

扬农化工（600486）：业绩短期承压，看好中长期成长

2023年10月25日

强烈推荐/维持

扬农化工 公司报告

扬农化工发布2023年3季报：2023年1~9月公司实现营业收入92.74亿元，YoY-29.22%，实现归母净利润13.61亿元，YoY-16.94%。

从收入端看，主营产品跌价导致收入下滑。2023年1~9月，受到农药产品价格普遍下滑影响，公司原药产品平均销售价格下滑25.5%、制剂产品平均销售价格下滑5.75%，导致公司整体收入下滑。

从利润端来看，产品跌价影响利润率水平，但原材料跌价降低了利润率波动。2023年1~9月，公司农药产品价格同比下滑对利润率产生不利影响，但原材料液碱、液钾、氢溴酸等的价格也出现了较大幅度的下跌，一定程度上降低了公司利润率的波动，2023年1~9月公司综合毛利率同比小幅下滑0.1个百分点至26.14%。

项目建设有序推进，驱动未来成长。目前公司正在有序推进优嘉四期项目、及辽宁优创一期项目。截至2023年上半年末，公司优嘉四期项目累计投入金额达到11.57亿元，占预算比例已达到63.94%。公司另一个重点建设项目辽宁葫芦岛项目（优创一期）审批得到快速推进，目前该项目已全面开工。新的基地建设将进一步均衡公司生产基地的布局，降低对单一区域生产基地的依赖，为未来发展争取更大的空间。我们认为后续在建产能的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

公司凭借农药原药品类扩张及工程化制造能力发展成为国内农药原药制造龙头企业，近年来逐步向产业链上下游延伸，发展出了研产销一体化的综合性运营模式。除具备传统优势的原药生产环节外，公司在上游原药研发、以及下游制剂销售环节也正在逐步积蓄实力，叠加先正达集团内部资源整合带来的契机，我们预期公司未来有望持续稳定增长。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司中长期成长性持续。我们维持对公司2023~2025年的盈利预测，即公司2023~2025年净利润分别为15.18、17.90和20.28亿元，对应EPS分别为4.90、5.78和6.54元，当前股价对应P/E值分别为13、11和10倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

公司简介：

扬农化工现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，4个产品填补国际空白，30多个产品填补国内空白。

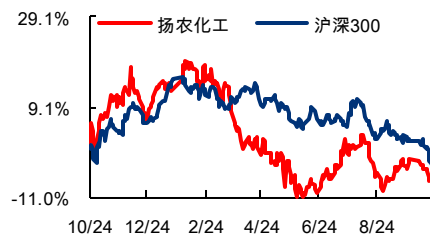
公司是国家重点高新技术企业，是中国拟除虫菊酯类农药生产基地，全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	111.09-82.99
总市值（亿元）	264.55
流通市值（亿元）	262.27
总股本/流通A股（万股）	40,637/40,637
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.72

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841	15,811	13,704	15,221	16,419
增长率(%)	20.45%	33.52%	-13.32%	11.07%	7.87%
归母净利润(百万元)	1,222	1,794	1,518	1,790	2,028
增长率(%)	1.02%	46.82%	-15.39%	17.93%	13.28%
净资产收益率(%)	17.60%	21.02%	15.73%	16.13%	15.94%
每股收益(元)	3.94	5.79	4.90	5.78	6.54
PE	17	11	13	11	10
PB	2.91	2.36	2.09	1.82	1.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	7851	9302	9920	12278	14505	营业收入	11841	15811	13704	15221	16419
货币资金	2272	3358	4743	6618	8659	营业成本	9110	11750	10402	11393	12209
应收账款	2041	2665	2310	2565	2767	营业税金及附加	29	44	38	42	46
其他应收款	827	707	575	597	644	营业费用	269	346	300	333	359
预付款项	527	357	316	346	304	管理费用	586	841	729	809	873
存货	1867	2084	1845	2021	2000	财务费用	99	-246	-77	-97	-124
其他流动资产	316	132	132	132	132	资产减值损失	1	168	-32	23	17
非流动资产合计	5252	5491	5305	5085	4827	公允价值变动收益	43	-81	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	39	-106	-106	-106	-106
固定资产	4560	4483	4326	4135	3905	营业利润	1444	2147	1807	2132	2416
无形资产	489	613	584	556	528	营业外收入	5	6	0	0	0
其他非流动资产	202	395	395	394	394	营业外支出	9	18	0	0	0
资产总计	13102	14793	15226	17364	19332	利润总额	1440	2135	1807	2132	2416
流动负债合计	5724	5761	5076	5763	6102	所得税	217	340	287	339	384
短期借款	276	300	300	300	300	净利润	1223	1796	1520	1793	2031
应付账款	1518	1573	1392	1681	1802	少数股东损益	1	1	2	2	3
预收款项	8	32	27	114	123	归属母公司净利润	1222	1794	1518	1790	2028
一年内到期的非流动负债	558	258	0	0	0	EBITDA	2117	2530	2415	2752	3047
非流动负债合计	432	493	493	493	493	EPS (元)	3.94	5.79	4.90	5.78	6.54
长期借款	253	253	253	253	253	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	6155	6254	5569	6256	6595	成长能力					
少数股东权益	3	4	6	9	12	营业收入增长	20%	34%	-13%	11%	8%
实收资本(或股本)	310	310	310	310	310	营业利润增长	1%	49%	-16%	18%	13%
资本公积	592	592	592	592	592	归属于母公司净利润增长	1%	47%	-15%	18%	13%
未分配利润	5601	7168	8131	9402	10825	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6944	8535	9650	11100	12726	毛利率(%)	23%	26%	24%	25%	26%
负债和所有者权益	13102	14793	15226	17364	19332	净利率(%)	10%	11%	11%	12%	12%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)					
经营活动现金流	1454	2124	2469	2619	2819	偿债能力					
净利润	1222	1794	1518	1790	2028	资产负债率(%)	47%	42%	37%	36%	34%
折旧摊销	579	642	686	720	759	流动比率	1.37	1.61	1.82	2.05	0.00
财务费用	99	-246	-77	-97	-124	速动比率	1.05	1.24	1.45	1.68	0.00
应收账款减少	-708	-623	355	-256	-202	营运能力					
预收账款增加	-18	24	-4	86	9	总资产周转率	0.99	1.13	0.91	0.93	0.89
投资活动现金流	-1138	-1469	-500	-500	-500	应收账款周转率	7.02	6.72	5.51	6.24	6.16
公允价值变动收益	43	-81	0	0	0	应付账款周转率	7.82	10.23	9.24	9.90	9.43
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	39	-106	-106	-106	-106	每股收益(最新摊薄)	3.94	5.79	4.90	5.78	6.54
筹资活动现金流	-142	-507	-584	-244	-278	每股净现金流(最新摊薄)	0.47	0.82	4.47	6.05	6.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	22.41	27.54	31.14	35.82	41.06
长期借款增加	-300	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.51	11.24	13.29	11.27	9.95
资本公积增加	-45	0	0	0	0	P/B	2.91	2.36	2.09	1.82	1.59
现金净增加额	147	256	1385	1874	2041	EV/EBITDA	8.97	6.97	6.62	5.13	3.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526