

扬农化工（600486.SH）

全球农化行业景气度仍处于底部，公司业绩同比承压

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,811	11,478	12,527	14,444	15,778
增长率 yoy（%）	33.5	-27.4	9.1	15.3	9.2
归母净利润（百万元）	1,794	1,565	1,320	1,669	1,999
增长率 yoy（%）	46.8	-12.8	-15.6	26.4	19.8
ROE（%）	21.0	16.2	12.4	14.0	14.7
EPS 最新摊薄（元）	4.42	3.85	3.25	4.11	4.92
P/E（倍）	13.1	15.0	17.8	14.1	11.8
P/B（倍）	2.8	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 29 日，扬农化工发布 2024 年三季报。公司 2024 年前三季度公司营业收入为 80.16 亿元，同比下降 13.57%，归母净利润为 10.26 亿元，同比下降 24.61%，扣非净利润为 9.87 亿元，同比下降 24.31%；对应 3Q24 营业收入为 23.17 亿元，同比上升 4.98%，环比下降 8.16%，归母净利润为 2.63 亿元，同比上升 10.87%，环比下降 21.34%。

点评：公司农化产品量升价跌，业绩同比承压。根据公司 2023 及 2024 年前三季度主要经营数据披露，2024 年前三季度公司原药平均售价为 6.34 万元/吨，同比下降 20.13%，产量 7.52 万吨，同比上升 13.25%，销量 7.61 万吨，同比上升 1.47%；制剂平均售价为 4.05 万元/吨，同比下降 11.67%，产量 2.97 万吨，同比上升 4.21%，销量 3.43 万吨，同比上升 2.7%。以菊酯类产品为例，根据中农立华原药公众号数据显示，截至 2024 年 10 月 27 日，高效氯氟氰菊酯原药价格为 10.7 万元/吨，年初至今下跌 7.76%；联苯菊酯原药价格为 13 万元/吨，年初至今下跌 10.96%；氯氟菊酯原药价格为 6.5 万元/吨，年初至今上升 16.07%。除氯氟菊酯原药受反倾销事件影响价格有所上涨外，高效氯氟氰菊酯和联苯菊酯价格均出现下跌。

公司 2024 年前三季度销售费用率为 2.07%，同比上升 0.23pcts，管理费用率为 4.76%，同比上升 0.16pcts，研发费用率为 3.11%，同比下降 0.14pcts，财务费用率为 0.41%，同比下降 0.04pcts。

2024 年前三季度公司各项现金流净额变化较大。2024 年前三季度公司经营性活动产生现金流净额 31.04 亿，同比下降 14.39%；投资活动产生现金流净额为 -16.88 亿，同比上升 50.49%；筹资活动产生现金流净额为 -4.63 亿，同比下降 64.22%。应收账款同比上升 19.43%，应收账款周转率有所下降，由 2023 年同期的 3.85 次变为 3.59 次。存货同比下降 10.08%，存货周转率小幅提升，由 2023 年同期的 4.04 次变为 4.41 次。

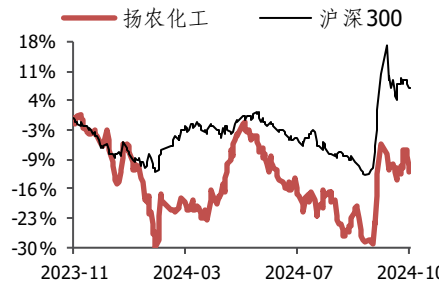
全球农化行业景气度短期仍处于底部，静待行业复苏。根据中农立华原药公众号披露，2024 年 10 月 27 日中农立华原药价格指数报 74.09 点，同比去年下跌 14.5%，环比上月下跌 1.37%。跟踪的上百个产品中，同比去年 66% 产品下跌；环比上月 77% 产品持平，8% 产品上涨。中农立华除草剂原药价格指数报 81.42 点，同比去年下跌 16.3%，环比上月下跌 3.41%。中农立华杀

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 11 月 1 日收盘价（元）	57.96
总市值（百万元）	23,572.70
流通市值（百万元）	23,350.26
总股本（百万股）	406.71
流通股本（百万股）	402.87
近 3 月日均成交额（百万元）	122.17

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《植保行业短期处于周期底部，看好公司葫芦岛项目建设》2024-09-25
- 《农药行业短期低迷，看好公司葫芦岛项目进展》2024-04-09
- 《公司业绩符合市场预期，看好葫芦岛项目推动公司中长期成长》2023-11-07

虫剂原药价格指数报 64.64 点，同比去年下跌 17.4%，环比上月上涨 1.11%。中农立华杀菌剂原药价格指数报 73.76 点，同比去年下跌 8.73%，环比上月上涨 0.18%。我们认为全球农化行业景气度短期仍处于底部，静待行业走出底部，短期大部分农药原药价格或在底部盘整，部分竞争格局较好、库存处于相对低位的单一原药品种价格或有回升空间。随着整体市场库存的消化以及落后产能的出清与整合，农化行业景气度有望回升。

葫芦岛项目一期二阶段进展顺利，明年有望进入试生产阶段。根据世界农化网报道显示，葫芦岛一期项目总计建设 15650 吨农药原药和 7000 吨农药中间体产能，葫芦岛项目一期二阶段总体建设进度已完成 50%，明年上半年将进入试生产阶段，多效唑、菊酯、环己二酮已相继开展试生产工作。我们看好葫芦岛项目的建成，预计公司盈利水平有望提升。

投资建议：我们预计扬农化工 2024-2026 年收入分别为 125.27/144.44/157.78 亿元，同比增长 9.1%/15.3%/9.2%，归母净利润分别为 13.20/16.69/19.99 亿元，同比增长 -15.6%/26.4%/19.8%，对应 EPS 分别为 3.25/4.11/4.92 元。结合公司 11 月 1 日收盘价，对应 PE 分别为 18/14/12 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为全球农化行业景气度短期仍处于底部，静待行业走出底部，短期大部分农药原药价格或在底部盘整，部分竞争格局较好、库存处于相对低位的单一原药品种价格或有回升空间。随着整体市场库存的消化以及落后产能的出清与整合，农化行业景气度有望回升；2) 我们看好葫芦岛项目的建成，预计公司盈利水平有望提升，维持“买入”评级。

风险提示：气候异常风险、汇率风险、市场风险、安全和环保风险、地缘政治风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9302	9075	10692	10679	12564
现金	3358	1763	1924	2235	2423
应收票据及应收账款	3301	2548	3836	3524	4516
其他应收款	70	31	69	46	81
预付账款	357	201	408	294	472
存货	2084	1590	2557	2159	2912
其他流动资产	132	2942	1899	2421	2160
非流动资产	5491	6628	7438	8329	8843
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4073	4106	4389	4929	5205
无形资产	615	641	649	665	675
其他非流动资产	804	1880	2400	2735	2963
资产总计	14793	15703	18130	19007	21407
流动负债	5761	5744	7181	6714	7494
短期借款	300	361	1448	361	993
应付票据及应付账款	3384	3708	4296	4807	4982
其他流动负债	2077	1676	1436	1546	1518
非流动负债	493	281	310	341	339
长期借款	253	3	32	62	61
其他非流动负债	240	278	278	278	278
负债合计	6254	6026	7491	7055	7833
少数股东权益	4	6	7	8	10
股本	310	406	406	406	406
资本公积	592	746	746	746	746
留存收益	7529	8594	9656	10987	12561
归属母公司股东权益	8535	9672	10632	11945	13565
负债和股东权益	14793	15703	18130	19007	21407

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2124	2395	1006	3239	1174
净利润	1796	1566	1321	1671	2000
折旧摊销	642	755	543	657	783
财务费用	-246	-58	10	-46	-105
投资损失	106	15	14	24	40
营运资金变动	227	178	-861	930	-1560
其他经营现金流	-400	-62	-22	4	16
投资活动现金流	-1469	-3545	-1345	-1573	-1350
资本支出	1167	1518	1352	1548	1297
长期投资	-114	-2042	0	0	0
其他投资现金流	-187	15	8	-26	-53
筹资活动现金流	-507	-495	-588	-267	-268
短期借款	24	61	1088	-1088	632
长期借款	-0.02	-250.18	29	31	-1
普通股增加	0	96	0	0	0
资本公积增加	0	154	0	0	0
其他筹资现金流	-531	-556	-1704	790	-899
现金净增加额	256	-1633	-926	1398	-444

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15811	11478	12527	14444	15778
营业成本	11750	8539	9638	10961	11787
营业税金及附加	44	47	46	55	60
销售费用	346	230	259	295	324
管理费用	841	517	598	677	744
研发费用	498	418	436	510	555
财务费用	-246	-58	10	-46	-105
资产和信用减值损失	-268	66	-0.3	-2	-3
其他收益	22	27	23	24	24
公允价值变动收益	-81	3	20	-4	-15
投资净收益	-106	-15	-14	-24	-40
资产处置收益	2	5	2	2	3
营业利润	2147	1869	1571	1987	2382
营业外收入	6	2	4	4	4
营业外支出	18	5	12	11	11
利润总额	2135	1866	1563	1980	2375
所得税	340	300	241	309	374
净利润	1796	1566	1321	1671	2000
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属母公司净利润	1794	1565	1320	1669	1999
EBITDA	2808	2572	2110	2635	3135
EPS (元/股)	4.42	3.85	3.25	4.11	4.92

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	33.5	-27.4	9.1	15.3	9.2
营业利润 (%)	48.7	-12.9	-16.0	26.5	19.9
归属母公司净利润 (%)	46.8	-12.8	-15.6	26.4	19.8
获利能力					
毛利率 (%)	25.7	25.6	23.1	24.1	25.3
净利率 (%)	11.4	13.6	10.5	11.6	12.7
ROE (%)	21.0	16.2	12.4	14.0	14.7
ROIC (%)	19.4	14.7	10.9	13.4	13.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.3	38.4	41.3	37.1	36.6
净负债比率 (%)	-29.4	-10.9	-3.3	-14.3	-9.3
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.7	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	7.6	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.42	3.85	3.25	4.11	4.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.23	5.89	2.48	7.97	2.89
每股净资产 (最新摊薄)	21.00	23.80	26.17	29.41	33.40
估值比率					
P/E	13.1	15.0	17.8	14.1	11.8
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.5	8.7	11.0	8.3	7.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686