22.72%, 环比+10.98%。受主营农药价格下行影响, 公司整体销售毛利率自一季度以来持续走低, 2023Q3, 公司整体销售毛利率为 23.91%, 同比+1.93pcts, 环比-1.79pcts。

**全力推进辽宁优创项目, 预计 2024 年年底一阶段项目投产。**辽宁优创“年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目”从 6 月初开工就稳步推进, 9 月中旬项目主体厂房已陆续封顶, 预计 2024 年年底一阶段项目即可投产, 整个一期工程预计在 2025 年年底建成投产, 项目建成投产后预计年均营业收入可达 40.83 亿元。

**切入先正达集团植保业务产业链, 全球农化巨头赋能打开新发展空间。**先正达入股公司后, 扬农化工与先正达集团植保业务产业链不断协同深化, 2022 年公司向 Syngenta A.G. 销售产品金额 48.86 亿元, 同比增加 73.69%, 占公司当期营收的 30.9%。先正达是全球最大的农化公司, 2022 年植保业务原药采购金额达 465.87 亿元, 随着公司与先正达之间业务不断协同深化, 未来有望获取更多的先正达原药订单, 打开新的发展空间。

**风险提示:** 原材料价格波动; 下游需求不及预期; 在建项目进展不及预期等。

**投资建议:** 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

考虑行业景气下行, 我们下调盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.41/20.73/22.71 亿元, EPS 为 5.29/6.69/7.33 元, 对应当前股价 PE 为 12.3/9.7/8.9X。未, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	12,900	16,700	19,200
(+/-%)	20.4%	33.5%	-18.4%	29.5%	15.0%
净利润(百万元)	1222	1794	1641	2073	2271
(+/-%)	1.0%	46.8%	-8.6%	26.3%	9.6%
每股收益(元)	3.94	5.79	5.29	6.69	7.33
EBIT Margin	12.4%	14.7%	14.2%	13.9%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	21.0%	16.6%	17.9%	16.8%
市盈率 (PE)	16.5	11.2	12.3	9.7	8.9
EV/EBITDA	12.8	8.9	11.2	9.5	8.8
市净率 (PB)	2.91	2.36	2.04	1.74	1.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

证券分析师: 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人: 王新航

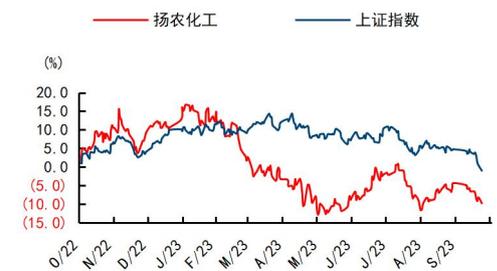
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	65.10 元
总市值/流通市值	26455/26227 百万元
52 周最高价/最低价	112.34/63.35 元
近 3 个月日均成交额	91.82 百万元

#### 市场走势



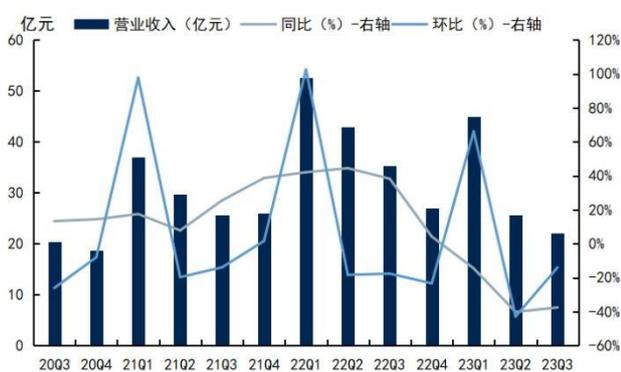
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《扬农化工 (600486.SH) - 全方位推动高质量发展, 农化巨头业绩高速增长 91%》——2022-08-29
- 《扬农化工 (600486.SH) - 一季度业绩高速增长 104%, 农化巨头多方位优势显著》——2022-04-26
- 《扬农化工 (600486.SH) - 以量补价业绩符合预期, 重点推进优嘉四期项目建设》——2022-03-29

**行业景气度下行,公司 23Q3 业绩季节性下滑。**10 月 23 日晚间,扬农化工发布 2023 年三季度报告,今年前三季度,扬农化工实现营业收入 92.74 亿元,同比下降 29.22%;对应实现归属净利润 13.61 亿元,同比下降 16.94%。其中单三季度实现营业收入 22.07 亿元,同比下降 37.60%,环比下降 14.02%;实现归母净利润 2.37 亿元,同比增加 91.37%,环比下降 35.95%。公司业绩走低主要系农化行业景气度下行以及季节性需求淡季影响,据中农立华原药价格指数,23Q3 中农立华原药/除草剂原药/杀虫剂原药/杀菌剂原药平均价格指数分别为 91.15/105.66/78.39/83.53 (基期指数为 2014 年 7 月 1 日的 100 点),同比分别下降 42.35%/47.73%/36.93%/24.65%,环比分别下降 2.69%/1.25%/0.47%/2.15%。

图1: 扬农化工单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

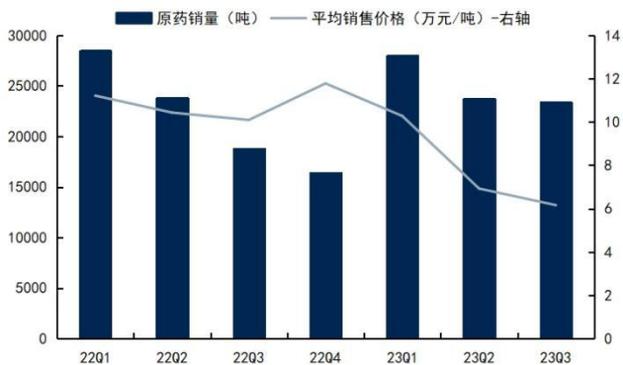
图2: 扬农化工单季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

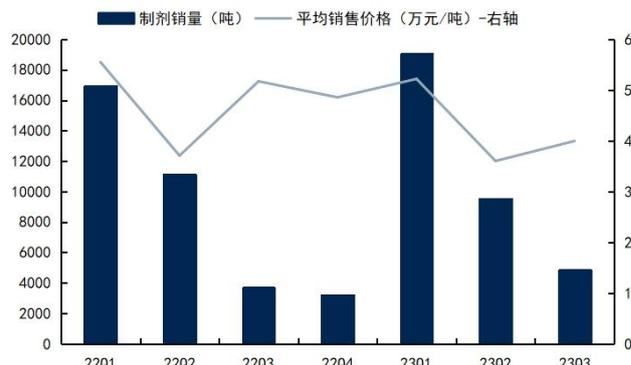
**主营产品价格走低,公司盈利水平减弱。**2022 年以来,全球农化行业进入去库存周期,绝大多数农药品种价格进入下行通道,这一趋势一直延续到现在,行业去库叠加积极性需求淡季,公司主要原药产品量价环比均有一定下滑。据中农立华原药,2023Q3,扬农化工主营的农药品种中,除草剂草甘膦/硝磺草酮/烯草酮的价格分别同比-47.17%/-16.62%/-52.74%,环比+17.26%/-3.91%/-14.77%;杀虫剂高效氯氟氰菊酯/氯氟菊酯/氟啶脲/虱螨脲/吡蚜酮的价格分别同比-37.64%/-32.51%/-42.95%/-16.62%/-30.71%/-25.87%,环比-7.13%/-9.89%/-10.18%/0%/-7.16%/-3.93%,杀菌剂氟啶胺/吡唑醚菌酯/苯醚甲环唑/丙环唑/氟环唑价格分别同比-28.28%/-28.11%/-36.95%/-43.12%/-8.61%,环比-9.32%/-14.32%/-12.26%/-17.41%/-3.69%。从公司产销情况看,2023Q3 公司实现原药销量 23352.84 吨,同比+24.31%,环比-1.56%,原药平均销售价格 6.16 万元/吨,同比-38.95%,环比-11.05%;实现制剂销量 4829.19 吨,同比+31.56%,环比-49.33%,平均销售价格 4 万元/吨,同比-22.72%,环比+10.98%。受主营农药价格下行影响,公司整体销售毛利率和净利率自一季度以来持续走低,2023Q3,公司整体销售毛利率为 23.91%,同比+1.93pcts,环比-1.79pcts;整体销售净利率为 10.75%,同比+7.24pcts,环比-3.66pcts。

图3: 扬农化工单季度原药销量及销售单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 扬农化工单季度制剂销量及销售单价



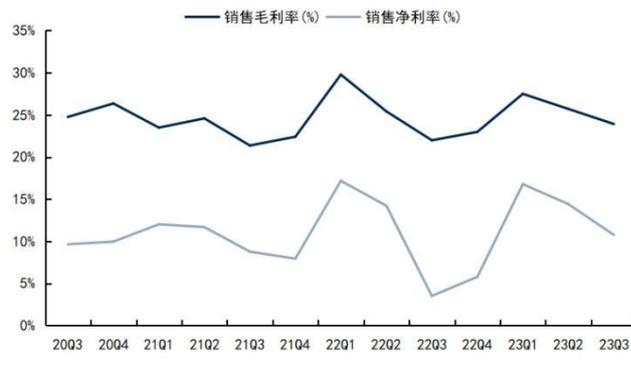
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中农立华原药价格指数



资料来源: 中农立华原药价格指数、国信证券经济研究所整理

图6: 扬农化工单季度销售毛利率与销售净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 扬农化工主要除草剂原药产品价格走势



资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

图8: 扬农化工主要杀虫剂原药产品价格走势



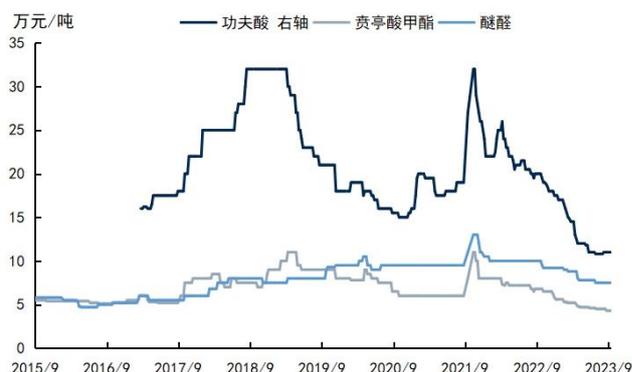
资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

图9：扬农化工主要杀菌剂原药产品价格走势



资料来源：中农立华原药价格指数，国信证券经济研究所整理

图10：扬农化工主要农药中间体产品价格走势



资料来源：中农立华原药价格指数，国信证券经济研究所整理

**全力推进辽宁优创项目，预计2024年年底一阶段项目投产。**2023年4月12日，公司发布重大项目投资的公告，公司的全资子公司辽宁优创计划投资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”，项目建设期为2.5年，项目建成投产后，预计年均营业收入为40.83亿元。该项目系中国中化扬农葫芦岛大型精细化工项目的一期项目，整体项目全部达产后预计年产值150亿元。一期项目的顺利推进有利于实现公司生产力南北均衡布局，长期看将进一步提高公司生产制造水平，使公司成长为全球领先的植保供应商。据世界农化网报道，该项目从6月初开工就稳步推进，9月中旬项目主体厂房已陆续封顶，预计2024年年底一阶段项目即可投产，整个一期工程预计在2025年年底建成投产。

表1：辽宁优创年产15650吨农药原药、7000吨农药中间体项目产品方案

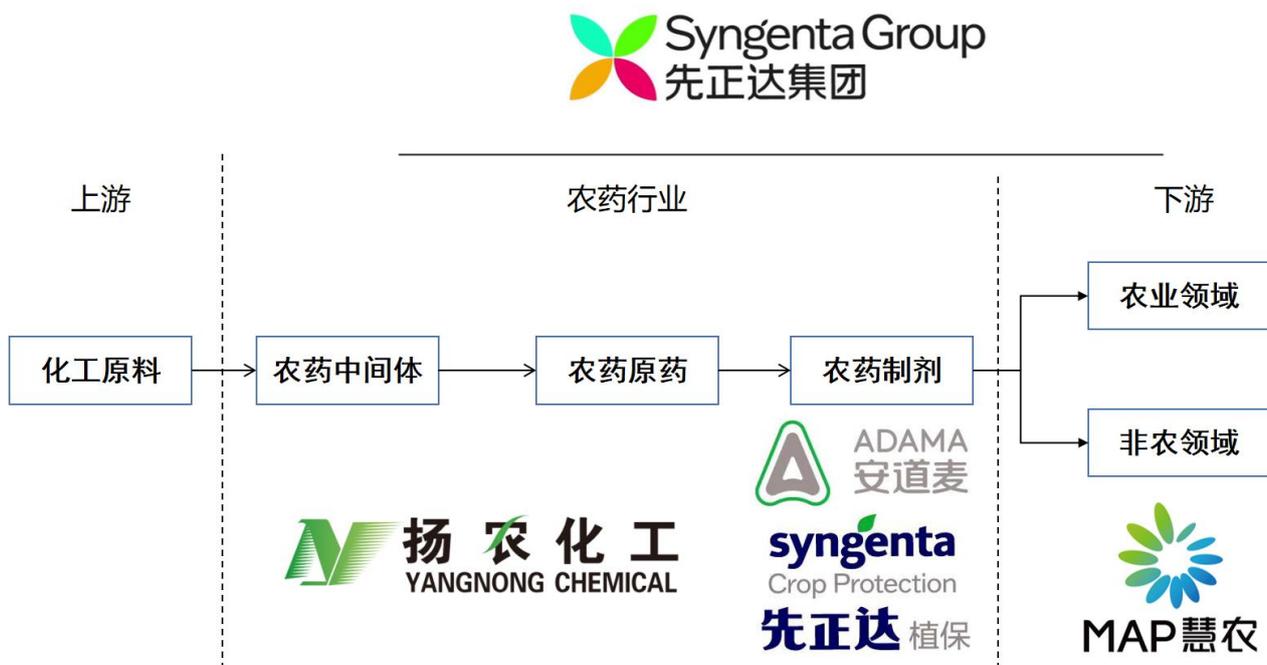
产品分类	产品名称	产能（吨/年）	
15650吨/年农药原药	咪草烟	1500	
	甲氧咪草烟	200	
	甲基咪草烟	100	
	8050吨/年除草剂	烯草酮	5000
	烯禾啶	250	
	莎稗磷	500	
	吡氟酰草胺	500	
	啶菌噁唑	100	
	3100吨/年杀菌剂	氟唑菌酰羟胺	2500
	多效唑	500	
4500吨/年杀虫剂	功夫菊酯	3000	
	双酰胺类杀虫剂	1500	
	7000吨/年农药中间体	中间体	2000

环己二酮	2000
三氮唑	3000

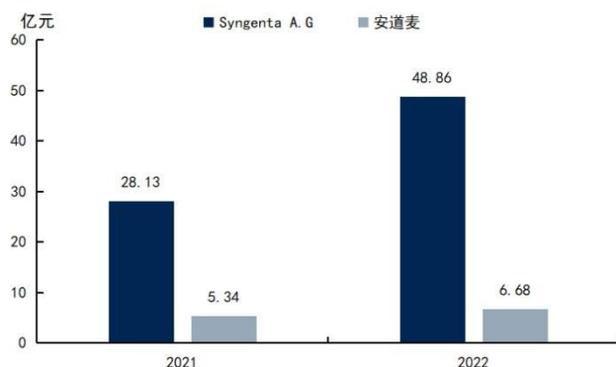
资料来源：公司公告、环评公告，国信证券经济研究所整理

切入先正达集团植保业务产业链，全球农化巨头赋能打开新发展空间。公司的第一大股东是全球最大农化企业先正达集团，先正达入股公司后，扬农化工与先正达集团植保业务产业链不断协同深化，未来与先正达之间合作将会更加紧密。短期来看，据公司公告，2022年公司向 Syngenta A.G.、安道麦销售产品金额分别为 48.86 亿元、6.68 亿元，分别同比增加 73.69%、25.19%，分别占公司当期营收的 30.9%、4.23%。长期来看，先正达集团是全球最大的农化公司，2022 年植保业务原药采购金额达 465.87 亿元，随着公司与先正达之间业务不断协同深化，未来有望获取更多的先正达原药订单，打开新的发展空间。

图11：先正达集团植保业务产业链



资料来源：先正达招股说明书，国信证券经济研究所整理

**图12: 扬农化工向 Syngenta A. G、安道麦销售产品金额**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图13: 先正达植保业务原药采购金额**


资料来源：先正达招股说明书，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级。**作为国内农药行业龙头与领跑者，公司研产销一体化，具有产业链、品牌等多方位优势。未来，公司将持续布局新项目，同时进一步融入先正达集团产业链，成长确定性高，我们看好公司有望成长为国际性综合农化龙头企业。考虑行业景气下行，我们下调公司盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.41/20.73/22.71亿元，EPS为5.29/6.69/7.33元，对应当前股价PE为12.3/9.7/8.9X。未，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2272	3358	3913	4823	5827	营业收入	11841	15811	12900	16700	19200
应收款项	2868	3371	2794	3741	4184	营业成本	9110	11750	9626	12555	14570
存货净额	1867	2084	1961	2478	2824	营业税金及附加	29	44	35	44	52
其他流动资产	844	488	853	937	980	销售费用	269	346	323	388	449
<b>流动资产合计</b>	<b>7851</b>	<b>9302</b>	<b>9520</b>	<b>11979</b>	<b>13815</b>	管理费用	586	841	670	860	985
固定资产	4560	4483	5243	5954	6558	研发费用	374	498	416	531	612
无形资产及其他	489	613	588	564	539	财务费用	99	(246)	(51)	(67)	(91)
投资性房地产	202	395	395	395	395	投资收益	39	(106)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	42	(249)	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>13102</b>	<b>14793</b>	<b>15747</b>	<b>18892</b>	<b>21308</b>	其他收入	(385)	(574)	(416)	(531)	(612)
短期借款及交易性金融负债	834	558	614	669	614	营业利润	1444	2147	1932	2440	2674
应付款项	3247	3384	3281	4167	4690	营业外净收支	(3)	(12)	0	0	0
其他流动负债	1643	1819	1422	1857	1851	<b>利润总额</b>	<b>1440</b>	<b>2135</b>	<b>1932</b>	<b>2440</b>	<b>2674</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5724</b>	<b>5761</b>	<b>5317</b>	<b>6693</b>	<b>7155</b>	所得税费用	217	340	290	366	401
长期借款及应付债券	253	253	253	253	253	少数股东损益	1	1	1	2	2
其他长期负债	179	240	290	340	390	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1222</b>	<b>1794</b>	<b>1641</b>	<b>2073</b>	<b>2271</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>432</b>	<b>493</b>	<b>543</b>	<b>593</b>	<b>643</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6155</b>	<b>6254</b>	<b>5860</b>	<b>7286</b>	<b>7798</b>	净利润	1222	1794	1641	2073	2271
少数股东权益	3	4	6	7	8	资产减值准备	(46)	167	40	23	24
股东权益	6944	8535	9881	11599	13502	折旧摊销	577	642	496	580	656
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13102</b>	<b>14793</b>	<b>15747</b>	<b>18892</b>	<b>21308</b>	公允价值变动损失	(42)	249	(50)	(50)	(50)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	99	(246)	(51)	(67)	(91)
每股收益	3.94	5.79	5.29	6.69	7.33	营运资本变动	(5)	(17)	(74)	(154)	(242)
每股红利	0.78	0.79	0.95	1.14	1.19	其它	47	(166)	(38)	(22)	(22)
每股净资产	22.41	27.54	31.89	37.43	43.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>1753</b>	<b>2669</b>	<b>2014</b>	<b>2450</b>	<b>2636</b>
ROIC	15.85%	25.18%	17%	21%	21%	资本开支	0	(457)	(1220)	(1240)	(1209)
ROE	17.60%	21.02%	17%	18%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	23%	26%	25%	25%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(457)</b>	<b>(1220)</b>	<b>(1240)</b>	<b>(1209)</b>
EBIT Margin	12%	15%	14%	14%	13%	权益性融资	(27)	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	18%	17%	17%	负债净变化	(300)	(0)	0	0	0
收入增长	20%	34%	-18%	29%	15%	支付股利、利息	(242)	(244)	(294)	(355)	(368)
净利润增长率	1%	47%	-9%	26%	10%	其它融资现金流	(262)	(637)	56	54	(55)
资产负债率	47%	42%	37%	39%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1373)</b>	<b>(1126)</b>	<b>(238)</b>	<b>(300)</b>	<b>(423)</b>
股息率	1.2%	1.2%	1.5%	1.8%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>380</b>	<b>1086</b>	<b>555</b>	<b>910</b>	<b>1004</b>
P/E	16.5	11.2	12.3	9.7	8.9	货币资金的期初余额	1891	2272	3358	3913	4823
P/B	2.9	2.4	2.0	1.7	1.5	货币资金的期末余额	2272	3358	3913	4823	5827
EV/EBITDA	12.8	8.9	11.2	9.5	8.8	企业自由现金流	0	2128	758	1161	1358
						权益自由现金流	0	1491	857	1272	1380

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032