

2024年03月26日

公司研究

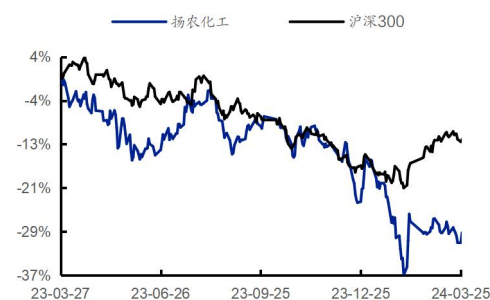
评级：买入(维持)

研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 降本增效对冲农药下行周期影响, 葫芦岛项目未来可期

### ——扬农化工（600486）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/03/26

表现	1M	3M	12M
扬农化工	-0.3%	-10.3%	-30.1%
沪深300	2.6%	6.6%	-12.0%

市场数据

2024/03/26

当前价格(元)	52.81
52周价格区间(元)	44.00-99.78
总市值(百万)	21,460.43
流通市值(百万)	21,275.49
总股本(万股)	40,637.06
流通股本(万股)	40,286.86
日均成交额(百万)	136.85
近一月换手(%)	0.48

相关报告

《扬农化工(600486)三季度业绩点评报告: Q3业绩同比改善, 葫芦岛项目顺利推进中(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-10-25

《扬农化工(600486)2023年中报点评报告: 业绩受农药景气下行影响, 葫芦岛项目已全面开工(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-08-30

《扬农化工(600486)点评报告: Q1业绩显韧性, 新项目保障成长性(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-04-27

**事件:**

2024年3月25日, 扬农化工发布2023年年度报告: 2023年实现营业收入114.78亿元, 同比下滑27.41%; 实现归母净利润15.65亿元, 同比下滑12.77%; 实现扣非后归母净利润15.06亿元, 同比下滑22.05%; 销售毛利率25.60%, 同比下滑0.08个pct, 销售净利率13.65%, 同比上升2.29个pct; ROE为17.2%, 同比下降6.0个pct; 经营活动现金流净额为23.95亿元。

2023Q4单季度, 公司实现营业收入22.04亿元, 同比-18.63%, 环比-0.14%; 实现归母净利润为2.04亿元, 同比+31.03%, 环比-13.81%; 扣非后归母净利润2.03亿元, 同比+53.01%, 环比-8.82%; 经营活动现金流净额为-12.30亿元。销售毛利率为23.33%, 同比+0.35个pct, 环比-0.58个pct。销售净利率为9.28%, 同比+3.52个pct, 环比-1.46个pct。

**投资要点:**

#### ■ 公司降本增效对冲农药下行周期影响

2023年全球农化行业处于去库存周期, 市场需求不足, 供给端国内原药新扩产能释放较多, 叠加印度农药制造业近两年出口份额扩大, 给国内农药企业造成压力, 农药产品价格大幅下滑, 公司实现营业收入114.78亿元, 同比下滑27.41%。分产品板块来看, 农药原药板块实现营收73.84亿元, 同比下滑22.2%, 毛利率为30.16%, 同比下滑1.4个pct; 销量为9.65万吨, 同比+10.4%, 平均价格为7.65万元/吨, 同比下滑29.5%。制剂板块实现营收16.76亿元, 同比下滑1.2%, 毛利率为27.39%, 同比下滑19.7个pct; 实现销量3.57万吨, 同比+2.4%, 平均价格为4.69万元/吨, 同比-3.5%。面对产品价格下滑压力, 公司把降本增效放在首位, 主要原材料采购价格下降, 2023年毛利率同比仅下滑0.08个pct, 此外, 公司加强费用管控, 2023年销售/管理费用率分别为2.0%/4.5%, 同比分别下滑0.2/0.8个pct, 由于汇率变动致汇兑收益同比减少, 2023年财务费用率同比上升。

2023Q4公司归母净利润为2.04亿元, 同比增加0.48亿元, 环比减少0.33亿元。同比来看, 2023Q4产品价格下滑导致毛利润同比下滑1.08

《扬农化工(600486.SH)2022 年报点评: 2022 业绩同比+47%, 葫芦岛项目环评获批(买入)\*农化制品\*董伯骏, 李永磊》——2023-03-21

《扬农化工(600486)点评报告: 葫芦岛项目环评公示, 高资本开支带来新成长(买入)\*农化制品\*李永磊, 董伯骏》——2022-12-08

亿元, 但 2023 年公司费用管控效果突出, 2023Q4 销售/管理/财务费用同比减少 0.36/1.14/0.13 亿元。环比来看, 2023Q4 毛利润小幅下滑 0.14 亿元, 研发费用环比增长 0.37 亿元。

## ■ 农药价格跌至历史低位, 静待行业需求修复

据中农立华, 截至 3 月 24 日, 杀虫剂功夫菊酯和联苯菊酯价格跌至 2015 年 9 月以来的历史低位, 功夫菊酯、联苯菊酯的价格分别为 10.8、13.8 万元/吨, 当前价格处于 2015 年 9 月以来的最低位; 除草剂方面, 草甘膦、麦草畏、硝磺草酮的价格分别为 2.56、6.15、10.00 万元/吨, 草甘膦价格处于历史 44%分位数(2016 年 6 月以来), 麦草畏和硝磺草酮价格均低于历史低位; 杀菌剂方面, 苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡唑醚菌酯的价格分别为 9.8、7.7、16.3、15.7 万元/吨, 3 月苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡唑醚菌酯仍维持小幅下跌。展望 2024 年, 海外市场去库存已接近尾声, 新周期备货启动, 刚需逐步释放, 农药市场节奏有望逐渐步入正轨。

## ■ 葫芦岛一期一阶段预计 2024 年调试投产, 北方基地成长可期

辽宁优创拟投资 42 亿元建设葫芦岛一期项目, 包括年产 4500 吨/年杀虫剂、8050 吨/年除草剂和 3100 吨/年杀菌剂、7000 吨农药中间体。据公司 2023 年年报, 预计葫芦岛一期一阶段项目 2024 年将调试投产, 二阶段项目正快速跟进。项目完全建成后, 预计可贡献年均营业收入为 40.83 亿元, 有利于公司生产力实现南北均衡布局。葫芦岛二期进展方面, 公司加快编制优创二期项目清单, 全力把葫芦岛基地打造成国内领先的旗舰式标杆工厂。此外, 优嘉五期、优士技改项目均在同步推进。

■ **盈利预测和投资评级** 基于目前农药周期位置判断, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别 16.26、19.91、23.07 亿元, 对应 PE 13、11、9 倍, 公司优嘉四期持续放量中, 葫芦岛项目取得关键性进展, 有望带动公司新一轮成长, 维持“买入”评级。

■ **风险提示** 产品价格继续回落风险; 上游原材料大幅涨价的风险; 下游需求受极端天气影响风险; 葫芦岛项目落地不及预期风险; 农药行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11478	14618	17057	19738
增长率(%)	-27	27	17	16
归母净利润(百万元)	1565	1626	1991	2307
增长率(%)	-13	4	22	16
摊薄每股收益(元)	3.87	4.00	4.90	5.68
ROE(%)	16	14	15	15
P/E	16.32	12.87	10.51	9.07
P/B	2.65	1.85	1.57	1.34
P/S	2.23	1.43	1.23	1.06
EV/EBITDA	9.52	7.93	5.74	4.74

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

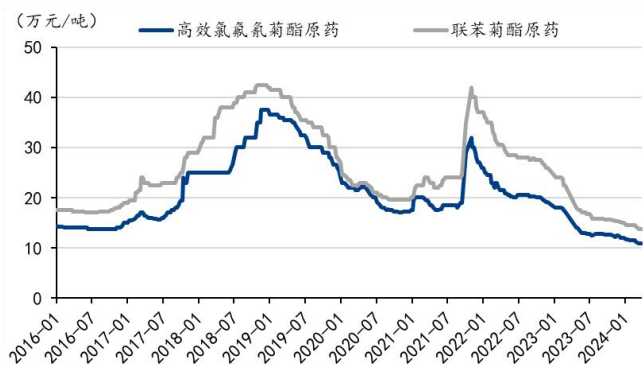
表 1: 扬农化工分板块经营数据

业务板块		2019	2020	2021	2022	2023	2023同比
原药	销量(吨)			86160	87383	96494	10.4%
	单价(万元/吨)			8.15	10.86	7.65	-29.5%
	营收(亿元)	55.17	62.04	70.23	94.90	73.84	-22.2%
	毛利(亿元)	16.49	16.99	18.39	29.92	22.27	-25.6%
	毛利率	29.9%	27.4%	26.2%	31.5%	30.2%	-1.4%
制剂	销量(吨)			44899	34900	35723	2.4%
	单价(万元/吨)			4.44	4.86	4.69	-3.5%
	营收(亿元)	18.49	21.41	19.95	16.96	16.76	-1.2%
	毛利(亿元)	7.42	7.52	7.50	7.98	4.59	-42.5%
	毛利率	40.1%	35.2%	37.6%	47.1%	27.4%	-19.7%
贸易	营收(亿元)	12.56	13.90	26.88	43.67	22.24	-49.1%
	毛利(亿元)	1.01	1.19	1.52	2.58	2.22	-14.0%
	毛利率	8.0%	8.6%	5.7%	5.9%	10.0%	4.1%
营业收入(亿元)		87.01	98.31	118.41	158.11	114.78	-27.4%
毛利润(亿元)		25.07	25.87	27.31	40.60	29.39	-27.6%
毛利率		28.8%	26.3%	23.1%	25.7%	25.6%	-0.1%
归母净利润(亿元)		11.70	12.10	12.22	17.94	15.65	-12.8%

资料来源: wind, 国海证券研究所

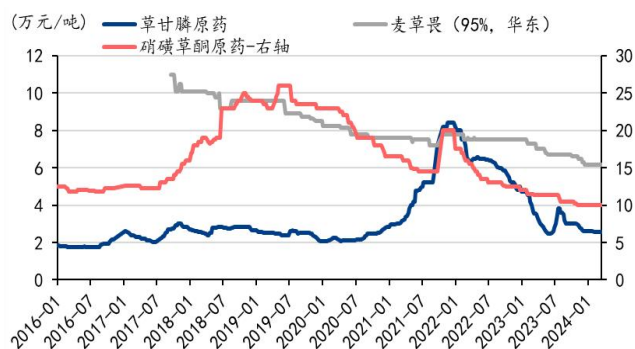
## 2、主要产品价格情况

图 1：主要杀虫剂价格情况



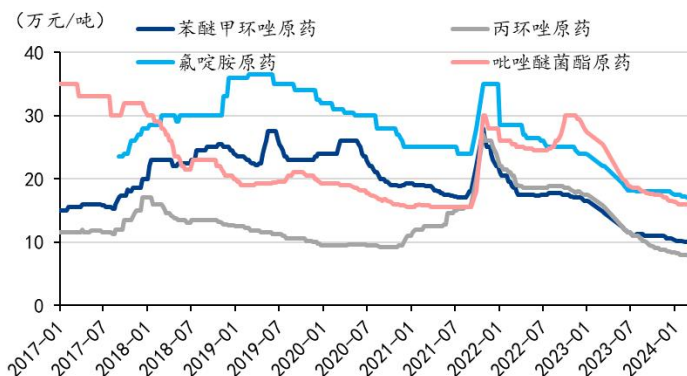
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：主要除草剂价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

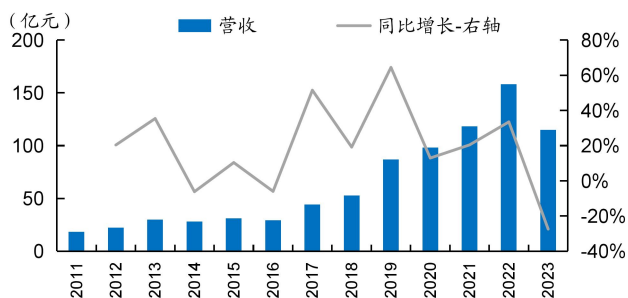
图 3：主要杀菌剂价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

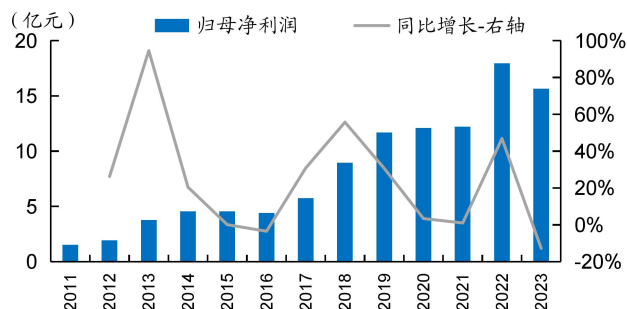
### 3、公司财务数据

图 4：2023 年营收同比下降 27.41%



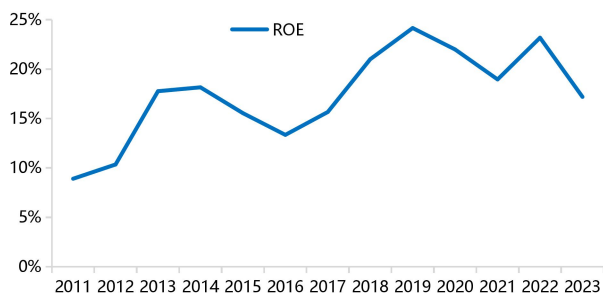
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年归母净利润同比下降 12.77%



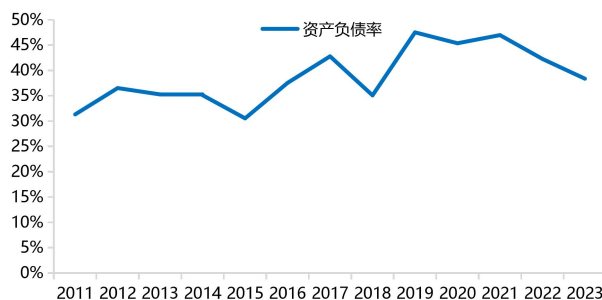
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年净资产收益率下滑



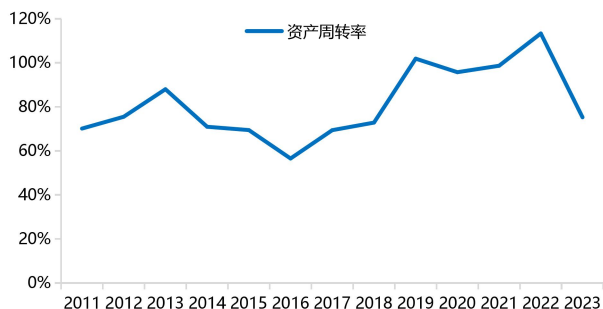
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年资产负债率下降



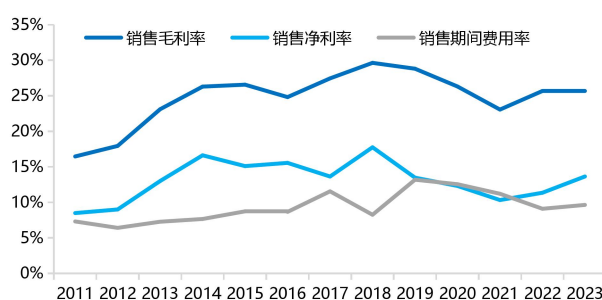
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产周转率为 75.27%



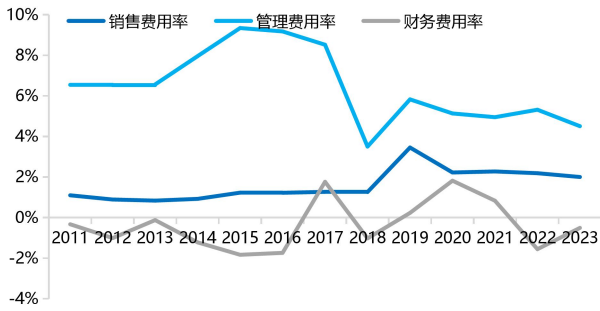
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年毛利率为 25.60%



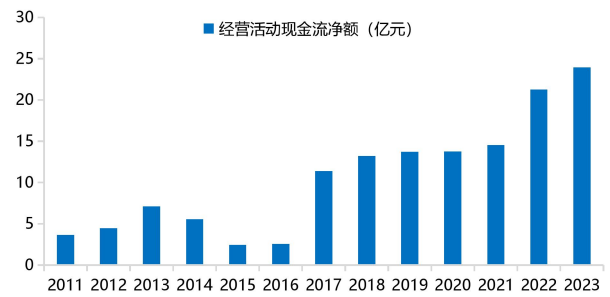
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10: 2023 年期间费用率



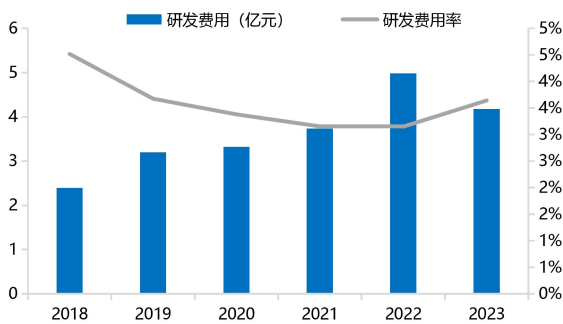
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年经营活动现金流净额 23.95 亿元



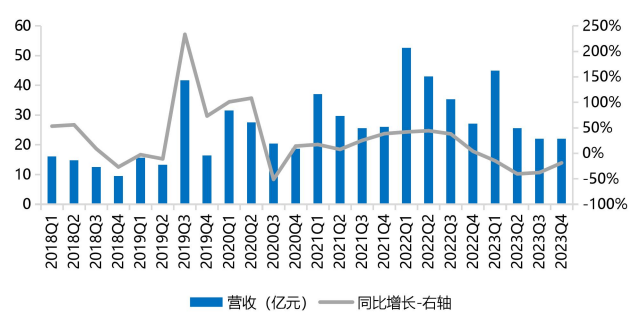
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年研发费用达 4.18 亿元



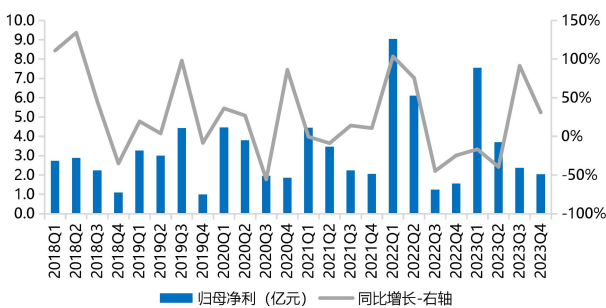
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年 Q4 营收环比下滑 0.14%



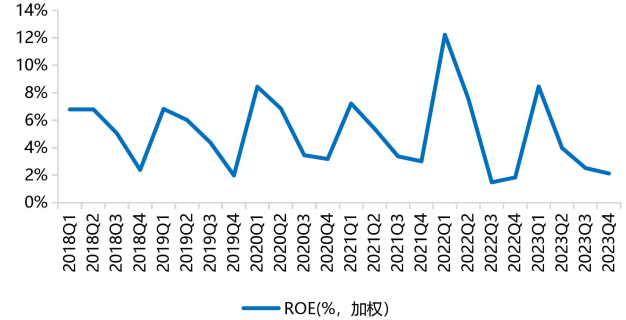
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023Q4 归母净利润环比下降 13.81%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度净资产收益率



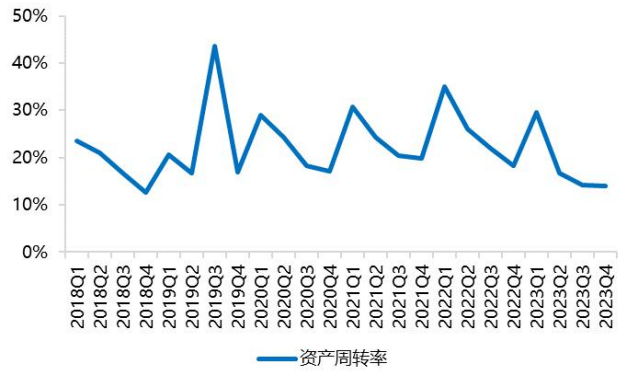
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产负债率



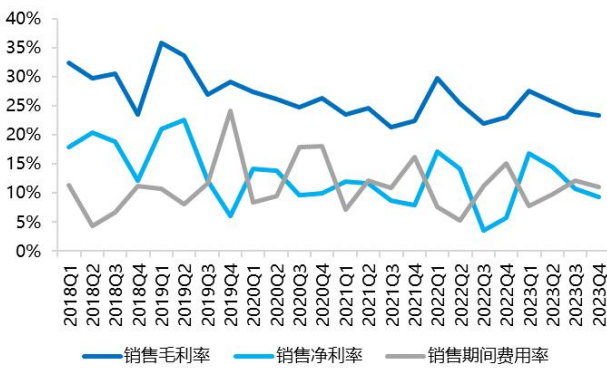
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产周转率



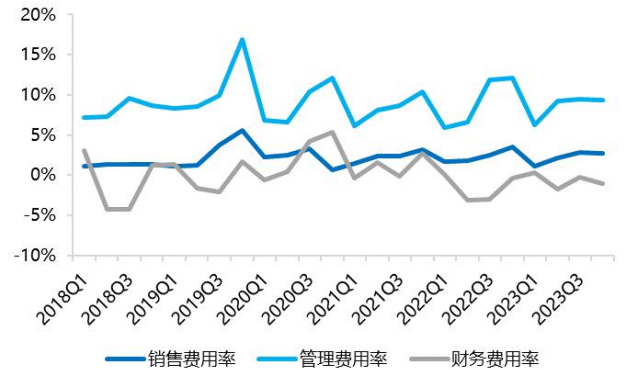
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度毛利率及净利率



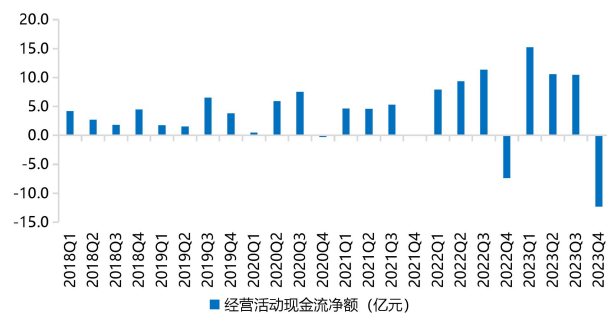
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度期间费用率



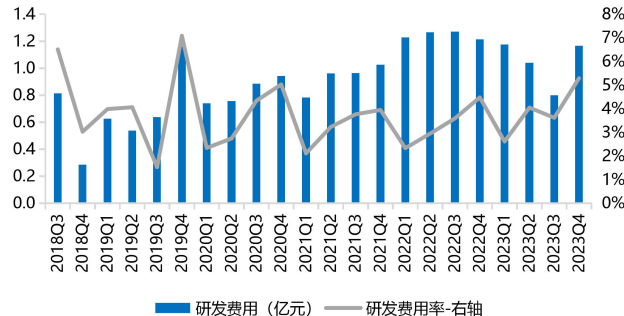
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2023Q4 经营活动现金流净额-12.3 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

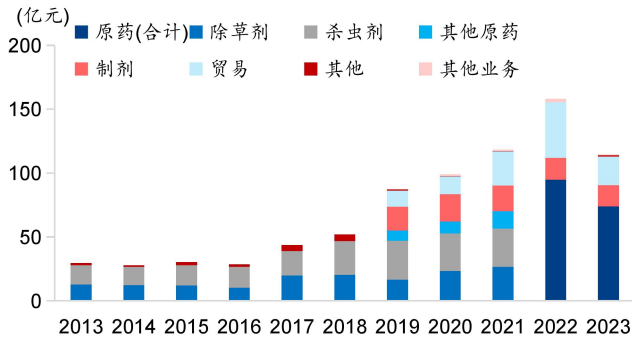
图 21: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

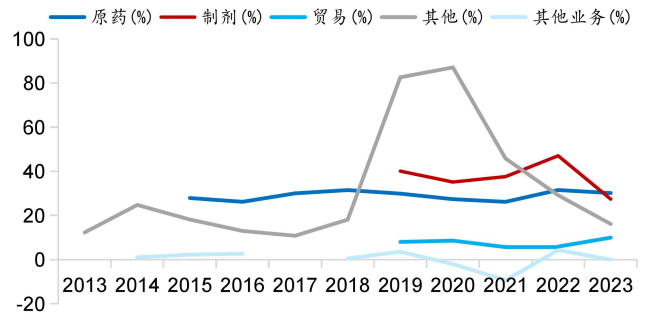


图 22: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司主要产品毛利率



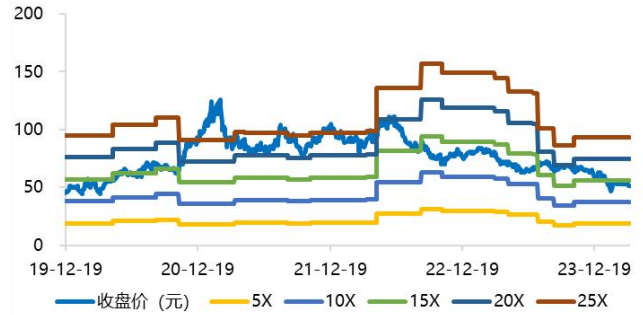
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 收盘价及 PE (TTM)



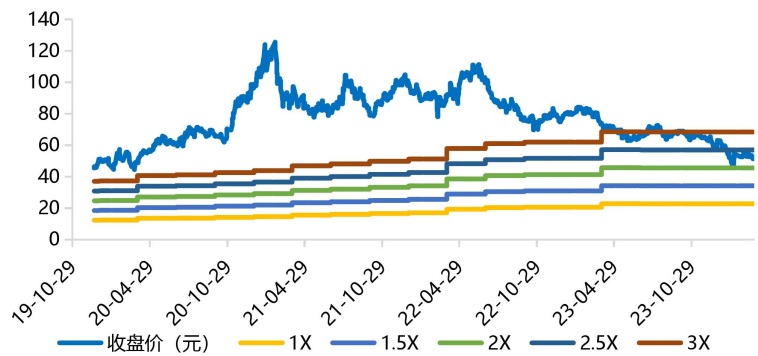
资料来源: wind, 国海证券研究所 注: 数据截至 2024/3/25

图 25: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 注: 数据截至 2024/3/25

图 26: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 注: 数据截至 2024/3/25

## 4、盈利预测与评级

基于目前农药周期位置判断,我们调整公司盈利预测,预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别 16.26、19.91、23.07 亿元,对应 PE 13、11、9 倍,公司优嘉四期持续放量中,葫芦岛项目取得关键性进展,有望带动公司新一轮成长,维持“买入”评级。

## 5、风险提示

产品价格继续回落风险;上游原材料大幅涨价的风险;下游需求受极端天气影响风险;葫芦岛项目落地不及预期风险;农药行业竞争加剧风险。

附表：扬农化工盈利预测表

证券代码:	600486				股价:	52.81		投资评级:	买入		日期:	2024/03/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	16%	14%	15%	15%	EPS	3.87	4.00	4.90	5.68				
毛利率	26%	23%	24%	24%	BVPS	23.80	27.80	32.70	38.38				
期间费率	6%	6%	6%	6%	<b>估值</b>								
销售净利率	14%	11%	12%	12%	P/E	16.32	12.87	10.51	9.07				
<b>成长能力</b>					P/B	2.65	1.85	1.57	1.34				
收入增长率	-27%	27%	17%	16%	P/S	2.23	1.43	1.23	1.06				
利润增长率	-13%	4%	22%	16%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.73	0.81	0.79	0.80	营业收入	11478	14618	17057	19738				
应收账款周转率	6.06	6.00	6.03	6.01	营业成本	8539	11281	13021	15067				
存货周转率	7.22	7.13	7.12	7.16	营业税金及附加	47	58	68	79				
<b>偿债能力</b>					销售费用	230	292	367	424				
资产负债率	38%	38%	38%	37%	管理费用	517	658	759	878				
流动比	1.58	1.62	1.67	1.79	财务费用	-58	-62	-19	-32				
速动比	1.27	1.25	1.32	1.42	其他费用/(-收入)	418	497	546	632				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1869	1941	2378	2754				
现金及现金等价物	1763	2197	3571	5012	营业外净收支	-3	-3	-6	-6				
应收款项	2548	3148	3730	4283	利润总额	1866	1938	2372	2748				
存货净额	1590	2051	2396	2756	所得税费用	300	310	380	440				
其他流动资产	3175	3040	3420	3474	净利润	1566	1628	1993	2309				
<b>流动资产合计</b>	<b>9075</b>	<b>10436</b>	<b>13117</b>	<b>15525</b>	少数股东损益	1	1	2	2				
固定资产	4106	4740	5164	5648	归属于母公司净利润	1565	1626	1991	2307				
在建工程	1294	1595	1909	2124	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	1228	1319	1361	1427	经营活动现金流	2395	2030	2954	3031				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1565	1626	1991	2307				
<b>资产总计</b>	<b>15703</b>	<b>18090</b>	<b>21550</b>	<b>24724</b>	少数股东损益	1	1	2	2				
短期借款	361	350	340	320	折旧摊销	755	612	849	858				
应付款项	3708	4074	5178	5716	公允价值变动	-3	0	0	0				
预收帐款	8	20	18	23	营运资金变动	119	-207	121	-133				
其他流动负债	1667	2011	2335	2626	投资活动现金流	-3545	-1628	-1610	-1610				
<b>流动负债合计</b>	<b>5744</b>	<b>6454</b>	<b>7871</b>	<b>8686</b>	资本支出	-1509	-1657	-1641	-1649				
长期借款及应付债券	3	53	103	153	长期投资	-2042	0	0	0				
其他长期负债	278	278	278	278	其他	6	29	31	39				
<b>长期负债合计</b>	<b>281</b>	<b>331</b>	<b>381</b>	<b>431</b>	筹资活动现金流	-495	31	30	19				
<b>负债合计</b>	<b>6026</b>	<b>6785</b>	<b>8252</b>	<b>9117</b>	债务融资	-200	39	40	30				
股本	406	406	406	406	权益融资	141	0	0	0				
股东权益	9677	11305	13298	15607	其它	-435	-8	-10	-11				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15703</b>	<b>18090</b>	<b>21550</b>	<b>24724</b>	现金净增加额	-1633	434	1374	1440				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。