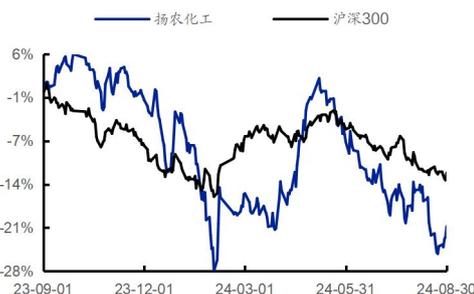


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

经营受农药周期影响, 葫芦岛一期一阶段试生产 ——扬农化工(600486) 2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
扬农化工	-3.0%	-15.3%	-19.3%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

市场数据	2024/08/30
当前价格(元)	50.60
52周价格区间(元)	44.00-70.89
总市值(百万)	20,579.34
流通市值(百万)	20,385.15
总股本(万股)	40,670.64
流通股本(万股)	40,286.86
日均成交额(百万)	100.26
近一月换手(%)	0.34

相关报告

《扬农化工(600486)2024年一季报点评: 2024Q1业绩受农药周期影响, 葫芦岛项目进展顺利(买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2024-04-24
 《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

事件:

2024年8月27日, 扬农化工发布2024年半年报, 2024H1公司实现营业收入56.99亿元, 同比-19.4%; 实现归母净利润7.63亿元, 同比-32.1%; 扣非后归母净利润7.38亿元, 同比-31.8%。销售毛利率为24.2%, 同比下降2.6个pct; 销售净利率为13.4%, 同比下降2.5个pct。经营活动现金流量净额为26.3亿元。

2024Q2公司实现营业收入25.23亿元, 同比-1.7%, 环比-20.6%; 实现归母净利润3.34亿元, 同比-9.6%, 环比-22.2%; 实现扣非归母净利润3.11亿元, 同比-15.4%, 环比-27.1%; 销售毛利率为24.1%, 同比下降1.6个pct, 环比下降0.3个pct; 销售净利率为13.2%, 同比下降1.2个pct, 环比下降0.3个pct。经营活动现金流净额14.97亿元。

投资要点:

■ 2024H1 农药行业周期底部, 业绩同比下滑

2024H1公司实现营业收入56.99亿元, 同比-19.4%; 实现归母净利润7.63亿元, 同比-32.1%, 上半年公司营业收入和业绩同比均有所下滑, 主要由于农药行业产能饱和, 竞争加剧, 产品价格多处于底部位置。分板块来看, 2024H1公司原药业务实现营收33.23亿元, 同比-26.4%, 毛利率为29.4%, 其中销量为5.0万吨, 同比-3%, 平均价格为6.65万元/吨, 同比-24%; 制剂业务实现营收12.04亿元, 同比-10%, 毛利率为25.7%, 其中销量为2.8万吨, 同比-2%, 平均价格为4.29万元/吨, 同比-8%。在行业周期底部, 公司坚持降本增效, 严把各类费用支出, 上半年共完成节支2.26亿元。

2024Q2归母净利润3.34亿元, 同比减少0.36亿元, 环比减少0.95亿元。受农药价格下滑影响, 2024Q2毛利润同比减少0.52亿元, 环比减少1.65亿元。分板块来看, 2024Q2公司原药板块实现营收15.99亿元, 同比-3%, 环比-7%; 销量2.50万吨, 同比+5%, 环比+0.2%; 单价6.39万元/吨, 同比-8%, 环比-7%。制剂板块实现营收3.42亿元, 同比基本持平, 环比-60%; 销量1.31万吨, 同比+37%, 环比-13%; 单价2.61万元/吨, 同比-27%, 环比-55%。

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

■ 农药价格跌至历史低位，静待行业需求修复

据百川盈孚,截至8月25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10.5、12.9万元/吨,均处于历史低位;除草剂方面,草甘膦、硝磺草酮、麦草畏的价格分别为2.48、8.7、5.8万元/吨,均处于历史低位;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9.71、7.5、15.2、16.03万元/吨,均处于历史低位。2024年上半年,全球农药分销渠道库存降低明显,展望后市,新周期备货启动,刚需逐步释放,农药周期有望迎来修复。

■ 葫芦岛一期一阶段试生产中，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2024年中报,葫芦岛一期一阶段项目一期一阶段项目于2023年6月开工,截止2024年8月27日,一阶段项目已进入试生产,二阶段项目已进入机电安装阶段。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。

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年营业收入分别为114、137、158亿元,归母净利润分别为12.38、16.45、19.56亿元,对应PE 17、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	11397	13696	15806
增长率(%)	-27	-1	20	15
归母净利润(百万元)	1565	1238	1645	1956
增长率(%)	-13	-21	33	19
摊薄每股收益(元)	3.85	3.05	4.04	4.81
ROE(%)	16	12	14	15
P/E	16.32	16.62	12.51	10.52
P/B	2.65	1.94	1.75	1.56
P/S	2.23	1.81	1.50	1.30
EV/EBITDA	9.52	8.79	6.61	5.31

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

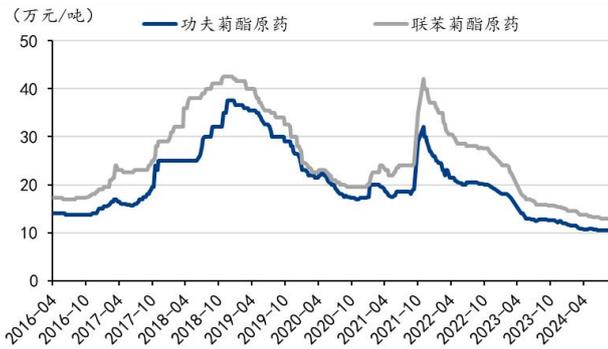
表 1：扬农化工分板块经营数据

业务板块	2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023H1	2024H1	
原药	销量 (吨)	87383	96494	27958	23722	23353	21461	24968	25023	51681	49991
	单价 (万元/吨)	10.86	7.65	10.28	6.92	6.16	6.67	6.91	6.39	8.74	6.65
	营收 (亿元)	94.90	73.84	28.73	16.42	14.38	14.31	17.24	15.99	45.15	33.23
	毛利 (亿元)	29.92	22.27								9.78
	毛利率	31.53%	30.16%								29.4%
制剂	销量 (吨)	34900	35723	19030	9530	4829	2334	14977	13095	28560	28072
	单价 (万元/吨)	4.86	4.69	5.22	3.60	4.00	6.26	5.75	2.61	4.68	4.29
	营收 (亿元)	16.96	16.76	9.94	3.43	1.93	1.46	8.61	3.42	13.37	12.04
	毛利 (亿元)	7.98	4.59								3.10
	毛利率	47.06%	27.39%								25.7%
营业收入 (亿元)	158.11	114.78	45.00	25.67	22.07	22.04	31.76	25.23	70.67	56.99	
毛利润 (亿元)	40.60	29.39	12.37	6.60	5.28	5.14	7.73	6.08	18.97	13.81	
毛利率	25.68%	25.60%	27.49%	25.70%	23.92%	23.33%	24.34%	24.10%	26.84%	24.23%	
归母净利润 (亿元)	17.94	15.65	7.54	3.70	2.37	2.04	4.29	3.34	11.24	7.63	

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

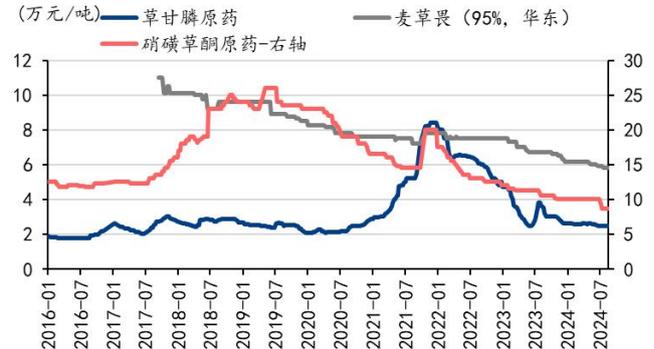
2、主要产品价格情况

图 1：主要杀虫剂价格情况



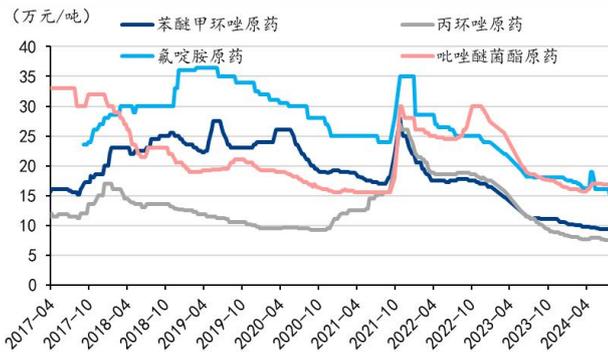
资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图 2：主要除草剂价格情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

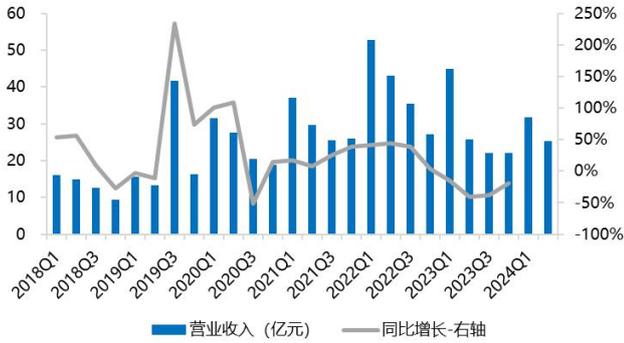
图 3：主要杀菌剂价格情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

3、公司财务数据

图 4：季度营业收入情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：季度归母净利润情况



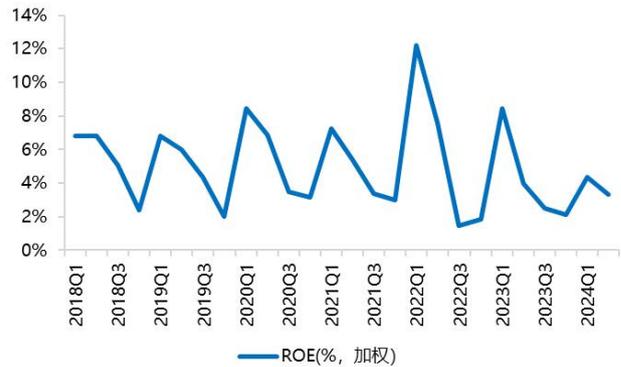
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：季度扣非后归母净利润情况



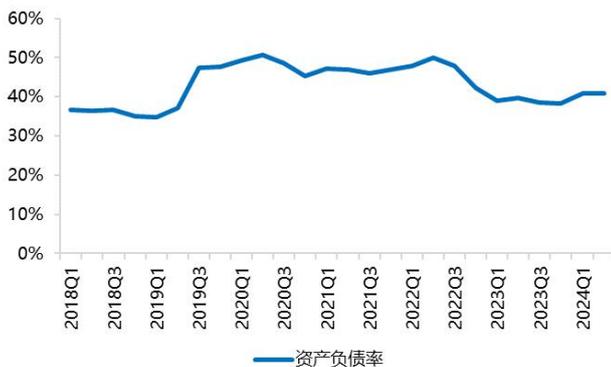
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：季度净资产收益率



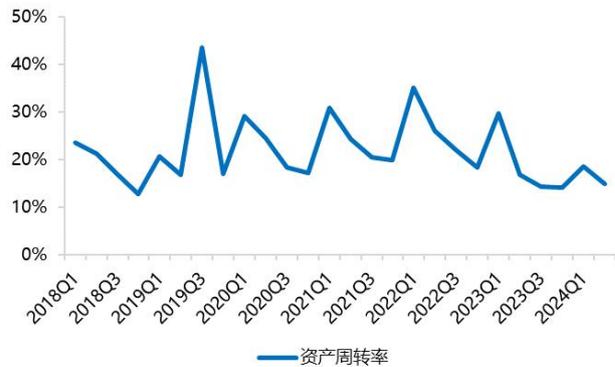
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：季度资产负债率



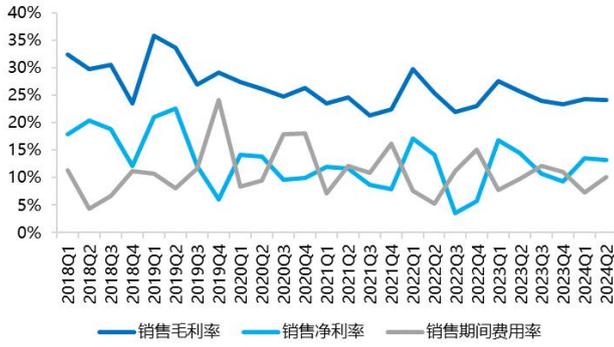
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：季度资产周转率



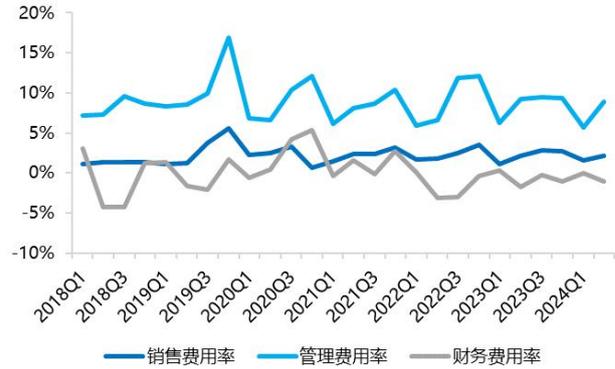
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10: 季度毛利率/净利率/期间费用率



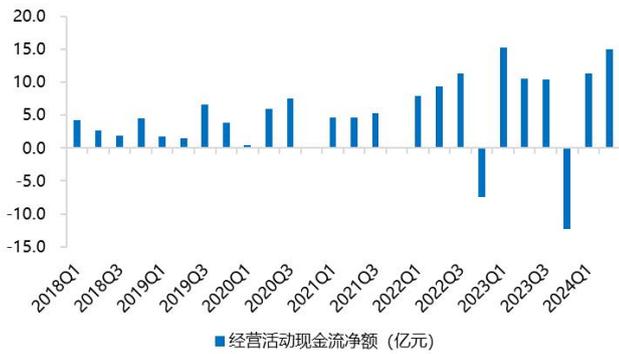
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 季度经营活动现金流净额



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 季度研发费用情况



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:	50.60				投资评级:	买入				日期:	2024/08/30			
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%	12%	14%	15%	EPS	3.87	3.05	4.04	4.81										
毛利率	26%	23%	24%	25%	BVPS	23.80	26.06	28.93	32.35										
期间费率	6%	6%	7%	6%	估值														
销售净利率	14%	11%	12%	12%	P/E	16.32	16.62	12.51	10.52										
成长能力					P/B	2.65	1.94	1.75	1.56										
收入增长率	-27%	-1%	20%	15%	P/S	2.23	1.81	1.50	1.30										
利润增长率	-13%	-21%	33%	19%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.75	0.72	0.79	0.81	营业收入	11478	11397	13696	15806										
应收账款周转率	5.03	6.02	6.62	6.53	营业成本	8539	8799	10384	11930										
存货周转率	4.65	5.52	5.92	5.83	营业税金及附加	47	46	55	63										
偿债能力					销售费用	230	228	294	340										
资产负债率	38%	34%	37%	36%	管理费用	517	519	623	719										
流动比	1.58	1.73	1.77	1.91	财务费用	-58	-22	-26	-47										
速动比	0.89	0.94	1.08	1.24	其他费用/(-收入)	418	399	452	522										
					营业利润	1869	1487	1966	2337										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-3	-3	-6	-6										
现金及现金等价物	1763	2082	3391	4785	利润总额	1866	1484	1960	2331										
应收款项	2548	2445	2970	3393	所得税费用	300	245	314	373										
存货净额	1590	1600	1910	2182	净利润	1566	1239	1646	1958										
其他流动资产	3175	2954	3278	3317	少数股东损益	1	1	1	2										
流动资产合计	9075	9080	11549	13677	归属于母公司净利润	1565	1238	1645	1956										
固定资产	4106	4094	4093	4018															
在建工程	1294	1120	1065	1024	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1228	1850	1888	1913	经营活动现金流	2395	1664	2494	2667										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1565	1238	1645	1956										
资产总计	15703	16145	18595	20632	少数股东损益	1	1	1	2										
短期借款	361	461	491	511	折旧摊销	755	722	779	838										
应付款项	3708	3177	4129	4526	公允价值变动	-3	0	0	0										
合同负债	268	372	383	479	营运资金变动	119	-275	74	-124										
其他流动负债	1408	1250	1534	1663	投资活动现金流	-3545	-1119	-731	-722										
流动负债合计	5744	5260	6537	7179	资本支出	-1509	-543	-755	-753										
长期借款及应付债券	3	3	3	3	长期投资	-2042	-1	-1	-1										
其他长期负债	278	277	279	282	其他	6	-575	25	32										
长期负债合计	281	280	282	285	筹资活动现金流	-495	-230	-454	-552										
负债合计	6026	5541	6820	7465	债务融资	-200	99	31	24										
股本	406	407	407	407	权益融资	141	28	0	0										
股东权益	9677	10604	11775	13167	其它	-435	-357	-485	-576										
负债和股东权益总计	15703	16145	18595	20632	现金净增加额	-1633	319	1309	1394										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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，化工行业分析师，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。