

# 扬农化工（600486）

证券研究报告

2023年10月30日

## 以量补价经营稳健，葫芦岛基地快速推进

**事件：**扬农化工发布2023年三季报，实现营业收入92.74亿元，同比下滑29.22%；归属于上市公司股东的净利润13.61亿元，同比下滑16.94%，扣除非经常性损益后的净利润13.04亿元，同比下滑27.57%。按4.06亿股的总股本计算，实现每股收益3.37元，每股经营现金流为8.92元。其中第三季度实现营业收入22.07亿元，同比下滑37.6%；归属于上市公司股东的净利润2.37亿元，同比增长91.37%。

**以量补价，业绩略超市场预期。**分业务看，公司前三季度营收92.7亿元（较去年同期减少约38.3亿元），主要系原药、贸易及其他业务营收规模同比缩减所致：其中原药业务59.5亿元（同比减少约16.1亿元），制剂业务15.3亿元（同比基本持平），贸易及其他业务约17.9亿元（同比较少约22.1亿元）。前三季度，公司原药及制剂业务的销量分别为7.5、3.3万吨，分别较去年同期提升0.4、0.17万吨；而由于2023年以来农药原药价格持续回调，公司原药及制剂业务的销售均价分别为7.93、4.58万元/吨，同比分别下降25.5%、5.8%；我们认为，贸易业务规模的同比缩减一方面源于行业景气偏弱运行对需求量的影响，同时受产品价格同比下滑影响较大。

单季度看，公司第三季度实现营业收入22.07亿元，较去年同期减少约13.3亿元，其中原药、制剂、贸易及其他业务分别实现营业收入14.38、1.93、5.76亿元，其中原药业务、贸易及其他业务同比分别减少4.57、8.76亿元，而制剂业务则微增0.03亿元。第三季度，公司原药及制剂业务销量分别同比大幅提升24.3%、31.6%至23353、4829吨，而销售均价则分别同比下滑38.9%、22.7%（原药业务单季度销售均价环比继续下滑11.1%，而制剂业务则环比提升约11%）。

公司前三季度综合毛利率26.1%，较去年同期基本持平；第三季度毛利率23.9%同比提升1.9个百分点，环比下滑1.8个百分点。

今年第三季度费用端中，研发费用为0.8亿元较低；公司财务费用+投资收益+公允价值变动三项合计约同比减少约3003万元，环比减少约2162万元（对净利润影响负面）。

**北方基地快速推进。**公司葫芦岛基地于2023年6月份全面开工建设，占地1163亩，一期投资额约42亿元，在中国中化和地方政府的大力支持下，项目审批得到超常规推进，目前该项目持续推进。

**盈利预测与估值：**综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司2023~2025年归母净利润为16.0/19.3/24.6亿元（前值为16.9/21.0/25.3亿元），维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841.46	15,810.76	12,929.55	15,226.20	17,754.14
增长率(%)	20.45	33.52	(18.22)	17.76	16.60
EBITDA(百万元)	2,506.52	3,452.74	2,440.46	2,974.79	3,611.41
净利润(百万元)	1,222.03	1,794.21	1,597.22	1,931.21	2,458.43
增长率(%)	1.02	46.82	(10.98)	20.91	27.30
EPS(元/股)	3.01	4.42	3.93	4.75	6.05
市盈率(P/E)	21.93	14.93	16.78	13.88	10.90
市净率(P/B)	3.86	3.14	2.65	2.29	1.94
市销率(P/S)	2.26	1.69	2.07	1.76	1.51
EV/EBITDA	15.68	8.48	9.14	7.23	5.45

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/农化制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	65.94元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	406.37
流通A股股本(百万股)	402.87
A股总市值(百万元)	26,796.08
流通A股市值(百万元)	26,565.15
每股净资产(元)	23.42
资产负债率(%)	38.59
一年内最高/最低(元)	112.34/62.65

### 作者

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**张峰** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《扬农化工-半年报点评:Q2业绩符合预期，公司葫芦岛项目有序推进》 2023-09-08
- 《扬农化工-季报点评:一季度业绩超预期，看好公司新项目落地释放增量》 2023-05-04
- 《扬农化工-年报点评报告:高景气叠加新项目落地，22年业绩实现快速增长》 2023-04-03

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,271.70	3,357.95	4,839.28	5,576.68	7,315.94	营业收入	11,841.46	15,810.76	12,929.55	15,226.20	17,754.14
应收票据及应收账款	2,820.09	3,301.09	1,727.07	4,221.08	2,683.31	营业成本	9,110.42	11,750.37	9,777.02	11,261.36	12,886.59
预付账款	527.41	356.55	578.36	486.15	653.80	营业税金及附加	28.59	43.84	31.22	36.77	42.87
存货	1,866.53	2,084.48	1,989.27	2,390.14	2,621.31	营业费用	269.36	346.03	245.66	334.98	390.59
其他	364.86	201.93	327.73	334.68	275.33	管理费用	586.17	840.85	698.20	822.21	958.72
<b>流动资产合计</b>	<b>7,850.59</b>	<b>9,302.00</b>	<b>9,461.71</b>	<b>13,008.73</b>	<b>13,549.69</b>	研发费用	373.53	498.02	452.53	532.92	621.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	98.60	(246.00)	(59.66)	(71.48)	(89.96)
固定资产	3,374.95	4,072.52	3,934.59	3,933.98	3,995.76	资产减值损失	(36.43)	(267.80)	105.00	(6.60)	1.29
在建工程	1,185.39	410.95	846.57	1,107.94	1,264.76	公允价值变动收益	42.82	(81.03)	0.00	0.00	0.00
无形资产	491.85	615.18	586.95	558.71	530.48	投资净收益	38.98	(105.91)	(10.00)	(25.64)	(47.18)
其他	199.34	392.82	264.32	284.40	312.76	其他	(114.48)	885.55	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,251.54</b>	<b>5,491.47</b>	<b>5,632.42</b>	<b>5,885.03</b>	<b>6,103.76</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,443.90</b>	<b>2,146.85</b>	<b>1,879.59</b>	<b>2,277.21</b>	<b>2,898.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,102.13</b>	<b>14,793.46</b>	<b>15,094.14</b>	<b>18,893.76</b>	<b>19,653.45</b>	营业外收入	5.13	6.04	2.00	4.39	4.14
短期借款	275.93	300.22	400.00	350.00	300.00	营业外支出	8.61	17.63	2.50	9.58	9.90
应付票据及应付账款	3,247.26	3,383.93	2,883.27	4,311.49	3,563.65	<b>利润总额</b>	<b>1,440.41</b>	<b>2,135.26</b>	<b>1,879.09</b>	<b>2,272.02</b>	<b>2,892.27</b>
其他	1,429.63	1,412.36	1,259.53	2,085.44	1,577.41	所得税	217.40	339.61	281.86	340.80	433.84
<b>流动负债合计</b>	<b>4,952.83</b>	<b>5,096.51</b>	<b>4,542.80</b>	<b>6,746.93</b>	<b>5,441.06</b>	<b>净利润</b>	<b>1,223.02</b>	<b>1,795.65</b>	<b>1,597.22</b>	<b>1,931.21</b>	<b>2,458.43</b>
长期借款	253.20	253.18	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	0.99	1.44	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,222.03</b>	<b>1,794.21</b>	<b>1,597.22</b>	<b>1,931.21</b>	<b>2,458.43</b>
其他	178.57	239.55	235.36	217.83	230.91	每股收益(元)	3.01	4.42	3.93	4.75	6.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>431.78</b>	<b>492.73</b>	<b>435.36</b>	<b>417.83</b>	<b>430.91</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,155.46</b>	<b>6,254.01</b>	<b>4,978.16</b>	<b>7,164.76</b>	<b>5,871.97</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	3.05	4.49	4.49	4.49	4.49	<b>成长能力</b>					
股本	309.90	309.90	406.37	406.37	406.37	营业收入	20.45%	33.52%	-18.22%	17.76%	16.60%
资本公积	591.55	591.55	737.89	737.89	737.89	营业利润	0.71%	48.68%	-12.45%	21.15%	27.26%
留存收益	5,936.48	7,529.25	8,862.94	10,475.50	12,528.29	归属于母公司净利润	1.02%	46.82%	-10.98%	20.91%	27.30%
其他	105.69	104.26	104.29	104.75	104.43	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,946.67</b>	<b>8,539.46</b>	<b>10,115.98</b>	<b>11,729.00</b>	<b>13,781.48</b>	毛利率	23.06%	25.68%	24.38%	26.04%	27.42%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,102.13</b>	<b>14,793.46</b>	<b>15,094.14</b>	<b>18,893.76</b>	<b>19,653.45</b>	净利率	10.32%	11.35%	12.35%	12.68%	13.85%
						ROE	17.60%	21.02%	15.80%	16.47%	17.84%
						ROIC	26.87%	28.66%	27.55%	33.31%	37.10%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	46.98%	42.28%	32.98%	37.92%	29.88%
净利润	1,223.02	1,795.65	1,597.22	1,931.21	2,458.43	净负债率	-17.05%	-29.82%	-41.91%	-42.86%	-49.46%
折旧摊销	578.53	642.34	730.54	767.47	809.63	流动比率	1.37	1.61	2.08	1.93	2.49
财务费用	65.45	(41.12)	(59.66)	(71.48)	(89.96)	速动比率	1.05	1.25	1.64	1.57	2.01
投资损失	(38.98)	105.91	10.00	25.64	47.18	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	77.45	622.20	385.65	(593.10)	(72.84)	应收账款周转率	5.05	5.17	5.14	5.12	5.14
其它	(451.45)	(1,000.71)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	6.77	8.00	6.35	6.95	7.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,454.02</b>	<b>2,124.26</b>	<b>2,663.75</b>	<b>2,059.75</b>	<b>3,152.44</b>	总资产周转率	0.99	1.13	0.87	0.90	0.92
资本支出	1,426.32	627.24	1,004.19	1,017.53	986.92	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	3.01	4.42	3.93	4.75	6.05
其他	(2,564.32)	(2,096.28)	(2,014.19)	(2,043.18)	(2,034.10)	每股经营现金流	3.58	5.23	6.55	5.07	7.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,138.00)</b>	<b>(1,469.05)</b>	<b>(1,010.00)</b>	<b>(1,025.64)</b>	<b>(1,047.18)</b>	每股净资产	17.09	21.00	24.88	28.85	33.90
债权融资	(15.86)	(29.72)	(151.71)	21.48	39.96	<b>估值比率</b>					
股权融资	(244.04)	(407.80)	(20.70)	(318.19)	(405.96)	市盈率	21.93	14.93	16.78	13.88	10.90
其他	117.82	(69.22)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.86	3.14	2.65	2.29	1.94
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(142.08)</b>	<b>(506.75)</b>	<b>(172.41)</b>	<b>(296.71)</b>	<b>(365.99)</b>	EV/EBITDA	15.68	8.48	9.14	7.23	5.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	20.36	10.42	13.05	9.74	7.03
<b>现金净增加额</b>	<b>173.95</b>	<b>148.47</b>	<b>1,481.34</b>	<b>737.39</b>	<b>1,739.26</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com