

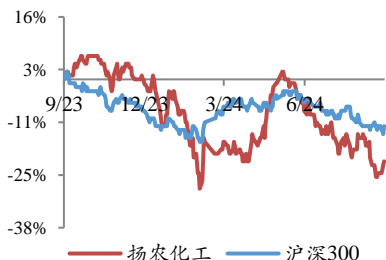
1H24 业绩承压下滑，优创项目一阶段进入试生产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-01

收盘价 (元)	50.60
近 12 个月最高/最低 (元)	70.89/44.00
总股本 (百万股)	407
流通股本 (百万股)	403
流通股比例 (%)	99.06
总市值 (亿元)	206
流通市值 (亿元)	204

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘旭升

执业证书号：S0010524070003

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

相关报告

- 降本增效彰显盈利韧性，北方基地助力远期成长 2024-03-28
- 三季度业绩同比增长，北方基地助力远期成长 2023-10-25

主要观点：

● 事件描述

8月26日晚间，扬农化工发布2024年半年度报告。1H24公司实现营业总收入56.99亿元，同比-19.36%；实现归母净利润7.63亿元，同比-32.10%；实现扣非归母净利润7.38亿元，同比-31.78%。2Q24公司实现营业总收入25.23亿元，同比-1.70%，环比-20.55%；实现归母净利润3.34亿元，同比-9.62%，环比-22.17%；实现扣非归母净利润3.11亿元，同比-15.38%，环比-27.09%。

● 公司农药产品价格大幅下跌，上半年业绩承压下滑

1H24公司实现归母净利润7.63亿元，同比-32.10%；2Q24公司实现归母净利润3.34亿元，同比-9.62%，环比-22.17%。公司业绩承压下滑主要是主营产品价格同比下滑所致。根据公司经营数据，1H24公司原药平均售价6.65万元/吨，同比-23.91%，销量5.00万吨，同比-3.3%；制剂平均售价4.29万元/吨，同比-8.39%，销量2.81万吨，同比-1.7%。分产品看，根据中农立华原药数据，1H24公司主要产品联苯菊酯、氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯、苯醚甲环唑、吡唑醚菌酯、草甘膦市场均价分别为13.92、5.80、10.97、9.82、16.37、2.60万元/吨，同比分别为-30.9%、-20.9%、-29.2%、-30.5%、-30.9%、-26.4%。

● 农药原药价格有望底部企稳，全球作物保护市场需求将持续回暖

据中农立华数据，截至2024年8月25日，原药价格指数74.85点，同比2023年-18.8%，环比上月-1.09%，虽然依旧在走低但是变化幅度较小，大多数作物保护原药品种价格有望低位企稳。同时根据中国海关数据，1H24海关编码3808项下的出口数量同比+52.70%，平均出口单价从1月的USD2.88/Kg上行到6月的USD2.90/Kg，全球市场对于作物保护品的刚性需求依旧，终端市场价格逐步恢复正常理性。未来伴随着大多数终端市场高成本库存的清理消减，先前不同公司对于不同产品清仓式的非理性低价抛售行为将大幅度减少，终端市场毛利率将逐步恢复上升。公司作为农药行业头部企业，有望受益于全球作物保护市场需求持续回暖。

● 优创项目一阶段进入试生产，优化布局助力长期成长

公司以辽宁优创作为四次创业的主战场，将葫芦岛项目建设跑出了扬农加速度。一期一阶段项目自去年6月9日开工以来，新建单体建筑54幢，总建筑面积达14.46万平方米。截止报告披露日，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。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

● 投资建议

我们充分看好公司优嘉、优创项目带来的新一轮成长，展望后市，海外市场去库存已接近尾声，农药市场节奏有望逐渐步入正轨，公司有望受益于农药行业底部修复带来的需求增量。综合考虑目前农药行业的所处的周期位置，我们下调了公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.94、16.34、19.15 亿元（原预测值为 16.94、21.13、23.56 亿元），对应 PE 分别为 16X、13X、11X 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11478	11448	12645	14026
收入同比 (%)	-27.4%	-0.3%	10.5%	10.9%
归属母公司净利润	1565	1294	1634	1915
净利润同比 (%)	-12.8%	-17.3%	26.3%	17.2%
毛利率 (%)	25.6%	24.1%	25.7%	26.4%
ROE (%)	16.2%	12.2%	13.3%	13.5%
每股收益 (元)	3.87	3.18	4.02	4.71
P/E	16.32	15.90	12.59	10.75
P/B	2.65	1.93	1.67	1.45
EV/EBITDA	9.52	9.34	6.79	5.68

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9075	8512	10470	12423
现金	1763	1595	2842	4339
应收账款	1895	1910	2098	2333
其他应收款	31	41	40	47
预付账款	201	234	237	269
存货	1590	1579	1728	1888
其他流动资产	3595	3153	3525	3546
非流动资产	6628	7578	8084	8428
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4106	4403	4484	4608
无形资产	641	718	770	834
其他非流动资产	1881	2458	2830	2986
资产总计	15703	16090	18554	20851
流动负债	5744	5142	5928	6273
短期借款	361	381	401	421
应付账款	1950	1573	1923	1992
其他流动负债	3433	3188	3604	3860
非流动负债	281	302	325	340
长期借款	3	23	43	63
其他非流动负债	278	279	282	277
负债合计	6026	5444	6253	6613
少数股东权益	6	7	8	9
股本	406	406	406	406
资本公积	746	761	761	761
留存收益	8519	9471	11125	13060
归属母公司股东权益	9672	10639	12293	14228
负债和股东权益	15703	16090	18554	20851

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2395	1739	2515	2613
净利润	1566	1295	1636	1916
折旧摊销	755	573	769	755
财务费用	-7	60	64	68
投资损失	15	-34	-42	-46
营运资金变动	119	-209	64	-121
其他经营现金流	1393	1557	1595	2076
投资活动现金流	-3545	-1553	-1267	-1102
资本支出	-1509	-979	-1299	-1138
长期投资	-2042	-10	-10	-10
其他投资现金流	6	-564	42	46
筹资活动现金流	-495	-359	-21	-33
短期借款	61	20	20	20
长期借款	-250	20	20	20
普通股增加	96	0	0	0
资本公积增加	154	15	0	0
其他筹资现金流	-556	-414	-61	-73
现金净增加额	-1633	-168	1247	1497

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11478	11448	12645	14026
营业成本	8539	8687	9394	10323
营业税金及附加	47	40	48	51
销售费用	230	240	259	291
管理费用	517	562	596	675
财务费用	-58	-10	1	-45
资产减值损失	-24	-58	-28	-43
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	-15	34	42	46
营业利润	1869	1541	1948	2282
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	1866	1541	1948	2282
所得税	300	247	312	365
净利润	1566	1295	1636	1916
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	1565	1294	1634	1915
EBITDA	2575	2104	2717	2992
EPS (元)	3.87	3.18	4.02	4.71

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-27.4%	-0.3%	10.5%	10.9%
营业利润	-12.9%	-17.5%	26.4%	17.1%
归属于母公司净利润	-12.8%	-17.3%	26.3%	17.2%
获利能力				
毛利率 (%)	25.6%	24.1%	25.7%	26.4%
净利率 (%)	13.6%	11.3%	12.9%	13.7%
ROE (%)	16.2%	12.2%	13.3%	13.5%
ROIC (%)	14.8%	11.4%	12.6%	12.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.4%	33.8%	33.7%	31.7%
净负债比率 (%)	62.3%	51.1%	50.8%	46.5%
流动比率	1.58	1.66	1.77	1.98
速动比率	0.89	0.88	1.06	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.72	0.73	0.71
应收账款周转率	5.03	6.02	6.31	6.33
应付账款周转率	4.85	4.93	5.37	5.27
每股指标 (元)				
每股收益	3.87	3.18	4.02	4.71
每股经营现金流(薄)	5.89	4.27	6.18	6.42
每股净资产	23.80	26.16	30.23	34.98
估值比率				
P/E	16.32	15.90	12.59	10.75
P/B	2.65	1.93	1.67	1.45
EV/EBITDA	9.52	9.34	6.79	5.68

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。