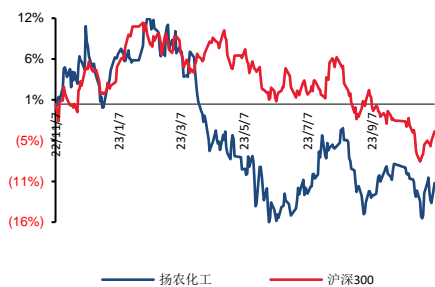


基础化工 农化制品

趋势转好，近五个季度首次实现业绩同比增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	406/403
总市值/流通(百万元)	27,227/26,992
12个月最高/最低(元)	111.09/63.30

■ 相关研究报告:

扬农化工(600486)《菊酯以量补价,草甘膦格局重塑价格中枢向上》--
2021/04/26

■ 证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522120001

■ 证券分析师: 王海涛

电话: 010-88695269

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523010001

事件: 根据公司 2023 年三季报, 2023 年 1-9 月实现营业收入 92.74 亿元, 同比下降 29.22%, 实现归母净利润 13.61 亿元, 同比下降 16.94%。维持“买入”评级。

核心产品价格下滑趋势放缓, 公司业绩或将迎来拐点。 2023 年 1-9 月实现营业收入 92.74 亿元, 同比下降 29.22%; 实现归母净利润 13.61 亿元, 同比下降 16.94%。其中, 公司第三季度实现收入 22.07 亿元, 同比下降 37.6%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 91.37%, 近五个季度首次实现同比增长。2023 年以来, 公司的主要产品菊酯类产品、草甘膦等均出现价格的持续下滑。第三季度, 原药价格下滑幅度减缓, 制剂价格略有反弹, 根据公司公告, 第三季度公司原药和制剂的销售价格分别环比下跌 11% 和上涨 11%。叠加公司产品销量的同比增长(原药同比增长 24%, 制剂同比增长 32%), 共同拉动公司第三季度业绩实现同比增加。

优创项目建设稳步推进, 未来产品结构优化和产能扩张值得期待。 2023 年 6 月, 公司葫芦岛基地全面开工建设, 占地 1163 亩, 一期投资额约 42 亿元, 规划项目包括年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品。优创项目在中国中化和地方政府的大力支持下, 项目审批和建设快速推进。优创项目的建设有望推动公司技术成果转化, 补强产业链, 在扩大产能规模的同时优化产品结构, 未来与先正达形成协同效应。

投资建议: 扬农化工是国内领先的原药和制剂生产商, 优创项目等在建项目稳步推进, 将给公司未来的持续较快发展提供支撑, 预计公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 3.76 元、4.45 元、5.38 元, 当前市值对应 PE 17X、15X 和 12X, 维持“买入”评级。

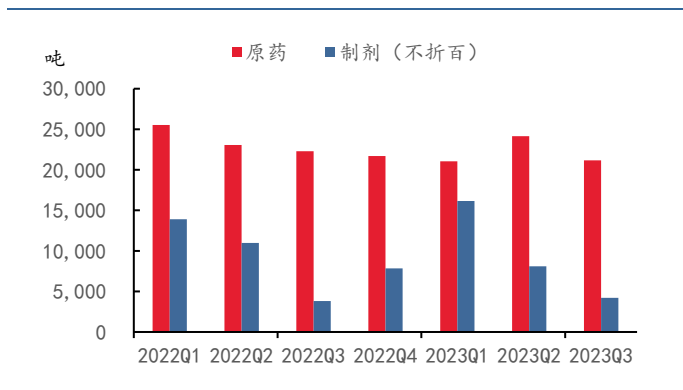
风险提示: 产品价格下跌、需求下滑、项目推进不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15811	13007	15665	18814
(+/-%)	33.53	(17.73)	20.44	20.10
归母净利润(百万元)	1794	1528	1806	2186
(+/-%)	46.82	(14.85)	18.25	20.99
摊薄每股收益(元)	5.79	3.76	4.45	5.38
市盈率(PE)	17.94	17.24	14.58	12.05

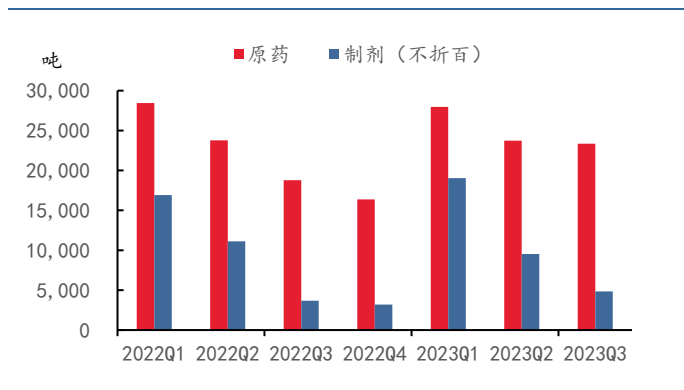
资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1 扬农化工主要产品产量



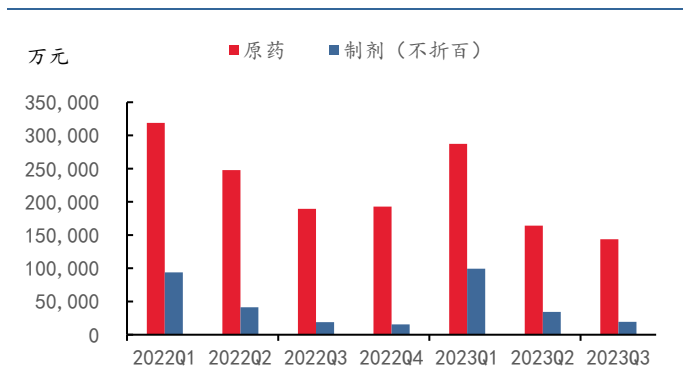
资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 2 扬农化工主要产品销量



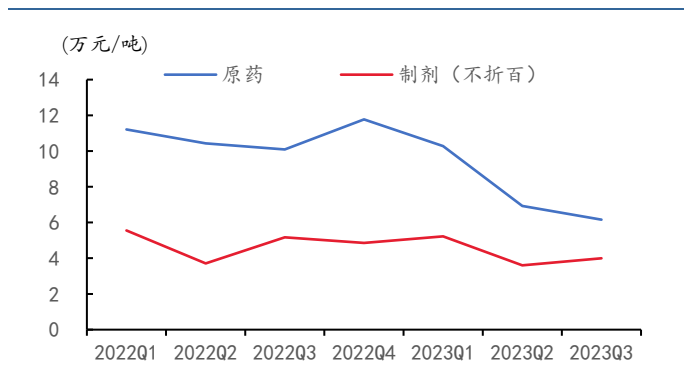
资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 3 扬农化工主要产品收入



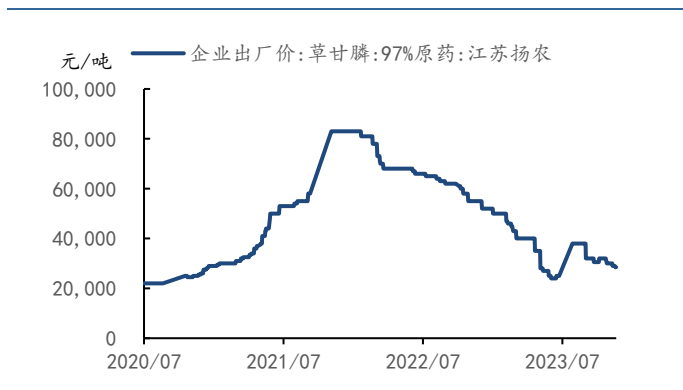
资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 4 扬农化工主要产品价格



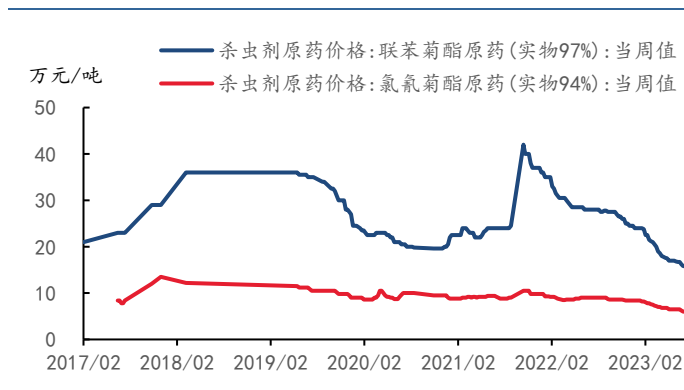
资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 5 草甘膦价格走势



资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 6 菊酯价格走势



资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

图表 5 扬农化工业绩摘要

财务指标	2022Q3	2023Q3	同比增长率(%)
营业收入	13102.28	9273.69	(29.22)
营业成本	9664.12	6849.27	(29.13)
毛利润	3438.16	2424.41	(29.49)
营业税金及附加	32.79	31.69	(3.37)
管理费用	635.64	426.71	(32.87)
销售费用	251.08	170.37	(32.15)
资产减值	133.45	(0.76)	100.57
财务费用	(234.79)	(34.27)	85.40
投资收益	(34.52)	(3.46)	89.98
营业利润	1966.54	1619.91	(17.63)
营业外收入	4.73	1.53	(67.70)
营业外支出	16.52	1.75	(89.44)
利润总额	1954.74	1619.69	(17.14)
所得税	315.32	258.14	(18.13)
少数股东损益	1.09	0.78	(28.27)
归属于母公司股东的净利润	1638.33	1360.77	(16.94)
基本每股收益	5.29	3.37	(36.30)
毛利率	17.23	15.73	下降 0.1 个百分点
净利率	8.38	5.03	下降 2.17 个百分点

资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

资产负债表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,272	3,358	2,856	3,886	5,143
应收和预付款项	3,348	3,658	3,009	3,625	4,353
存货	1,867	2,084	1,713	2,069	2,482
其他流动资产	365	202	133	23	(72)
流动资产合计	7,851	9,302	7,711	9,603	11,906
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,375	4,073	5,038	5,784	6,623
在建工程	1,185	411	705	853	926
无形资产开发支出	492	615	677	732	811
长期待摊费用	5	4	3	2	1
其他非流动资产	8,045	9,690	8,133	10,018	12,313
资产总计	13,102	14,793	14,557	17,389	20,674
短期借款	276	300	320	354	380
应付和预收款项	3,255	3,415	2,807	3,390	4,067
长期借款	253	253	337	236	231
其他负债	2,371	2,285	1,785	2,076	2,410
负债合计	6,155	6,254	5,249	6,057	7,088
股本	310	310	406	406	406
资本公积	592	592	738	738	738
留存收益	5,936	7,529	8,038	10,061	12,313
归母公司股东权益	6,944	8,535	9,302	11,325	13,577
少数股东权益	3	4	6	7	9
股东权益合计	6,947	8,539	9,308	11,332	13,586
负债和股东权益	13,102	14,793	14,557	17,389	20,674

现金流量表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	1,454	2,124	2,618	2,774	3,297
投资性现金流	(1,138)	(1,469)	(2,217)	(1,872)	(2,098)
融资性现金流	(142)	(507)	(290)	(88)	(9)
现金增加额	147	256	130	814	1,191

利润表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,841	15,811	13,007	15,665	18,814
营业成本	9,110	11,750	9,658	11,664	13,992
营业税金及附加	29	44	36	43	52
销售费用	269	346	285	343	412
管理费用	586	841	692	833	1,001
财务费用	99	(246)	(9)	(3)	(13)
资产减值损失	(1)	(168)	(41)	(51)	(70)
投资收益	39	(106)	(87)	(105)	(126)
公允价值变动	43	(81)	0	0	0
营业利润	1,444	2,147	1,828	2,158	2,611
其他非经营损益	(3)	(12)	(10)	(8)	(10)
利润总额	1,440	2,135	1,818	2,150	2,601
所得税	217	340	289	342	414
净利润	1,223	1,796	1,529	1,808	2,187
少数股东损益	1	1	1	1	2
归母股东净利润	1,222	1,794	1,528	1,806	2,186

预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	23.06%	25.68%	25.75%	25.54%	25.63%
销售净利率	10.32%	11.35%	11.74%	11.53%	11.62%
销售收入增长率	20.45%	33.52%	(17.73%) ^{e1}	20.43%	20.11%
EBIT 增长率	(3.50%) ^{e1}	53.57%	(19.33%) ^{e1}	18.68%	20.53%
净利润增长率	1.02%	46.82%	(14.85%) ^{e1}	18.25%	20.99%
ROE	17.60%	21.02%	16.42%	15.95%	16.10%
ROA	9.33%	12.13%	10.49%	10.39%	10.57%
ROIC	15.40%	20.15%	15.24%	15.12%	15.31%
EPS (X)	3.94	5.79	3.76	4.45	5.38
PE (X)	33.27	17.94	17.27	14.60	12.07
PB (X)	5.86	3.77	2.84	2.33	1.94
PS (X)	3.43	2.04	2.03	1.68	1.40
EV/EBITDA (X)	19.37	10.28	9.67	7.83	6.21

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。