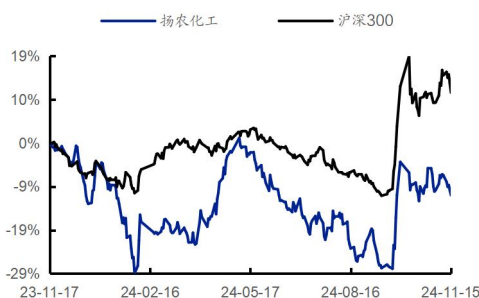


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 杨丽蓉 S0350524090008
 yanglr@ghzq.com.cn

Q3 盈利同比增长, 看好葫芦岛项目放量

——扬农化工 (600486) 公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
扬农化工	-1.3%	13.8%	-13.3%
沪深 300	2.9%	18.8%	10.0%

市场数据

市场数据	2024/11/15
当前价格 (元)	57.26
52 周价格区间 (元)	44.00-70.89
总市值 (百万)	23,286.89
流通市值 (百万)	23,068.25
总股本 (万股)	40,668.69
流通股本 (万股)	40,286.86
日均成交额 (百万)	98.83
近一月换手 (%)	0.71

相关报告

- 《扬农化工 (600486) 2024 年中报点评: 经营受农药周期影响, 葫芦岛一期一阶段试生产 (买入) *农化制品*李永磊, 董伯骏》——2024-09-01
- 《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

投资要点:

■ Q3 归母净利润同比增长, 周期底部经营彰显韧性

2024Q3 公司实现营业收入 23.17 亿元, 同比+5.0%, 环比-8.2%; 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比+10.9%, 环比-21.3%; 实现扣非归母净利润 2.49 亿元, 同比+12.0%, 环比-20.0%; 销售毛利率 23.5%, 同比下降 0.4 个 pct, 环比下降 0.57 个 pct; 销售净利率 11.3%, 同比上升 0.59 个 pct, 环比下降 1.91 个 pct。经营活动现金流净额 4.73 亿元。

2024Q3 归母净利润 2.63 亿元, 同比增加 0.26 亿元, 环比减少 0.71 亿元。其中, 2024Q3 毛利润同比增加 0.17 亿元, 环比减少 0.63 亿元。分板块来看, 2024Q3 公司原药板块实现营收 14.97 亿元, 同比+4%, 环比-6%; 销量 2.61 万吨, 同比+12%, 环比+4%; 单价 5.74 万元/吨, 同比-7%, 环比-10%。制剂板块实现营收 1.84 亿元, 同比-5%, 环比-46%; 销量 0.62 万吨, 同比+29%, 环比-53%; 单价 2.96 万元/吨, 同比-26%, 环比+13%。此外, 2024Q3 公司管理费用同比+0.15 亿元, 环比+0.11 亿元; 研发费用同比+0.01 亿元, 环比-0.12 亿元; 财务费用同比-0.02 亿元, 环比+0.18 亿元; 其他收益同比+0.09 亿元, 环比-0.05 亿元; 信用减值损失同比基本持平, 环比减少 0.17 亿元; 所得税同比减少 0.14 亿元, 环比减少 0.21 亿元。

■ 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 2024 年 11 月 3 日, 杀虫剂功夫菊酯、联苯菊酯的价格分别为 10.7、12.9 万元/吨, 均处于 2015 年 9 月 27 日以来的历史低位, 其中功夫菊酯价格环比上周 10 月 27 日上涨 0.2 万元/吨, 联苯菊酯环比上周持平; 除草剂方面, 草甘膦、硝磺草酮、麦草畏的价格分别为 2.48、8.6、5.8 万元/吨, 其中, 草甘膦价格环比上周 10 月 27 日下跌 0.02 万元/吨, 硝磺草酮价格处于 2016 年 1 月 10 日以来的历史低位, 麦草畏价格处于 2017 年 9 月 24 日以来的历史低位; 杀菌剂方面, 苯醚甲环唑、丙环唑、吡唑醚菌酯的价格分别为 9.6、7.6、16.0 万元/吨, 均处于 2016 年 3 月 27 日以来的历史低位, 氟啶胺价格为 15.2 万元/吨, 氟啶胺价格处于 2017 年 9 月 10 日以来的历史低位。

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

■ 葫芦岛一期项目建设顺利，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 15650 吨农药原药和 7000 吨农药中间体，一期项目分两个阶段建设完成。截至 2024 年 10 月 17 日，一期一阶段的 5 栋工艺主厂房已经全部建成，多效唑、菊酯、环己二酮已相继开展试生产工作；二阶段总体建设进度已完成 50%，预计 2025 年上半年将进入试生产阶段。项目完全建成后，有利于公司农药生产力实现南北均衡布局。

■ **盈利预测和投资评级** 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 12.69、16.82、19.69 亿元，对应 PE 18、14、12 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	1269	1682	1969
增长率(%)	-13	-19	33	17
摊薄每股收益（元）	3.85	3.12	4.14	4.84
ROE(%)	16	12	15	16
P/E	16.32	18.35	13.84	11.82
P/B	2.65	2.19	2.05	1.88
P/S	2.23	2.04	1.70	1.47
EV/EBITDA	9.52	10.15	7.89	6.70

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

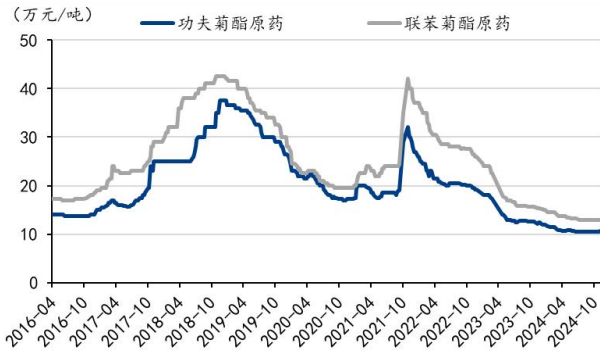
表 1：扬农化工分板块经营数据

业务板块		2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
原药	销量 (吨)	87383	96494	27958	23722	23353	21461	24968	25023	26080	
	单价 (万元/吨)	10.86	7.65	10.28	6.92	6.16	6.67	6.91	6.39	5.74	
	营收 (亿元)	94.90	73.84	28.73	16.42	14.38	14.31	17.24	15.99	14.97	
	毛利 (亿元)	29.92	22.27								
	毛利率	31.53%	30.16%								
制剂	销量 (吨)	34900	35723	19030	9530	4829	2334	14977	13095	6210	
	单价 (万元/吨)	4.86	4.69	5.22	3.60	4.00	6.26	5.75	2.61	2.96	
	营收 (亿元)	16.96	16.76	9.94	3.43	1.93	1.46	8.61	3.42	1.84	
	毛利 (亿元)	7.98	4.59								
	毛利率	47.06%	27.39%								
营业收入 (亿元)		158.11	114.78	45.00	25.67	22.07	22.04	31.76	25.23	23.17	
毛利润 (亿元)		40.60	29.39	12.37	6.60	5.28	5.14	7.73	6.08	5.45	
毛利率		25.68%	25.60%	27.49%	25.70%	23.92%	23.33%	24.34%	24.09%	23.51%	
归母净利润 (亿元)		17.94	15.65	7.54	3.70	2.37	2.04	4.29	3.34	2.63	

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

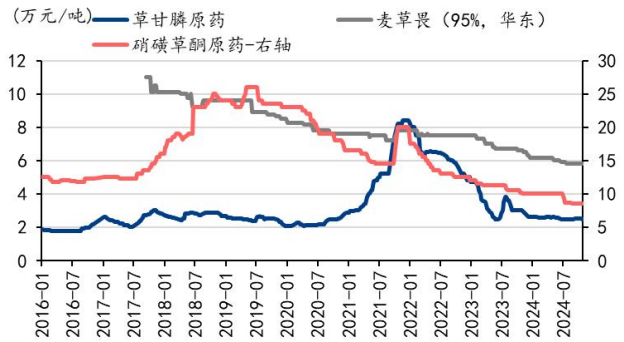
2、主要产品价格情况

图 1：主要杀虫剂价格情况



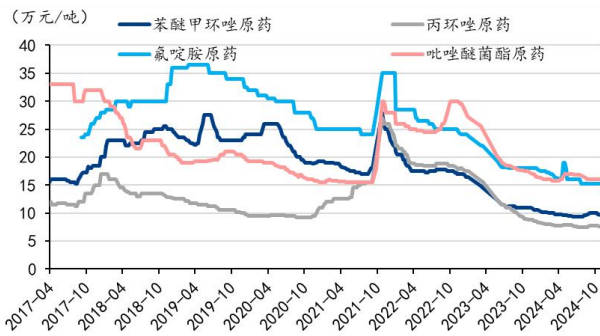
资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

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、盈利预测和投资评级

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 12.69、16.82、19.69 亿元，对应 PE 18、14、12 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。

4、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。

附表：扬农化工盈利预测表

证券代码:	600486				股价:	57.26		投资评级:	买入		日期:	2024/11/15	
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%	15%	16%	EPS	3.87	3.12	4.14	4.84				
毛利率	26%	23%	24%	25%	BVPS	23.80	26.15	27.98	30.53				
期间费率	6%	7%	6%	7%	估值								
销售净利率	14%	11%	12%	12%	P/E	16.32	18.35	13.84	11.82				
成长能力					P/B	2.65	2.19	2.05	1.88				
收入增长率	-27%	-1%	20%	15%	P/S	2.23	2.04	1.70	1.47				
利润增长率	-13%	-19%	33%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.75	0.69	0.77	0.84	营业收入	11478	11397	13696	15806				
应收账款周转率	5.03	5.16	5.32	5.38	营业成本	8539	8763	10384	11930				
存货周转率	4.65	6.30	8.64	9.40	营业税金及附加	47	48	55	63				
偿债能力					销售费用	230	256	301	348				
资产负债率	38%	38%	37%	37%	管理费用	517	570	630	727				
流动比	1.58	1.25	1.29	1.42	财务费用	-58	-40	-47	-41				
速动比	0.89	0.90	0.94	1.07	其他费用/(-收入)	418	399	452	522				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1869	1480	1987	2325				
现金及现金等价物	1763	1969	2260	2801	营业外净收支	-3	-3	-6	-6				
应收款项	2548	3124	3282	3949	利润总额	1866	1477	1981	2319				
存货净额	1590	1193	1211	1326	所得税费用	300	207	297	348				
其他流动资产	3175	1587	1663	1710	净利润	1566	1270	1684	1971				
流动资产合计	9075	7873	8416	9786	少数股东损益	1	1	2	2				
固定资产	4106	4143	4449	4457	归属于母公司净利润	1565	1269	1682	1969				
在建工程	1294	1766	1866	1899	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	1228	3407	3445	3470	经营活动现金流	2395	3929	2538	2482				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1565	1269	1682	1969				
资产总计	15703	17190	18176	19612	少数股东损益	1	1	2	2				
短期借款	361	411	421	431	折旧摊销	755	727	816	882				
应付款项	3708	4138	4211	4407	公允价值变动	-3	0	0	0				
合同负债	268	182	192	221	营运资金变动	119	1885	-42	-463				
其他流动负债	1408	1543	1684	1839	投资活动现金流	-3545	-3388	-1254	-951				
流动负债合计	5744	6274	6508	6899	资本支出	-1509	-1231	-1254	-951				
长期借款及应付债券	3	0	5	7	长期投资	-2042	-1	-1	-1				
其他长期负债	278	275	277	279	其他	6	-2156	1	1				
长期负债合计	281	275	282	286	筹资活动现金流	-495	-332	-559	-689				
负债合计	6026	6548	6789	7184	债务融资	-200	41	17	15				
股本	406	407	407	407	权益融资	141	47	0	0				
股东权益	9677	10642	11387	12428	其它	-435	-420	-576	-704				
负债和股东权益总计	15703	17190	18176	19612	现金净增加额	-1633	206	725	842				

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。

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，化工行业分析师，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，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

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。

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。

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。

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。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，杨丽蓉，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。