

海外农药公司研究—UPL 买入（维持评级）

行业深度研究(深度)

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

全球非专利农药龙头，渠道与成本优势凸显

公司简介

公司是全球非专利农药龙头企业，主营业务和产品包括种子、传统作物保护产品、生物制剂、收获后产品储藏技术以及农业数字化服务等。公司经过数十年的发展已经成功实现了全球化布局，截至 2022 年 3 月 31 日，公司已经成为全球第五大农化企业，拥有 1502 项专利，1552 个产品配方，横跨六大洲在 138 个国家开展业务，产品登记数量达到 13464 个。此外，公司在全球共拥有 42 个生产基地，分布在亚洲、欧洲、拉美、北美等多个地区。

核心要点：

经过对于公司发展历程的复盘，我们认为公司作为全球非专利农药龙头企业主要依靠以下发展战略：

1. 依靠收购兼并实现业务规模的扩大与销售渠道的快速布局。根据公司 2019 财年年报，公司在过去的 25 年中成功实现了 40 余次收购，并在收购后较好地实现了业务协同。2019 年成功收购 Arysta LifeScience 对于公司发展而言具有里程碑式的意义，具体主要体现在四个方面：

①进一步完善产品体系，扩展目标作物范围，依托 Arysta 原有基础发展生物制剂产品。

②巩固拉丁美洲等重叠市场优势，开拓东欧、非洲等新兴市场。

③登记证数量短期内实现大幅增长。公司在 2019 年收购 Arysta 以后，产品登记证数量由原先的 6500 个变为 12400 个，实现了短期内的大幅提升。

④市场地位与规模提升明显。2019 财年收购 Arysta 以后，公司营业收入与 EBITDA 同比分别增长 80.6%和 79.5%，业务规模大幅提升。根据世界农化网数据，UPL 和 Arysta 在 2017 年全球农药企业销售排名中分别位列第 9 和第 11 位。而收购完成以后，2019 年公司排名上升至第 6 位，2020-2021 年均位列第五。

2. 依靠全球化的生产基地布局和多元化的原材料供应体系实现低成本制造优势。一方面，公司通过实现 70%以上活性成分的自供，另一方面根据公司 2015 财年年报，公司是全球最大的代森锰锌、磷化铝、氯氟菊酯、久效磷以及敌草胺生产商，可以依靠规模效应降低生产成本。此外，公司的上游原材料中 38%产自印度本土，来自中国和全球其他地区的原材料均占 31%。在低成本生产活性成分的基础上，公司依托于全球布局的生产基地充分靠近终端市场将低成本优势在各个市场充分发挥。从而有效降低生产成本并保证供应链的稳定供应。

3. 大力推进“to C”端渠道建设，持续扩大品牌影响力。公司经过多年的发展，逐步实现了由单纯的植保产品供应商向农业服务提供商的转型，具体措施包括设立 Adarsh Kisan 中心为农民提供咨询服务、Adarsh Farm Services 为农民提供机械化喷洒服务以及设立 Unimart 商店为农民提供集咨询与销售为一体的一站式服务。公司通过推进“to C”端渠道建设可以实现对于终端需求的快速响应并持续扩大自身品牌影响力。

对中国农药企业的启示与建议：

现阶段国内农药企业依托于我国完善的供应链与产能集聚具备明显的成本与产业链优势，并已经出现一批具有国际竞争力的龙头企业，在原药布局、产品种类与产能等方面均占据一定优势。参考 UPL 的发展历程与经营策略，我们认为对于国内农药企业，尤其是具备国际竞争力的龙头企业而言主要有以下三点启示：①加快实施“走出去”的发展战略，积极布局具备高增长特性的市场。②适当采取收购兼并的方式开拓市场并形成自身规模优势。③加强“to C”端渠道建设，提升进一步提升品牌影响力与盈利能力。

风险提示：

国内外政策变化的风险；下游需求不及预期的风险；新产品取代现有产品的风险；原材料价格波动的风险。

内容目录

一、全球化布局持续推进，产品与服务覆盖作物生长全周期.....	4
1.1、全球非专利农药龙头企业，业务规模持续扩张.....	4
1.2、以“开放农业（OpenAg）”为发展战略，推进可持续农业转型.....	4
1.3、经营业绩快速增长，盈利能力相对稳定.....	9
二、以兼并收购为发展主线，持续布局全球销售渠道.....	10
2.1、兼并收购贯穿数十年发展历程，把握非专利药发展关键持续获得突破.....	10
2.2、全球农药市场经历大规模整合，寡头垄断格局持续.....	12
2.3、收购 Arysta 造就“新 UPL”，取长补短进一步完善全球化布局.....	14
2.4、推进“to C”端渠道建设，持续扩大品牌知名度.....	17
三、充分发挥低成本制造优势，加速向差异化产品转型.....	18
四、UPL 发展史对于中国农药企业的启示.....	18
4.1、国内农药企业在全中国范围内已经具备较强竞争力.....	18
4.2、UPL 发展历程对于中国农药企业的借鉴意义.....	19
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司全球化布局.....	4
图表 3：UPL 旗下现有业务品牌与相关子公司.....	5
图表 4：UPL 目前在国内销售主要植保产品与应用.....	5
图表 5：UPL2023 财年生物制剂销售地区主要集中在拉美和欧洲.....	8
图表 6：公司种子业务覆盖多种农作物.....	9
图表 7：FY2011-FY2023 公司营业收入（亿卢比）变化.....	10
图表 8：公司营收结构变化.....	10
图表 9：FY2011-FY2023 公司 EBITDA（亿卢比）变化.....	10
图表 10：FY2011-FY2023 公司 EBITDA 利润率.....	10
图表 11：部分国家农药登记制度.....	11
图表 12：FY2011-FY2022 公司登记证数量变化.....	12
图表 13：2000-2021 年全球农化企业农药销售前十名变化.....	12
图表 14：2003-2017 年第一梯队农药企业营业收入（亿美元）与市场份额变化（%）.....	13

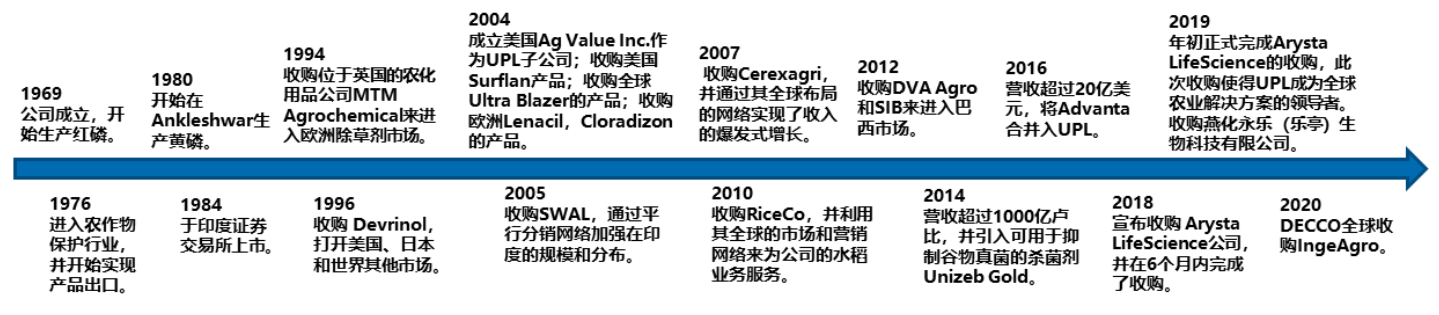
图表 15: 先正达并购史	13
图表 16: 拜耳并购史	13
图表 17: 科迪华并购史	14
图表 18: 巴斯夫并购史	14
图表 19: 2015-2018 年农药行业重大并购事件	14
图表 20: 收购前 UPL 产品结构	15
图表 21: 收购完成后 UPL 产品结构	15
图表 22: UPL 与 Arysta 合并前后对比	15
图表 23: 合并前 UPL 业务地区分布	16
图表 24: 合并前 Arysta 业务地区分布	16
图表 25: FY2017-FY2023 公司分地区营收情况	16
图表 26: 新 UPL 管理层与职务	17
图表 27: 新 UPL 七大业务地区管理层调动与安排	17
图表 28: 2022 财年公司活性成分来源结构	18
图表 29: 2022 财年公司原材料来源结构	18
图表 30: 公司植保业务营收构成预期变化	18
图表 31: 2027 财年公司创新率将达到 24%	18
图表 32: 植保产品产业链	19
图表 33: 1990-2019 年各国农药出口数量全球占比变化	19
图表 34: 2019 年不同国家农药出口金额占全球比例	19
图表 35: 国内植保行业产品市场规模 (亿元)	20
图表 36: 2021 年国内植保行业市场竞争格局	20
图表 37: 2020 年世界各国农药用量排行榜前 60 名	20
图表 38: 国内企业出海流程图	22

一、全球化布局持续推进，产品与服务覆盖作物生长全周期

1.1、全球非专利农药龙头企业，业务规模持续扩张

深耕农业领域数十年，通过收并购实现快速扩张。公司于1969年在印度成立，经过多年发展已经成为全球领先的综合农业解决方案组合的提供商，主营业务和产品包括种子、传统作物保护产品、生物制剂、收获后产品储藏技术以及农业数字化服务等。公司在数十年的发展过程中主要通过收并购的方式不断丰富自身产品组合、布局全球化渠道以及增加市场份额。在2019年初公司完成对于Arysta生命科学公司的历史性收购以后，公司市场地位、产品组合以及生产能力等各方面均实现了大幅提升。截至2022财年（2021年4月1日至2022年3月31日），公司已经成为全球第五大农化企业，拥有1502项专利，1552个产品配方，横跨六大洲在138个国家开展业务，产品登记数量达到13464个。

图1：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

生产基地多点布局，靠近消费终端打开全球市场。公司截至2022财年在全球共拥有42个生产基地，其中印度本土15个，欧洲10个，拉丁美洲9个，北美1个，全球其他地区共计7个。生产基地的多元化布局有助于公司因地制宜制定市场策略，对于全球不同地区的农化产品需求拥有更强的反应能力。从产品数量分布来看，公司在拉美和欧洲分别布局了535和465个产品，是公司目前产品数量布局最多的区域。与此同时，公司结合在全球多地的研发基地布局，成功实现了从产品研发和注册到制造、包装和营销的全流程贯通，使其成为世界上业务最全面的作物保护产品公司之一。

图2：公司全球化布局



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、以“开放农业 (OpenAg)”为发展战略，推进可持续农业转型

以传统植保产品为核心，拓展业务覆盖作物全生长周期。公司基于数十年来对于农业与作

物保护行业的理解与产业经验，提出了“开放农业（OpenAg）”的发展理念，其核心是打造一个全球性的开放式农业网络，通过形成一种合作的关系，连接所有作物的种植者，同时也连接所有经销零售商、大学、企业，以及产品相关的经营者，从而帮助农户优化成本，实现农业整体的可持续发展。在“开放农业”的发展策略下，公司以传统植保产品（除草剂、杀虫剂、杀菌剂）为核心，向产业链上下游进行延伸，最终形成了覆盖从种子到植保产品再到作物收获后储藏技术的全体体系产品与服务，包括植物保护产品（Crop Protection）、数字农业（nurture.farm）、生物制剂（NPP）、种子（Advanta）以及收获后处理技术（Decco）。公司与传统植保企业的主要区别在于积极布局与研发新型生物制剂（BioSolutions）产品，并依托于nurture.farm平台探索发展数字农业，进一步完善开放农业网络。

图表3: UPL 旗下现有业务品牌与相关子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

公司传统植保产品主要包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂和杀螨剂以及拌种剂。除草剂方面，公司除草剂产品在作物生长的所有阶段提供持续的杂草控制，最新配方集中于解决日益增加的草甘膦抗性。杀菌剂方面，公司的代森锰锌配方通过其对接触的多位点保护作用，帮助对抗抗药真菌。随着对技术进行持续投资，公司杀菌剂配方易于溶解和分散、完全覆盖和更低剂量的优势不断提升。杀虫剂和杀螨剂方面，公司现有产品种类丰富，并在大力投资开发新的化学物质，其中包括新的作用模式和应用，以提高杀虫效率。拌种剂方面，公司现有产品提供对广谱昆虫攻击的保护，帮助种子均匀萌发的同时提高作物免疫力，从而促进作物的生长。此外，公司还拥有以“U Wet”为代表的农药助剂产品，从而可以进一步加强植保产品的有效性。此外，公司具备大多数农药剂型的生产能力，具体包括乳油、可溶性液剂、水乳剂、微乳剂、悬乳剂、悬浮剂、可溶片剂、可溶粉剂、可湿性粉剂、水分散粒剂、微囊悬浮剂、ZC（微囊悬浮剂和悬浮剂的组合）及颗粒剂等。公司的农药制剂产品包装从5ml到10000升不等，可以满足不同规模种植者的需求。公司完善的农药产业链涵盖活性成分的制造到产品包装的全流程，大幅提升了生产效率，面对市场以及需求变化拥有快速响应能力。

图表4: UPL 目前在国内销售主要植保产品与应用

产品	产品名称	主要成分	简介
除草剂	优喏	甲基二磺隆	本剂为小麦田苗后内吸选择性茎叶除草剂，施药期宽，可防除节节麦、蔺草、日本看麦娘、看麦娘、硬草、野燕麦、多花黑麦草、雀麦、繁缕、芥菜、藜等多种一年生禾本科杂草和部分阔叶杂草。
	优通	异丙隆	本品是一种内吸兼传导型选择性除草剂，通过杂草根系和幼叶吸收，持效期长。用于冬小麦田防除蔺草、看麦娘、日本看麦娘、早熟禾、棒头草、硬草、野燕麦等禾本科杂草，对繁缕等阔

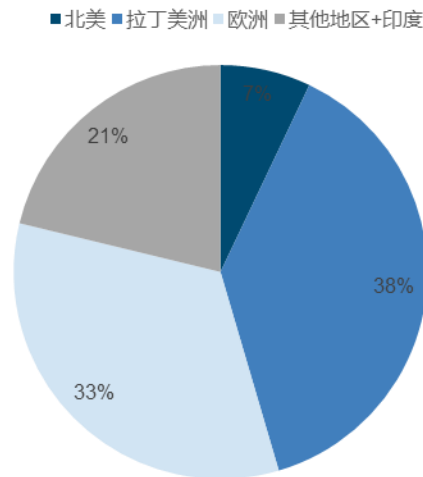
			叶杂草也有一定防效。
彪翼	氟唑磺隆·甲 基二磺隆	本品是磺酰脲类除草剂,可有效防治冬小麦田的雀麦、节节麦、野燕麦、看麦娘、日本看麦娘、 茵草、芥菜、繁缕等多种一年生杂草。	
彪虎	氟唑磺隆	彪虎®一种新型麦田超高效苗后选择性除草剂。彪虎®的有效成分为氟唑磺隆,这是一种全新的 化合物,可被杂草的根和茎叶吸收,通过抑制杂草体内乙酰乳酸合成酶的活性,抑制支链氨基 酸的合成,进而影响蛋白质的合成,而发挥除草活性。彪虎®适用于春小麦和冬小麦田苗后茎 叶喷雾,可被杂草的根和茎叶吸收,防除野燕麦,雀麦,狗尾草,看麦娘等禾本科杂草,并能 抑制多种阔叶杂草,对小麦安全性好,持效期长	
欣万禾	噁唑·氟氟	本品是噁唑草胺和氟氟草酯的混配制剂,噁唑草胺和氟氟草酯均是芳氧苯氧丙酸类内吸传 导型除草剂,属乙酰辅酶A羧化酶(ACCCase)抑制剂,具有不同的作用位点,两者复配具有良 好的协同增效作用,杀草谱广,对水稻田稗草、千金子、马唐、牛筋草、双穗雀稗等多种一年 生禾本科杂草高效。	
盛秋隆	二氯喹·噁唑 胺·氟氟酯	本品是由噁唑草胺、氟氟草酯与二氯喹啉酸三者混配而成,杀草谱广,对水稻田稗草、马唐、 千金子、牛筋草、双穗雀稗等多种禾本科杂草有较好的防效。	
稻农喜	敌稗·氟氟草 酯	本品是一种芳氧苯氧丙酸类与酰胺类除草剂,用于水稻田茎叶处理防除稗草、马唐、千金子 等杂草,具备触杀和内吸两种作用方式,对作物安全性高,毒性低,人畜安全,使用方便。	
露朗	草铵膦	本品为灭生性触杀型除草剂,为谷氨酰胺合成酶抑制剂,导致铵离子积累,抑制光合作用。具 有杀草谱广、速度快、持效期长、耐雨水冲刷等特点。	
杀菌剂	抑霜净	氟吡菌胺·精 甲霜灵	本品为内吸性杀菌剂,由氟吡菌胺和精甲霜灵复配而成,既具有保护作用又具有治疗作用。对 疫霉属病菌导致的病害,如马铃薯晚疫病等,具有较好的防效。
	淳青	代森锰锌	本品为硫代氨基甲酸酯类保护性杀菌剂,锰、锌离子以完全的络合结构存在,既结合了锌成分对 作物的安全性又可发挥锰成分的良好药效和缓慢释放,独特Disperss®技术让淳青®的安全性 和药效更上一层楼,因此药效持久稳定。
	益唯咪	氟啶·百菌清	氟啶菌酯为新一代甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂。该产品为氟啶菌酯和百菌清的混剂。早期施用该 产品可以快速被植物组织吸收,阻止病菌侵入。该产品具有优异的预防作用。
	益唯特	氟啶·戊唑醇	有效成分是氟啶菌酯和戊唑醇,其中氟啶菌酯是新一代的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂,兼有治疗 和保护双重作用。益唯特对病害防治效果较好,并能促进植物健康,改善作物品质和提高作物 产量,实现增产增收。
	福图	代森锰锌	本品可用于防治作物多种病害,如番茄早疫病和苹果斑点落叶病等。本品粘附性较强、耐雨水 冲刷,持效期较长,可在作物全生育期使用,建议作为保护性药剂在发病前或初期使用。
	细功	波尔多液	本品属含铜杀菌剂,多作用位点杀菌谱广,铜离子缓释技术在水中分散快速,释放速度慢,药 害风险低且持效期长,更细腻的铜颗粒,防效好耐雨水冲刷。pH值中性,桶混方便且安全。 保护性铜制剂,无有害残留。
	重托	代森锰锌	本品可用于防治作物多种病害,如番茄早疫病和苹果斑点落叶病等。本品粘附性较强、耐雨水 冲刷,持效期较长,可在作物全生育期使用,建议作为保护性药剂在发病前或初期使用
	铜锐克	碱式硫酸铜	采用UPL专利Disperss®技术造粒,含铜量40%是市面上含铜量最高的铜制剂产品。pH值趋于 中性,更易混配。
杀虫剂	巫净	喹硫磷	属于有机磷类,但非限制使用,毒性为中毒的广谱杀虫杀螨剂。产品PH值接近中性;高纯度、 高品质原药(UPL独家生产供应),其溶剂为环氧大豆油——更环保,对作物更安全,其助剂渗 透性强,杀虫更高效。
	帅净	除虫脲/除 虫脲	本品为苯甲酰基苯基脲类杀虫剂,通过抑制昆虫表皮的几丁质,使幼虫蜕皮之后不能产生新表 皮,逐渐畸形而死亡。具备胃毒和触杀两种作用方式,同时具有杀卵作用。
	易卫杀	杀虫环	易卫杀®是一种广谱杀虫剂,具有胃毒、触杀、内吸作用,能向顶传导,可以防治鳞翅目、鞘翅 目、半翅目、同翅目、双翅目和缨翅目等害虫。能防治三化螟、稻纵卷叶螟、二化螟、水稻蓟 马、叶蝉、稻瘿蚊、飞虱、桃蚜、苹果蚜、苹果红蜘蛛、梨星毛虫、柑桔潜叶蛾、蔬菜害虫如

			蓟马、白粉虱等。
	爱卡螨	联苯肼酯	一种新型选择性叶面喷雾用杀螨剂,有效成分为联苯肼酯,属于全新类别且高效安全的化合物,与现有杀螨剂无交互抗性。
	蓟风	多杀霉素	蓟风是防治蓟马上具有前瞻性的生物杀虫剂。
	西满	阿维·氟啶胺	目前在柑橘红蜘蛛抗性应对上,氟啶胺是为数不多的可靠选择之一,而西满®是在现有产品基础上安全性和药效的双重升级。
	速唯净	多杀霉素·杀虫环	速唯净®是一种高效广谱的杀虫剂,由杀虫环和多杀霉素复配而成,具有触杀、胃毒和内吸作用,可向顶传导,能有效防治蓟马、白粉虱和青虫等多种害虫。
	雷泽	螺虫乙酯	螺虫乙酯是防治刺吸式口器害虫的杀虫(螨)剂,持效期较长。其作用机制为干扰害虫脂肪合成、阻断能量代谢。其内吸性较强,可在植株体内上下传导。正常使用技术条件下可有效防治番茄烟粉虱、柑橘树介壳虫、红蜘蛛、柑橘木虱、苹果树绵蚜和梨树梨木虱。
	雷硕	啶硫磷	属于有机磷类,但非限制使用,毒性为中毒的广谱杀虫杀螨剂。产品 PH 值接近中性;高纯度、高品质原药(UPL 独家生产供应),其溶剂为环氧大豆油一更环保,对作物更安全,其助剂渗透性强,杀虫更高效。
种衣剂	卫福	萎锈福美双	卫福®是 UPL 推出的一款世界上应用最广泛的种衣剂,杀菌谱广,防病效果优异;对种子和作物安全;农业部唯一登记调节生长作用的种衣剂,具有优异促进生长作用,帮助作物抵抗逆境,增加产量。
	帅苗	氯氟菊酯	帅苗®是 UPL 推出的一款杀虫种衣剂。对地下害虫具有胃毒、触杀和趋避作用。独特配方,确保药效稳定。
	特玉乐	戊唑醇	特玉乐®是 UPL 推出的一款 80 克/升戊唑醇三唑类杀菌剂,具有触杀、内吸性杀菌剂,兼具保护和铲除活性。用作包衣种子时,可防治附着在种子表面的病菌,也可在植物体内向顶传导,从而杀死作物内部的病菌。
	顶叶新	甲·萎·种菌唑	本品是一种内吸兼触杀保护性杀菌剂,三元复配,杀菌谱更广,用于种子处理,可有效防治土传及种传病害。剂型优良,对种子的粘附力较好,包衣后的种子不易脱落。
	顶苗薪	甲霜·种菌唑	顶苗薪®是 UPL 推出的一款优异的杀菌种衣剂,能有效防治玉米水稻等作物苗期病害,促进幼苗和根系生长,增强对低温的抵抗;独特微乳剂剂型,包衣均匀鲜亮。防治水稻恶苗病和立枯病,促进水稻秧苗根系健康发达,须根多,盘根效果好,秧盘不散,有利于机插秧。
杀螨剂	克螨特	炔螨特	在 60 多个国家获得注册和登记,畅销全球杀螨市场 60 多年,仍保持稳定的市场占有率,深受广大使用者欢迎,为全球种植户最信赖的专业杀螨剂品牌之一。

来源:公司官网,国金证券研究所

生物制剂是公司发展的重点方向,未来前景可观。现阶段生物制剂产品主要包括生物刺激素、作物营养和生物农药产品。为实现生物制剂产品的突破,公司专门成立了天然植物保护事业部(NPP, Natural Plant Protection)。根据公司 2022 财年年报数据,未来全球生物制剂市场规模年均复合增长率将达到 14%,而作为全球最大的生物制剂公司之一,公司预计生物制剂业务收入在 2027 财年之前将保持 20%的年均复合增长率。2022 财年,公司在全球范围内共有 9 个生物制剂生产基地,6 个活性成分与配方研发基地,并有 10 个新分子在研发之中。从业绩贡献层面来看,UPL 在 2022 财年生物制剂业务营收约为 300 亿卢比,占营业总收入的 7%。由于生物制剂在植物保护方面的优异性能以及远高于传统植保产品的市场规模增速,生物制剂已经成为未来公司发展的重点方向之一,有望成为公司新的业绩增长点。

图表5: UPL 2023 财年生物制剂销售地区主要集中在拉美和欧洲

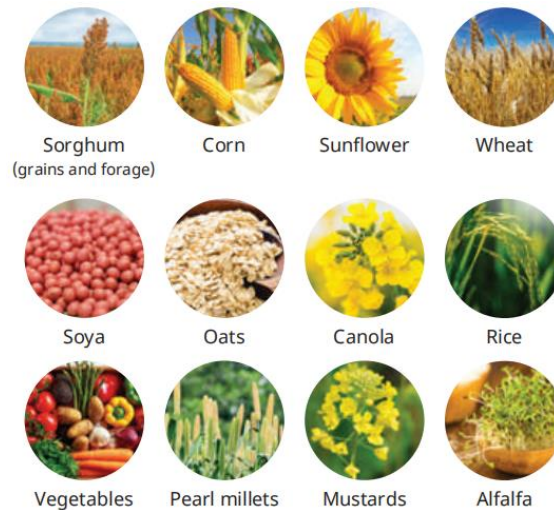


来源: 公司公告, 国金证券研究所

搭建可持续农业数字平台, 实现农业生产现代化与产品电商销售。公司农业数字化平台 nurture.farm 在 2020 年正式推出。nurture.farm 已开发出由一体化解决方案组成的综合生态系统, 从而提高了可获得性、连通性和适应力, 并确保取得可持续的结果, 主要解决方案囊括了农场、零售、贸易和可持续四个层面。在农场层面, 通过作物健康解决方案、咨询服务、农场级机械化和数字化大规模推动精准农业, 在农业生命周期的每一阶段为农民提供支持。在零售层面, nurture.farm 平台使零售商和农民能够购买正宗优质的农业投入品(如作物保护、种子、农业设备、饲料等)。在贸易层面, 通过可持续实践的端到端可追溯性、信息的透明度以及便利的市场准入途径, 将农民和买家对接。在可持续层面, 通过可再生实践推动全球可持续农业的发展, 并奖励采用这些实践的农民。根据世界农化网报道, 2023 年 nurture.farm 旗下电商平台 nurture.retail 推出了一系列综合作物保护产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂和生物刺激素, 包括 Uniquat、Turf、Lancer、Yieldwin、Manzate、Amerex、Ricebac、Imidastar 和 Lambda Star, 并且仅可通过其手机应用程序在线购买。这些在线独家产品将在印度 14 个州销售, 并承诺 72 小时内送货。此次发布标志着 nurture.farm 的 nurture.retail 迈出了重要的一步, 扩大了在线独家产品的供应, 也代表了农业投入品公司向数字商务的逐步转变。自发布以来, nurture.farm 的规模和影响力持续上升, 2022 财年共计服务了 150 万名农民、500 万英亩土地以及 8 万名零售商, 公司计划到 2027 财年实现为 600 万名农民、4000 万英亩土地以及 30 万名零售商提供服务。

大力发展种子业务, 配合植保产品完善产业链布局。公司主要通过全资子公司 Advanta 开展种子的研发与销售。Advanta 拥有超过 60 年的研发经验, 基于 1 个生物科技中心和 22 个研发站开发具有抗病和高产特性的种子品种。与此同时, Advanta 与当地农民保持紧密合作, 研发适合不同地区的种子产品, 从而大幅提升农作物的产量。目前公司的种子产品覆盖的农作物种类包括玉米、向日葵、水稻、小麦、蔬菜等。种子是农业产业链的起点, 公司通过不断扩大种子覆盖的作物范围与提升种子质量来强化种子业务的竞争力, 并且可以与植保产品结合从而实现更加全面的农业服务。2022 财年, 公司种子业务合计贡献收入 298.51 卢比, 税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 77.4 亿卢比。

图6: 公司种子业务覆盖多种农作物



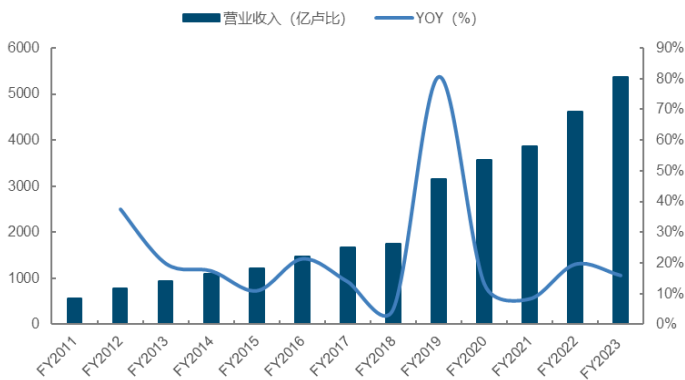
来源: 公司公告, 国金证券研究所

布局收获后储藏与处理技术, 形成独特竞争优势。公司的收获后储藏与处理技术相关业务的核心目标是减少虫害、病害和不当储存做法造成的粮食损失, 该项业务主要通过子公司 Decco 开展, Decco 是唯一一家在全球范围内提供全套水果涂层产品、存储解决方案、服务和设备的公司。从应用对象来看, 公司的收获后业务可分为谷物储藏和水果储藏, 其中谷物储藏方面公司主要提供 QUICKPHOS 等熏蒸剂产品来实现对于原始农产品、加工食品、动物饲料和饲料原料的储存, 而水果储藏则是通过喷涂特种涂层、清洁剂和杀毒剂以及杀菌剂等方式实现。此外根据公司官网, Decco 还提供远程储藏监控技术, 通过将传感器与数据科学相结合, 简化了存储中的谷物质量管理。在储藏监控过程中, 传感器会持续捕捉温度、相对湿度 (RH) 和 CO₂ 水平, 并将数据传输到软件。通过使用高级分析生成客户特定的见解来回答与存储相关的关键问题, 包括如何延长谷物的存储寿命、如何减少损耗、何时打开/关闭风扇以及何时销售等。根据世界农化网报道, 2022 年 Decco 通过子公司收购了 TeleSense 的业务, TeleSense 在人工智能 (AI) 平台上使用扩展传感器技术来监测储存谷物及其他作物的温度、湿度和二氧化碳 (CO₂) 水平。使用固定式或便携式传感器自动监测储存粮食的热点、过湿气和虫害等潜在问题, 同时减少腐坏、品质劣变与食物浪费等情况。TeleSense 应用程序帮助用户有效管理作物质量、减少浪费, 确保安全并提高运营效率。将 TeleSense 技术整合到 Decco 的产品组合中, 巩固了其强大的气体监测、安全性和检测性能以及熏蒸剂等。根据公司 2022 财年年报, Decco 通过收获后储藏技术每年在全球范围内节省约 150 万吨的水果和处理 890 万吨的柑橘类水果, 确保浪费被最小化。公司通过布局收获后储藏技术另辟蹊径, 将业务延伸至产业链末端, 从而实现为农民提供作物全生产周期服务的目标, 形成了不同于传统植保企业的差异化优势。

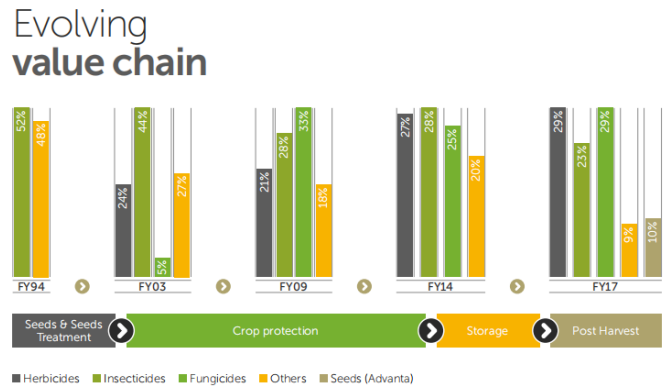
1.3、经营业绩快速增长, 盈利能力相对稳定

历史性收购推动营收实现跨越式增长, 营收结构由单一向多元化转型。2011-2018 财年, 公司营业收入由 564.97 亿卢比增长至 1750.6 亿卢比, 年均复合增长率约为 17.53%, 实现了稳定快速增长。2019 财年公司成功收购 Arysta LifeScience 以后, 公司该财年实现营收 3161.6 亿卢比, 同比大幅增长 80.6%, 使得公司营收规模迅速扩大, 进入新的历史发展阶段并在 2023 财年营收突破 5000 亿卢比大关, 折合约 60 亿美元。同时, 公司的产业链不断升级, 营收结构不断优化。1994 财年, 杀虫剂与其他业务分别占 52% 和 48%, 而到 2017 财年公司已经实现了从前端种子 (10%), 再到中端杀虫剂 (23%)、除草剂 (29%)、杀菌剂 (29%) 等植保产品, 最后到包括收获后储存技术在内的其他业务 (9%) 的多元化营收结构。

图表7: FY2011-FY2023 公司营业收入 (亿卢比) 变化



图表8: 公司营收结构变化

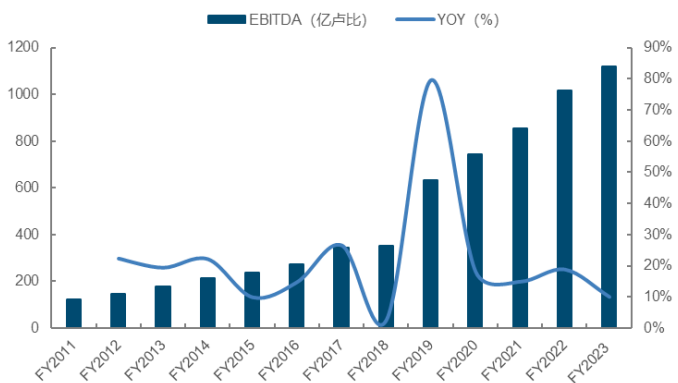


来源: 公司公告, 国金证券研究所

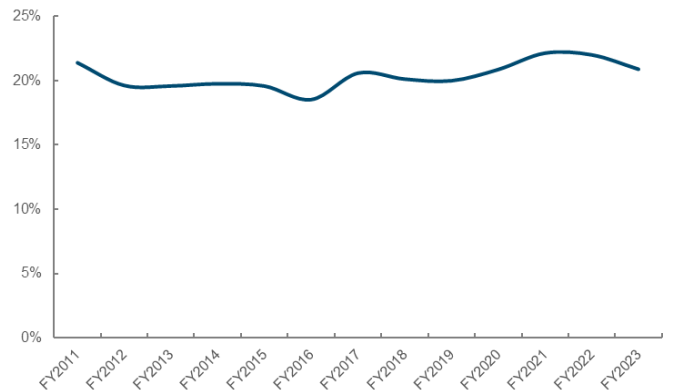
来源: 公司公告, 国金证券研究所

EBITDA 规模逐年增长, 利润率相对保持稳定。2011-2018 财年, 公司税息折旧及摊销前利润与营收基本保持同步增长趋势, 年均复合增长率约为 16.5%。2019 财年公司实现税息折旧及摊销前利润 631.2 亿卢比, 同比增长 79.47%, 到 2023 财年公司 EBITDA 约为 1117.8 亿卢比, 年均复合增速约为 15.36%。从盈利能力来看, 2011-2023 财年, 公司 EBITDA 利润率始终维持在 20%左右小幅震荡, 但总体基本保持稳定。

图表9: FY2011-FY2023 公司 EBITDA (亿卢比) 变化



图表10: FY2011-FY2023 公司 EBITDA 利润率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、以兼并收购为发展主线, 持续布局全球销售渠道

2.1、兼并收购贯穿数十年发展历程, 把握非专利药发展关键持续获得突破

登记证是非专利药企业打开市场的关键。对于农药行业而言, 目前世界各国一般均有自己的农药登记管理制度, 农药原药或制剂要在该国销售, 必须符合该国对有效成分含量、毒理、环境影响等方面的要求, 并取得主管部门颁发的农药登记证书后才能进入该国市场销售。与专利药不同, 非专利药不具备专利保护, 产品同质化严重, 因此销售渠道是非专利药企业取得竞争优势的重要因素之一。拥有更多的登记证意味着农药企业在该国市场在具备销售资格的同时具备更大的市场潜力, 可以根据终端需求调整产品结构。但是随着各国农药登记政策的不断收紧与审批的日趋严格, 农药登记对于非专利药企业而言需要投入大量的时间、人力以及资金成本。目前来看, 全球范围内非专利药企业获得登记证的手段主要有两种, 一种即依靠企业本身申报, 但登记周期较长且手续繁琐; 另一种即通过收购兼并其他农药企业并同时获得其登记证, 这种方式能够在短时间内同时获得更多数量的登记证, 但收购兼并对于企业的整合和运营能力有较高的要求。

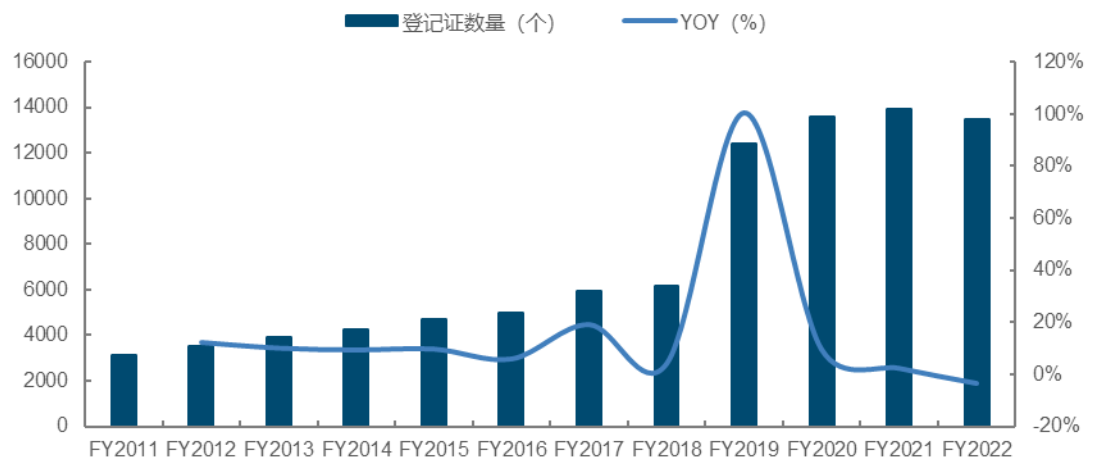
图表11: 部分国家农药登记制度

国家	主管部门	政策
阿根廷	阿根廷动植物卫生检疫局	阿根廷农药登记实行一个产品一张登记证许可制度，并实行双重登记，如果登记制剂，则首先必须先登记对应的原药。原药每5年更新登记，制剂每1年更新登记。阿根廷市场上的农药登记证持有人必须是阿根廷公司或国外企业在阿根廷的办事处或子公司或其当地代理。
巴西	农业部 (MAPA)、卫生部 (ANVISA) 和环保部 (IBAMA)	巴西的农药登记证具有三种类型：原药和相关产品的登记证、研究和试验用农药和相关产品的特殊临时登记证、出口农药和相关产品的登记证。巴西农药登记证持有人必须是巴西法人或国外企业在巴西的办事处或子公司或其当地的代理。巴西农药管理实行同一生产厂商产品多次登记，允许同一个经销商登记不同生产厂商的同一产品，获得登记后也可以在登记证上再增加新的生产厂商，但每增加一个生产厂家的名字就相当于一次重新登记。在巴西登记进口制剂的同时必须进行原药登记。原药获证后一到两年内可获得制剂登记。
澳大利亚	农药兽药管理局	依据《澳大利亚农业和兽药用化学品法》的要求，农药产品在进入澳大利亚市场流通之前，必须在澳大利亚农药兽药管理局获得登记，经过风险评估程序的审查。申请登记的主要流程为：递交登记资料→初审→技术资料审核→标签审核。只有在原药登记后才能进行相关制剂产品的登记。
美国	环境保护署 (EPA)、美国联邦食品与药物管理局 (FDA)、美国农业部 (USDA)	美国农药的登记按农药的使用类型进行，分为一般使用、限制使用和混合使用3类。由于限制应用类农药易产生环境污染，危险性很大，使用者必须向美国环境保护署申请取得使用资格证书。
泰国	泰国农业与合作社部	泰国农药登记证只有在泰国当地注册公司才能够持有，同时泰国当地的制剂工厂的登记审核较为容易，产品必须以制剂形式登记，而后才能申请原药进口登记，且目前贸易类公司无法持有原药进口许可。从2011年起，泰国农业与合作社部启动农药登记新政，大幅提高了农药登记门槛，要求登记申请人提供其所申请登记的产品的货源国登记证明、生产许可证明以及所登记制剂产品及其对应原药的6项急性毒性报告（必须由GLP实验室出具）。

来源：润丰股份招股说明书，国金证券研究所

25年完成40余次收并购，依靠外延式增长迅速完善渠道建设与全球化市场布局。根据公司2019财年年报，公司在过去的25年内完成了40余次成功的并购。公司依靠并购不断扩大自身规模，提升规模经济性的同时快速扩大全球各主要地区市场份额，并成功实现了生产基地的全球化布局。从具体案例来看，1994年公司收购位于英国的农化用品公司MTM Agrochemical来进入欧洲除草剂市场，2005年收购SWAL，通过平行分销网络加强在印度的规模和分布，2006年收购Reposo以进入阿根廷市场，收购Advanta公司进军种子业务，2012年收购DVA Agro和SIB来进入巴西市场等。公司依靠收购兼并的方法省去了自身开拓市场所需要耗费的大量时间和前期成本投入，迅速提升市场份额，尤其是在2019年完成对于Arysta的历史性收购以后成功跻身全球第五大农药企业，仅次于先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华四大传统农药巨头。根据公司2022财年年报，公司在北美、欧洲、亚太、拉美、中东与非洲五大地区的市场份额分别为18%、22%、32%、25%与4%。与此同时，公司依靠收购获得大量登记证资源，2011财年公司仅有农药产品登记证3151个。而2018财年已经达到6181个，实现了接近翻倍的增长。2019财年收购Arysta以后公司登记证数量上升至12400个，再次实现翻倍增长，截至2022财年公司共拥有登记证13464个。

图表12: FY2011-FY2022 公司登记证数量变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2、全球农药市场经历大规模整合，寡头垄断格局持续

农药行业历史上经历过多轮整合。农药是农业生产的刚需，且创新药研发周期长、研发投入大，使得农药创新药成为集资金密集、技术密集为一体的高壁垒行业。而在非专利药领域，行业竞争日趋激烈，实现规模效应和降本为各大农药企业的首要目标。自上世纪70年代末以来，世界农药行业先后经历了四轮比较集中的振荡洗牌。第一轮发生在上世纪70年代末到80年代初，第二轮发生在上世纪90年代初到90年代中期，第三轮发生在本世纪初，第四轮则发生在2015-2018年。从整体排名变化来看，2000-2016年先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、巴斯夫、杜邦、孟山都稳居第一梯队，第一梯队企业均以创新药研发为强项，同时具备强大的品牌效应与销售渠道，在全球范围内拥有广泛的业务布局，因而在2003-2010年第一梯队合计市场占有率始终维持在70%以上，但随着创制药研发难度加大以及第一梯队企业一批招牌农药品种的专利到期，从2010年开始第一梯队农药企业占全球农药市场的份额逐年下滑，并在2017年降至56.1%，由此也引发了行业的新一轮大规模整合。

图表13: 2000-2021 年全球农化企业农药销售前十名变化

排名	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	先正达	先正达	先正达	先正达	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	先正达	先正达	先正达
2	孟山都	安万特	拜耳	拜耳	先正达	先正达	先正达	先正达	拜耳	拜耳	拜耳
3	安万特	孟山都	孟山都	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫
4	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	孟山都	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	孟山都	陶氏益农	陶氏益农
5	拜耳	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	孟山都	孟山都	孟山都	孟山都	陶氏益农	孟山都	孟山都
6	陶氏益农	拜耳	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦
7	杜邦	杜邦	住友化学	住友化学	马克西姆	马克西姆	马克西姆	马克西姆	马克西姆	马克西姆	马克西姆
8	住友化学	马克西姆	马克西姆	马克西姆	住友化学	住友化学	住友化学	纽发姆	纽发姆	马克西姆	纽发姆
9	马克西姆	住友化学	爱利思达	纽发姆	澳新农	纽发姆	纽发姆	纽发姆	住友化学	住友化学	住友化学
10	富美实	爱丽思达	富美实	爱丽思达	爱丽思达	爱丽思达	爱丽思达	富美实	爱利思达	爱利思达	富美实
排名	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达	先正达
2	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳	拜耳
3	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫	巴斯夫
4	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	陶氏益农	科迪华	科迪华	科迪华	科迪华	科迪华
5	孟山都	孟山都	孟山都	孟山都	孟山都	孟山都	孟山都	富美实	富美实	联合磷化	联合磷化
6	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	杜邦	安道麦	安道麦	联合磷化	富美实	富美实
7	马克西姆	安道麦	安道麦	安道麦	安道麦	安道麦	富美实	联合磷化	安道麦	安道麦	安道麦
8	纽发姆	纽发姆	富美实	纽发姆	富美实	住友化学	住友化学	住友化学	住友化学	住友化学	住友化学
9	住友化学	住友化学	纽发姆	富美实	联合磷化	富美实	联合磷化	纽发姆	纽发姆	纽发姆	纽发姆
10	联合磷化	富美实	住友化学	住友化学	纽发姆	联合磷化	纽发姆	颖泰嘉和	扬农化工	扬农化工	扬农化工

来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

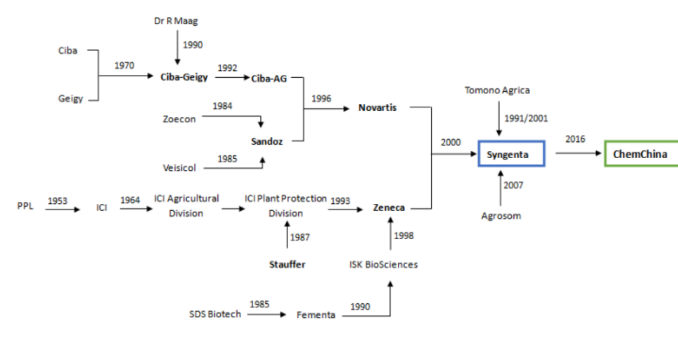
图表14: 2003-2017年第一梯队农药企业营业收入(亿美元)与市场份额变化(%)

	先正达	拜耳	孟山都	巴斯夫	陶氏	杜邦	6家占全球市场比重
2003年	55.07	53.94	30.31	35.89	30.08	20.24	72.30%
2004年	60.30	69.57	31.03	41.41	33.68	22.11	72.90%
2005年	63.07	69.60	30.42	41.32	33.64	23.02	72.30%
2006年	63.78	66.98	33.16	33.99	40.74	21.94	73.30%
2007年	72.85	74.58	28.92	37.79	35.59	23.69	70.60%
2008年	92.31	87.25	49.96	50.16	46.09	26.00	76.30%
2009年	84.91	83.78	44.27	50.85	45.37	24.86	76.40%
2010年	88.78	81.36	28.92	53.42	40.74	25.05	71.80%
2011年	96.74	89.63	32.40	58.01	46.00	29.00	69.90%
2012年	103.18	95.35	37.15	60.12	50.41	31.73	67.60%
2013年	109.23	104.20	69.43	45.21	55.46	35.57	69.10%
2014年	113.81	102.52	51.15	72.39	56.86	37.00	68.60%
2015年	100.05	91.86	47.58	64.64	49.25	30.37	66.70%
2016年	95.71	88.10	35.14	61.63	46.31	28.84	59.30%
2017年	92.44	87.13	37.27	67.04	61.00	并到陶氏	56.10%

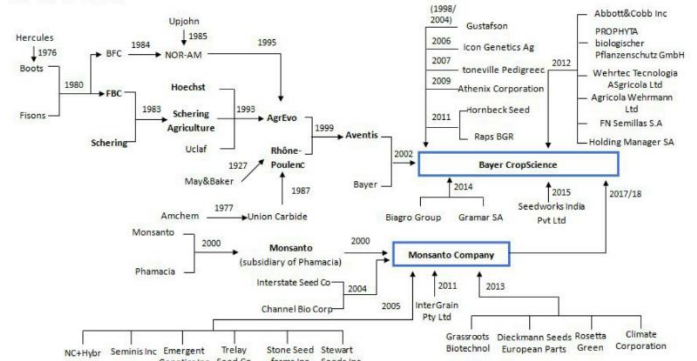
来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

第一梯队重新洗牌, 形成“三国四巨”新寡头垄断格局。根据世界农化网数据, 在2010年-2018年这一轮农药行业的大规模洗牌中, 先正达(Syngenta)、陶氏盖农(Dow Agrosciences)、孟山都(Monsanto)、杜邦(DuPont)、科麦农(Chemnova)、联合磷化(UPL)和爱利思达(Arysta LifeScience)7家全球排名前20的公司先后涉及重大并购业务, 并对于形成农药行业现在的市场格局具有深远影响。经过本轮行业的重整, 以拜耳完成孟山都收购为标志, 世界农药行业“三国四巨”, 先正达(中国)、拜耳(德国)、科迪华(美国)、巴斯夫(德国)四大巨头的新格局正式确立。UPL在此轮行业洗牌中也成功收购Arysta, 根据世界农化网数据, UPL和Arysta在2017年全球农药企业排名中分别位列第9和第11位。2018年7月, UPL正式宣布其全资子公司UPL Corporation Limited已与Platform Specialty Products Corporation (PSP) 签署最终协议, 以42亿美元的价格收购爱利思达生命科学公司及其子公司, 并在2019年2月正式完成收购。与此同时, 从全球农药巨头的发展历程来看, 包括先正达、拜耳、科迪华、巴斯夫在内的全球农药龙头自上世纪70年代以来均经历了多次较为复杂的收并购, 从而实现对于业务范围和整体规模的扩张。由此可见, 对于农药企业而言收并购是实现业务扩张与发展壮大的有效方式。

图表15: 先正达并购史



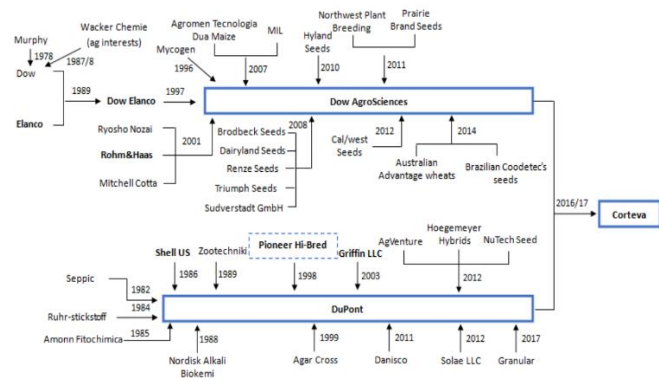
图表16: 拜耳并购史



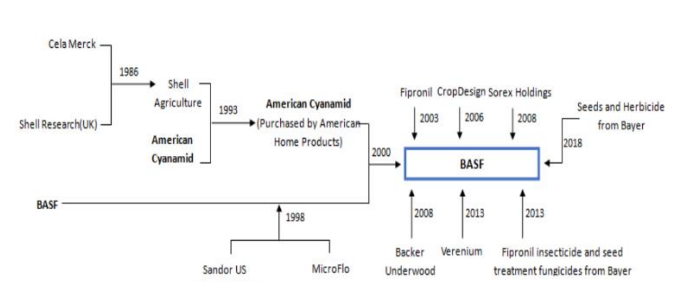
来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

图表17: 科迪华并购史



图表18: 巴斯夫并购史



来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

图表19: 2015-2018 年农药行业重大并购事件

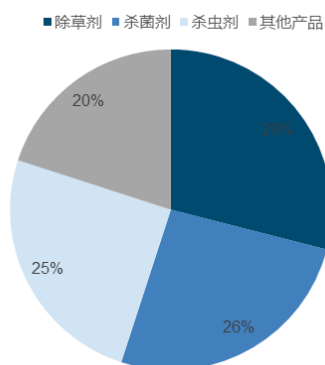
时间	相关公司	收购内容与形式
2016年6月	中国化工、先正达	中国化工宣布完成430亿美元收购瑞士先正达的交易计划, 拥有先正达94.7%的股份。交易过程历时16个月, 最终实际花费490亿美元, 是中国历史上最大的海外收购项目之一。中国化工收购先正达具有很强的互补性。通过收购先正达, 中国化工具有了全球领先的农药研发和专利药生产能力, 拥有了完整的农药产业链。被收购后, 先正达仍以独立公司的形式存在, 中国化工承诺将完全支持先正达运营、管理层及员工的完整性, 包括保留先正达品牌, 以及总部继续设在瑞士巴塞尔。
2017年8月	富美实、杜邦	富美实(FMC)完成12亿美元对杜邦全球咀嚼式害虫杀虫剂产品组合、全球谷物阔叶除草剂, 以及杜邦旗下全球农作物保护研发能力重要部分的业务收购。此外, 富美实在2015年4月完成18亿美元对科麦农的收购计划。
2018年6月	拜耳、孟山都	拜耳完成价值630亿美元对孟山都公司的收购。并购后, 孟山都作为公司品牌不再使用, 但是具体产品的品牌仍将供应。至此, 具有117年历史的著名农业巨头孟山都退出历史舞台。拜耳与孟山都两家公司过去在交叉重叠领域存在一定竞争, 但是差异化优势明显。通过合并, 双方可集中各自优势, 弥补短处, 实现更大更广的产品组合, 为用户提供整合的解决方案, 成为一个更加全球化的公司。
2018年7月	UPL、爱利思达	美国特种化学品制造商Platform Specialty Products公司(简称PSP)发布公告, 同意将旗下农业解决方案板块爱利思达生命科学公司(Arysta LifeScience)以42亿美元价格出售给印度联合磷化公司(简称UPL)。该收购案将实现UPL在全球范围内创新一体化的专利和非专利农业解决方案业务, 为广泛的市场和各种作物提供深入和丰富的本地解决方案和销售网点, 并成为全球领先的生物解决方案公司。
2018年8月	巴斯夫、拜耳	巴斯夫完成价值88亿美元(76亿欧元)对拜耳剥离业务的收购。收购的业务包括拜耳全球草铵磷业务、相关的LibertyLink™抗除草剂技术、其绝大部分大田种子业务以及相关的研发业务。

来源: 植保中国协会, AgroPages, 国金证券研究所

2.3、收购 Arysta 造就“新 UPL”，取长补短进一步完善全球化布局

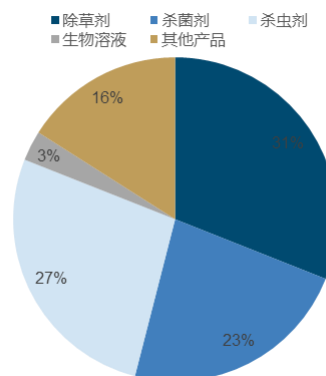
新 UPL 兼具两者优势, 公司整体竞争力大幅加强。整体而言, UPL 收购 Arysta 属于强强联合的互补型收购。从市场地位而言, UPL 与 Arysta 本身都属于全球农业解决方案领域的龙头企业, 合并后的市场地位进一步提升。在合并后登记证数量大幅增加的同时扩展业务区域。从企业整体经营战略的角度来看, UPL 作为非专利药企业追求低成本生产获得竞争优势, 研发能力较弱, 而 Arysta 在生物制剂、种子处理等方面具有很强的研发能力, 但在生产方面强调外包的轻资产模式, 无法实现成本的有效控制, 两者合并以后各取所长, 产品结构进一步多元化。根据公司 2019 财年年报, 收购完成之前 UPL 的除草剂、杀菌剂、杀虫剂分别占比 29%、26%、25%, Arysta 的除草剂、杀菌剂、杀虫剂、生物制剂分别占比 34%、17%、30%和 8%, 在两者合并之后的产品结构中除草剂、杀菌剂、杀虫剂、生物溶液分别占比 31%、23%、27%、3%。

图表20: 收购前 UPL 产品结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 收购完成后 UPL 产品结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

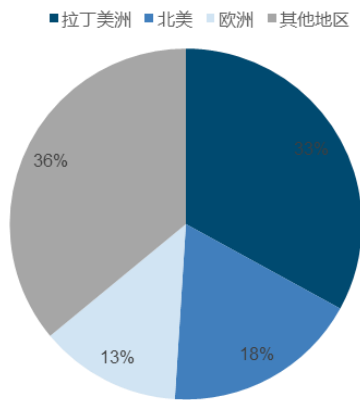
图表22: UPL 与 Arysta 合并前后对比

项目	UPL	Arysta	合并实体
市场定位	第七大农业解决方案公司, 专注于专利后产品	第十大农业解决方案公司, 专注于特殊化和营销市场	第五大农业解决方案公司, 拥有针对行作物和特种作物的健康产品组合
主要区域	印度、西欧、美国和拉丁美洲	东欧、俄罗斯、中东、非洲和拉丁美洲	在拉丁美洲、欧洲和世界其他地区的影响力更为强大
登记证数量	>6500	>5800	>12400
生产战略	低成本制造复杂的活性成分和配方	强调外包的轻资产模式	内部制造和外包能力的结合
生产设备所在地数量	34	14	48
产品组合	种子-收获后	生物制剂、种子处理、后期研发主导的差异化产品管道	全面的产品组合, 解决范围广泛的作物
重点农作物	玉米、大豆、棉花、大米、水果、蔬菜和甘蔗	水果, 蔬菜, 棉花, 甘蔗, 向日葵, 可可和谷物	全球范围更广的农作物
产品发展	专注于创新的配方、组合、混合物和品牌扩展	后期产品开发能力和与活性成分创新的紧密联系	后期产品开发能力结合创新配方、混合物和组合同时进行战略营销

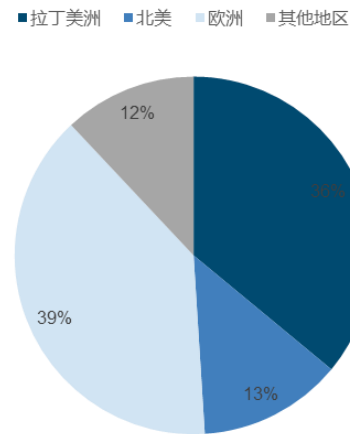
来源: 公司公告, 国金证券研究所

强化拉美等重叠市场影响力, 开拓东欧、非洲等新兴市场。由于拉丁美洲拥有巴西、阿根廷等传统农业大国, 农药需求旺盛, 两者在拉丁美洲的业务占比均在 30%以上, 但是 UPL 与 Arysta 主要产品的目标作物存在一定差异, UPL 专注于棉花、大豆等传统行栽作物, 而 Arysta 的产品主要是针对于甘蔗、可可等特种作物, 因此在目标作物上形成了有效互补。此外, UPL 在拉美地区的销售主要通过大型种植者或经销商开展, 而 Arysta 则通过合作社和小型经销商实现销售, 两者合并以后使得新 UPL 的经销渠道进一步完善, 整体市场竞争力得到增强。而在欧洲和北美这两个进入门槛较高的地区, UPL 原有市场份额相对较小且有部分市场未能开拓, 而 Arysta 强化了 UPL 在欧洲和北美的市场存在, 并且基于在东欧、非洲、日本等地区的影响力使得合并后的新 UPL 迅速进入这些之前未曾大规模开拓的市场。具体而言, Arysta 在非洲是南非、科特迪瓦、布基纳法索和莫桑比克的市场领导者, 合并后这些地区转化为了新 UPL 的优势市场, 而 Arysta 在中欧和东欧(波兰和匈牙利)的强大市场影响力使得 UPL 成功进入尚未开发的市场。根据公司各财年年报披露的分地域营收数据, 2019 财年收购 Arysta 以后, UPL 在除印度本土以外的地区均实现了跨越式的增长, 欧洲、拉美、北美以及其他地区分别同比增长 150%、95%、61%和 105%。

图表23: 合并前 UPL 业务地区分布



图表24: 合并前 Arysta 业务地区分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

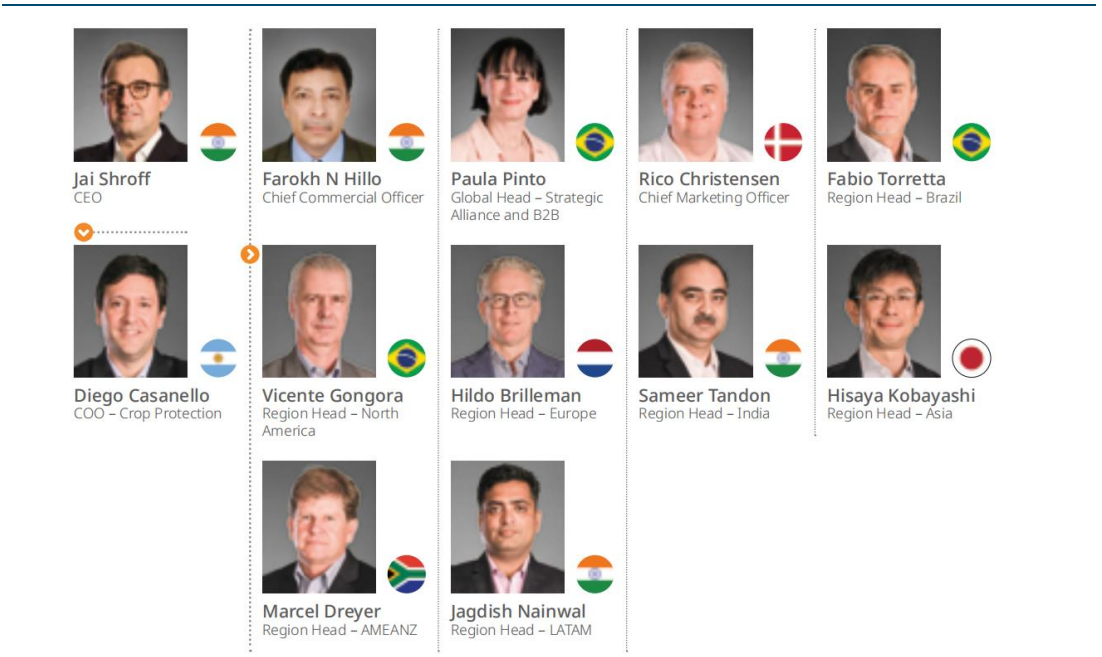
图表25: FY2017-FY2023 公司分地区营收情况

地区	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
印度地区营业收入 (千万卢比)	3334	3317	3454	3828	4677	5687	6539
YOY (%)		-1%	4%	11%	22%	22%	15%
营收占比 (%)	20%	19%	11%	11%	12%	12%	12%
拉美地区营业收入 (千万卢比)	5396	5692	11074	13764	14863	18039	21975
YOY (%)		5%	95%	24%	8%	21%	22%
营收占比 (%)	32%	33%	35%	38%	38%	39%	41%
欧洲地区营业收入 (千万卢比)	2148	2305	5752	5714	6422	6893	7324
YOY (%)		7%	150%	-1%	12%	7%	6%
营收占比 (%)	13%	13%	18%	16%	17%	15%	14%
北美地区营业收入 (千万卢比)	2888	3083	4967	5635	5691	7808	8735
YOY (%)		7%	61%	13%	1%	37%	12%
营收占比 (%)	17%	18%	16%	16%	15%	17%	16%
其他地区营业收入 (千万卢比)	2914	3109	6369	6815	7042	7812	9002
YOY (%)		7%	105%	7%	3%	11%	15%
营收占比 (%)	17%	18%	20%	19%	18%	17%	17%
营业总收入 (千万卢比)	16680	17506	31616	35756	38695	46239	53575

来源: 公司公告, 国金证券研究所

内部管理能力出色, 重组核心管理团队促进公司一体化融合。对于农药企业而言, 尽管通过收并购的方式能够实现快速扩大规模与拓展销售渠道的目的, 但在收并购之后能否实现与被收购企业之间良好协同与融合是一个重大考验。而 UPL 在过去的四十余次成功收购中积累了丰富的管理与运营经验, 从文化融合、管理层调整等多个角度入手实现公司业务的顺利开展与盈利的持续增长。以收购 Arysta 为例, UPL 将全球市场划分为 7 个业务区域, 其中 4 个业务区域由来自 Arysta 的管理层领导, 而另外 3 大业务区域的管理层来自于 UPL, 从而实现了按照两家公司原有的业务强势区域进行业务部门的重新整合, 加速新 UPL 的融合。

图表26: 新 UPL 管理层与职务



来源：公司公告，国金证券研究所

图表27: 新 UPL 七大业务地区管理层调动与安排

业务区域	人员安排
北美区	原 UPL 北美区主管 Vicente Gongora 仍担任新公司的这一职位。
巴西区	原爱利思达拉美区业务主管 Fabio Torretta 担任新 UPL 巴西区主管。
印度区	原 UPL 印度区主管 Sameer Tandon 在新公司中继任该职务。
亚洲区	原爱利思达亚洲区主管 Hisaya Kobayashi 担任新 UPL 亚洲区主管。
拉美区	原 UPL 北拉美区主管 Jagdish Nainwal 担任新 UPL 拉美区主管。
欧洲区	原爱利思达欧洲、中东和非洲区主管 Hildo Brilleman 担任新 UPL 欧洲区主管。
非洲、中东、澳大利亚和新西兰区	原爱利思达非洲南部和东部地区主管 Marcel Dreyer 担任新 UPL 非洲、中东、澳大利亚和新西兰地区主管。

来源：AgroPages，国金证券研究所

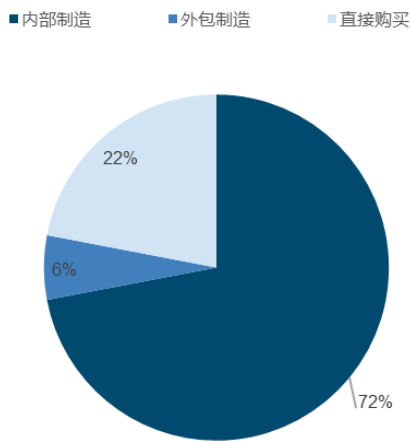
2.4、推进“to C”端渠道建设，持续扩大品牌知名度

将农业咨询服务作为品牌宣传的重要方式，下沉渠道加强与终端农民的联系。公司经过多年的发展，逐步实现了由单纯的植保产品供应商向农业服务提供商的转型。根据公司 2017 财年年报，公司在印度设立了 Adarsh Kisan 中心，由精通所有印度主要语言包括英语的人员进行运营，为农民提供包括天气条件、技术问题等多方面、全方位的农业咨询服务。此外，Adarsh Kisan 中心会不定期向农民发送短信，更新各种最新信息。截至 2017 财年，已经有超过 150 万个农民在 Adarsh Kisan 中心的数据库中进行了登记。与此同时，公司的 Adarsh Farm Services (Adarsh 农场服务) 在印度可以提供机械化喷洒服务，大量节省了农民的时间和成本。此外，公司还在印度和非洲开设了 Unimart 商店，旨在为农民提供专业建议、优质产品以及必要的指导。截至 2017 财年，公司在印度和非洲共计开设了 11 家 Unimart 商店。本质上，公司通过为农民提供农业咨询服务是通过专业化的方式扩大自身品牌在终端种植者中的影响力，从而有利于公司实现销售渠道的下沉并通过长期服务的方式深度绑定个体种植者，增强客户粘性。另一方面，公司通过农业咨询的方式可以更快发现不同地区实际农业生产活动中存在的问题，并针对性地对于产品进行研发和调整，加上公司本身所具备的全产业链生产能力，进而达到对于市场需求变化的快速响应与产品结构的灵活调整。

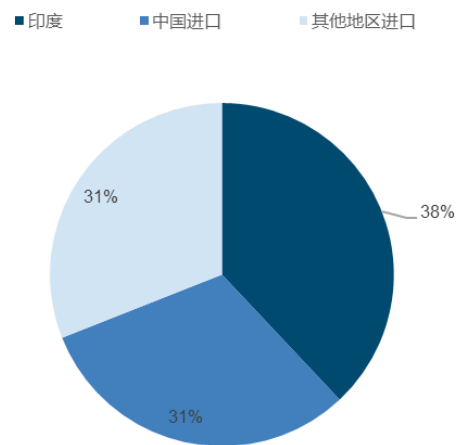
三、充分发挥低成本制造优势，加速向差异化产品转型

借助内部制造低成本优势构筑护城河，原材料全球化采购增强供应链优势。一方面，公司通过“向后整合模式 (backward integrated model)”实现大部分活性成分的自供，从而有效降低生产成本并保证供应链的稳定供应。根据公司 2022 财年年报，公司的活性成分中 72%来自于内部制造，22%通过直接购买，而通过外包制造供应的仅占 6%。另一方面，根据公司 2015 财年年报，公司是全球最大的代森锰锌 (Mancozeb)、磷化铝 (Aluminium Phosphide)、氯氟菊酯 (Cypermethrin)、久效磷 (Monocrotophos) 以及敌草胺 (Devrinol) 生产商，从而依靠规模效应降低生产成本。此外，公司的上游原材料中 38%产自印度本土，来自中国和其他地区的原材料均占 31%。在低成本生产活性成分的基础上，公司依托于全球布局的生产基地充分靠近终端市场将低成本优势在各个市场充分发挥。

图表28：2022 财年公司活性成分来源结构



图表29：2022 财年公司原材料来源结构

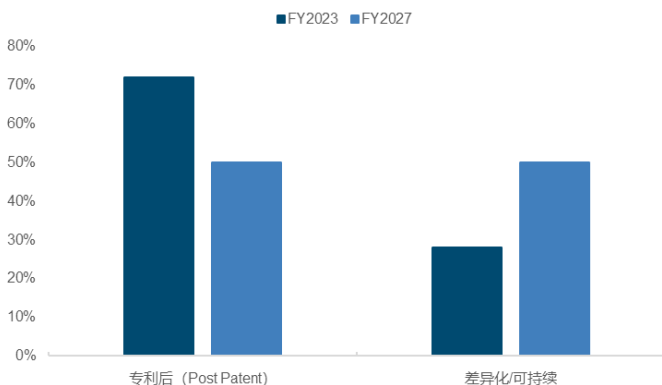


来源：公司公告，国金证券研究所

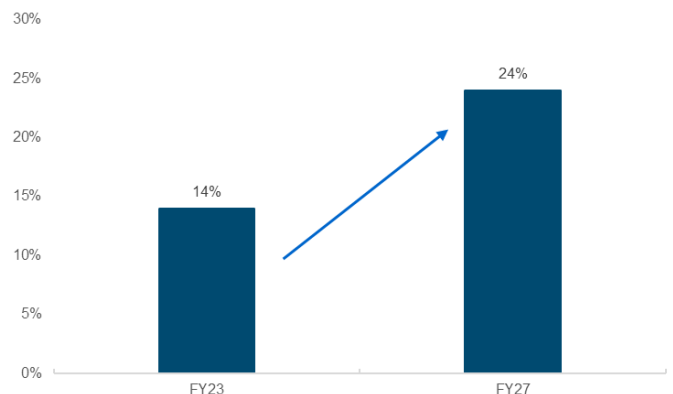
来源：公司公告，国金证券研究所

加速向“差异化与可持续解决方案”转型，实现产业升级。经过多年发展公司在非专利药领域已经依靠渠道建设与低成本制造成为行业内龙头企业，但由于非专利药行业的竞争日趋激烈以及缺乏专利保护带来的垄断性导致盈利水平受限。为提升盈利能力，公司在 23 年 5 月提出要在 2027 财年实现把差异化和可持续解决方案占植保总营收比例由 28%提升至 50%，而目前占比高达 70%的专利后产品将下降至 50%。与此同时，公司预计到 2027 年创新率，即 5 年内发布的新产品销售额占植保业务总销售额的比例将由 14%上升至 24%。

图表30：公司植保业务营收构成预期变化



图表31：2027 财年公司创新率将达到 24%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所 注：创新率=5年内新发布产品销售额占比

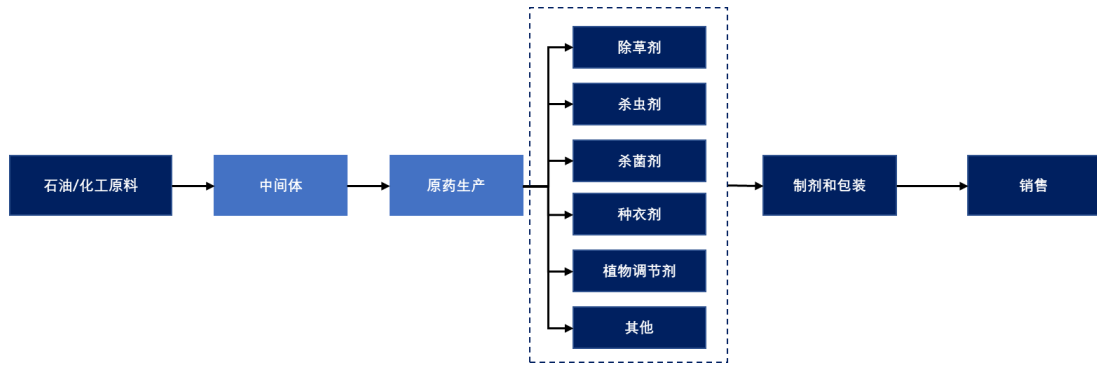
四、UPL 发展史对于中国农药企业的启示

4.1、国内农药企业在全中国范围内已经具备较强竞争力

产业链布局有效延伸，形成一体化优势。对于国内诸多制剂企业而言大部分原药需要外采，进而导致供应链存在不稳定因素，且面临价格波动的风险，但在近年来国内农药龙头企业

先后布局上游产业链，实现一体化布局，进而大幅增强市场竞争力。根据中国农药工业协会数据，据不完全统计，2022 年国内农药行业 79 家企业总投资 621.5 亿元，建设项目 83 个(包扩建厂、并购、搬迁)，其中仍以原药生产项目为主。在以上项目中，原药(含原药生产搬迁和配套中间)生产项目 49 个，占总投资额的 80%以上。2022 年，通过全资子公司三才堂吡啶产能的新建，利尔化学完成了从 TCPA(四氯吡啶酸)到氨基吡啶酸(毒莠定)系列产品的产业闭环，丰富了公司的产品库与盈利水平。颖泰生物、润丰股份等以外贸营销为优势的企业，通过投资原药、制剂实体产能巩固其供应链稳定性；擅长内贸制剂营销的美邦股份，通过投资一系列原药产业向上游延伸以获取产业链优势。

图表32：植保产品产业链

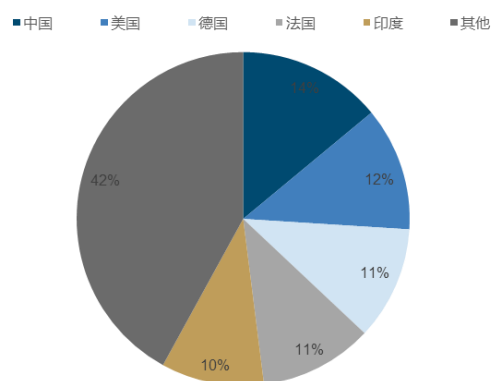
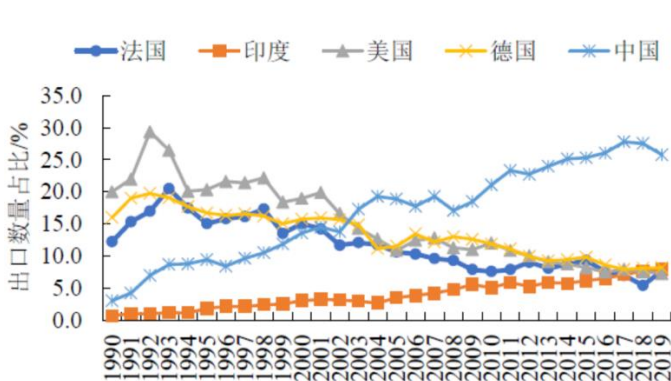


来源：先正达招股说明书，国金证券研究所

依托国内供应链与产能集聚效应具备明显的制造成本优势。根据联合国粮农组织统计，2019 年农药出口金额前五位的分别为中国(14%)、美国(12%)、德国(11%)、法国(11%)、印度(10%)。由于国内农药行业的发展与产能的快速扩张，长期来看我国农药出口数量占比从上世纪 90 年代起呈现上行趋势，并在本世纪初成为全球农药出口数量最大的国家。与此同时，与其他国家相比，我国在生产成本和出口价格方面具有明显优势。根据世界农化网数据，FAO 统计 2019 年全球农药出口总额为 356 亿美元，中国农药出口金额达 50.8 亿美元。根据出口前 5 位国家出口总额和出口总量计算，2019 年中国农药出口总额和农药出口总量虽然均居于全球第 1 位，但出口平均单价最低，为 3377 美元/t；美国农药出口平均单价最高，达 9741 美元/t，法国和德国农药出口平均单价分别为 8967 美元/t 和 8511 元/t，印度农药出口平均单价为 7470 美元/t，低于欧美发达国家，但高于中国。由此可见，我国依靠低成本制造优势可以在海外市场竞争中占得先机，依靠远低于同行的出口价格快速抢占市场份额。

图表33：1990-2019 年各国农药出口数量全球占比变化

图表34：2019 年不同国家农药出口金额占全球比例



来源：世界农化网，《世界农药》，国金证券研究所

来源：世界农化网，《世界农药》，国金证券研究所

4.2、UPL 发展历程对于中国农药企业的借鉴意义

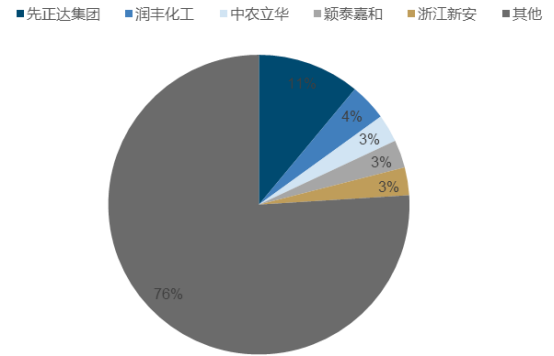
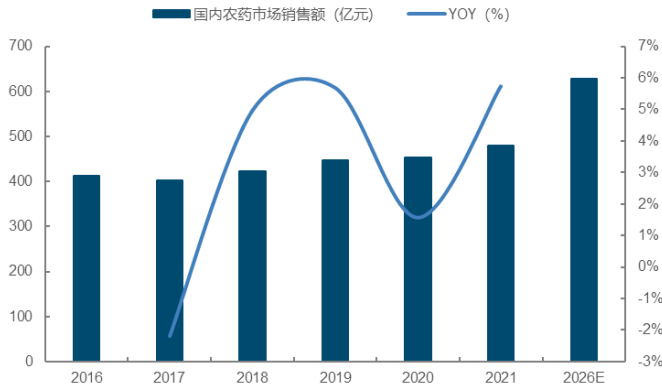
由于国内农药企业大多数专注于非专利药的生产与销售，短时间内实现创新药的研发与突破难度较大，因此 UPL 作为非专利药领域的龙头企业，其发展历程与经营策略对于国内农药企业具有很好的借鉴意义。整体而言，非专利药企业能否做大的关键主要在于抓住“广泛的销售渠道”、“有效实现低成本制造”、“扩大自身品牌影响力”三个核心要点，因此我们认为 UPL 的发展历程对于中国农药企业的启示主要有以下三点：

加快实施“走出去”的发展战略，积极布局具备高增长特性的市场。根据先正达招股说明

书数据, 2021 年我国植物保护产品行业市场规模 480 亿元, 自 2016 年来年均复合增长率为 3.1%, 略低于全球市场规模 3.3% 的复合增速。与此同时, 国内植保行业市场竞争长期陷于白热化状态, CR5 仅为 24%, 而同期全球植保行业先正达、拜耳、巴斯夫、科迪华、UPL 五家龙头企业市场份额合计高达 75%。与此同时, 国内大多数企业的市场重心仍放在中国市场, 因此在一定程度导致了自身发展受限并加剧了市场的竞争。参考 UPL 的发展历程, 2023 财年 UPL 在印度本土的营收占比仅为 12%, 而在市场规模更大、营收增速更快的拉美地区占比高达 41%。国内农药企业可以加速推进国际化业务的开展, 通过布局亚太、非洲等市场规模仍处高速增长中且海外巨头并未深度绑定的市场抢占市场份额, 从而突破发展瓶颈, 充分享受到海外农药市场高速发展的红利, 并且能够在避开国内高度内卷的竞争的同时依靠我国完善的产业链与极具竞争力的生产成本优势迅速打开市场。

图表35: 国内植保行业产品市场规模(亿元)

图表36: 2021年国内植保行业市场竞争格局



来源: 先正达招股说明书, AgbiolInvestor, 灼识咨询, 国金证券研究所

来源: 先正达招股说明书, AgbiolInvestor, 国金证券研究所

图表37: 2020年世界各国农药用量排行榜前60名

2020年用量排序	1990年	2000年	2010年	2020年	2010-2020年均复合增长
全球用量(吨)	1685494.45	2047087.73	2602517.23	2661124.23	
1 美国	400975.93 (23.79%)	430005.21 (21.01%)	374818.20 (14.40%)	407779.20 (15.32%)	0.85%
2 巴西	49695.00 (2.95%)	140423.00 (6.86%)	342580.00 (13.16%)	377176.00 (14.17%)	0.97%
3 中国(含台湾、香港、澳门)	154560.89 (9.17%)	250607.28 (12.24%)	339782.26 (13.06%)	273375.75 (10.27%)	-2.15%
中国大陆	144459.52 (8.57%)	241520.91 (11.80%)	331881.25 (12.75%)	262700.00 (9.87%)	-2.31%
4 阿根廷	26156.00 (1.55%)	84189.08 (4.11%)	235739.10 (9.06%)	241294.18 (9.07%)	0.23%
5 俄罗斯联邦	0.00%	30194.17 (1.47%)	44304.74 (1.70%)	90534.96 (3.40%)	7.41%
6 加拿大	29568.00 (1.75%)	39718.43 (1.94%)	61050.00 (2.35%)	78893.00 (2.96%)	2.60%
7 法国	97701.00 (5.80%)	97878.00 (4.78%)	61903.00 (2.38%)	65216.43 (2.45%)	0.52%
8 澳大利亚	17866.42 (1.06%)	33475.48 (1.64%)	42169.39 (1.62%)	63416.48 (2.38%)	4.16%
9 印度	75000.00 (4.45%)	44957.52 (2.20%)	40093.69 (1.54%)	61701.90 (2.32%)	4.41%
10 意大利	100596.40 (5.97%)	79447.00 (3.88%)	71613.00 (2.75%)	56556.00 (2.13%)	-2.33%
11 土耳其	29918.00 (1.78%)	33471.00 (1.64%)	38554.69 (1.48%)	53672.00 (2.02%)	3.36%
12 日本	79821.18 (4.74%)	79821.18 (3.90%)	55576.00 (2.14%)	51970.00 (1.95%)	-0.67%
13 德国	31289.00 (1.86%)	35273.17 (1.72%)	40832.42 (1.57%)	48002.00 (1.80%)	1.63%
14 西班牙	39562.00 (2.35%)	34597.00 (1.69%)	39043.00 (1.50%)	43336.92 (1.63%)	1.05%
15 墨西哥	26624.98 (1.58%)	26624.98 (1.30%)	52305.13 (2.01%)	41681.11 (1.57%)	-2.24%
16 哥伦比亚	18058.29 (1.07%)	75843.00 (3.70%)	48618.46 (1.87%)	36711.00 (1.38%)	-2.77%
17 马来西亚	39406.48 (2.34%)	39406.48 (1.93%)	60194.83 (2.31%)	36076.90 (1.36%)	-4.99%
18 厄瓜多尔	2537.00 (0.15%)	17948.00 (0.88%)	31637.12 (1.22%)	34081.30 (1.28%)	0.75%
19 南非	16582.00 (0.98%)	26857.00 (1.31%)	26857.00 (1.03%)	26857.00 (1.01%)	0.00%
20 菲律宾	15154.30 (0.90%)	17382.68 (0.85%)	21311.11 (0.82%)	24878.97 (0.93%)	1.56%

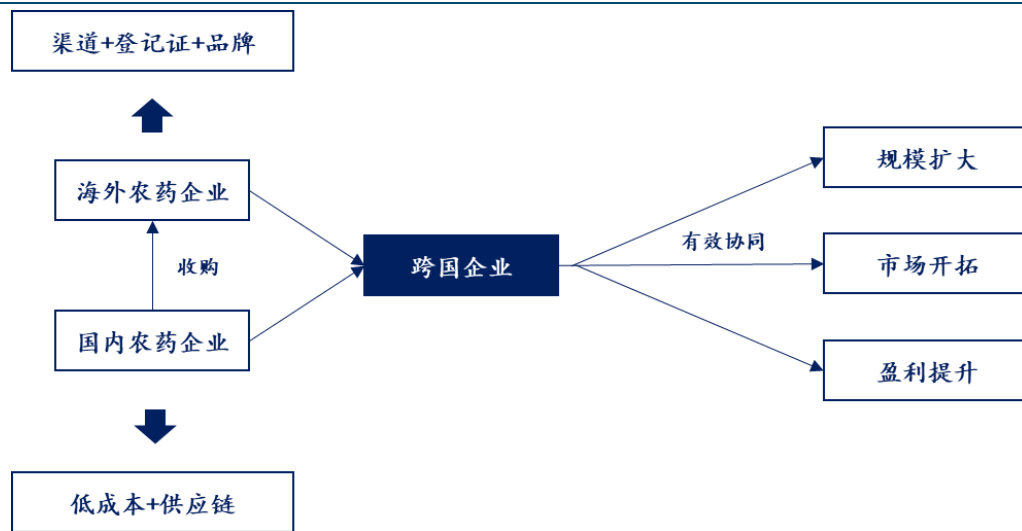
21	乌克兰		0.00%	27343.71	1.34%	62534.60	2.40%	24622.00	0.93%	-8.90%
22	波兰	5422.00	0.32%	8848.00	0.43%	19449.02	0.75%	24168.00	0.91%	2.20%
23	巴拉圭	3380.00	0.20%	3507.00	0.17%	21112.95	0.81%	20164.28	0.76%	-0.46%
24	玻利维亚	2468.03	0.15%	3770.74	0.18%	12969.35	0.50%	19294.96	0.73%	4.05%
25	越南	20912.00	1.24%	16502.00	0.81%	19154.00	0.74%	19154.00	0.72%	0.00%
26	泰国	18849.00	1.12%	20334.00	0.99%	68986.00	2.65%	19006.56	0.71%	-12.09%
27	乌拉圭	1762.01	0.10%	3650.08	0.18%	14981.18	0.58%	16446.12	0.62%	0.94%
28	韩国	25082.00	1.49%	25684.00	1.25%	20431.00	0.79%	16278.00	0.61%	-2.25%
29	孟加拉国	1266.00	0.08%	3170.00	0.15%	13250.83	0.51%	15506.47	0.58%	1.58%
30	英国	29517.00	1.75%	33031.28	1.61%	16770.87	0.64%	14923.34	0.56%	-1.16%
31	哈萨克斯坦		0.00%	3024.42	0.15%	6283.85	0.24%	14492.01	0.54%	8.72%
32	哥斯达黎加	1447.15	0.09%	14283.00	0.70%	14241.84	0.55%	14113.70	0.53%	-0.09%
33	摩洛哥	9364.00	0.56%	13435.43	0.66%	13697.00	0.53%	13697.00	0.51%	0.00%
34	巴基斯坦	5299.00	0.31%	27885.00	1.36%	11871.69	0.46%	11871.92	0.45%	0.00%
35	危地马拉	12004.33	0.71%	9696.94	0.47%	14898.25	0.57%	11841.70	0.44%	-2.27%
36	缅甸	209.08	0.01%	557.55	0.03%	3340.09	0.13%	11748.89	0.44%	13.40%
37	埃及	13214.00	0.78%	4931.00	0.24%	11590.00	0.45%	11352.49	0.43%	-0.21%
38	荷兰	9729.00	0.58%	11382.84	0.56%	9586.03	0.37%	11275.41	0.42%	1.64%
39	秘鲁	1335.53	0.08%	2257.17	0.11%	6225.67	0.24%	10630.59	0.40%	5.50%
40	希腊	7420.00	0.44%	10627.00	0.52%	5607.70	0.22%	10475.00	0.39%	6.45%
41	葡萄牙	9357.00	0.56%	15470.00	0.76%	13774.18	0.53%	9715.93	0.37%	-3.43%
42	土库曼斯坦		0.00%	9712.00	0.47%	9712.00	0.37%	9712.00	0.36%	0.00%
43	加纳	65.80	0.00%	81.63	0.00%	1389.23	0.05%	9689.50	0.36%	21.44%
44	匈牙利	12756.00	0.76%	4151.00	0.20%	10299.50	0.40%	8689.00	0.33%	-1.69%
45	洪都拉斯	4576.61	0.27%	4376.00	0.21%	5736.63	0.22%	8214.39	0.31%	3.66%
46	尼加拉瓜	575.00	0.03%	3925.63	0.19%	12242.19	0.47%	7808.10	0.29%	-4.40%
47	喀麦隆	2227.46	0.13%	545.00	0.03%	3474.69	0.13%	7321.60	0.28%	7.74%
48	沙特阿拉伯	994.00	0.06%	3024.11	0.15%	4699.74	0.18%	7255.65	0.27%	4.44%
49	多米尼加	4971.00	0.29%	5082.00	0.25%	6316.61	0.24%	7069.45	0.27%	1.13%
50	以色列	2491.00	0.15%	3459.04	0.17%	6753.00	0.26%	6983.00	0.26%	0.34%
51	伊朗	10644.00	0.63%	9395.48	0.46%	4381.59	0.17%	5855.93	0.22%	2.94%
52	奥地利	4246.00	0.25%	3563.20	0.17%	3692.40	0.14%	5595.00	0.21%	4.24%
53	比利时		0.00%	9560.49	0.47%	4644.53	0.18%	5560.00	0.21%	1.82%
54	罗马尼亚	25255.00	1.50%	9427.40	0.46%	7249.20	0.28%	5365.00	0.20%	-2.97%
55	新西兰	3740.00	0.22%	3634.30	0.18%	5285.20	0.20%	5285.20	0.20%	0.00%
56	芬兰	4254.58	0.25%	3608.08	0.18%	3806.97	0.15%	4913.00	0.18%	2.58%
57	白俄罗斯		0.00%	4896.89	0.24%	4896.89	0.19%	4589.04	0.17%	-0.65%
58	保加利亚	3906.00	0.23%	2876.00	0.14%	1588.50	0.06%	4220.00	0.16%	10.26%
59	赞比亚	1080.00	0.06%	2180.05	0.11%	3455.19	0.13%	4196.64	0.16%	1.96%
60	埃塞俄比亚		0.00%	602.00	0.03%	4128.10	0.16%	4128.10	0.16%	0.00%

来源：农药资讯网，FAO，国金证券研究所

适当采取收购兼并的方式开拓市场并形成自身规模优势。纵观 UPL 几时年的发展历程，收购兼并是其快速发展壮大的关键所在，也是 UPL 目前仍在坚持的长期策略。对于走向国际化的国内农药企业而言，对于当地市场需求与规则了解程度不足、管理体制难以适应当地实情等问题较为突出，但是登记证的获取仍是“走出去”的最大障碍。目前国内大多数企业采用的传统出口模式也由于没有登记证只能扮演供应商的角色，盈利能力受到严重压制。

基于目前世界各国农药登记证审批周期不断延长、申请成本不断提升的大背景，对于国际化经验不足的大多数国内农药企业而言获取登记证的难度极大。但是通过收购兼并目标市场的企业一方面可以借助其原有的销售渠道与市场影响力快速实现市场开拓，另一方面可以在短时间内获取一定数量的登记证，因此可以大大减少市场开拓所需要的时间与成本，并可以通过组建当地管理团队实现对于市场需求的快速反应。虽然对多数企业而言，要完成类似于“UPL 收购 Arysta”的大型跨国收购难度较大，但是可以从目标市场的中小企业着手，并在积累一定的收购与经营经验后逐步放开手脚，扩大收购数量与规模，从而占据一定的市场份额，并在此基础上通过建设海外工厂等方式逐步完善产业链布局，形成规模与成优势。

图表38：国内企业出海流程图



来源：国金证券研究所

加强“to C”端渠道建设，提升进一步提升品牌影响力与盈利能力。UPL 主要通过提供农业咨询服务与专业化指导的方式提升在终端种植者中的影响力，并且通过设立一体化商店以及线上销售的模式直通终端需求。目前国内大多数农药企业还是采取“to B”的模式进行销售，到终端农户手中还需要经过经销商、零售商等多个营销环节。而通过“to C”端的销售模式一方面可以跳过中间商，提升企业自身的盈利水平，另一方面可以通过对于农户进行长期的专业化指导将产品进行推广，并且有几率实现被农户长期采用，从而使得企业的市场影响力逐步增加。在为农户提供专业化知道的过程中可以掌握不同地区、不同作物在种植过程中的所出现的问题，并针对此推出相应产品，增强市场反应能力。

五、风险提示

1. 国内外政策变化的风险。若国内外政策发生重大变化，使得国内企业的产能或在海外开展业务受限，将对于国内企业的经营和国际化业务的开展产生不利影响。
2. 下游需求不及预期的风险。近年来全球农药市场规模呈现稳定增长的趋势，部分国家市场规模增长较快，若自然条件、当地作物品种变化等原因导致下游需求增速不及预期，可能会对于国内企业的经营与国际化业务的开展产生较大影响。
3. 新产品取代现有产品的风险。目前生物农药发展势头迅猛，近年来登记数量逐年提升，倘若未来生物农药大规模替代传统化学农药，将对于国内农药企业的经营产生不利影响。
4. 原材料价格波动风险。若未来农药上游原材料价格出现巨大波动，可能会导致国内农药企业失去价格竞争优势，从而对于农药企业的经营与国际化业务的开展造成不利影响。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;

中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;

减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806