

# 扬农化工 (600486.SH)

## 农化行业去库拖累公司业绩，优创项目稳步推进

增持

### 核心观点

农化行业景气度下行，公司2023年业绩下滑12.77%。2023年公司实现营业收入114.78亿元，同比下降27.41%；实现归母净利润15.65亿元，同比下降12.77%，略低于我们此前预期（16.41亿元）。2023年公司业绩下滑主要受全球农化行业景气度下行周期影响，2023年国内农药行业产能快速扩张导致市场竞争加剧，叠加全球农药市场渠道去库存周期，农药市场需求低迷，绝大多数农药产品价格断崖式下滑。据中农立华原药，2023年其跟踪的上百个农药产品里，92%产品下跌，8%产品持平，无上涨品种；截至2023年12月31日，中农立华原药价格指数同比下跌37%，除草剂指数同比下跌41.7%，杀虫剂指数同比下跌36.4%，杀菌剂指数同比下跌29.7%。

2024年一季度农药价格继续下行，需求旺季到来行业景气度有望逐步回暖。据中农立华原药，2024年3月24日，中农立华原药价格指数报77.80点，同比去年大跌25.8%，环比上月下跌0.94%，相比年初下跌2.98%，一季度农药价格继续下行，但下跌速度趋缓。需求端，往年3/4月份是我国农药产品的出口旺季，据卓创资讯，2024年1-2月，我国农药累计出口数量42.38万吨，同比增加57.47%，累计出口金额12.42亿美元，同比增加5.93%。我们认为当前全球农药市场去库周期渐进尾声，在上半年农药传统需求旺季及海外将进行补库的预期下，农药行业景气度有望逐步回暖，公司盈利能力有望得到一定改善，后续需持续关注农药市场价格变化及行业产能出清进度。

全力推进辽宁优创项目，预计2024年年底一阶段项目投产。2023年公司全资子公司辽宁优创项目开工建设，项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种，其中氟唑菌酰胺是先正达创新药。据世界农化网报道，该项目预计2024年年底前一阶段项目即可投产，整个一期工程预计在2025年年底建成投产。我们认为，随着公司葫芦岛项目产能逐步释放，对公司业绩的贡献将逐步显现，看好公司中长期成长性。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

**投资建议：**下调盈利预测，下调投资评级至“增持”评级。考虑近两年国内农药产能快速扩张，多数农药品种面临供过于求问题，同时印度原药产量提升也正在挤占国内农药公司市场空间，农药行业景气度难以快速、大幅提升。因此，我们下调公司盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为17.66/20.09/21.87亿元（2024/2025年原值为20.73/22.71亿元），EPS为4.35/4.94/5.38元，对应当前股价PE为11.9/10.4/9.6X，下调投资评级至“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,811	11,478	13,100	14,965	16,450
(+/-%)	33.5%	-27.4%	14.1%	14.2%	9.9%
归母净利润(百万元)	1794	1565	1766	2009	2187
(+/-%)	46.8%	-12.8%	12.8%	13.8%	8.8%
每股收益(元)	5.79	3.85	4.35	4.94	5.38
EBIT Margin	14.7%	15.0%	15.4%	15.3%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	21.0%	16.2%	16.0%	16.0%	15.3%
市盈率 (PE)	8.9	13.4	11.9	10.4	9.6
EV/EBITDA	7.5	10.9	10.6	9.5	8.8
市净率 (PB)	1.87	2.16	1.90	1.66	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	51.50元
总市值/流通市值	20928/20748百万元
52周最高价/最低价	99.78/44.00元
近3个月日均成交额	111.48百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《扬农化工(600486.SH)-23Q3业绩同比改善，全力推进辽宁优创项目建设》——2023-10-24
- 《扬农化工(600486.SH)-全方位推动高质量发展，农化巨头业绩高速增长91%》——2022-08-29
- 《扬农化工(600486.SH)-一季度业绩高速增长104%，农化巨头全方位优势显著》——2022-04-26
- 《扬农化工(600486.SH)-以量补价业绩符合预期，重点推进嘉嘉四期项目建设》——2022-03-29

**农化行业景气度下行, 公司 2023 年业绩下滑 12.77%。**公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 114.78 亿元, 同比下降 27.41%; 实现归母净利润 15.65 亿元, 同比下降 12.77%, 略低于我们此前预期 (16.41 亿元); 基本每股收益 3.87 元。其中 2023 年第四季度公司实现营业收入 22.04 亿元, 同比下降 18.63%, 环比下降 0.14%; 实现归母净利润 2.04 亿元, 同比增加 31.09%, 环比下降 13.81%。公司在产原药品种近 70 个, 涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别, 2023 年公司业绩下滑主要受全球农化行业景气下行周期影响, 2023 年, 农药行业产能快速扩张导致市场竞争加剧, 叠加全球农药市场渠道去库存周期, 农药市场需求低迷, 绝大多数农药产品价格断崖式下滑。据中农立华原药, 2023 年其跟踪的上百个农药产品里, 92% 产品下跌, 8% 产品持平, 无上涨品种; 截至 2023 年 12 月 31 日, 中农立华原药价格指数同比下跌 37%, 除草剂指数同比下跌 41.7%, 杀虫剂指数同比下跌 36.4%, 杀菌剂指数同比下跌 29.7%。**公司产销情况方面**, 2023 年公司原药产量 90855 吨, 同比-1.88%, 销量 96494 吨, 同比+10.43%, 库存量 5222 吨, 同比-51.92%, 公司原药销量提升同时库存去化效果显著。**分红派息方面**, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.8 元 (含税), 股利支付率 22.85%, 与 2022 年相比提升 0.2 pcts, 股息率 (TTM) 为 1.94%。

图1: 扬农化工营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 扬农化工归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2024 年一季度农药价格继续下行, 需求旺季到来行业景气度有望逐步回暖。**据中农立华原药, 2024 年 3 月 24 日, 中农立华原药价格指数报 77.80 点, 同比去年大跌 25.8%, 环比上月下跌 0.94%, 相比年初下跌 2.98%, 一季度农药价格继续下行, 但下跌速度趋缓, 考虑成本端因素, 我们预计农药价格继续下行空间有限, 价格持续磨底是 2024 年基调。需求端, 农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月, 原药市场旺季要早于制剂市场。我国农药出口量占总产量的比例较大, 往年 3/4 月份是我国农药产品的出口旺季, 据卓创资讯, 2024 年 1-2 月, 我国农药累计出口数量 42.38 万吨 (实物量), 同比增加 57.47%, 累计出口金额 12.42 亿美元, 同比增加 5.93%, 国内农药出口数量已恢复至正常区间。从区域性看, 我们认为当前全球农药产品的去库周期渐进尾声, 2024 年 1-2 月国内出口到南美、东南亚、非洲等地的农药数量已经实现增长。总的来说, 我们认为当前全球农药市场去库周期渐进尾声, 在上半年农药传统需求旺季及海外将进行补库的预期下, 农药行业景气度有望逐步回暖, 公司盈利能力有望得到一定改善, 后续需持续关注农药市场价格变化及行业产能出清进度。

图3: 扬农化工主要除草剂原药产品价格走势



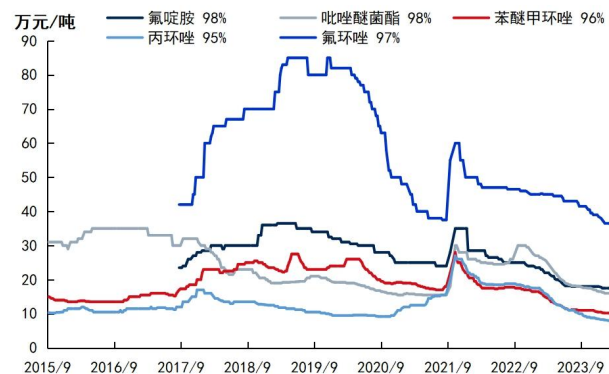
资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

图4: 扬农化工主要杀虫剂原药产品价格走势



资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

图5: 扬农化工主要杀菌剂原药产品价格走势



资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

图6: 扬农化工主要农药中间体产品价格走势



资料来源: 中农立华原药价格指数, 国信证券经济研究所整理

**全力推进辽宁优创项目, 一阶段项目预计 2024 年年底投产。**2023 年公司全资子公司辽宁优创“年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体及 66133 吨副产品项目”开工建设。项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰羟胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种, 其中氟唑菌酰羟胺是先正达创新药。辽宁葫芦岛优创项目是扬农化工完善南北均衡布局、进一步提高公司生产制造水平的重要项目。据世界农化网报道, 该项目预计 2024 年年底前一阶段项目即可投产, 整个一期工程预计在 2025 年年底建成投产。我们认为, 随着公司葫芦岛项目产能逐步释放, 对公司业绩的贡献将逐步显现, 看好公司中长期成长性。

表1: 辽宁优创年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体项目产品方案

产品分类	产品名称	产能 (吨/年)	
15650 吨/年农药原药	咪草烟	1500	
	甲氧咪草烟	200	
	甲基咪草烟	100	
	8050 吨/年除草剂	烯草酮	5000
	烯禾啶	250	
	莎稗磷	500	
	吡氟酰草胺	500	
	啶菌噁唑	100	
	3100 吨/年杀菌剂	氟唑菌酰羟胺	2500
	多效唑	500	
4500 吨/年杀虫剂	功夫菊酯	3000	
	双酰胺类杀虫剂	1500	
	一氯吡啶	2000	
7000 吨/年农药中间体	中间体	环己二酮	2000
		三氮唑	3000

资料来源: 公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 下调投资评级至“增持”评级。**作为国内农药行业龙头与领跑者, 公司研产销一体化, 具有产业链、品牌等多方位优势。未来, 公司将持续布局新项目, 同时进一步融入先正达集团产业链, 成长确定性高, 我们看好公司有望成长为国际性综合农化龙头企业。考虑近两年国内农药产能快速扩张, 多数农药品种面临供过于求问题, 同时印度原药产量提升也正在挤占国内农药公司市场空间, 虽然当前全球农药行业去库周期已接近尾声, 但行业去产能的难度远高于去库存难度, 综合成本端因素, 我们预计全球农药价格磨底时间可能较长, 农药行业景气度难以快速、大幅提升。因此, 我们下调公司盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 17.66/20.09/21.87 亿元 (2024/2025 年原值为 20.73/22.71 亿元), EPS 为 4.35/4.94/5.38 元, 对应当前股价 PE 为 11.9/10.4/9.6X, 下调投资评级至“增持”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动; 下游需求不及预期; 在建项目进展不及预期等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3358	1763	3044	3497	3716	<b>营业收入</b>	<b>15811</b>	<b>11478</b>	<b>13100</b>	<b>14965</b>	<b>16450</b>
应收款项	3371	2579	2970	3315	3690	营业成本	11750	8539	9740	11162	12302
存货净额	2084	1590	1878	2089	2339	营业税金及附加	44	47	41	50	58
其他流动资产	488	3144	1642	2145	2975	销售费用	346	230	262	299	329
<b>流动资产合计</b>	<b>9302</b>	<b>9075</b>	<b>9533</b>	<b>11047</b>	<b>12720</b>	管理费用	841	517	576	639	684
固定资产	4483	5400	6289	7070	7819	研发费用	498	418	458	524	584
无形资产及其他	613	641	616	590	565	财务费用	(246)	(58)	(31)	(53)	(62)
投资性房地产	395	587	587	587	587	投资收益	(106)	(15)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(249)	(21)	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>14793</b>	<b>15703</b>	<b>17026</b>	<b>19293</b>	<b>21690</b>	其他收入	(574)	(297)	(458)	(524)	(584)
短期借款及交易性金融负债	558	618	670	615	634	营业利润	2147	1869	2104	2394	2605
应付款项	3384	3708	3571	4097	4832	营业外净收支	(12)	(3)	0	0	0
其他流动负债	1819	1419	1415	1612	1520	<b>利润总额</b>	<b>2135</b>	<b>1866</b>	<b>2104</b>	<b>2394</b>	<b>2605</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5761</b>	<b>5744</b>	<b>5656</b>	<b>6325</b>	<b>6987</b>	所得税费用	340	300	337	383	417
长期借款及应付债券	253	3	3	3	3	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他长期负债	240	278	328	378	428	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1794</b>	<b>1565</b>	<b>1766</b>	<b>2009</b>	<b>2187</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>493</b>	<b>281</b>	<b>331</b>	<b>381</b>	<b>431</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6254</b>	<b>6026</b>	<b>5987</b>	<b>6707</b>	<b>7419</b>	<b>净利润</b>	1794	1565	1766	2009	2187
少数股东权益	4	6	7	8	9	资产减值准备	167	(144)	11	4	4
股东权益	8535	9672	11032	12579	14262	折旧摊销	642	755	514	633	721
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14793</b>	<b>15703</b>	<b>17026</b>	<b>19293</b>	<b>21690</b>	公允价值变动损失	249	21	(50)	(50)	(50)
						财务费用	(246)	(58)	(31)	(53)	(62)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(17)	(1741)	742	(282)	(757)
每股收益	5.79	3.85	4.35	4.94	5.38	其它	(166)	145	(10)	(3)	(3)
每股红利	0.79	1.05	1.00	1.14	1.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>2669</b>	<b>600</b>	<b>2974</b>	<b>2311</b>	<b>2103</b>
每股净资产	27.54	23.80	27.15	30.95	35.10	资本开支	0	(1484)	(1339)	(1341)	(1399)
ROIC	25.18%	15.43%	16%	17%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	21.02%	16.18%	16%	16%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(1484)</b>	<b>(1339)</b>	<b>(1341)</b>	<b>(1399)</b>
毛利率	26%	26%	26%	25%	25%	权益性融资	107	141	0	0	0
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%	15%	负债净变化	(0)	(250)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	22%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(244)	(427)	(406)	(462)	(503)
收入增长	34%	-27%	14%	14%	10%	其它融资现金流	(1202)	503	52	(55)	19
净利润增长率	47%	-13%	13%	14%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1583)</b>	<b>(712)</b>	<b>(354)</b>	<b>(517)</b>	<b>(484)</b>
资产负债率	42%	38%	35%	35%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>1086</b>	<b>(1595)</b>	<b>1281</b>	<b>453</b>	<b>219</b>
股息率	1.2%	2.0%	1.9%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	2272	3358	1763	3044	3497
P/E	8.9	13.4	11.9	10.4	9.6	货币资金的期末余额	3358	1763	3044	3497	3716
P/B	1.9	2.2	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	0	(1022)	1617	934	660
EV/EBITDA	7.5	10.9	10.6	9.5	8.8	权益自由现金流	0	(769)	1695	924	731

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032