

2024年04月24日

公司研究

评级：买入(维持)

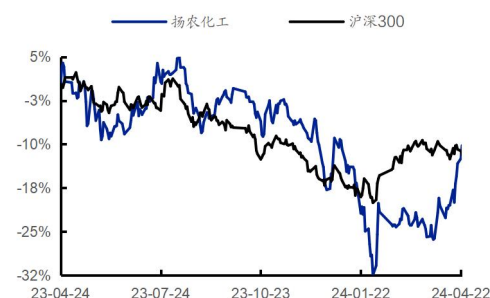
研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

2024Q1 业绩受农药周期影响，葫芦岛项目进展

顺利

——扬农化工（600486）2024年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/23

表现	1M	3M	12M
扬农化工	21.0%	13.2%	-11.2%
沪深300	-1.1%	8.5%	-13.1%

市场数据

2024/04/23

当前价格(元)	62.24
52周价格区间(元)	44.00-95.81
总市值(百万)	25,292.51
流通市值(百万)	25,074.54
总股本(万股)	40,637.06
流通股本(万股)	40,286.86
日均成交额(百万)	375.82
近一月换手(%)	0.72

相关报告

《扬农化工（600486）点评报告：降本增效对冲农药下行周期影响，葫芦岛项目未来可期（买入）* 农化制品*李永磊，董伯骏》——2024-03-26

《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

事件：

2024年4月23日，扬农化工发布2024年一季报，2024Q1实现营业收入31.76亿元，同比-29.4%，环比+44.1%；实现归母净利润4.29亿元，同比-43.1%，环比+110.1%；实现扣非归母净利润4.27亿元，同比-40.2%，环比+110.7%；销售毛利率为24.3%，同比下降3.2个pct，环比上升1.0个pct；销售净利率为13.5%，同比下降3.3个pct，环比上升4.2个pct。经营活动现金流净额为11.33亿元。

投资要点：

■ 2024Q1 受农药周期影响，业绩同比下滑

2024Q1 归母净利润4.29亿元，同比下降3.25亿元。受农药价格下跌影响，2024Q1 营收同比减少13.24亿元，毛利率同比下滑3.2个pct，毛利润同比减少4.64亿元。三费方面，管理费用同比减少0.59亿元，主要由于公司降本增效得当；财务费用同比减少0.15亿元，主要由于汇兑损失同比减少。此外，信用减值损失同比增加0.46亿元。2024Q1 业绩环比上升，归母净利润环比增加2.25亿元，主要由于上半年是传统的农药销售旺季，销售规模有所增加，毛利润环比增长2.59亿元。

分板块来看，公司农药原药和制剂的销量同比均下滑，原药价格受农药周期下行影响，同比明显下降。2024Q1 公司原药板块实现营收17.24亿元，同比-40%，环比+21%；销量24968吨，同比-11%，环比+16%；单价6.91万元/吨，同比-33%，环比+4%。制剂板块实现营收8.61亿元，同比-13%；销量14977吨，同比-21%；单价5.75万元/吨，同比+10%，环比-8%。

产品价格方面，主要农药产品市场价格同比和环比均呈现跌势，但环比跌幅收窄。据中农立华，2024Q1 功夫菊酯、联苯菊酯均价分别为11.2、14.2万元/吨，同比分别变动-37%、-40%，环比分别变动-9%、-7%；2024Q1 草甘膦、硝磺草酮、麦草畏均价分别为2.6、10.0、6.8万元/吨，同比分别-40%、-14%、-47%，环比分别-9%、-2%、持平；2024年Q1 苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡唑醚菌酯均价分别为10.0、8.0、17.0、15.9万元/吨，同比分别变动-36%、-52%、-26%、-39%，环比

《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

《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

分别变动-7%、-9%、-6%、-7%。

■ 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4月21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10.7、13.7万元/吨,均处于历史低位;除草剂方面,草甘膦、麦草畏、硝磺草酮的价格分别为2.62、6.15、10.0万元/吨,草甘膦价格自3月中旬以来略有反弹,硝磺草酮价格仍处于历史低位;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9.7、7.7、16.2、16.0万元/吨,4月吡唑醚菌酯价格略有回升。展望后市,海外市场去库存接近尾声,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,我们预计公司2024/2025/2026年营业收入分别为146.18、170.57、197.38亿元,归母净利润分别16.26、19.91、23.07亿元,对应PE 16、13、11倍,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	15.55	12.70	10.96
P/B	2.65	2.24	1.90	1.62
P/S	2.23	1.73	1.48	1.28
EV/EBITDA	9.52	9.72	7.13	5.98

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

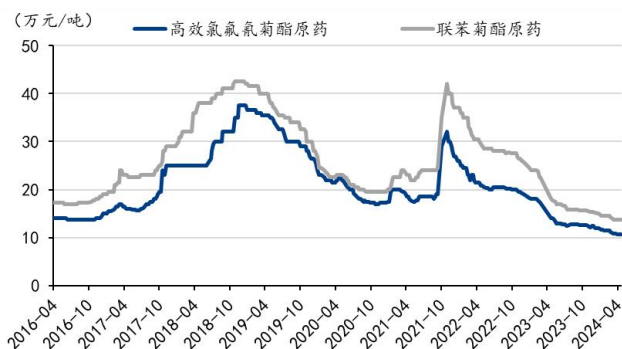
表 1: 扬农化工分板块经营数据

业务板块		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
原药	销量 (吨)	28446	23775	18786	16376	27958	23722	23353	21461	24968
	单价 (万元/吨)	11.21	10.43	10.09	11.77	10.28	6.92	6.16	6.67	6.91
	营收 (亿元)	31.88	24.79	18.95	19.28	28.73	16.42	14.38	14.31	17.24
制剂	销量 (吨)	16912	11121	3671	3196	19030	9530	4829	2334	14977
	单价 (万元/吨)	5.55	3.71	5.17	4.86	5.22	3.60	4.00	6.26	5.75
	营收 (亿元)	9.39	4.12	1.90	1.55	9.94	3.43	1.93	1.46	8.61
营业收入 (亿元)		52.68	42.98	35.37	27.08	45.00	25.67	22.07	22.04	31.76
毛利润 (亿元)		15.68	10.92	7.77	6.22	12.37	6.60	5.28	5.14	7.73
毛利率		29.77%	25.41%	21.98%	22.97%	27.49%	25.70%	23.92%	23.33%	24.34%
归母净利润 (亿元)		9.04	6.10	1.24	1.56	7.54	3.70	2.37	2.04	4.29

资料来源: wind, 国海证券研究所

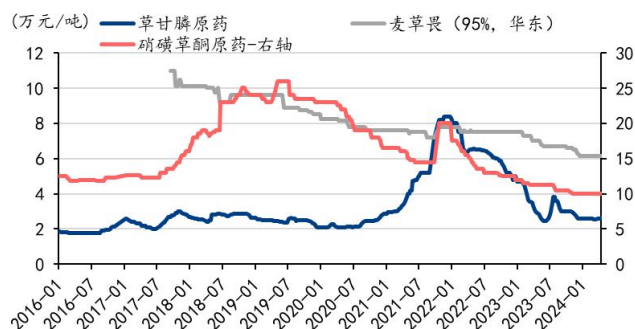
2、主要产品价格情况

图 1: 主要杀虫剂价格情况



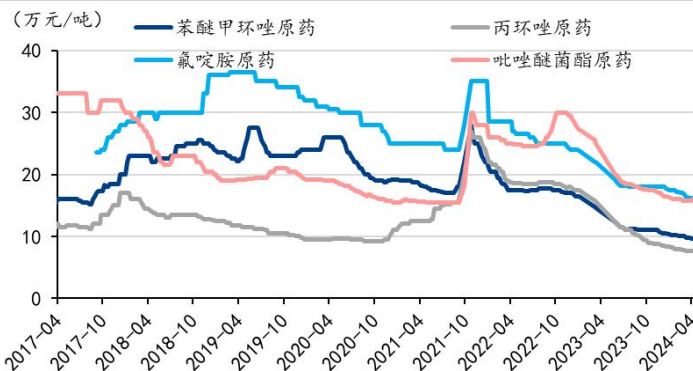
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

附表：扬农化工盈利预测表

证券代码:	600486				股价:	62.24		投资评级:	买入		日期:	2024/04/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
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%	估值								
销售净利率	14%	11%	12%	12%	P/E	16.32	15.55	12.70	10.96				
成长能力					P/B	2.65	2.24	1.90	1.62				
收入增长率	-27%	27%	17%	16%	P/S	2.23	1.73	1.48	1.28				
利润增长率	-13%	4%	22%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
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				
偿债能力					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				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	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				
流动资产合计	9075	10436	13117	15525	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	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
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				
资产总计	15703	18090	21550	24724	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				
流动负债合计	5744	6454	7871	8686	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				
长期负债合计	281	331	381	431	筹资活动现金流	-495	31	30	19				
负债合计	6026	6785	8252	9117	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				
负债和股东权益总计	15703	18090	21550	24724	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。

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。

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。

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。

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。