

扬农化工 (600486.SH) Q3 业绩符合预期, 全力推进葫芦岛基地建设

2023 年 10 月 24 日

——公司信息更新报告
投资评级: 买入 (维持)
金益腾 (分析师)
徐正凤 (联系人)

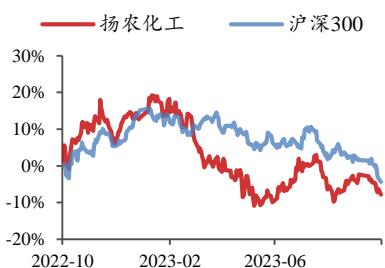
jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790122070041

日期	2023/10/23
当前股价(元)	65.10
一年最高最低(元)	112.34/63.35
总市值(亿元)	264.55
流通市值(亿元)	262.27
总股本(亿股)	4.06
流通股本(亿股)	4.03
近 3 个月换手率(%)	19.95

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《2023Q2 业绩符合预期, 盈利能力逐步修复——公司信息更新报告》-2023.8.30
- 《盈利能力改善, 辽宁优创项目再添成长动力——公司信息更新报告》-2023.4.25
- 《业绩再创新高, 稳定分红彰显长期投资价值——公司信息更新报告》-2023.3.20

● **Q3 扣非净利润同比改善, 快速推进北方葫芦岛基地建设, 维持“买入”评级**
 公司发布 2023 三季报, 前三季度实现营收 92.74 亿元, 同比-29.22%; 归母净利润 13.61 亿元, 同比-16.94%; 扣非净利润 13.04 亿元, 同比-27.57%; 其中 Q3 实现营收 22.07 亿元, 同比-37.60%、环比-14.00%; 归母净利润 2.37 亿元, 同比+91.37%、环比-35.87%; 扣非净利润 2.22 亿元, 同比+2.40%、环比-39.67%, 业绩符合预期。我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.59、22.07、25.46 亿元, 对应 EPS 为 3.84、5.43、6.27 元/股, 当前股价对应 PE 为 17.0、12.0、10.4 倍。公司快速推进北方葫芦岛基地项目建设, 我们看好公司凭借研产销一体化优势, 中长期成长性确定, 维持“买入”评级。

● **原药、制剂量升价跌致营收、净利润同比承压, 盈利能力有所改善**

2023 前三季度, 公司原药、制剂 (不折百) 分别实现销量 7.50/3.34 万吨 (同比+5.7%/+5.3%), 营收 59.53/15.30 亿元 (同比-21.3%/-0.7%), 不含税均价 7.93/4.58 万元/吨 (同比-25.5%/-5.8%), 主营产品量升价跌致营收、净利润同比承压; 我们测算 Q3 原药、制剂 (不折百) 分别实现销量 2.34/0.48 万吨 (环比-1.6%/-49.3%), 营收 14.38/1.93 亿元 (环比-12.4%/-43.8%), 不含税均价 6.16/4.00 万元/吨 (环比-11.1%/11.0%), 制剂价格环比有所提升。**盈利能力方面**, 2023 前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 26.14%、14.68%, 较 2022 年分别+0.46/+3.32pcts。

● **全力推进葫芦岛基地项目建设进度, 公司中长期成长动力充足**

据新华网辽宁频道报道, 截至 10 月 11 日, 公司葫芦岛项目一期 29 个单体土建工程进度已完成 70%。签订合同金额 12 亿元, 完成土建及前期投入 5.6 亿元, 实际到位资金 5.13 亿元。项目秉持“智能工厂+智慧 HSE”的建设要求, 坚持高起点设计、高效率推进、高质量建设、高水平交付、低成本控制。达产后, 公司将成为葫芦岛经济开发区精细化工产业龙头、全市经济重要增长点, 促进辽宁沿海经济带高质量发展。我们看好公司快速推进北方基地建设, 中长期成长性确定。

● **风险提示:** 项目进展不及预期、产品价格波动、安全环保风险、汇率波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	12,696	16,161	19,018
YOY(%)	20.4	33.5	-19.7	27.3	17.7
归母净利润(百万元)	1,222	1,794	1,559	2,207	2,546
YOY(%)	1.0	46.8	-13.1	41.6	15.4
毛利率(%)	23.1	25.7	25.0	26.3	27.4
净利率(%)	10.3	11.4	12.3	13.7	13.4
ROE(%)	17.6	21.0	16.1	19.4	19.0
EPS(摊薄/元)	3.01	4.42	3.84	5.43	6.27
P/E(倍)	21.6	14.7	17.0	12.0	10.4
P/B(倍)	3.8	3.1	2.7	2.3	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7851	9302	6502	11738	11262
现金	2272	3358	3260	3432	6095
应收票据及应收账款	2820	3301	1614	4643	2720
其他应收款	48	70	25	96	46
预付账款	527	357	353	550	513
存货	1867	2084	1118	2885	1756
其他流动资产	316	132	132	132	132
非流动资产	5252	5491	6971	7076	7101
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3375	4073	4921	4963	4930
无形资产	492	615	669	681	703
其他非流动资产	1385	804	1380	1432	1468
资产总计	13102	14793	13473	18814	18362
流动负债	5724	5761	4140	6786	4923
短期借款	276	300	1000	700	600
应付票据及应付账款	3247	3384	1991	4727	3062
其他流动负债	2200	2077	1149	1359	1262
非流动负债	432	493	243	242	240
长期借款	253	253	3	3	0
其他非流动负债	179	240	240	240	240
负债合计	6155	6254	4383	7028	5163
少数股东权益	3	4	6	8	10
股本	310	310	403	403	403
资本公积	592	592	592	592	592
留存收益	5936	7529	8739	10452	12428
归属母公司股东权益	6944	8535	9084	11778	13190
负债和股东权益	13102	14793	13473	18814	18362

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1454	2124	2741	842	4870
净利润	1223	1796	1560	2209	2548
折旧摊销	579	642	610	743	837
财务费用	99	-246	-57	89	169
投资损失	-39	106	30	-40	-30
营运资金变动	-113	227	655	-2017	1496
其他经营现金流	-294	-400	-57	-142	-150
投资活动现金流	-1138	-1469	-2143	-768	-801
资本支出	1332	1167	2090	848	862
长期投资	65	-114	0	0	0
其他投资现金流	128	-187	-53	80	61
筹资活动现金流	-142	-507	-697	-612	-695
短期借款	-175	24	700	-300	-100
长期借款	-300	-0	-250	-1	-3
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	-1239	-312	-593
现金净增加额	147	256	-98	-538	3373

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11841	15811	12696	16161	19018
营业成本	9110	11750	9525	11904	13801
营业税金及附加	29	44	36	47	61
营业费用	269	346	292	356	475
管理费用	586	841	699	824	988
研发费用	374	498	408	537	704
财务费用	99	-246	-57	89	169
资产减值损失	-1	-168	-1	-2	-2
其他收益	23	22	23	22	23
公允价值变动收益	43	-81	-25	40	30
投资净收益	39	-106	-30	40	30
资产处置收益	1	2	2	1	1
营业利润	1444	2147	1845	2611	3024
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	9	18	13	15	14
利润总额	1440	2135	1838	2602	3015
所得税	217	340	277	393	467
净利润	1223	1796	1560	2209	2548
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属母公司净利润	1222	1794	1559	2207	2546
EBITDA	1984	2712	2454	3320	3756
EPS(元)	3.01	4.42	3.84	5.43	6.27

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.4	33.5	-19.7	27.3	17.7
营业利润(%)	0.7	48.7	-14.1	41.5	15.8
归属于母公司净利润(%)	1.0	46.8	-13.1	41.6	15.4
获利能力					
毛利率(%)	23.1	25.7	25.0	26.3	27.4
净利率(%)	10.3	11.4	12.3	13.7	13.4
ROE(%)	17.6	21.0	16.1	19.4	19.0
ROIC(%)	14.8	18.5	14.5	18.0	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	42.3	32.5	37.4	28.1
净负债比率(%)	-16.4	-29.4	-22.2	-23.1	-40.2
流动比率	1.4	1.6	1.6	1.7	2.3
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	0.9	1.0	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	12.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.01	4.42	3.84	5.43	6.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	5.23	6.75	2.07	11.98
每股净资产(最新摊薄)	17.09	21.00	23.85	27.99	32.97
估值比率					
P/E	21.6	14.7	17.0	12.0	10.4
P/B	3.8	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.6	8.7	9.8	7.1	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn