



扬农化工（600486.SH）：业绩短期承压，新项目驱动成长

2024年3月27日

强烈推荐/调低

扬农化工

公司报告

扬农化工发布 2023 年年报：全年实现营业收入为 114.78 亿元，YoY-27.41%，归母净利润为 15.65 亿元，YoY-12.77%，对应 EPS 为 3.85 元。公司拟每 10 股派发现金红利 8.80 元（含税）。

农药行业市场低迷，产品价格同比下滑，导致营收、利润下滑。从收入端看，2023 年公司原药产品均价同比下滑 29.54%、制剂产品均价同比下滑 3.5%，导致公司原药板块营收同比下滑 22.2%至 73.84 亿元、制剂板块营收同比下滑 1.22%至 16.76 亿元。从利润端看，产品价格下滑导致毛利率同步下滑，2023 年公司原药板块毛利率同比下滑 1.37 个百分点至 30.16%、制剂板块毛利率同比下滑 19.67 个百分点至 27.39%。

公司农药产品价格普遍处于历史地位，未来行业景气度有待改善。公司所处的农药行业受到新增供给增加、需求端疲软、行业整体库存量较多等因素影响，整体价格水平持续回落，行业整体处于周期底部。我们认为，目前海外市场去库存已近尾声，新周期备货启动在即，届时市场刚需将逐步释放，行业景气度筑底回暖，农药产品价格将迎来反弹，届时公司整体收入及利润水平将有望得到改善。

新项目有序推进，产能持续布局。目前，辽宁优创项目已全面开工；优嘉四期二阶段项目已于 2023 年末完成调试，迅速达产达效；优嘉五期项目正在加快推进。公司计划 2024 年内完成辽宁优创一期一阶段项目建设，加速推进二阶段项目施工。我们认为，后续在建项目的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

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。基于公司 2023 年年报，我们相应调整公司 2024~2026 年盈利预测。我们预测公司 2024~2026 年净利润分别为 17.41、20.22 和 23.06 亿元，对应 EPS 分别为 4.28、4.97 和 5.67 元，当前股价对应 P/E 值分别为 12、10 和 9 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。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,811	11,478	12,874	14,197	15,866
增长率（%）	33.52%	-27.41%	12.16%	10.28%	11.76%
归母净利润（百万元）	1,794	1,565	1,741	2,022	2,306
增长率（%）	46.82%	-12.77%	11.25%	16.10%	14.08%
净资产收益率（%）	21.02%	16.18%	15.75%	15.94%	15.88%
每股收益（元）	4.42	3.85	4.28	4.97	5.67
PE	12	13	12	10	9

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技术重点实验室、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。

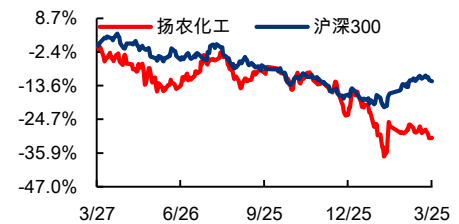
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	98.28-46.9
总市值（亿元）	209.28
流通市值（亿元）	207.48
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	0.69

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

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

PB	1.87	1.65	1.89	1.65	1.44
----	------	------	------	------	------

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				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	9302	9075	11282	13804	17204	营业收入	15811	11478	12874	14197	15866
货币资金	3358	1763	3504	5750	8560	营业成本	11750	8539	9435	10279	11425
应收账款	2665	1895	2125	2343	2619	营业税金及附加	44	47	53	59	66
其他应收款	707	684	732	807	902	营业费用	346	230	258	284	318
预付款项	357	201	222	186	206	管理费用	841	517	580	640	715
存货	2084	1590	1757	1776	1974	财务费用	-246	-58	-31	-23	-23
其他流动资产	132	2942	2942	2942	2942	资产减值损失	168	24	19	15	23
非流动资产合计	5491	6628	6307	5913	5460	公允价值变动收益	-81	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-106	-15	-15	-15	-15
固定资产	4483	5400	5107	4741	4315	营业利润	2147	1869	2076	2411	2750
无形资产	613	641	614	587	559	营业外收入	6	2	0	0	0
其他非流动资产	395	587	586	586	585	营业外支出	18	5	0	0	0
资产总计	14793	15703	17590	19717	22664	利润总额	2135	1866	2076	2411	2750
流动负债合计	5761	5744	6246	6748	7849	所得税	340	300	334	388	442
短期借款	300	361	361	361	361	净利润	1796	1566	1742	2023	2308
应付账款	1573	1950	2284	2489	2766	少数股东损益	1	1	1	2	2
预收款项	32	8	80	88	98	归属母公司净利润	1794	1565	1741	2022	2306
一年内到期的非流动负债	258	257	0	0	0	EBITDA	2530	2562	2865	3280	3678
非流动负债合计	493	281	281	281	281	EPS (元)	4.42	3.85	4.28	4.97	5.67
长期借款	253	3	3	3	3	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	6254	6026	6528	7029	8130	成长能力					
少数股东权益	4	6	7	9	11	营业收入增长	34%	-27%	12%	10%	12%
实收资本(或股本)	310	406	406	406	406	营业利润增长	49%	-13%	11%	16%	14%
资本公积	592	746	746	746	746	归属于母公司净利润增长	47%	-13%	11%	16%	14%
未分配利润	7168	8181	9391	10812	12426	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8535	9672	11055	12679	14523	毛利率(%)	26%	26%	27%	28%	28%
负债和所有者权益	14793	15703	17590	19717	22664	净利率(%)	11%	14%	14%	14%	15%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
经营活动现金流	2124	2395	2825	3120	3750	偿债能力					
净利润	1794	1565	1741	2022	2306	资产负债率(%)	42%	38%	37%	36%	36%
折旧摊销	642	755	821	894	953	流动比率	1.61	1.58	1.81	2.05	2.19
财务费用	-246	-58	-31	-23	-23	速动比率	1.25	1.30	1.53	1.78	1.94
应收帐款减少	-623	770	-230	-218	-276	营运能力					
预收帐款增加	24	-23	72	8	10	总资产周转率	1.13	0.75	0.77	0.76	0.75
投资活动现金流	-1469	-3545	-500	-500	-500	应收账款周转率	6.72	5.03	6.41	6.35	6.39
公允价值变动收益	-81	3	0	0	0	应付账款周转率	10.23	6.52	6.08	5.95	6.04
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-106	-15	-15	-15	-15	每股收益(最新摊薄)	4.42	3.85	4.28	4.97	5.67
筹资活动现金流	-507	-495	-583	-375	-439	每股净现金流(最新摊薄)	0.82	-4.02	4.29	5.53	6.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	27.54	31.21	27.20	31.20	35.74
长期借款增加	0	-250	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	96	0	0	0	P/E	11.66	13.37	12.02	10.35	9.08
资本公积增加	0	154	0	0	0	P/B	1.87	1.65	1.89	1.65	1.44
现金净增加额	256	-1633	1741	2245	2811	EV/EBITDA	5.30	7.72	6.21	4.74	3.46

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

10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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526