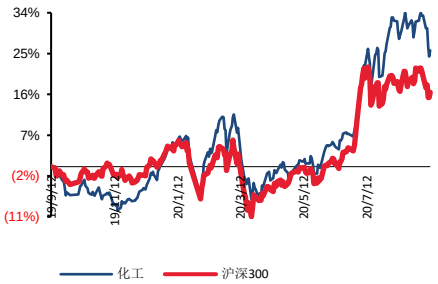
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-12
行业点评报告
看好/维持
化工

材料 材料 II

以量补价稳增长，龙头引领新一轮产能扩张内生增长

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《具有独特优势的农药细分行业龙头，多个新项目促成长》--2020/09/11

《【太平洋化工】钛白粉行业中报总结：钛白粉行业触底回升，维持重点推荐龙蟒佰利和中核钛白》--2020/09/10

《【太平洋化工深度】龙蟒佰利：三维度对比思考，优质赛道上的加速赶超者》--2020/09/06

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：贺顺利

电话：15117964218

E-MAIL：hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码：

前言：农药属于化工三条投资主线之一内需和刚需的重要投资方向。2020 年 5 月 4 日，我们发布了《【太平洋化工】农药行业 19 年报及 20 年一季报总结：供给收缩红利递减，平台式龙头有望加速成长》，其中重点推荐了**扬农化工（+19.7%）、利民股份（+10%）、利尔化学（+44.9%）、中旗股份（+46.3%），近期虽有所调整，依然取得不错的涨幅。**2020 年 H1 农药行业海内外上市公司相继披露中报，我们发现全球农化需求弱复苏，国内农药产品价量触底企稳，盈利稳增长；由龙头公司引领，农药行业进入了新一轮产能快速扩张期，市场及盈利继续向龙头集中。**维持重点推荐扬农化工、利民股份、利尔化学、中旗股份，新增广信股份。**

主要观点：

1. 海外供给收缩叠加以量补价，农药板块稳增长

A 股上市的农药公司共 23 家，我们以 22 家国内农药公司财务数据为分析样本（安道麦作为全球农药制剂公司另行分析），2020 年上半年，国内农药板块总营收为 375.79 亿元，同比+19%；归母净利润为 38.54 亿元，同比+11%。**2020 年第二季度，国内农药板块总营收为 209.74 亿元，同比+29%、环比+26%；归母净利润为 22.84 亿元，同比+33%、环比+45.5%，有力拉动农化板块上半年表现。**其中扬农化工第二季度归母净利润为 3.81 亿元，占比 17%。中国农药企业在应对全球经济衰退、新冠疫情爆发蔓延、中美贸易摩擦升级、主要产品价格下滑等多重困难的叠加挑战下，利润实现增长主要来源于：第一，海外疫情爆发导致产能收缩，我国农化企业及早恢复产能抢占市场份额；第二，拉美及非洲业务增长强劲，国内公司积极开拓海外市场；第三，各个企业依托多产快销、降本增效。**新一轮产能扩张正在进行。**2020 年二季度末，国内农药板块固定资产合计 264.56 亿元，同比+3.36%；在建工程合计 85.86 亿元，同比+47%、环比+4.2%。相比 2019 年末，2020 年上半年在建工程增加额达 14.14 亿元，主要由扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份、利民股份贡献。统计行业的 40 个项目跟踪情况，**我们发现企业的资本支出意愿开始加强，市场及盈利继续向龙头集中。**

2．产品价格筑底企稳，国内新增登记大幅增长

我国农药产量快速下滑阶段预计已基本结束，优势龙头企业市占率随着兼并重组及产能扩建快速提升。根据国家统计局数据，2020年上半年农药原药供给趋于稳定，6月累计产量达107.5万吨，同比+1.3%。

农药产品价格在2018年二季度达到顶点后逐步回落，大部分产品价格已经回落至2016年水平。重点品种当前价格草甘膦为2.18万元/吨、草铵膦为15万元/吨、麦草畏为7.8万元/吨，联苯菊酯为20万元/吨，阿维菌素为67万元/吨，**产品价格已呈现跌幅收窄、底部企稳，随着边际需求改善有望实现触底反弹。**

根据世界农化网统计数据：2020年上半年国内新增农药登记474项，其中大田用药445项，卫生用药29项。登记总量同比2019年增加378%。继2019年农药登记数量急剧下滑之后，2020年上半年农药登记数量明显回升。

3．全球农化需求弱复苏，拉丁美洲增速显著

海外跨国巨头的整合已经初步结束，营业收入变化回归到内生增长，整体呈现弱复苏。二季度开始新冠疫情影响减弱，全球大部分地区天气处于相对有利情况，农化需求呈现强劲的增长态势。2020年上半年不同地区的销售情况看，拉丁美洲与亚太地区显著增长，北美地区实现修复式增长，欧洲地区因经销商提前补库需求部分前置至一季度，二季度略有下滑。从产品结构上看巴西地区的玉米、甘蔗、大豆种植面积增长有利拉动了农化需求。

拜耳作物科学事业部上半年实现营收901亿元，同比增长4.6%，主要得益于北美地区天气好转以及亚太地区的业务扩张，但集团特殊项目费用支出（涉及孟山都诉讼等条款）高达131.5亿欧元，导致营利亏损634亿元。巴斯夫农业解决方案事业部上半年实现营收355亿元，同比增长4.1%，亚太地区业务价量齐涨，低固定成本助推利润提升。科迪华上半年实现营收644亿元，同比增长5.9%；毛利285亿元，同比增长13.5%；净利润93亿元，同比增长31.2%。下半年将持续推行优势产品组合，加大高需求产品渗透率。FMC上半年实现营收169.1亿元，毛利76.2亿元，净利润27.5亿元，同比增长3.9%，2.6%，3.8%。阿根廷和巴西的强劲增长亮眼，甘蔗和大豆等作物销量促进杀虫剂和除草剂的需求。先正达上半年实现营收499.2亿元，毛利224.2亿元，净利润60.1亿元，同比增长8.7%，5.0%，11.0%。2020年6月18日全球农化新领军先正达集团正式成立，**千亿级先正达集团将改变世界农化巨头竞争格局。**

4. 投资建议

维持重点推荐：扬农化工、利民股份、利尔化学、中旗股份、广信股份。

农药行业属于内需和刚需的重要投资方向。尽管 2019 年以来，农药价格指数持续下滑，主要是除草剂同比下滑，短期还面临三季度普遍淡季，业绩不佳的担忧，但考虑行业估值低位，环保、技术、园区、登记壁垒高，产业升级，集中度提高，供给侧逻辑较强，叠加需求刚性，后续农药价格有望修复，重点推荐行业龙头公司。

扬农化工：从原药龙头走向制剂上下游一体化，打造中国本土农药企业标杆。麦草畏、菊酯双龙头，市占率全球第一(57%和 34%)，优嘉三期投产在即，四期项目注入新动能，Q2 在建工程 15.16 亿元。公司研发实力雄厚，内外整合，背靠先正达，扩大协同效应，做大做强，维持“买入”。

利民股份：杀菌剂隐形冠军，代森锰锌全球第二，百菌清全球第一，并购威远实现跨越发展，在建多个项目，Q2 在建工程 2.96 亿元，受益主产品景气周期，业绩高增长，维持“买入”。

中旗股份：农药细分领域龙头，环保不利因素逐渐消除、业绩恢复中枢，下游制剂公司整合公司有望实现获得更多转单，安徽新基地有望再造公司，成长空间大，维持“买入”。

利尔化学：草铵膦龙头地位稳固，广安利尔草铵膦并线，价格回暖，业绩逐渐修复，同时一系列在建项目陆续投放，助力成长，Q2 在建工程 16.01 亿元，维持“买入”。

广信股份：拥有光气核心资源，形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大类别十多个品种的产业架构，多菌灵、甲基硫菌灵龙头，在建及储备多个新项目促成长，维持“买入”。

风险提示：宏观经济下滑，原料及产品价格大幅波动，扩产项目进度及盈利不及预期。

重点推荐公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS（元）				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600486.SH	扬农化工	279	89.99	3.77	4.2	4.93	5.65	23.87	21.43	18.25	15.93
002734.SZ	利民股份	55	14.89	0.86	1.22	1.41	1.53	17.31	12.20	10.56	9.73
002258.SZ	利尔化学	113	21.62	0.59	0.98	1.09	1.27	36.64	22.06	19.83	17.02
300575.SZ	中旗股份	60	43.55	1.08	1.99	2.42	3.06	40.32	21.88	18.00	14.23
603599.SH	广信股份	82	17.58	1.0882	1.13	1.32	1.58	16.16	15.62	13.29	11.13

资料来源：WIND，太平洋证券研究院；备注：市值及股价基础为 2020 年 9 月 11 日

目录

一、海外供给收缩叠加以量补价，农药板块稳增长 6
二、产品价格筑底企稳，国内新增登记大幅增长 10
三、全球农化需求弱复苏，拉丁美洲增速显著 13
四、投资建议 18

图表目录

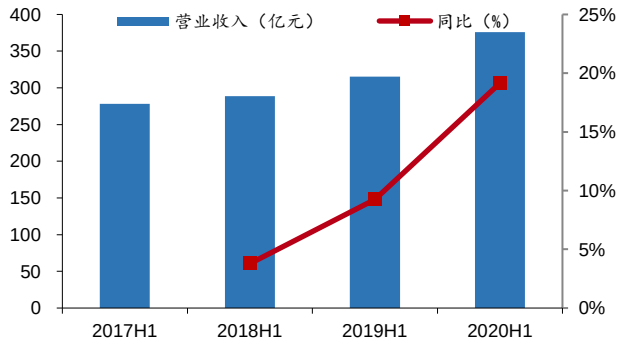
图表 1：农药板块半年度营业收入 6
图表 2：农药板块半年度归母净利润 6
图表 3：农药板块季度营业收入 7
图表 4：农药板块季度归母净利润 7
图表 5：农药板块固定资产变化 7
图表 6：农药板块在建工程变化 7
图表 7：新建项目跟踪 8
图表 8：化学农药原药产量 10
图表 9：农药出口量 10
图表 10：农药 PPI 价格变动 11
图表 11：草甘膦产品价格变动 11
图表 12：草铵膦产品价格变动 11
图表 13：麦草畏产品价格变动 11
图表 14：联苯菊酯产品价格变动 11
图表 15：阿维菌素产品价格变动 11
图表 16：拜耳营收变化（作物科学事业部） 13
图表 17：拜耳营业利润变化（作物科学事业部） 13
图表 18：巴斯夫营业收入（农业解决方案事业部） 14
图表 19：巴斯夫营业利润（农业解决方案事业部） 14
图表 20：科迪华营业收入变化 15
图表 21：科迪华净利润变化 15
图表 22：FMC 营业收入变化 16
图表 23：FMC 营业利润变化 16
图表 24：先正达营业收入变化 17
图表 25：先正达净利润变化 17
图表 26：推荐公司产能统计 18

一、海外供给收缩叠加以量补价，农药板块稳增长

A股上市的农药公司共23家，其中农药制剂包括安道麦、诺普信、海利尔、国光股份，农药原药包括扬农化工、利尔化学、江山股份、中旗股份、百傲化学、联化科技、湖南海利、利民股份、长青股份、新农股份、苏利股份、先达股份、红太阳、广信股份、蓝丰生化、辉丰股份、雅本化学、丰山集团，以及农药流通企业中农立华。本文财务信息统计主要以国内农药公司为对象，安道麦作为全球农药制剂公司另行分析。

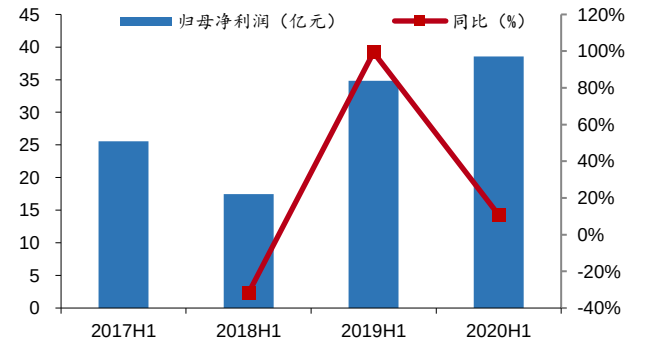
2020年上半年，国内农药板块总营收为375.79亿元，同比+19%；归母净利润为38.54亿元，同比+11%。其中扬农化工上半年净利润为8.27亿元，占比21%。**在全球经济衰退、新冠疫情蔓延、中美贸易摩擦升级等多重困难的叠加挑战下，以扬农化工为代表的优质龙头企业、借助国内两化合并规模优势积极推进复工复产，国际农药市场持续深化与跨国公司的战略合作，继续深挖重点品种潜力，加大销量，以量补价。**

图表1：农药板块半年度营业收入



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表2：农药板块半年度归母净利润



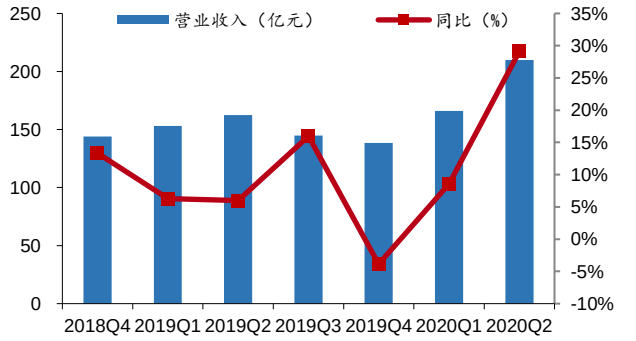
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2020年第二季度，国内农药板块总营收为209.74亿元，同比+29%、环比+26%；归母净利润为22.84亿元，同比+33%、环比+45.5%。其中扬农化工第二季度归母净利润为3.81亿元，占比17%。净利润增长动力主要来源于：第一，海外疫情爆发导致产能收缩，我国农化企业及早恢复产能抢占市场份额；第二，拉美及非洲业务增长强劲，国内公司积极开拓海外市场；第三，各个企业依托多产快销、降本增效，实现利润稳定增长。

另外关注到在企业实现利润保持平稳增长时，各个公司围绕创制原药、仿制原药和制剂新品开发等方面持续加快自主创新步伐。**扬农化工在制剂的环评报告中扩大了四氯虫酰胺、乙唑螨腈等制剂产能。**先达股份中报表明三个创制新除草剂化合物“喹草酮”“吡唑喹草酯”“苯丙草酮”正在进行产品登记过程中，未来会逐步进入市场，

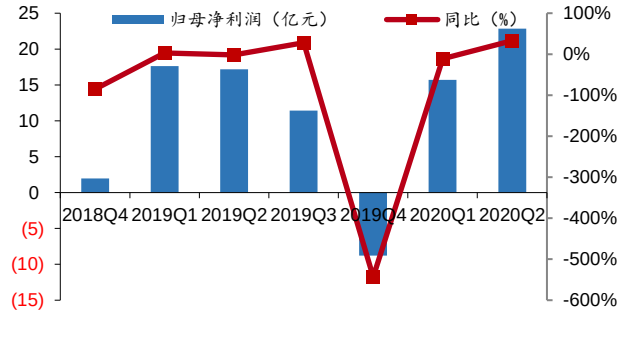
成为先达新的业绩增长点，也促使先达从生产型企业向创新型企业转变。**中旗股份在安徽基地二期项目中将建设公司自主研发的新农药品种精噁唑甘草胺，可以很好的应对抗性杂草。**对抗性青稗、毛马唐、千金子及大龄杂草都有很好的生物活性，并且对水稻有很好的安全性，一旦投放市场会立即引起客户高度关注，加之在水稻上的独特防效且相对安全，预计会迅速达到千吨级的用量。

图表3：农药板块季度营业收入



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

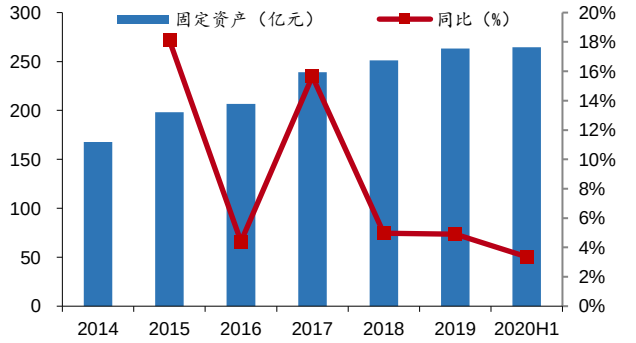
图表4：农药板块季度归母净利润



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

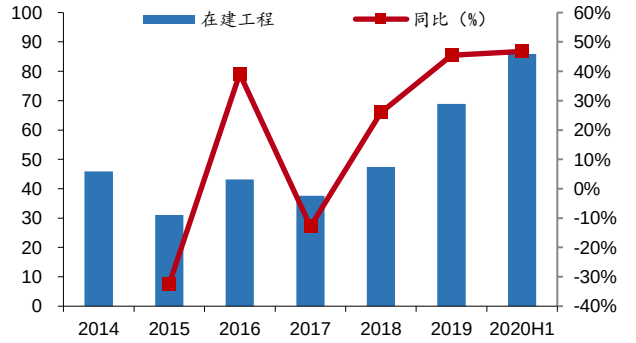
2020年二季度末，国内农药板块固定资产合计264.56亿元，同比+3.36%；在建工程合计85.86亿元，同比+47%、环比+4.2%。**相比2019年末，2020年上半年在建工程增加额达14.14亿元，主要由扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份、利民股份贡献，反映了行业龙头锐意进取、持续进行资本支出，以实现规模与市占率不断提升。**

图表5：农药板块固定资产变化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表6：农药板块在建工程变化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

我们整理了世界农化网上第二季度以来披露的新建项目跟踪情况，总计40个（不完全统计），发现农药行业相比于其他板块来说，上市公司与非上市公司均有持续的产能扩建项目，企业新增资本开支意愿较强。值得关注的是内蒙古有多个项目在建，未来也有望承接江苏地区转移。

图表7：新建项目跟踪

日期	公司	项目	产品	进度
4月2日	内蒙古新威远（利民）	年产500吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐建设项目		开工建设
4月10日	万容作物	年产6万吨农药配制品项目	10%西草净（15000t/a ）、30%特丁津（15000t/a）、16% 2,4滴异辛酯悬浮剂（15000t/a）、10%异丙甲草胺（2500t/a）、 10% 2,4滴异辛酯悬乳剂（2500t/a）、100g/L氟磺胺草醚（2500t/a）、5%高效氯氟菊酯（2500t/a）、10%噻虫嗪（2500t/a）、20%灭草松微乳剂（2400t/a）、20%灭草松可溶液剂（100t/a）	开工建设
4月29日	内蒙古新农基	绿色高效除草剂系列原药项目	500吨烟嘧磺隆原药、350吨磺酰胺（中间体）、50吨甲基咪草烟；二期建设年产500吨咪草烟、200吨甲氧咪草烟、500吨烟嘧磺隆原药、350吨磺酰胺（中间体）	开工建设
5月2日	内蒙古德瑞	年产10000吨噻虫嗪、20000吨2-氯-5-氯甲基噻唑、3000吨噻虫胺原药项目	10000吨噻虫嗪、20000吨2-氯-5-氯甲基噻唑、3000吨噻虫胺原药	推进建设中
5月8日	内蒙古科硕	农药中间体项目	4,6-二甲氧基-2-甲磺酰基嘧啶生产线、800t/年 N-(4-氟苯基)-2-羟基-N-异丙基乙酰胺生产线和1000t/年 2-甲磺酰基-5-(三氟甲基)-1,3,4-噻二唑	一期建成
5月9日	济南绿霸	年产30000吨盐酸（硫酸）羟胺、3000吨三氯吡氧乙酸酯、300吨莎稗磷精细化学品（创新成果转化）项目	30000吨盐酸（硫酸）羟胺、3000吨三氯吡氧乙酸酯、300吨莎稗磷精细化学品	二次环评公示
5月22日	泰禾化工	10000t/a 2,4-D异辛酯生产装置、20000t/a 2,4-D二甲胺盐水剂生产装置项目	10000t/a 2,4-D异辛酯生产装置、20000t/a 2,4-D二甲胺盐水剂	环评公示
5月22日	利民化学	新型农药生产装置及配套设施建设项目	年产5000吨溴氰虫酰胺、5000吨氯虫苯甲酰胺、1000吨噻菌灵、1000吨烟嘧磺隆、30000吨L-草铵膦的生产能力	环评公示
5月30日	江苏辉丰	年产1000吨二噻农原药项目（一期）、年产500吨甲羧除草醚项目		复产批复
5月30日	利民化学	新型绿色生物产品制造项目	500T 多杀菌素、500T 泰乐菌素、500T 截短侧耳素	环评批复
6月1日	江苏瑞邦	年产1350吨乙氧磺隆等农药及1209吨副产品生产项目	乙氧磺隆、炔苯酰草胺、唑嘧磺草胺、酰嘧磺隆、甲磺隆、噻吩磺隆、利谷隆、氯嘧磺隆、噻苯隆、氟唑磺隆、啶嘧磺隆、五嘧磺隆、唑草酮、双草醚、嗪草酮、甲磺草胺	环评公示
6月3日	禾本科技	年产2500吨甲霜灵等原药及4500吨中间体建设项目	农药原药13种，包括①杀菌剂：甲霜灵、精甲霜灵、三苯基乙酸锡、三苯基氢氧化锡、三环唑、吡唑醚菌酯；②除草剂：异恶草酮、二甲戊乐灵、乙氧氟草醚、氟磺胺草醚、精喹禾灵；③杀虫剂/杀螨剂：克螨特、噻螨酮及中间体2种：对氯基酚和1,2-戊二醇。	动工建设
6月4日	新安化工	草甘膦生产节能减排项目	草甘膦33%铵盐水剂产能由现有的12000t/a提升至20000t/a，将异丙胺盐制剂产能由现有的11000t/a提升至 20000t/a，新增产能为5000t/a的75.7%草甘膦可溶颗粒剂生产装置	环评公示
6月10日	济南绿霸	50000吨/年复配农药生产项目	16300t/a的 杀虫剂和33700t/a的除草剂	环评公示
6月12日	兰州鑫隆泰	年产2000吨吡蚜酮和副产品项目		投产
6月19日	湖南海利	年产4000吨/年甲萘威、5000吨/年甲基硫菌灵等系列产品建设项目	5000吨/年甲基硫菌灵、4000吨/年甲萘威、1000吨/年异丙威、1000吨/年仲丁威、4000吨/年硫双威、500吨/年二甲氨基甲酰氯及19825吨/年副产品盐酸（30%）	环评批复
6月23日	海利尔	第二代烟碱类杀虫剂噻虫嗪原药和噻虫胺原药项目	噻虫嗪原药年产2000吨和噻虫胺原药1000吨	完成工程主体建设
6月24日	扬农化工	年产5000吨植物营养剂、24000吨农药制剂技术改造项目	2350t/a 的5%高效氯氟氰菊酯 、2100t/a 的10%四氯虫酰胺、3000t/a的30%乙唑螨腈、1000t/a的30%噻虫嗪等	环评公示
7月1日	泰禾化工	2000t/a肟菌酯、2000t/a丙硫菌唑原药项目	2000t/a肟菌酯、2000t/a丙硫菌唑原药	环评公示
7月1日	内蒙古兴发	年产5万吨草甘膦原药技术改造项目	草甘膦为44422t/a，纯度95%；副产品甲缩醛为31043t/a，纯度82%，氯甲烷为24005.6t/a，纯度99%，硫酸为1838t/a，纯度90%。	推进建设中
7月7日	内蒙古大中	农药及氟系列精细化学品项目	1.8万吨三氟甲苯系列、2.2万吨苯胺系列、1000吨五氟磺草胺、1000吨炔草酯、1000吨吡氟酰草胺	年底试生产
7月8日	旗云科技	15000 吨医药农药新材料中间体生产项目	新材料中间体 3000 吨；9 种农药中间体 10200 吨；3 种医药中间体 1400 吨	动工建设
7月11日	海利尔	年产4万吨原药（包括甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、苯醚甲环唑等）及中间体项目	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、苯醚甲环唑等	投资项目
7月15日	湖南海利	3000吨/年甲磺草胺生产装置项目	3000 吨/年甲磺草胺	环评公示，建设12个月

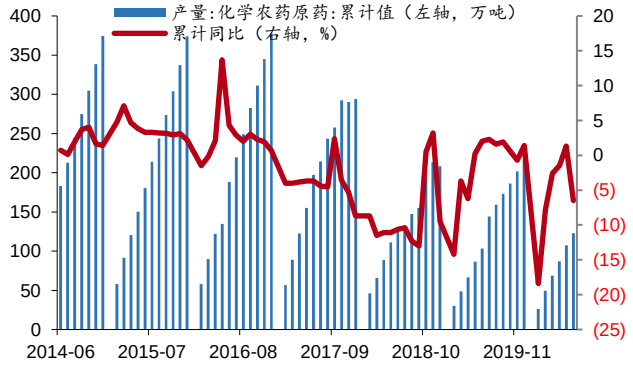
日期	公司	项目	产品	进度
7 月 16 日	中农联合	年产 2000 吨噁二嗪农药中间体项目	2000 吨噁二嗪	环评公示
7 月 21 日	广信农化	年产 3000 吨茚虫威项目	3000 吨茚虫威	环评公示
7 月 21 日	丰山集团	丰山农药及精细化工产品项目		签署投资协议
7 月 21 日	中旗股份	年产 15,500 吨新型农药原药及相关产品项目	一期为氯氟吡氧乙酸异辛酯（3,000 吨/年）、虱螨脲（3,000 吨/年）、螺虫乙酯（1,000 吨/年）、丙炔氟草胺（1,000 吨/年）。二期为苯嘧磺草胺（1,000 吨/年）、苯唑草酮（500 吨/年）、精噁唑甘草胺（1,500 吨/年）、异噁唑草酮（1,000 吨/年）、唑草酮（500 吨/年）、噻虫胺（3,000 吨/年）	发布可行性研究报告
7 月 22 日	广信农化	年产 3000 吨噁草酮、1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮项目(一期、二期)	一期年产 1500 吨噁草酮，二期年产 1500 吨噁草酮，三期年产 1000 吨噁草酮酚、500 吨丙炔噁草酮	环评公示
7 月 28 日	郑氏化工	植物生长调节剂项目	5-硝基愈创木酚钠 100 吨，胺鲜酯 700 吨，萘乙酸钠 60 吨，吲哚丁酸 60 吨，苄胺基嘌呤 30 吨，多效唑 300 吨，增产胺 50 吨	三季度投入试生产
7 月 29 日	宁夏纳达	40000 吨/年农药(杀虫剂)及中间体项目	5000 t/a 马拉硫磷原药、1000 t/a 烟嘧磺隆原药、3000 噻虫嗪原药、5000 t/a 二氯五氟甲基吡啶(中间体)、2000t/a 啶虫脒原药 、1500t/a 螺虫乙酯原药;二期建设原药及中间体:1000 t/a 虫螨腈原药、1000 t/a 茚虫威原药、1000 t/a 氟啶虫酰胺原药、氟霜唑原药、2000 t/a 3-溴-1-(3-氯-2-吡啶基)-1H-吡唑-6-甲酸(中间体)	环评公示
7 月 29 日	宁夏格润	30000 吨/年农药(除草剂)及中间体项目	一期建设农药原药及中间体，主要包括 100t/a 咪草烟、500t/a 甲基咪草烟、500t/a 灭草烟、800t/a 甲氧咪草烟、5000t/a 烯草酮、800t/a 噁草酮;1500t/a PDE(中间体)、1200t/a 2-氨基-2,3-二甲基丁酰胺(中间体)，制剂产品 13 个;二期建设农药原药产品，主要包括 200t/a 啶嘧磺隆、200t/a 苯唑草酮、500t/a 异噁唑草酮、1500t/a 甲磺草胺、300t/a 喹草酸、150t/a 甲基二磺隆	环评公示
8 月 4 日	吉林乐斯	年产 10000 吨农药和农药中间体项目	5000 吨咪鲜胺	完成设计图
8 月 4 日	潍坊润农	5000 吨/年拟除虫菊酯类农药原药项目一期	联苯菊酯 1000t/a、功夫菊酯 1000t/a	竣工
8 月 10 日	雅本化学	建农植保年产 200 吨多效唑原药、5000 吨氯代特戊酰氯项目	200 吨多效唑原药、5000 吨氯代特戊酰氯	复产批复
8 月 13 日	国光股份	年产 3.5 万吨原药及中间体合成生产项目	3.5 万吨原药及中间体	一期项目建设周期 24 个月，于 2021 年 3 月开工建设，2023 年 3 月建成投产；二期项目建设周期 18 个月，于 2023 年 6 月开工建设，2024 年 12 月建成投产。
8 月 14 日	颖泰生物	农药原药产品转型升级及副产精酚综合回收利用项目	形成 4000t/a 硝磺草酮、4000t/a 嘧菌酯、3000t/a 戊唑醇，新增 1000t/a 乙氧氟草醚	预计 2023 投产
8 月 14 日	利民化学	年产 12000 吨三乙膦酸铝原药技改项目	年产 12000 吨三乙膦酸铝原药	环评批复
8 月 14 日	扬农化工	优嘉植保三期项目	10825 吨/年拟除虫菊酯类、50 吨/年噁虫酮、200 吨/年噻苯隆、2000 吨/年丙环唑、200 吨/年氟啶脲、500 吨/年高效盖草能、1000 吨/年苯醚甲环唑农药、20568.6 吨副产品	试生产调试阶段
8 月 15 日	齐鲁制药	总投资 30 亿绿色生物农药一期项目	多杀霉素	竣工

资料来源：世界农化网，太平洋证券研究院整理

二、产品价格筑底企稳，国内新增登记大幅增长

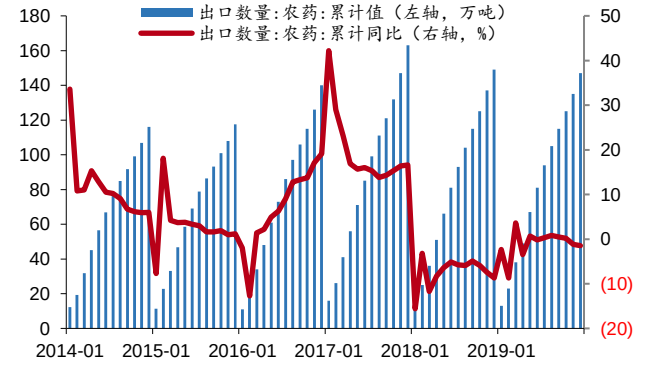
近年来我国农药工业快速发展，已形成了包括科研开发、原药生产、制剂加工、原材料及中间体配套较为完整的农药工业体系。全球农药生产专业分工的不断深化，中国已成为全球农药的主要生产基地和世界主要农药出口国之一。由于环保监管趋严、行业开始淘汰落后产能，我国农药产量开始呈现下降趋势；但规模化农药生产企业得益于行业集中，营业收入、净利润、毛利率、净利率均呈现上升趋势。随着行业竞争的加剧以及环保压力加大，我国农药行业正进入新一轮整合期。**我国农药产量快速下滑阶段预计已基本结束，优势龙头企业市占率随着兼并重组及产能扩建快速提升。**

图表8：化学农药原药产量



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表9：农药出口量



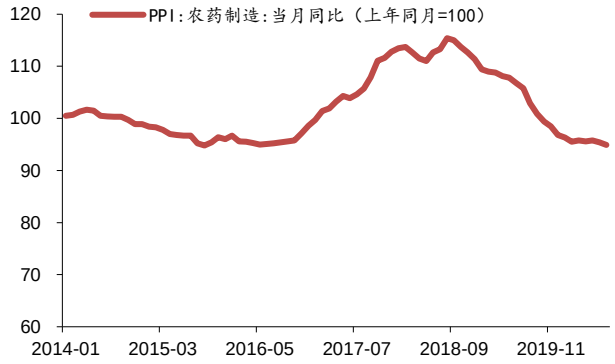
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

根据国家统计局数据，2019年我国化学农药原药产量达到225万吨、同比+1.4%，相比于2014-2016年期间360万吨淘汰落后产能接近120万吨左右。**2020年上半年农药原药供给趋于稳定，截至6月累计产量达107.5万吨，同比+1.3%。**从出口数据看，在2016-2017年期间海外农药巨头原药补库存及产品价格快速上升下，出口量短期提升至163万吨。据草根调研与上市公司经营情况反馈，因中国生产逐步恢复正常、而海外产能开工率不足，国内企业的出口量进一步提升，市占率有望进一步提升。

我们对比中农立华、百川资讯网站上农药产品价格和国家统计局农药制造PPI价格同比看，2019年10月农药产品价格已经全面进入价格下滑的区间，部分产品价格已经回落至16年均价，并在今年上半年筑底企稳。

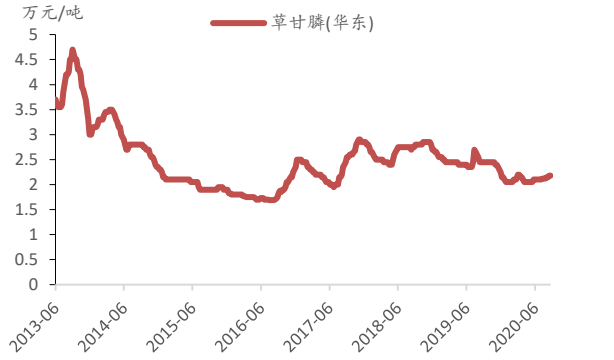
草甘膦当前价格为2.18万元/吨，第二季度期间因洪水影响部分产能开工情况，产品价格进入短期上行通道。未来随着行业集中度继续提升，环保高压，落后产能淘汰，成本支撑，价格有望进一步修复。国内抗草甘膦转基因种子的商业化推广加快，届时需求有望爆发式增长。

图表10：农药PPI价格变动



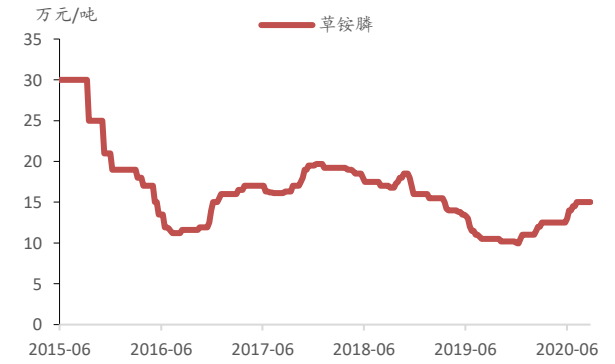
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表11：草甘膦产品价格变动



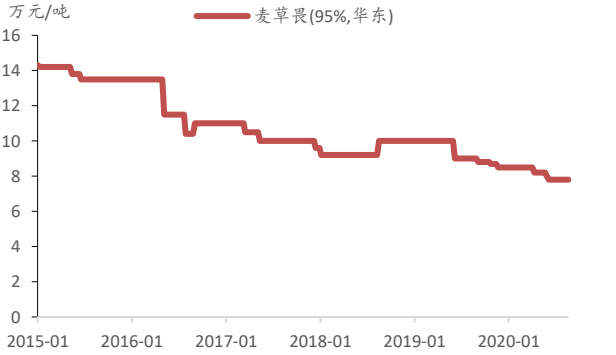
资料来源：Wind，百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表12：草铵膦产品价格变动



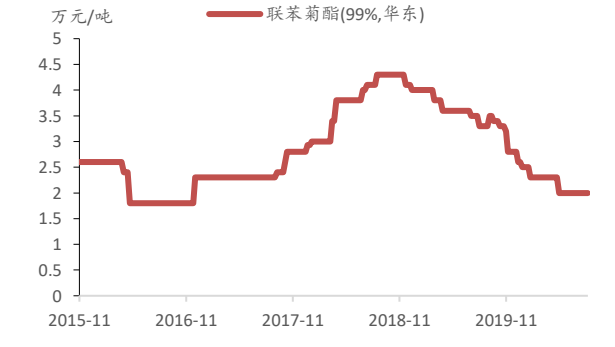
资料来源：Wind，百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表13：麦草畏产品价格变动



资料来源：Wind，百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表14：联苯菊酯产品价格变动



资料来源：Wind，百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表15：阿维菌素产品价格变动



资料来源：Wind，百川资讯，太平洋证券研究院整理

草铵膦当前价格为15万元/吨，2020上半年在企业成本支撑下价格迎来底部修复。据测算，到2020年后，全球至少禁用百草枯2.65万吨，需1.24万吨草铵膦来替代，考

虑下游需求刚性，同时企业成本支撑，未来有望走强。

麦草畏当前价格为7.8万元/吨，行业在建及规划产能较多，未来三年预计全球新增总产能2.8万吨，增加64.07%。中美贸易缓和有望带来进口大豆增长从而麦草畏需求边际改善。

联苯菊酯当前价格为20万元/吨，接近历史价格底部，卫生菊酯长期受益于替代高毒杀虫剂，气候变暖带来的需求量增量，行业中期景气程度高，价格变动趋势有望扭转。

阿维菌素当前价格为67万元/吨，国内供给集中，产品价格相对稳定，新增产能较少，企业能够维持较好的盈利水平。

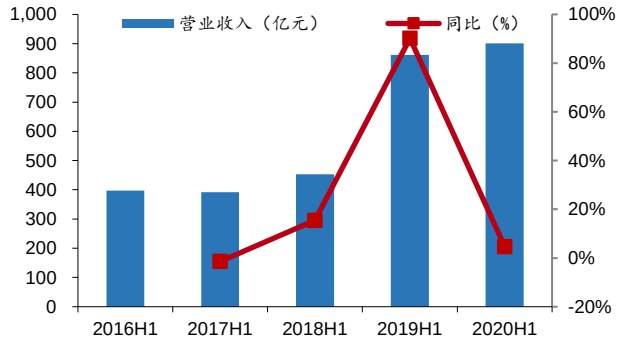
农药登记重启增长，吡唑醚菌酯迎来大规模商业推广。根据世界农化网统计数据：2020年上半年国内新增农药登记474项，其中大田用药445项，卫生用药29项。登记总量同比2019年增加378%。继2019年农药登记数量急剧下滑之后，2020年上半年农药登记数量明显回升，但相比于2017年和2018年仍然有非常大的差距。**获登最多的农药类别为除草剂（172项）、杀菌剂（113项）、杀虫剂（96项）、植物生长调节剂（33项）。**单剂中，噻虫胺（10项）、噻虫嗪（8项）和噁唑酰草胺（8项）为获登最多的农药产品。混剂中获登最多的为氯氟草酯和噁唑酰草胺的复配（9项）、乙螨唑和联苯肼的复配（5项）以及乙羧氟草醚和草铵膦的复配产品（5项）。在205种有效成分中，获得登记数量最多的五种有效成分依次为吡唑醚菌酯（28项）、噻虫胺（24项）、噻虫嗪（24项）和噁唑酰草胺（21项）。农药登记作物有70多种，主要集中在水稻、柑橘树、小麦等。

三、全球农化需求弱复苏，拉丁美洲增速显著

海外跨国巨头的整合已经初步结束，营业收入变化回归到内生增长，整体呈现弱复苏。二季度开始新冠疫情影响减弱，全球大部分地区天气处于相对有利情况，农化需求呈现强劲的增长态势。**2020年上半年不同地区的销售情况看，拉丁美洲与亚太地区显著增长，北美地区实现修复式增长，欧洲地区因经销商提前补库需求部分前置至一季度，二季度略有下滑。从产品结构上看巴西地区的玉米、甘蔗、大豆种植面积增长有利拉动了农化需求。**

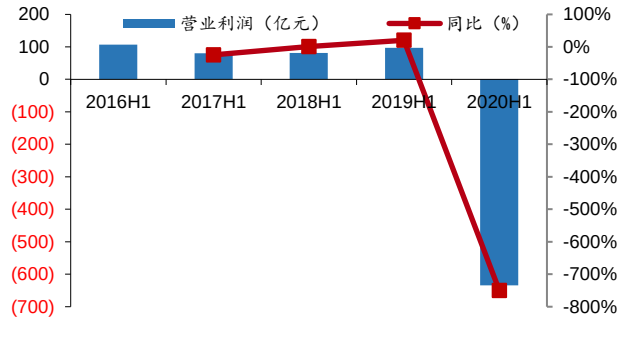
1、拜耳

图表16：拜耳营收变化（作物科学事业部）



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

图表17：拜耳营业利润变化（作物科学事业部）



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

2020年上半年：拜耳农业业务（作物科学事业部）上半年实现营收901亿元，同比增长4.6%；营业利润-634亿元，EBITDA-488亿元。第二季度拜耳农业业务销售额同比增长3.2%（经汇率与资产组合调整）达到48.02亿欧元，主要源于拉美，北美及亚太地区的销售增长，但欧洲、中东和非洲的销售额则大幅下降。二季度EBITDA增长了28.4%，达到13.65亿欧元(2019年第二季度:10.63亿欧元)，随着并购业务的整合和业务量的扩大，加速实现成本协同效应。

（1）除草剂业务（经汇率与资产组合调整后为3.3%）和杀虫剂（经汇率与资产组合调整后为4.5%）呈增长态势，尤其是拉丁美洲和北美的销量大幅增长，得益于产品组合的优势和市场份额的增长，抵消了欧洲、中东和非洲地区销售额由于需求转向前一季度造成的下滑。

（2）杀菌剂（经汇率与资产组合调整后为3.7%）销量有所提高：在拉丁美洲，主要受益于在巴西成功将市场转向了Fox XproTM。在北美，由于加拿大前一个季度的干旱结束转为正常天气实现了产量的增长。而亚太地区尤其在中国，在一季度结束后COVID-19影响减弱业务有所扩张。在欧洲、中东和非洲，由于上一季度需求的转移，

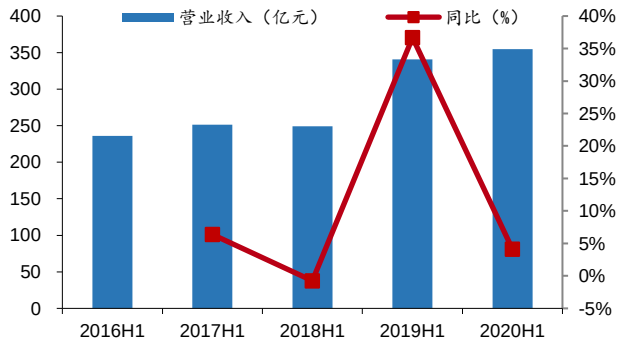
销售额有所下降。

（3）玉米种子和性状业务销售额增加，特别是在巴西的销量大幅增长。北美地区的销量与去年同期持平，受不利天气条件的不利影响，较上年同期面积的恢复弱于预期。大豆种子和性状的销售实现了显著的增长，得益于在拉丁美洲更大的市场渗透率。

2020上半年拜耳集团特殊项目费用为131.5亿欧元（2019年上半年特殊项目费用18.77亿欧元）特殊项目费用主要涉及了与孟山都诉讼协议中的条款以及与Essure TM有关的药品诉讼费用。

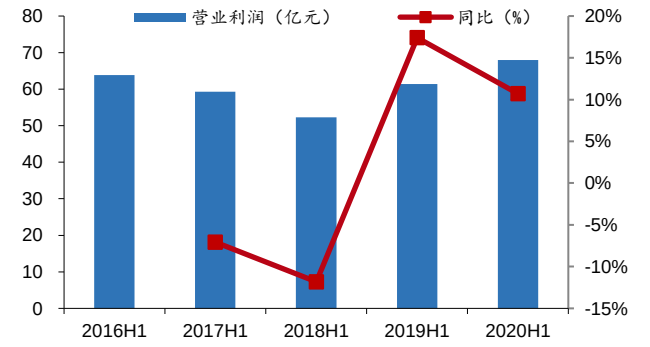
2、巴斯夫

图表18：巴斯夫营业收入（农业解决方案事业部）



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

图表19：巴斯夫营业利润（农业解决方案事业部）



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

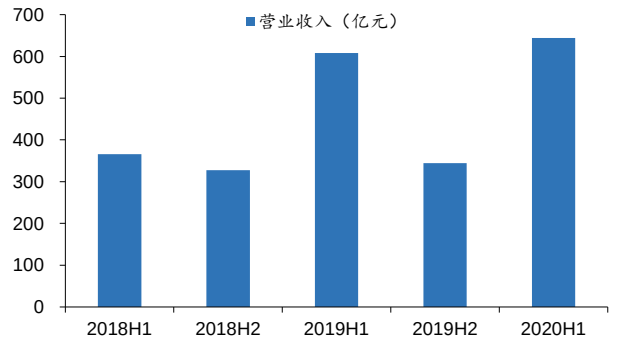
巴斯夫农业业务（农业解决方案事业部）上半年实现营收355亿元，同比增长4.1%；营业利润68亿元，同比增长10.7%；EBITDA为96亿元，同比增长8.9%。种子业务，杀虫剂，杀真菌剂和除草剂分别占收入的27%，9%，28%和36%。

与2019年上半年相比，由于北美和拉丁美洲的产量增加，农业解决方案部门的销售额略有改善。相比之下，在南美、非洲和中东地区销售受到了汇率的负面影响。价格方面基本与去年同期持平。EBIT略有提高，这主要是较高的销售额和较低的固定成本推动的。

2020年Q2与2019年Q2相比，北美的除草剂和杀菌剂的销量增加，但价格相对降低。在亚洲的销售额大幅提高，主要得益于中国、印度和澳大利亚的高销量以及价格的小幅上涨。而在南美、非洲、中东地区的销售额也大幅增长，尤其是在巴西和阿根廷。

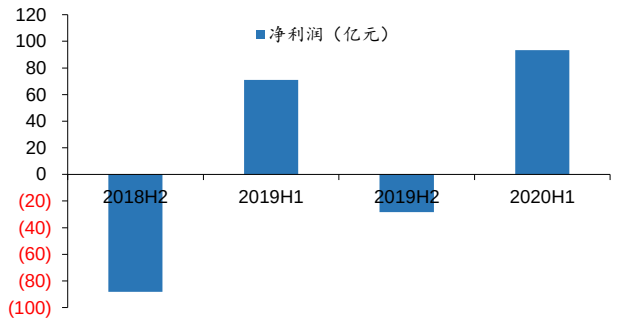
3、科迪华

图表20：科迪华营业收入变化



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

图表21：科迪华净利润变化



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

科迪华上半年实现营收644亿元，同比增长5.9%；毛利285亿元，同比增长13.5%；净利润93亿元，同比增长31.2%。

预计下半年科迪华的有机增长将保持6～7%，主要由于拉丁美洲的市场预计在第三季度与同期比较会有8000万美元的销售有利转变。由于2021年的不确定性，第四季度将会有一个艰难的开端。植物保护产品的销售收入同比增长约1.5亿美元，2020全年有望达到2.5亿美元。

（1）亚太地区：下半年主要推行高需求产品，如Spinosyns杀虫剂和Rinskor除草剂。而由于季风季节的来临，印度种子销售将会有季节性的变化。

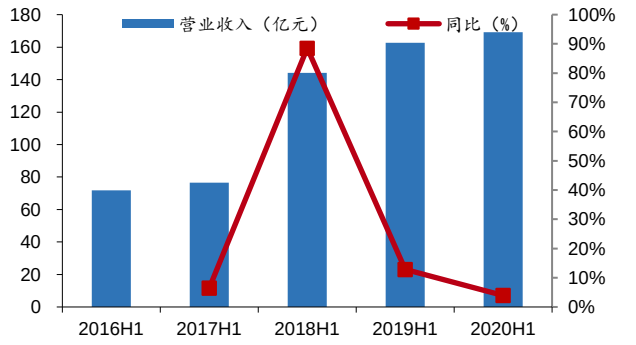
（2）欧洲、中东和非洲地区：下半年继续向欧洲市场渗透新的农作物保护技术，特别是Arylex除草剂和Lsoclast杀虫剂。在南非继续提升市场占有率。

（3）拉美地区：下半年巴西结束了夏季将步入淡季，在淡季中积极推行巴西玉米的优势产品组合。同时对Vessarya杀菌剂进行复工，在渠道中补充库存和实现增长。

（4）北美地区：下半年计划继续扩大Enlist E3大豆技术和Enlist除草剂的规模。第四季度将承接2021年的开端，开始接受订单并且对产品定位为下年做准备。

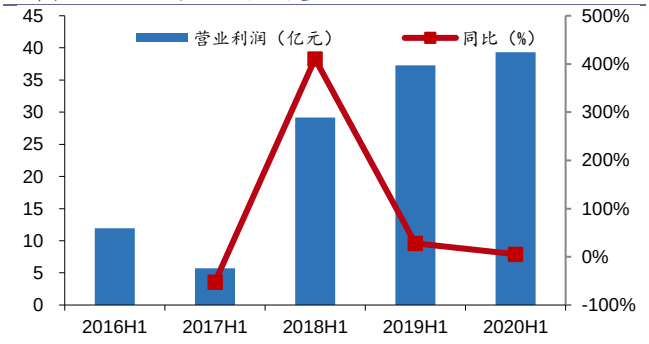
4、FMC

图表22：FMC营业收入变化



z资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

图表23：FMC营业利润变化



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

FMC上半年实现营收169.1亿元，毛利76.2亿元，净利润27.5亿元，同比增长3.9%，2.6%，3.8%。

（1）北美:与去年同期相比，收入下降了大约2%，主要因为持续集中精力减少经销商的萌前除草剂库存。这部分被对Rynaxypyr®防虫剂、杀菌剂和新推出的萌前除草剂Authority® Edge的强劲需求所抵消。由于对抗药性的担忧，Authority®除草剂在加拿大的持续使用推动了两位数的增长。

（2）拉丁美洲:由于阿根廷的强劲增长和巴西的两位数增长，收入同比增长约12%，剔除外汇不利因素后增长约30%。甘蔗和大豆促进了巴西杀虫剂的销量，而甘蔗再植促进了除草剂的增长。在阿根廷大豆和小麦的销售拉动杀虫剂和除草剂的需求。

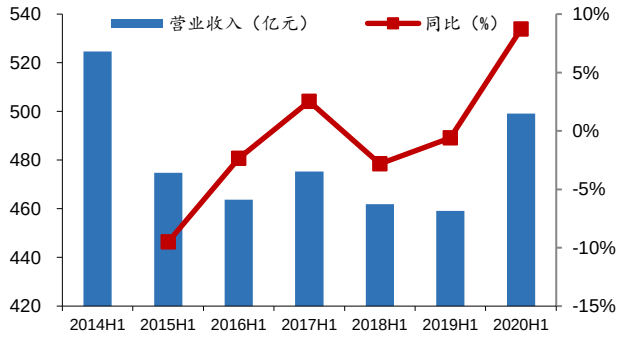
（3）欧洲、中东和非洲地区:收入同比下降约5%，排除外汇不利因素后下降约2%，主要原因是北欧、东欧和乌克兰的炎热、干燥天气，这部分地被特殊作物的杀虫剂增长和新引入的杀菌剂所抵消。

（4）亚太地区:与去年同期相比，收入保持相对平稳，但剔除外汇不利因素后增长了约4%，主要是受印度、澳大利亚和巴基斯坦销量增长以及该地区价格小幅上涨的推动。除草剂以及新推出的Authority® NXT，受印度大豆支撑表现强劲。

2020年展望：2020年的收入将在大约46.8亿美元到48.2亿美元之间，与2019年相比增长了大约3~9%（不考虑外汇的影响）。预计调整后的EBITDA为12.65亿美元至13.25亿美元，相比中枢增长6%。2020年调整后的摊薄每股收益预计在6.28美元至6.62美元之间，较2019年增长6%。

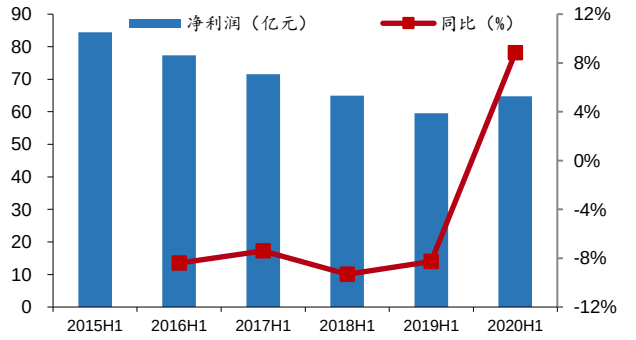
5、先正达

图表24：先正达营业收入变化



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

图表25：先正达净利润变化



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

先正达上半年实现营收499.2亿元，毛利224.2亿元，净利润60.1亿元，同比增长8.7%，5.0%，11.0%。上年研发成本同比减少了1.71亿美元，其他一般和管理成本大幅下降。这包括货币对冲带来的2900万美元收益(2019年损失2500万美元)，以及差旅、会议和活动成本的减少，以及由于COVID-19对人员流动的限制，招聘活动的放缓。

2020年6月18日，先正达集团有限公司宣布，全球农业科技创新新领军企业——先正达集团正式成立。新公司总部设在中国，运营总部设在瑞士，包括四个业务部门:先正达作物保护(Syngenta Crop Protection)，总部设在瑞士巴塞尔;美国芝加哥先正达种子公司;总部位于以色列机场城的阿达玛;先正达集团(中国)，总部位于中国上海。

7月先正达集团启动绿色增长计划第二阶段，新承诺支持农民对抗气候变化，先正达承诺到 2025 年在可持续农业领域投资 20 亿美元，每年推出两项突破性技术，自身业务的碳排放强度降低 50%。8月18日，先正达集团与中国农科院在北京正式签订战略合作框架协议，双方将在长期合作的基础上进一步加强种业研发合作，加强对种业研发人才的培养，促进中国与全球领先的科技及种业创新交流。

四、投资建议

维持重点推荐：扬农化工、利民股份、利尔化学、中旗股份、广信股份。

农药行业属于内需和刚需的重要投资方向。尽管2019年以来，农药价格指数持续下滑，主要是除草剂同比下滑，短期还面临三季度普遍淡季，业绩不佳的担忧，但考虑行业估值低位，环保、技术、园区、登记壁垒高，产业升级，集中度提高，供给侧逻辑较强，叠加需求刚性，后续农药价格有望修复，重点推荐行业龙头公司。

扬农化工：从原药龙头走向制剂上下游一体化，打造中国本土农药企业标杆。麦草畏、菊酯双龙头，市占率全球第一(57%和34%)，优嘉三期投产在即，四期项目注入新动能，Q2在建工程15.16亿元。公司研发实力雄厚，内外整合，背靠先正达，扩大协同效应，做大做强，维持“买入”。

利民股份：杀菌剂隐形冠军，代森锰锌全球第二，百菌清全球第一，并购威远实现跨越发展，在建多个项目，Q2在建工程2.96亿元，受益主产品景气周期，业绩高增长，维持“买入”。

中旗股份：农药细分领域龙头，环保不利因素逐渐消除、业绩恢复中枢，下游制剂公司整合，公司有望实现获得更多转单，安徽新基地有望再造公司，成长空间大，维持“买入”。

利尔化学：草铵膦龙头地位稳固，广安利尔草铵膦并线，价格回暖，业绩逐渐修复，同时一系列在建项目陆续投放，助力成长，Q2在建工程16.01亿元，维持“买入”。

广信股份：拥有光气核心资源，形成杀菌剂、除草剂和精细化工中间体三大类别十多个品种的产业架构，多菌灵、甲基硫菌灵龙头，在建及储备多个新项目促成长，维持“买入”。

图表26：重点推荐公司产能统计

	类别	产品	已有产能/吨	在建产能/吨	备注
扬农化工	除草剂	草甘膦	30000		
		麦草畏	25000		
		噻苯隆		200	优嘉三期
		苯磺隆		300	优嘉三期
		高效氟吡甲禾灵（高效盖草能）		500	优嘉三期
		其他		6000	优嘉四期
	杀虫剂	功夫菊酯	3000	10825+8510	优嘉三期：10825 吨菊酯；优嘉四期：8510 吨菊酯
		联苯菊酯	1500		
		卫生菊酯	2600		
		其他	10000		
		噁虫酮		50	优嘉三期
		氟啶脲		200	优嘉三期

	类别	产品	已有产能/吨	在建产能/吨	备注
	杀菌剂	吡唑醚菌酯	1000		
		氟啶胺	600		优嘉四期：氟啶胺+苯醚甲环唑+丙环唑 6000 吨
		苯醚甲环唑		1000	
		丙环唑		2000	
	植物调节剂	抗倒酯	900		
		避蚊胺	20		
利民股份	除草剂	甲基磺草酮	1000		
		草铵膦	1500		
	杀虫剂	噻虫啉	500		
		噻虫安	100		
		噻唑膦	200		
		除虫脲	500		
		吡蚜酮	500		
		氟铃脲	100		
		甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	300	500	
		双甲脒溶液	500		
		多杀霉素	500		
	杀菌剂	三乙膦酸铝	5000	12000	
		代森锰锌	35000	10000	
		嘧霉胺	1000		
		霜脲氰	2000		
		丙锌森	5000		
		威百亩水剂	20000		
		嘧菌酯	500		
		百菌清	30000		
		石硫合剂	10000		
		苯醚甲环唑		500	
利尔化学	杀虫剂	毒死蜱	3000		
	杀菌剂	异菌脲	400		
		氟环唑		1000	
	除草剂	草甘膦	10000		
		草铵膦	8400	10000	
		炔草酯	500	1000	
		毒莠定	3000		
		毕克草	1800		
		氟草烟	500	3000	
		敌草快		5000	
		丙炔氟草胺	1000		
		绿草定		1000	
中旗股份	除草剂	氯氟吡氧乙酸	1200		
		精噁唑禾草灵	800		
		磺草酮	200		
		炔草酯	700		
		异噁唑草酮	500		
		甲氧咪草烟		500	
		甲咪唑烟酸		500	
	杀虫剂	噻虫胺	1000		
		虱螨脲	400		

	类别	产品	已有产能/吨	在建产能/吨	备注
		氟酰脲		300	
		螺甲螨酯		300	
	中间体	HPPA		400	
		HPPA-ET		600	
广信股份	杀菌剂	多菌灵	18000		
		甲基硫菌灵	6000		
		吡唑醚菌酯		3000	
		噁唑菌酮		1200	
		敌草隆	8000		
		草甘膦	20000		
	除虫剂	茚虫威		3000	
	除草剂	噁草酮		3000	
		噁草酮酚		1000	
		丙炔噁草酮		500	
	调节剂	噻嗪酮		5000	
	精细化工中间体	氨基甲酸甲酯	2000		
		磺酰基异氰酸酯	3000		
	原材料	邻硝基氯化苯		200000	
		邻苯二胺	15000		
		光气	20000		

资料来源：公司公告，公司年报，环评报告，太平洋证券研究院整理

风险提示：宏观经济下滑，原料及产品价格大幅波动，扩产项目进度及盈利不及预期，环保与安全。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。