

化工-行业深度报告

维持/买入

我国农药行业突围之路及投资策略

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

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

研究助理：张波

电话：021-61372572

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100028

太平洋证券研究院

2019年7月11日



- **1. “民以食为天”，全球农药市场稳定增长，强者恒强**
- **农药需求刚性，必不可少，保障人类持续增长的食物需求。** 2018年全球农药市场规模575.6亿美元(+6%)，其中除草剂246.1亿美元(增长5.9%，占比42.7%)、杀菌剂163.2亿美元(增长4.7%，占比28.4%)、杀虫剂145.5亿美元(增长7.6%，占比25.3%，但过去五年增速为0.2%)，亚太(增长7.2%，占比30.4%)、拉丁美洲(增长11.1%，占比24.7%)、欧洲(下降3%，占比20.8%)占据主要市场，巴西、美国、中国、日本、印度占据TOP5，**预计2023将达667亿美元，五年CAGR达3%。**
- **技术、环保、登记壁垒高：**持续追求高效、低毒、环境友好的农药，目前40多大类，600种有效成分，登记销售制度，监管严格。新的有效成分研制难度加大(十六万分之一)，投资费用高(平均3亿美元)，研制到销售周期拉长(11年以上)，也极大提高了行业壁垒。
- **利润分配“微笑曲线”：**农药产业链利润分配中，制剂占据50%、中间体20%、原药15%、服务15%，微笑曲线明显。**跨国公司通过掌握专利原药，大量制剂登记证与销售渠道占据食物链上层，国内企业主要为其做中间体、原药加工(过专利期，仿制药)，全球约60%的原药来自中国，制剂生产较少。中国化工集团吸收合并安道麦、先正达后，全球原有竞争格局有望逐渐发生改变。**
- **二八原则，强者恒强：**2018年，拜尔(20.3%)、先正达(18.1%)、巴斯夫(12.2%)、科迪华(10.9%)、富美实(7.4%)、安道麦(6.3%)六家公司全球农药市场占比超过5%，CR6市占率75.2%，CR10市占率高达91.5%。而2013年、2017年CR10分别为76.2%、84.8%，不到10%的主要企业瓜分全球90%以上的市场和利润。
- **2.我国农药大而不强，突围在路上**
- **成长迅速，全球产业链重要一环：**我国农药行业起步晚，但已成为全球第一大农药生产国，对外出口比例70%以上，第三大消费国。
- **环保安监入园，产业升级：**2019年1-5月农药原药产量86.6万吨，同比-21.9%，对外出口67万吨，出口比例77.4%。我国农药行业小散乱问题突出，研发能力不足，距离《农药工业“十三五”发展规划》和《石化和化学工业发展规划(2016-2020)》制定的发展目标还有较大差距。**2019年3.21响水特别重大事故，农药大省江苏出台《江苏省化工行业整治提升方案》，催化行业产业升级加速。**



- **中美贸易摩擦影响：**2018年我国农药出口80.7亿美元，其中对美出口13.1亿美元，目前列入加征关税清单的农药产品约3亿美元。短期看，预计出口数据较差。但由于各国对农药行业普遍采用严格登记制度，导致转口贸易、更改供应商面临较大障碍。全球农药产业链分工格局已基本形成，2-3年内中国原药市场难以完全被替代，前期美国将草甘膦、草铵膦、麦草畏移出2000亿美元加征关税清单。

3.行业催化因素

- (1)农药行业估值，整体十年低位。(2)2019年将启动第二轮环保督察，至2021年结束，2022年开展“回头看”，督察范围进一步扩大。(3)2017年农药制造固定资产投资443.48亿元，同比下降13.48%，向龙头集中。(4)油价中枢向上。(5)2011年至今，农产品经历八年多慢熊，2019年玉米(38.73%vs63.79%)、大豆(5.10%vs9.15%)、棉花(38.50%vs95.50%)、食糖(4%vs34.39%)、菜籽油(70.42%vs84.95%)的库消比明显小于近十年均值，近期受益全球流动性宽松预期，中美贸易摩擦等因素影响，大豆、玉米价格表现强势。(6)农药在农作物总成本中占比较小(不到5%)，对价格不敏感。(7)“幺蛾子”等病虫害催化。

4.投资建议

- 尽管2019年以来，农药价格指数持续下滑，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，叠加需求侧农产品价格上涨，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%)，优嘉公司多个新项目稳步推进，总投资达27亿元，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，受益主产品景气周期，业绩高增长，维持“买入”。
- 利尔化学：草铵膦龙头，业绩短期承压，看好未来价格修复，同时一系列在建项目陆续投放，助力成长，Q1在建工程11亿元以上，维持“买入”。
- 国光股份：植物生长调节剂龙头，募投项目2019年Q4逐步投产，给与“买入”。



■ 4.投资建议

图表：重点推荐公司盈利预测及估值

公司简称	股价	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
扬农化工	54.98	170.38	8.95	10.59	11.80	13.58	2.89	3.42	3.81	4.38	19.03	16.09	14.44	12.55
利民股份	16.00	45.36	2.06	3.84	5.35	6.70	0.73	1.35	1.89	2.36	22.01	11.83	8.47	6.77
利尔化学	13.33	69.90	5.78	3.84	5.57	6.25	1.10	0.73	1.06	1.19	12.10	18.20	12.55	11.18
国光股份	11.53	42.99	2.35	2.04	2.46	2.8	0.63	0.55	0.66	0.75	18.33	21.07	17.48	15.35

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；日期：2019年7月11日

■ 5.风险提示

- 产品价格大幅波动，监管风险，环保、安全生产，在建项目投产不及预期

1、全球农药市场稳定增长，强者恒强

1.1 农药产业链简介及特点

1.2 全球农药发展现状

1.2 全球农药发展趋势

2、我国农药大而不强，突围在路上

2.1 中国农药发展现状（总论、草甘膦、草铵膦、麦草畏）

2.2 中美贸易摩擦对农药行业影响

2.3 中国农药突围之路

3、行业投资情况及催化因素

4、投资建议

4.1 扬农化工

4.2 利民股份

4.3 利尔化学

4.4 国光股份

5、风险提示

■ **“民以食为天”，农资、农业生产与食品产业链。**

图表：农业生产产业链及中国市场



14亿人口
约占全球20%

20亿亩耕地
约占全球7%

2亿农户

65亿美元植保市场
约占全球11%

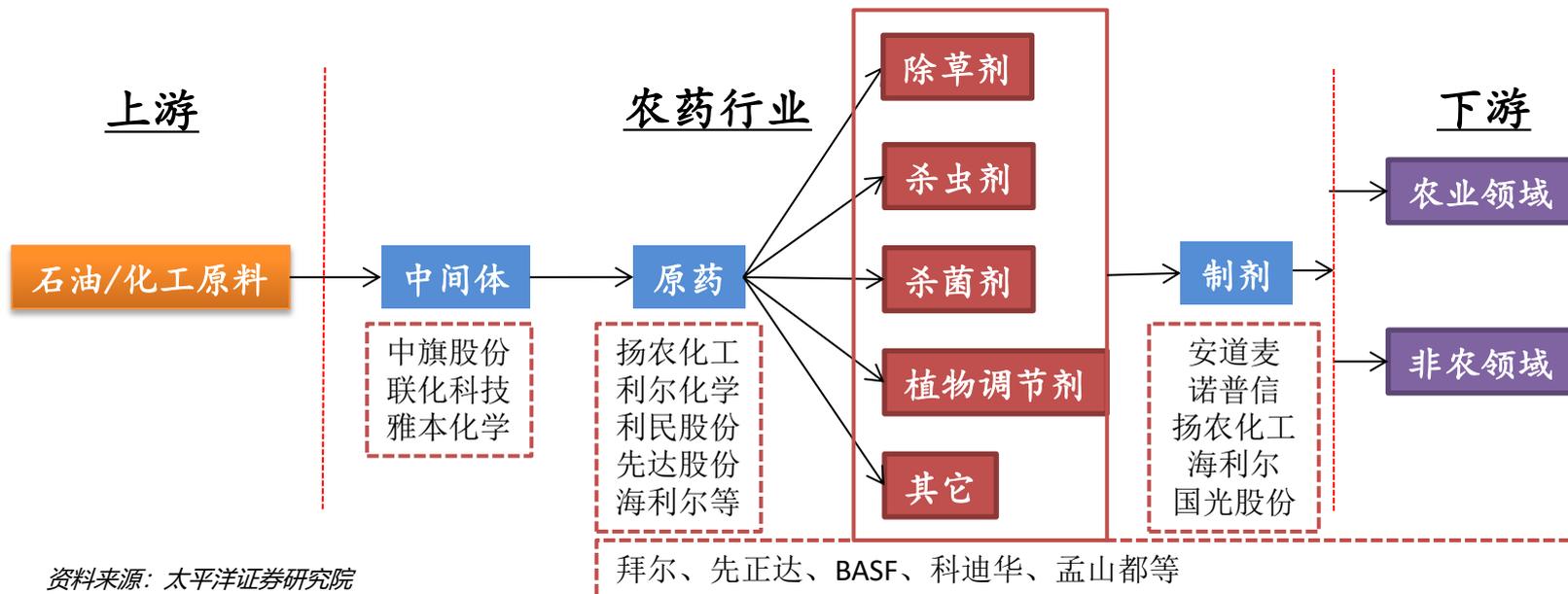
两千多家
农药生产企业

六十万余家
农药零售商

资料来源：Phillips McDougall，新闻报道，太平洋证券研究院整理

- **农药产业链**：属于精细化工行业，上游主要为石油/化工等提供原料，中游包括中间体、原药、制剂三个细分行业，下游为农作物或非农应用。
- 农药是指用于预防、消灭或者控制危害农业、林业的病、虫、草和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。
- **农药按用途可分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂、植物生长调节剂等**，其中除草剂占比大，杀虫剂和杀菌剂次之，其他占比较小。

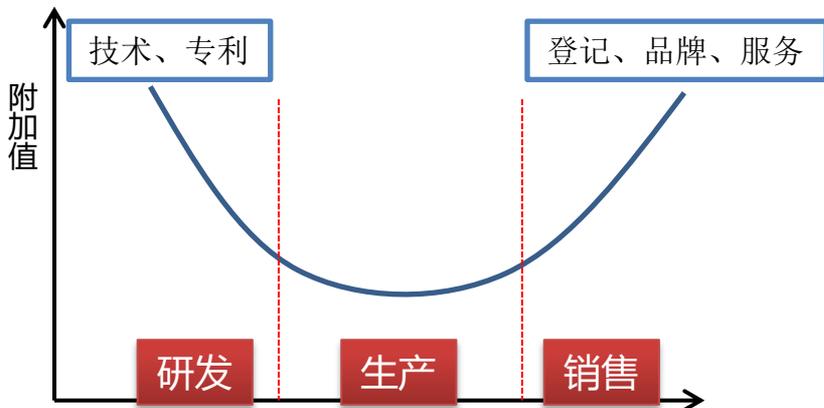
图表：农药产业链



资料来源：太平洋证券研究院

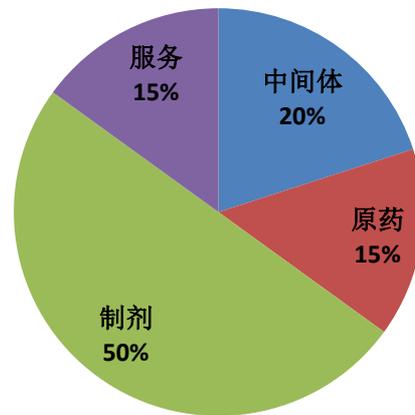
- **原药**：对研发能力、生产技术、生产工艺、环保和安全生产的要求较高，固定资产投资规模大，一般不能直接施用，**其核心技术为农药有效成分化合物合成技术。**
- **制剂**：是在原药的基础上，加上分散剂和助溶剂等辅料，经研制、复配、加工、生产出制剂产品，直接应用到农业生产，**与农作物的产量、质量、环境保护、食品安全、生态稳定有密切关系。**农药制剂主要以植物保护技术和生物测定为基础，以界面化学技术及工艺为研发和制造手段，生产过程对环境和安全的影响较小。
- **据统计，农药产业链利润分配中，制剂占据50%、中间体20%、原药15%、服务15%，微笑曲线明显。**
- **跨国公司通过掌握原创原药，掌控大量制剂登记与销售渠道占据食物链上层，国内企业主要为其做中间体、原药加工（过专利期），全球约60%的原药来自中国，制剂生产较少。中国化工集团吸收合并安道麦、先正达后，原有竞争格局有望逐渐发生改变。**

图表：农药产业链附加值微笑曲线



资料来源：太平洋证券研究院

图表：农药产业链利润分配

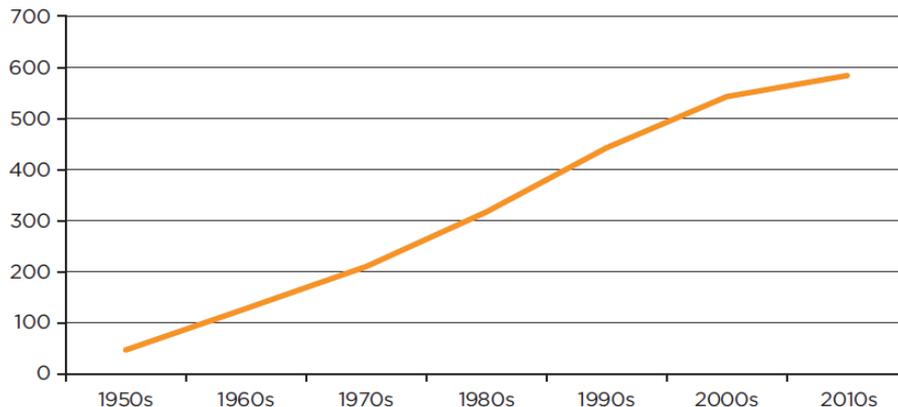


资料来源：太平洋证券研究院



- **品类繁多，成分复杂。**
- **从1960s的约15大类，100种有效成分发展至目前的40多大类，600种有效成分。**
- **2010年后，全球农药有效成分增速自然放缓。主要由于标准整体提高、新增发现难度加大、成本增加。**

图表：农药有效活性成分数目增加，但增速放缓



资料来源：Phillips McDougall，太平洋证券研究院整理

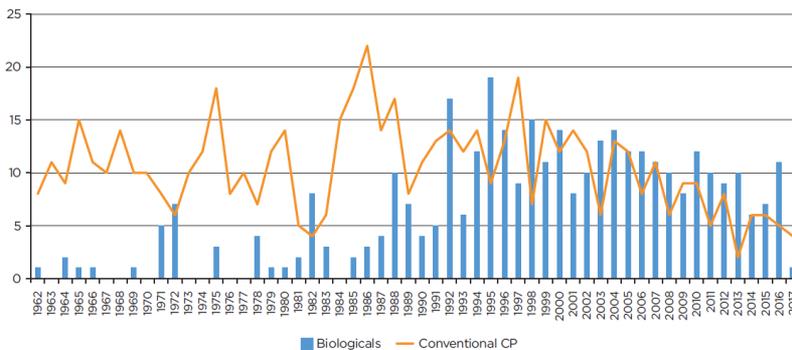
图表：主要农药产品分类

按用途分大类	按化学结构分小类	代表产品
除草剂	氨基酸类、磺酰胺类、咪唑啉酮类、嘧啶并三唑类、三嗪类、酰胺类、二硝基苯胺类、芳香苯氧丙酸酯类、脲类、氨基甲酸酯类、吡啶类、苯氧乙酸类、二苯醚类、环己二酮类、羟基苯腈类、哒嗪类、其他结构类（18类）	草甘膦、草铵膦、麦草畏、百草枯、吡氟禾草灵等
杀菌剂	三唑类、其他唑类、其他甾醇抑制剂类、吗啉类、二硫代氨基甲酸酯类、无机类、酞酰亚胺类、其他多作用位点类、甲氧基丙烯酸酯类、苯并咪唑类、苯酰胺类、二甲酰脲类、酰胺类、噁啉类、噁啉胺类、其他结构类（15种）	吡虫啉、啉虫脒、氯虫苯甲酰胺、氯氟氰菊酯、氟虫腈等
杀虫剂	有机磷类、拟除虫菊酯类、氨基甲酸酯类、烟碱类、杀螨剂类、天然产物类、苯甲酰胺类、其他昆虫生长调节剂类、有机氯类、其他结构类（10类）	百菌清、啉菌酯、丙硫菌唑、代森锌锰、戊唑醇、吡唑醚菌酯、肟菌酯、氟环唑、氟唑菌酰胺等
其他	植物生长调节剂类、熏蒸类（2类）	乙烯释放剂、三碘苯甲酸、多效唑、烯效唑、抗倒酯等

资料来源：太平洋证券研究院整理

- **新的有效成分研制难度加大(十六万分之一), 投资费用高(平均3亿美元), 研制到销售周期拉长(11年以上)。这也极大提高了行业壁垒。**
- **同时标准提高, 老的低效、有毒成分持续淘汰: 比如2019年1月1日起, 欧盟将正式禁止含有化学活性物质的320种农药在境内销售。**

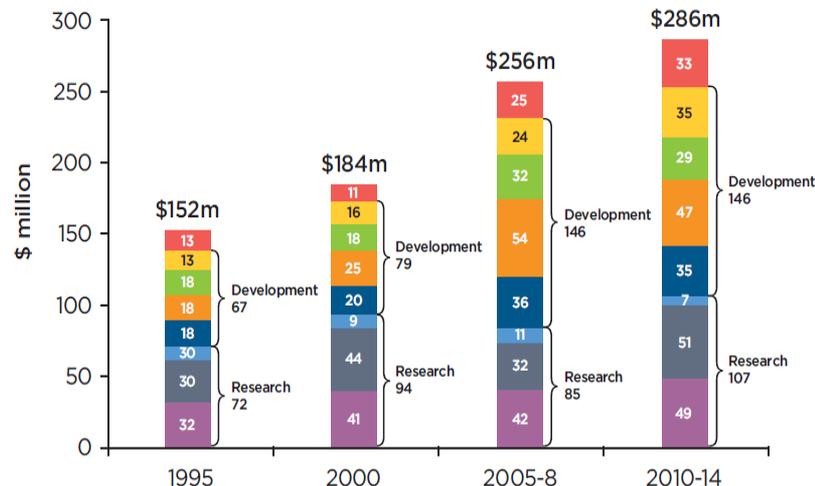
图表: 化学农药有效成分增速放缓, 生物农药增速高



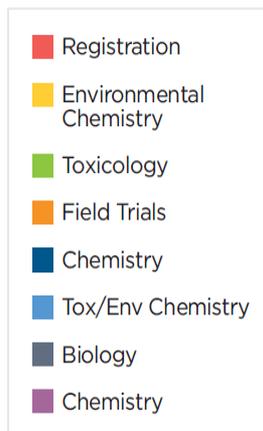
资料来源: Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

图表: 创新原药研发成本高, 投放市场周期长

1995	2000	2005-8	2010-15
8.3	9.1	9.8	11.3



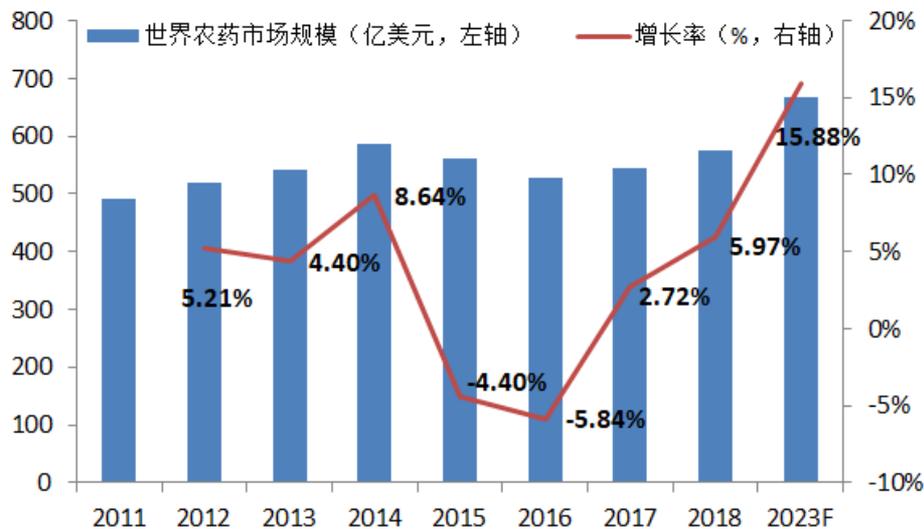
资料来源: Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理



- **一种新药的全部费用从1995年的1.52亿美元提高至2010-2014年的2.86亿美元, 研究、发展、注册费用均提高。**
- **研制出一种新药到投放市场的时间也从过去的8.3年拉长至11.3年。**

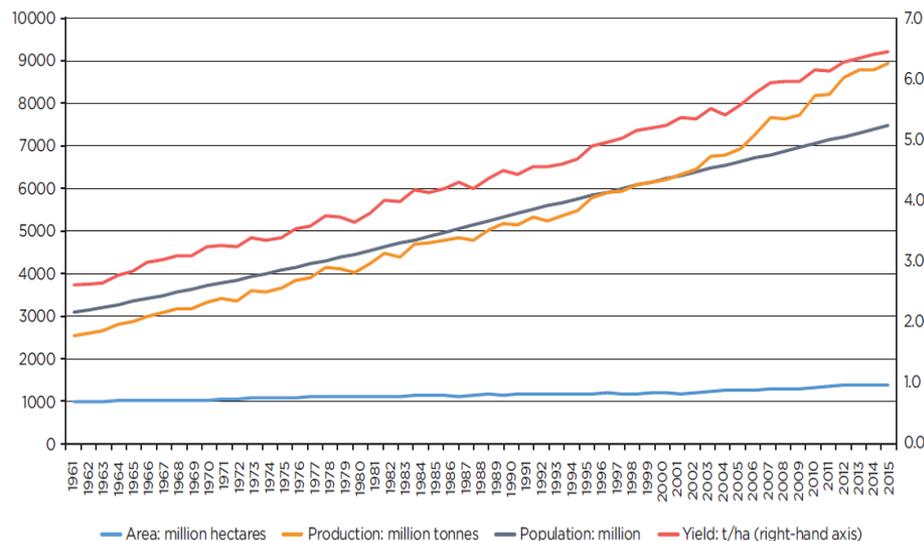
- **农药需求刚性，提高农作物产量，保障人类需求，其市场规模持续增长。**
- **2018年全球农药市场(农作物)规模575.61亿美元(+6.0%)，非农作物用农药市场规模73.11亿美元(+3.1%)。预计2023年用于农作物的农药需求667.03亿美元，2018-2023年CAGR达3%。**
- **分产品：**除草剂246.1亿美元(增长5.9%，占比42.7%)、杀菌剂163.2亿美元(增长4.7%，占比28.4%)、杀虫剂145.5亿美元(增长7.6%，占比25.3%，但过去五年增速仅为0.2%，2018年主要产品价格上涨、渠道库存少刺激，棉花虫害等)。
- **分地区：**亚太(增长7.2%，占比30.4%)、拉丁美洲(增长11.1%，占比24.7%)、欧洲(下降3%，占比20.8%)占据主要市场。

图表：世界农药市场规模稳定增长

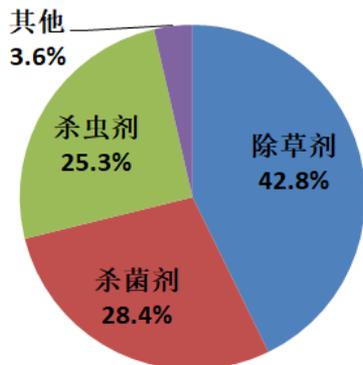


资料来源：Phillips McDougall，太平洋证券研究院整理

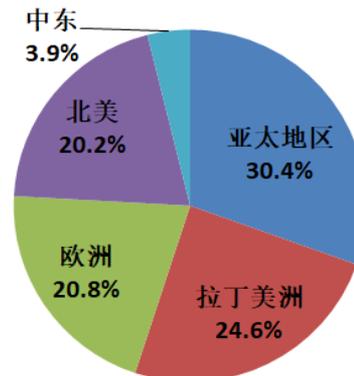
图表：需求刚性，提高农作物产量，保障人类需求



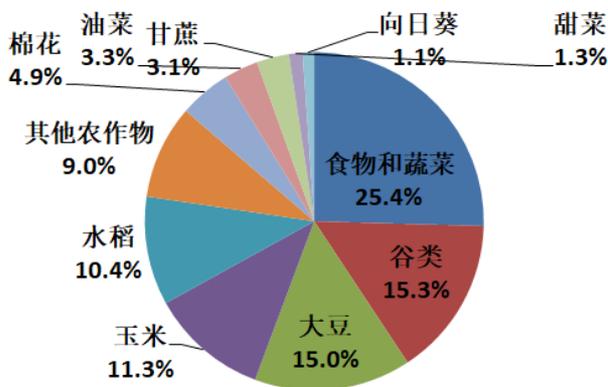
图表：2018年全球农药市场分产品结构



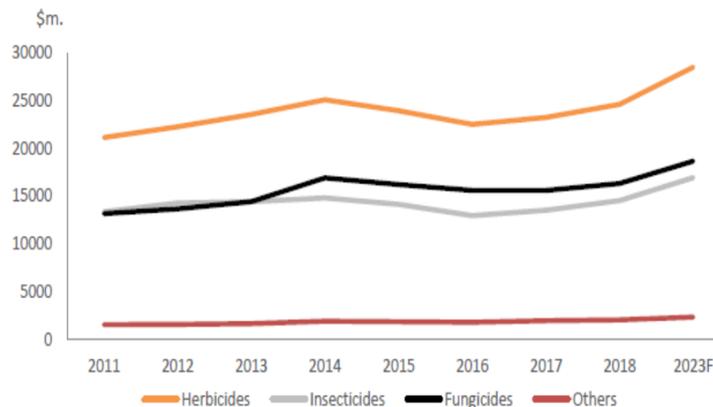
图表：2018年全球农药市场分地区结构



图表：2018年全球农药市场分农作物结构



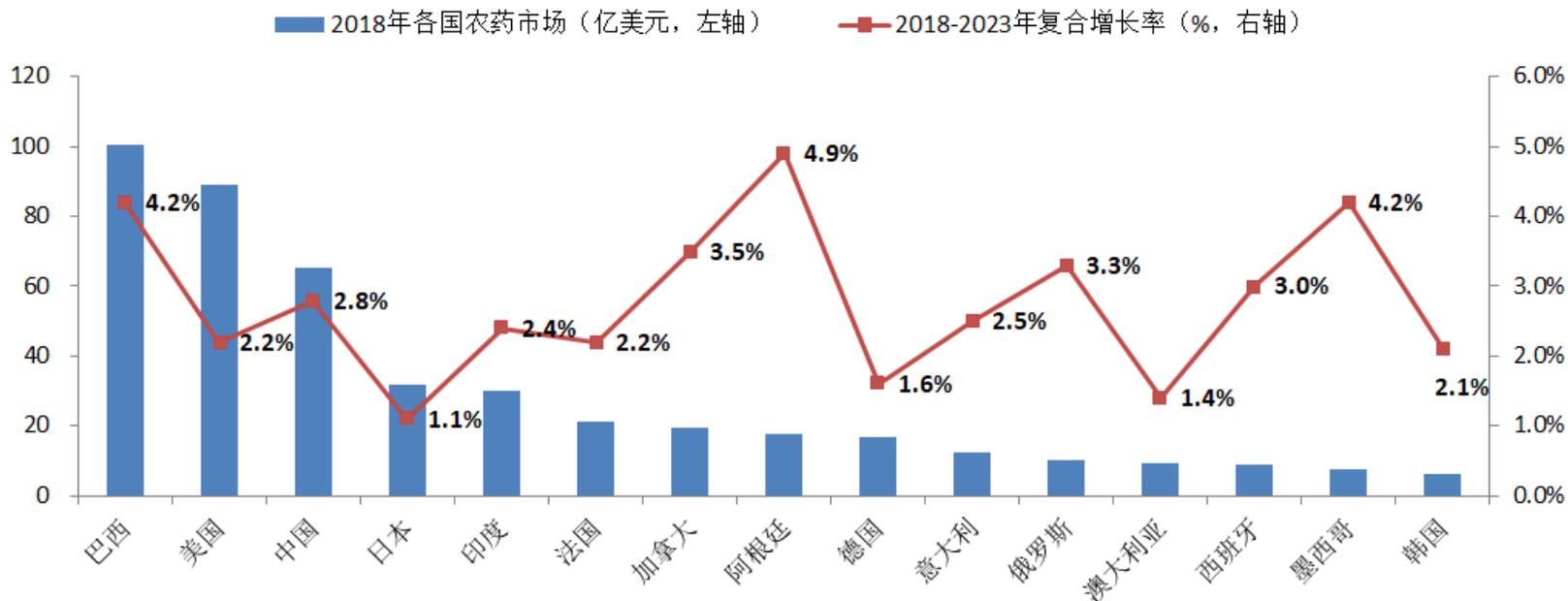
图表：全球农药市场分产品增速走势图



资料来源：Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

- **分国家：全球主要农药消费市场为巴西(17.46%)、美国(15.43%)、中国(11.32%)、日本(5.55%)、印度(5.22%)，TOP10国家占据总市场的70.28%。**
- **未来五年消费复合增速较快的国家主要是阿根廷(4.9%)、巴西(4.2%)、墨西哥(4.2%)、加拿大(3.5%)、西班牙(3%)、中国(2.8%)。**

图表：世界农药市场规模稳定增长



资料来源: Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

■ 二八原则

■ 2018年，占据全球农药市场超过5%的公司六家，分别为拜尔 (20.3%)、先正达 (18.1%)、巴斯夫(12.2%)、科迪华 (10.9%)、富美实 (7.4%)、安道麦 (6.3%)，CR6市占率为75.2%，CR10市占率高达91.5%。而2013年、2017年CR10分别为76.2%、84.8%。

■ 不到10%的主要企业瓜分全球90%以上的市场和利润。

图表：世界农药市场呈现二八原则

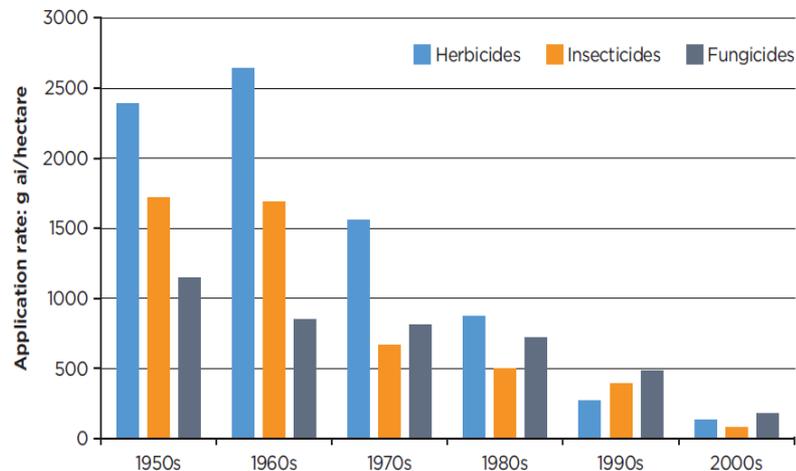
	Market Share				
	>15%	15% - 5%	5% - 1.0%	1.0% - 0.5%	<0.5%
Europe	Bayer	BASF		Sipcam Oxon	Isagro
	Syngenta			Belchim	
				Helm	
USA		DowDuPont	Albaugh	Gowan	
		FMC	Platform (Arysta)	Ambac	
Japan			Sumitomo Chemical	Ishihara	Hokko
				Kumiai	Agro Kanesho
				Nihon Nohyaku	SDS Biotech
				Nippon Soda	OAT Agrio
				Nissan Chemical	Nippon Kayaku
				Mitsui Chemicals	Kyoyu Agri
China			Red Sun Nutrichem Rainbow Chemical Fuhua Group Jiangsu Yangnong	Jiangsu Huifeng Agrochemical Wynca Sinochem Lier Chemical	
Other		Adama	Nufarm	Rotam	Rallis
			UPL		Sinon
					Excel
					Gharda
					FarmHannong

* Ranked by Headquarter Location and Global Market Share

资料来源：Phillips McDougall；备注：主要为生产商，未考虑贸易销售公司

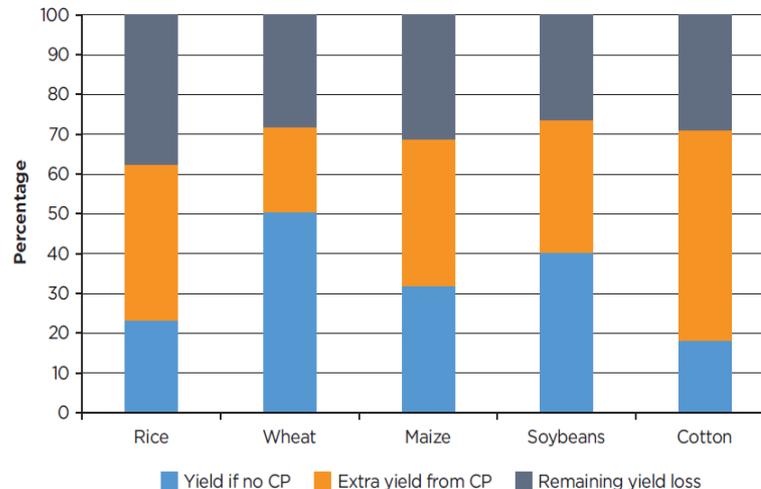
- **持续追求高效、低毒、环境友好的农药，降低施用量，提高产量。** 1950s每公顷有效成分施用量分别从1200g/ha(杀菌剂)、1700g/ha(杀虫剂)、2400g/ha(除草剂)降低至2000s新药的100g/ha(杀菌剂)、40g/ha(杀虫剂)、75g/ha(除草剂)，平均降幅高达95%。
- **监管机构定期审查产品，执行更高、更严格的标准，淘汰落后产品。**
- **欧盟：根据欧盟理事会91/414法令，许多产品都已经停止使用；新烟碱类农药被禁用；草甘膦几乎等同禁用，法国计划从2021年开始禁用**
- **美国：针对拜耳提起13000多件诉讼；针对麦草畏的投诉**

图表：平均每公顷有效成分施用率降低



资料来源: Phillips McDougall, Oerke, 太平洋证券研究院整理

图表：农作物保护有效提高产量

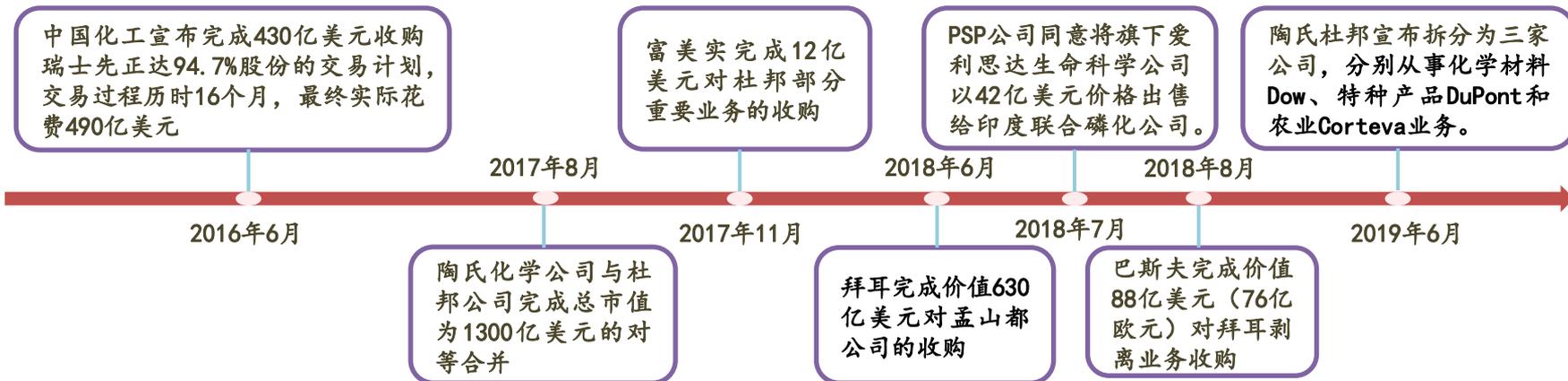


■ **龙头合并趋势明显，受制于反垄断法，预计未来有所放缓**

图表：世界农化巨头强强联合

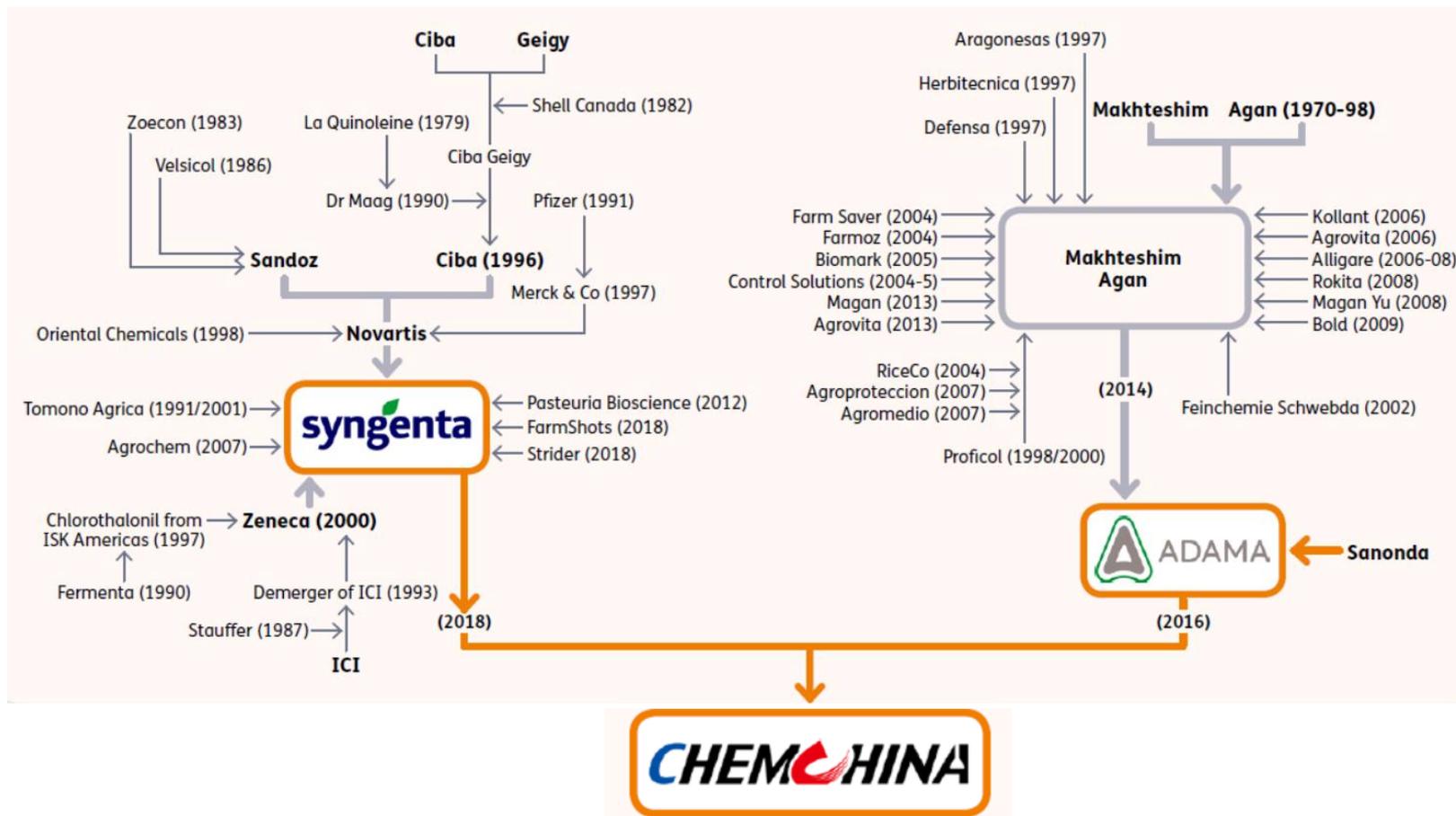


备注：重组后，巴斯夫收购了拜耳剥离的农药和种子业务；



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院整理

图表：中国化工集团收购收购农化巨头安道麦、先正达



资料来源：Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

- **龙头地位稳固，强者恒强**
- **CR6：2013年62.5%，2017年68.3%，2018年75.2%。**
- **CR10：2013年76.2%，2017年84.8%，2018年91.5%。**

图表：全球农化巨头

公司名称	销售额(亿美元)						增长率	
	2018年	2018市占率	2017	2017市占率	2013	2013市占率	2017-2018	2013-2018
Bayer拜尔	117.03	20.3%	91.03	16.8%	104.18	19.3%	28.6%	2.4%
Syngenta先正达	104.13	18.1%	97.39	17.9%	114.13	21.1%	6.9%	-1.8%
BASF巴斯夫	70.48	12.2%	64.21	11.8%	69.42	12.8%	9.8%	0.3%
Corteva AgriScience科迪华	62.94	10.9%	60.35	11.1%	n.a.	n.a.	4.3%	n.a.
FMC富美实	42.85	7.4%	25.31	4.7%	21.46	4.0%	69.3%	14.8%
Adama安道麦	36.17	6.3%	32.59	6.0%	28.76	5.3%	11.0%	4.7%
Sumitomo chemical住友化学	25.38	4.4%	24.92	4.6%	20.2	3.7%	1.8%	4.7%
Nufarm纽发姆	24.48	4.3%	23.79	4.4%	22.97	4.2%	2.9%	1.3%
UPL联合磷化物	23.57	4.1%	21.72	4.0%	16.07	3.0%	8.5%	8.0%
Arysta LifeScience	20.39	3.5%	18.97	3.5%	15.01	2.8%	7.5%	6.3%

资料来源：Phillips McDougall，太平洋证券研究院整理

1、全球农药市场稳定增长，强者恒强

1.1 农药产业链简介及特点

1.2 全球农药发展现状

1.2 全球农药发展趋势

➔ 2、我国农药大而不强，突围在路上

2.1 中国农药发展现状（总论、草甘膦、草铵膦、麦草畏）

2.2 中美贸易摩擦对农药行业影响

2.3 中国农药突围之路

3、行业投资情况及催化因素

4、投资建议

4.1 扬农化工

4.2 利民股份

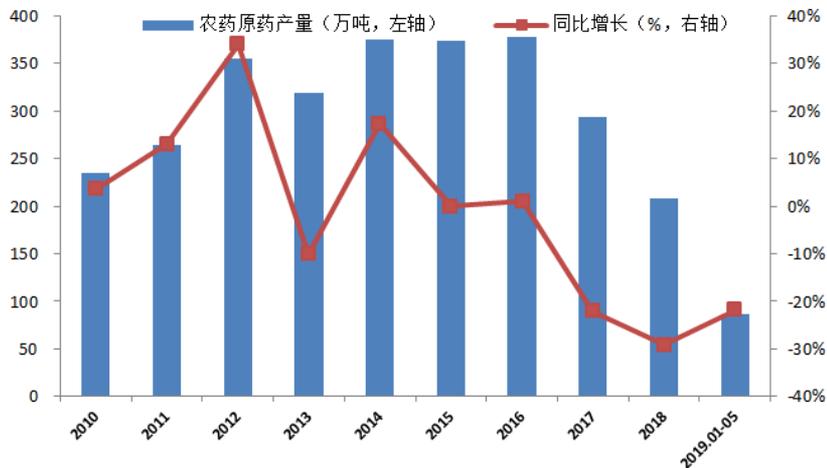
4.3 利尔化学

4.4 国光股份

5、风险提示

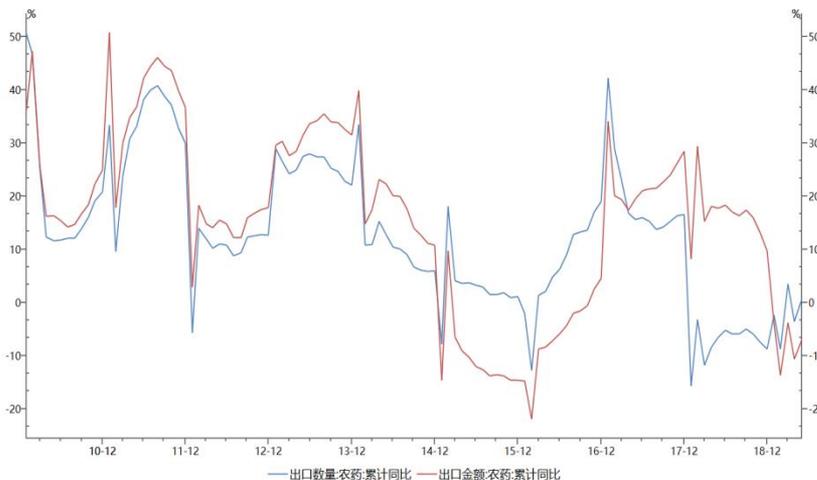
- 我国农药行业起步较晚，但发展迅速，产量从1983年的33万吨上升至2014-2016年的370万吨以上，**成为全球第一大农药生产国。**
- 截至2018年底，我国处于有效登记状态的农药有效成分达689个，产品41514个，其中大田用农药38920个，卫生用农药2594个。
- **2017年以来，受环保督察、企业限产等影响，我国农药产量呈下滑态势。**2018年农药原药产量208.3万吨，同比-29.3%（统计局-9.5%）；2019年1-5月份产量86.6万吨，同比-21.9%，持续下滑。2018年农药原药对外出口149万吨，同比-8.6%，对外出口比例71.5%；2019年1-5月份对外出口67万吨，同比+1.5%。对外出口比例77.4%。

图表：中国发展成为农药大国



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理；预计数据有修正

图表：中国农药进出口情况



- 在取得巨大成就的同时，我国农药行业小散乱问题突出，研发能力不足。
- 我国农药行业距离《农药工业“十三五”发展规划》和《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》制定的发展目标还有较大差距。根据规划，到2020年，我国农药原药企业数量减少30%，其中年销售额在50亿元以上的农药生产企业达到5个以上，年销售额在20亿元以上的企业达到30个以上，着力培育2-3个年销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。若不考虑收购的先正达、安道麦，目前本土最大农药企业销售规模仅60多亿元，2018年百强农药企业销售额入围门槛4.04亿元，同比提高4.26%。
- 据统计，在工信部核准有效期内的农药企业1870家，其中原药488家，制剂1,175家，卫生用药207家。在农业部有效农药登记证的企业2,213家，期中有原药755家、制剂1464家、卫生制剂250家。

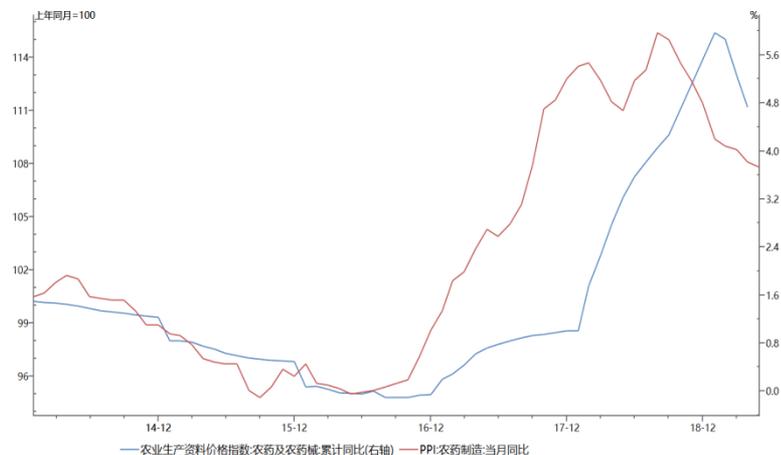
图表：我国农药行业距离十三五目标实现尚有差距

	2016年	2018年	2020年目标
农药企业数量	2000多家	2000多家（农业部有效登记证的2213家、工信部核准有效期内的1870家）	原药企业数量减少30%（农业部登记有效期的原药企业755家 工信部核准有效期的原药企业488家）
销售额20亿元以上企业	10个	20个	30个
销售额50亿元以上企业	0个	4个	5个
销售额100亿元以上企业	0个	0个	2-3个
全行业研发投入占销售收入的比例	<1%	1-2%	3%

资料来源：规划文件，太平洋证券研究院整理；2018年实际数据未考虑收购的安道麦和先正达

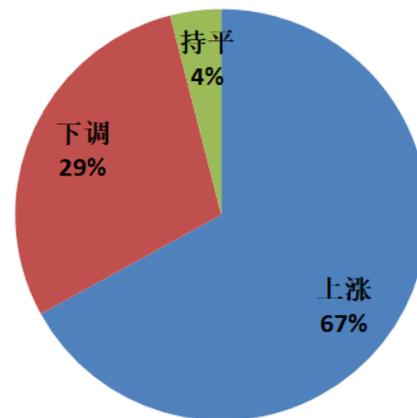
- 受益于环保去产能以及下游需求刚性，农药及器械价格指数2016年以来持续提高，2019年以来增速有所下滑。分析部分受油价下降及中美贸易冲突加征关税影响，需求下行，整体处于景气周期。
- 据统计，2018年108个原药品种价格，67%上涨、4%持平、29%下降。

图表：中国农药



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

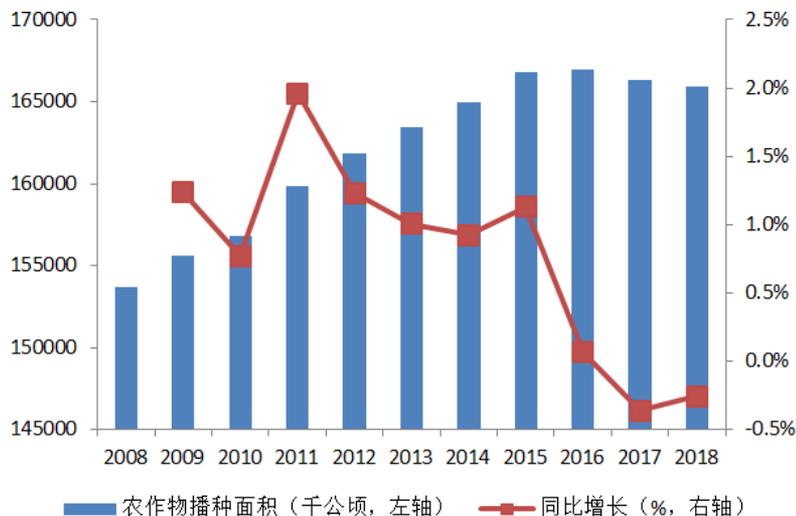
图表：2018年我国农药涨跌情况



资料来源：新闻报道，太平洋证券研究院整理

- 据统计，2018年我国农作物总播种面积1.659亿公顷，同比减少0.26%；2017年我国农垦系统耕地面积645.57万公顷（占比约4%），同比增加0.1%。
- 考虑农作物单位面积产量的提升，总体而言，我国农作物播种面积和耕地面积进入一个平台期。

图表：我国农作物总播种面积基本稳定



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

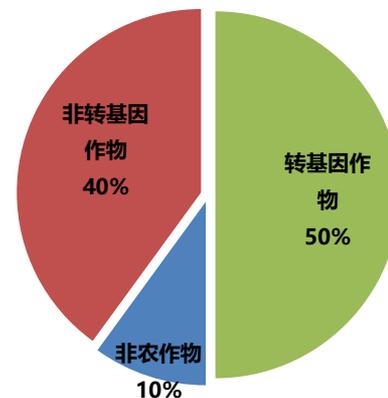
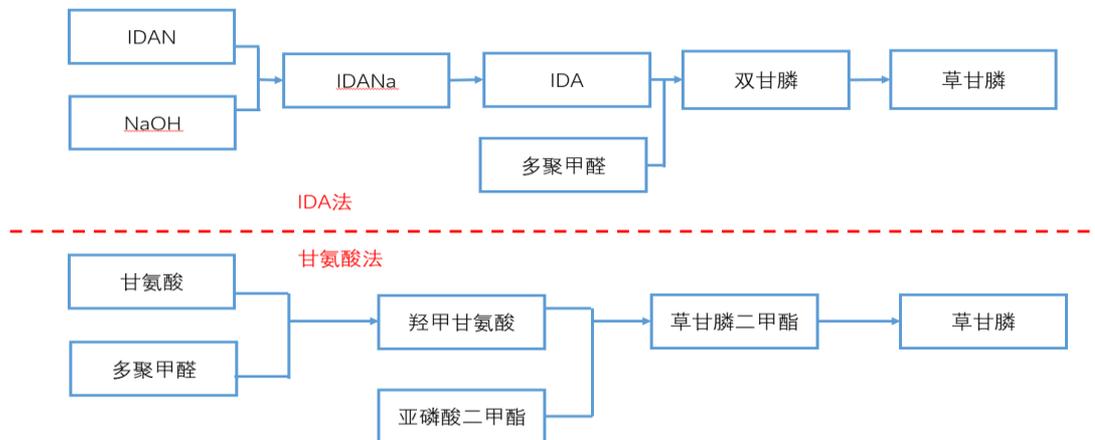
图表：我国农垦系统耕地面积基本稳定



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **草甘膦**：由美国孟山都公司开发，是一种非选择性、无残留灭生性除草剂，对多年生根杂草非常有效，广泛用于橡胶、桑、茶、果园及甘蔗地。
- 草甘膦主要有两种合成工艺：**(1) IDA 法**；**(2) 甘氨酸法**。**IDA法具有流程短、收率高、产品纯度好和污染少等优势。而国内采用甘氨酸法工艺的占比更高，原料相对易得，成本比IDA法低，但环保压力较大。**
- 全球转基因作物种植面积的80%-90%是耐草甘膦作物。随着全球转基因作物面积不断增加，作为第一大除草剂，草甘膦的使用量预计稳中有升。
- 对于近年来不断增加的抗药性影响，主要通过草甘膦的复配产品来解决抗药性问题。目前很多产品与草甘膦进行复配，其中有草甘膦与草铵膦、草甘膦与麦草畏的复配等。

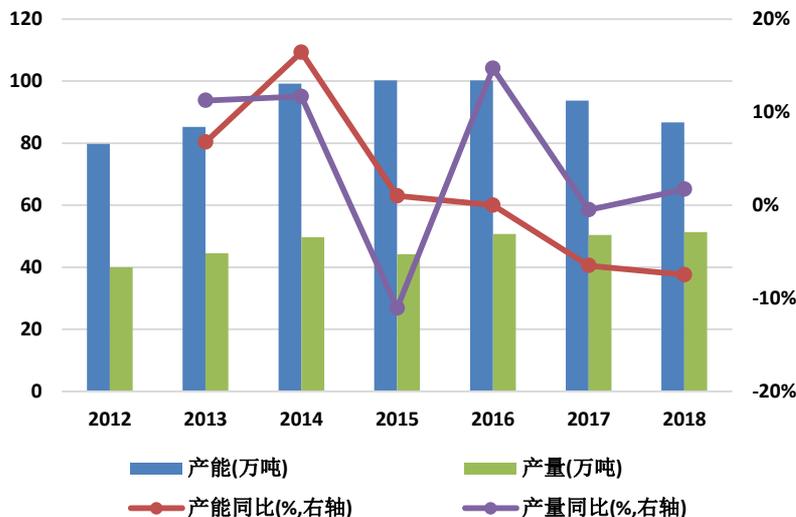
图表：草甘膦产业链



资料来源：世界农化网，卓创资讯，太平洋证券研究院整理

- 全球产能约120万吨，需求约80万吨，相对稳定，略增长
- **2018年国内草甘膦名义产能86.7万吨，同比-7%，主要是小产能陆续退出；产量51.3万吨，同比+2%，稳中有升，行业开工率59%，总体呈现过剩，但考虑小产能关停及正常检修，实际有效产能约70万吨。**
- 2015年后行业基本无新增产能，陆续退出13.5万吨产能。兴发集团收购内蒙古腾龙，四川福华通达18.03亿元接收中化国际转让的江山股份29.19%的股份，行业集中度不断提升。

图表：草甘膦产能及产量走势图



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

- **行业集中度提升：中国是全球第一大草甘膦生产、消费及出口国。国内3万吨规模以上企业产能68.2万吨，总产能占比78.7%；目前CR1、CR3、CR5产能占比分别为20.8%、43.8%、59.1%，实际市占率更高。**

图表：草甘膦主要生产企业及近期开工情况

公司	产能(万吨/年)	工艺路径	近期开工情况
兴发集团	18	甘氨酸法	开工正常，基本开满
乐山福华	12	甘氨酸法	开工正常，基本开满
新安化工	8	甘氨酸法	开工稳定
江山化工	7	甘氨酸法	开工稳定
江苏好收成	6.2	IDA法	开工稳定
广信农化	6	甘氨酸法	负荷低位
和邦生物	5	IDA法	6-7成负荷
许昌东方	3	甘氨酸法	检修
扬农化工	3	IDA法	开工稳定，基本开满
湖北沙隆达	2.5	IDA法	
捷马化工	2	IDA法	负荷低位
连云港立本	2	IDA法	
云南南磷	0.5		
合计	75.2		

资料来源：卓创资讯，百川盈孚，太平洋证券研究院整理

- **价格分析：2007-2008年，海外孟山都装置停产，草甘膦价格飙升至10万元/吨，随后孟山都复产、国内草甘膦产能释放，加上金融危机后油价下跌，草甘膦价格迅速回到2万元/吨水平；2012-2014年，草甘膦行业环保核查启动，中小企业停产，供给受限，价格再次上涨至4.5万元/吨以上，随后环保力度减弱，中小企业复产，叠加产能扩张以及油价暴跌，草甘膦价格再次下跌。**
- **目前草甘膦约2.4万元/吨，位于底部，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，价格有望修复。**

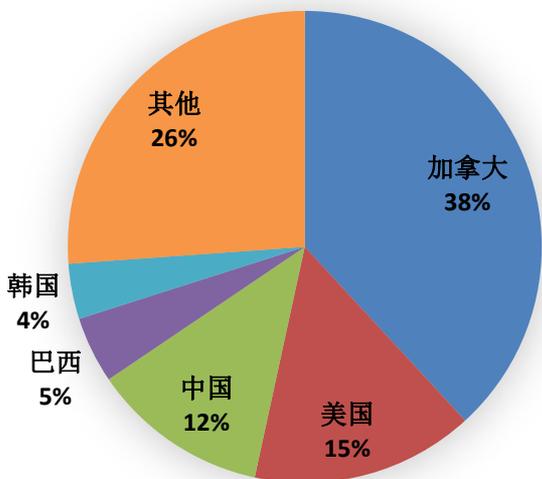
图表：草甘膦价格及价差走势图



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

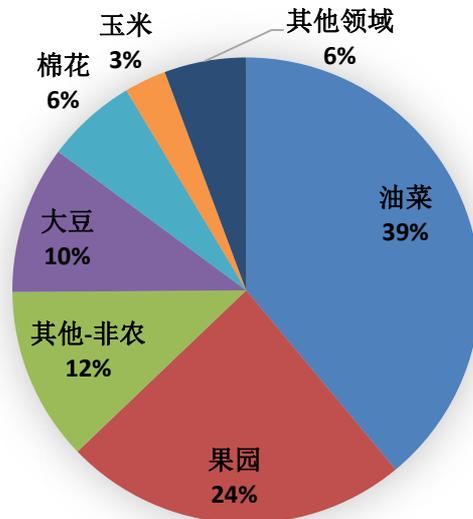
- **草铵膦**：属广谱触杀型除草剂，20世纪80年代由德国赫斯特公司(Hoechst,后归拜尔)开发，具有高效、广谱、低毒的优点。草铵膦内吸作用不强，与草甘膦杀根不同，草铵膦先杀叶，通过植物蒸腾作用可以在植物木质部进行传导，其速效性间于百草枯和草甘膦之间。
- **草铵膦主要三种合成工艺**：（1）拜耳Hoechst工艺；（2）格式-Strecker工艺；（3）改良版Strecker工艺。**由于生产工艺复杂，安全风险大，污染严重，具有一定技术壁垒。拜尔生产工艺总收率高达92%以上，格式法收率平均约40%。国内真正掌握草铵膦生产工艺的企业寥寥无几。**

图表：草铵膦全球消费结构



资料来源：CNKI，太平洋证券研究院整理

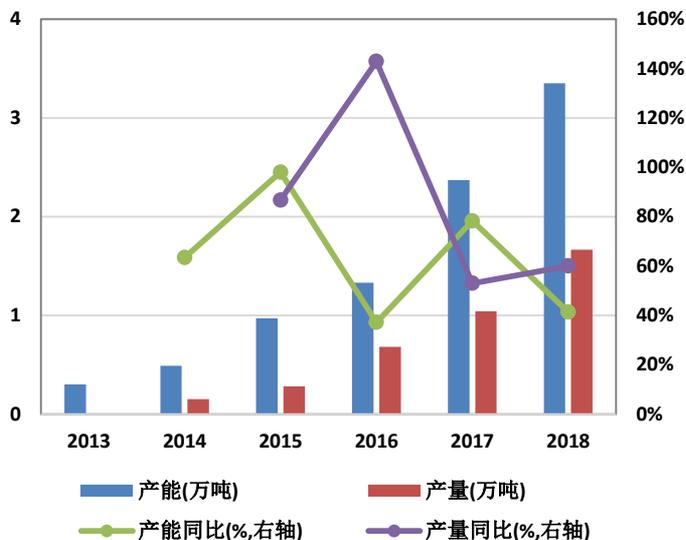
图表：草铵膦下游应用结构



资料来源：CNKI，太平洋证券研究院整理

- 草铵膦产能迅速扩展，2019年全球草铵膦名义产能5.11万吨，但有效产能约3.94万吨，需求预计2.8万吨。国外拜耳公司开工率较高，国内普遍较低。全球CR1、CR3、CR5有效产能占比分别为30.5%、79.7%、96.2%，中国本土总产能占比69.54%，实际市占率更高。
- 草铵膦扩产主要集中在**中国**，行业集中度进一步提高。考虑技术壁垒以及生产成本，预计部分企业投产进度低于预期。

图表：草铵膦产能产量走势图



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

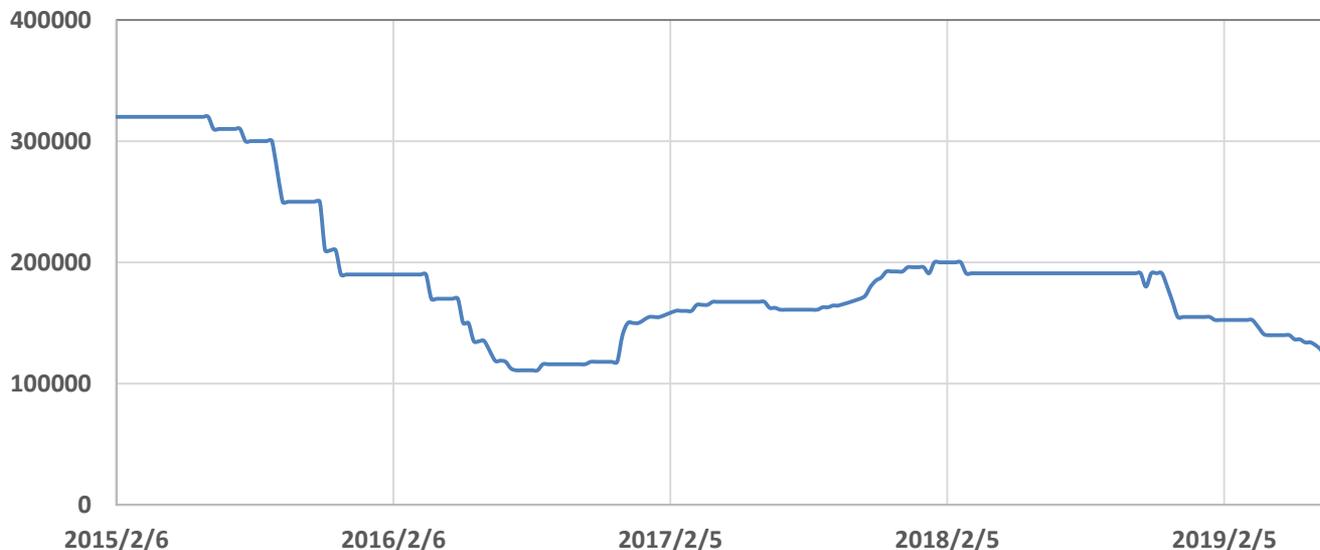
图表：草铵膦全球在产及规划产能一览表

公司	2018年产能(吨/年)	2019年产能(吨/年)	开工情况	2020年产能(吨/年)E
拜耳	12000	12000	正常	12000
利尔化学	8400	11400	正常	15400
永农生物	8000	8000	正常	8000
山东亿盛	3000	5000	正常	5000
石家庄瑞凯	1500	1500	正常	1500
威远生化	1500	1500	正常	1500
好收成韦恩	1800	1800	未出产品	1800
红太阳		3000	开工率低	3000
乐山福华	3000	3000	停车	3000
乐斯化学	1000	1000	停产	1000
江苏皇马	800	800	停产	800
内蒙古佳瑞米	600	600	未出产品	600
七洲绿色	500	500	开工率低	500
山东滨农	500	500	开工率低	500
常州农药	500	500	停车	500
名义产能	43100	51100		55100
有效产能	34400	39400		43400
规划产能	利尔化学1万吨、红太阳2万吨、长青股份3000吨			

资料来源：卓创资讯，公司资料，太平洋证券研究院整理

- **价格分析：2014年32万元/吨以上并且在全球范围内逐步放量。受到盈利性较好的刺激，国内众多企业纷纷上产，行业供给大幅增加。2016年1月，拜耳率先下调制剂价格，带动原药价格下跌至11万元/吨左右，部分企业在盈亏平衡线。2017年H2，在环保限产、百草枯禁用等因素催化下，草铵膦供不应求，叠加库存低位，价格上涨至2018年Q1的20万元/吨以上，随后供给增多、库存压力下，草铵膦价格缓慢下跌至17万元/吨。**
- **2019年以来，受外部因素影响，出口转弱，草铵膦价格持续下跌至11.5万/吨。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，未来有望修复。**

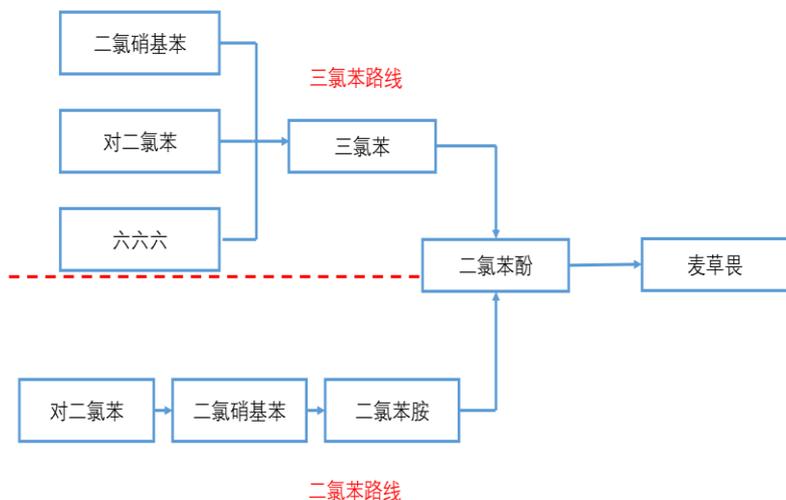
图表：草铵膦价格走势



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

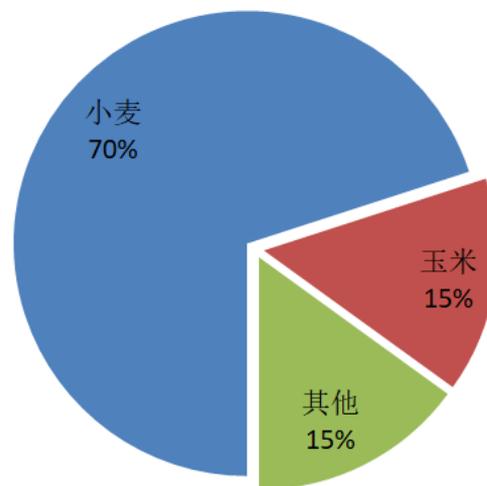
- **麦草畏：**属安息香酸系除草剂，于1961年由先正达开发，具有内吸传导作用，通过阻碍植物激素的正常活动，从而使其死亡，对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果。对小麦、玉米、谷子、水稻等禾本科作物比较安全，但大豆、玉米、棉花等阔叶作物对麦草畏极为敏感。
- **需求端有望爆发：**在2012年3月和2013年3月，孟山都先后推出了同时耐草甘膦、麦草畏的大豆和棉花，随着双抗转基因大豆在全球的推广，预计麦草畏需求持续增长。特别是美国推广超预期，Intacta2 Xtend@大豆种子预计2020年10月前在巴西上市。
- **风险：漂移问题**

图表：麦草畏生产工艺



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

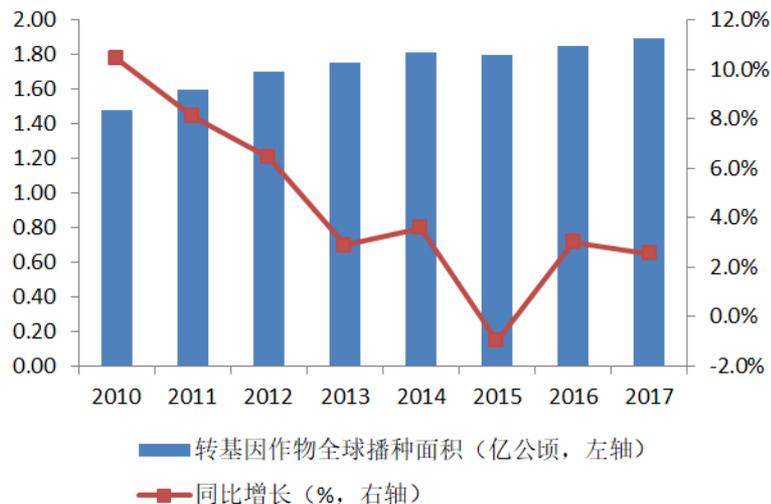
图表：麦草畏下游应用结构



资料来源：产业信息网，太平洋证券研究院整理

- **麦草畏供给端高度集中：2018年全球麦草畏产能4.37万吨，其中CR1、CR3、CR5产能占比分别为57.2%、87.0%、94.3%，中国本土产能占比74.83%(未计先正达)，实际市占率更高。全球需求量约3-3.5万吨。**
- **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%，存在一定供给压力。**

图表：全球转基因作物面积缓慢增长



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

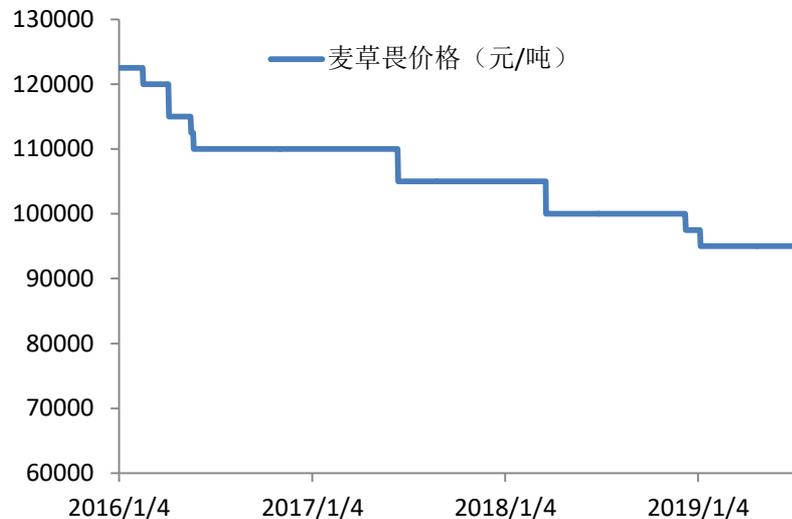
图表：麦草畏全球在产及规划产能一览表

国家	公司	产能 (吨/年)
中国	扬农化工	25000
	长青股份	5000
	升华拜克	1200
	嘉隆化工	1000
	江苏好收成韦恩农化	500
瑞士	先正达 (中国化工收购)	2000
德国	巴斯夫	8000
印度	GHARDA	1000
	合计	43700
公司	在建及规划新增产能 (吨/年)	
中农联合	预计增加2000吨, 计划2020年Q1完成	
长青股份	扩产6000吨, 已通过环评	
孟山都	投资9.75亿美元在美国路易斯安娜扩建, 新增15000吨产能, 2019年完工	
巴斯夫	投资2.7亿美金扩建5000吨产能	
合计	28000吨	

资料来源: 公司公告, 网络资料, 太平洋证券研究院整理

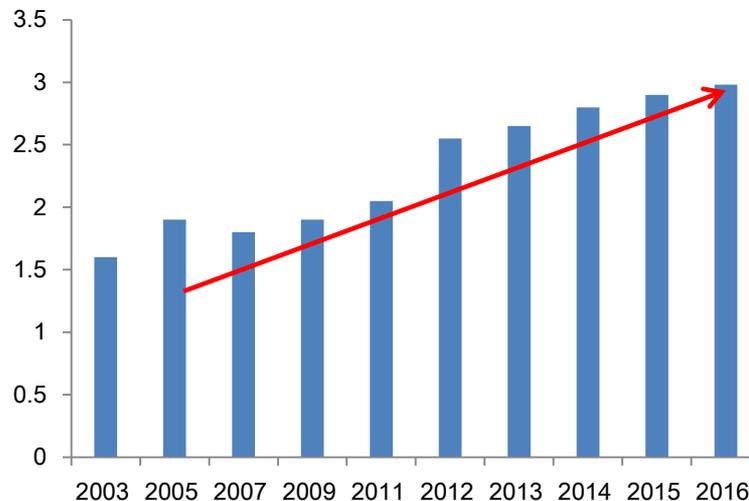
- 麦草畏价格分析：近年来，由于供给增加，需求增速较慢，麦草畏价格处于磨底阶段。
- 未来价格走势取决于行业扩产实际进度，以及转基因作物实际推广情况。

图表：麦草畏价格处于底部



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

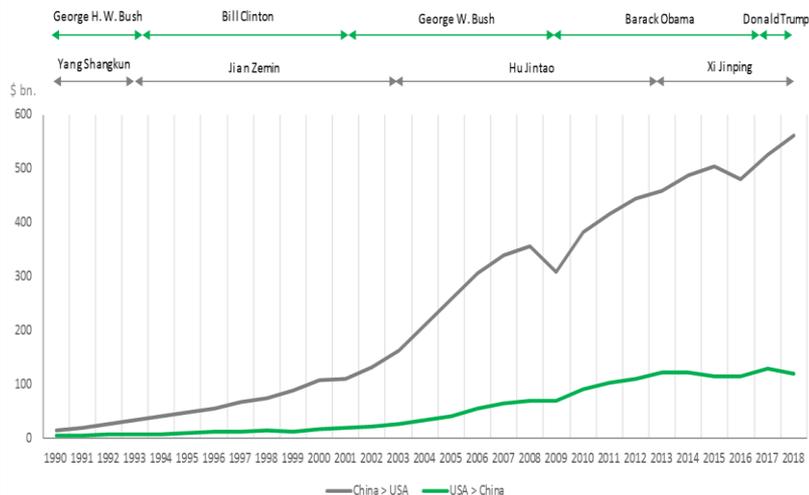
图表：麦草畏全球销售额（亿美元）



资料来源：产业信息网，太平洋证券研究院整理

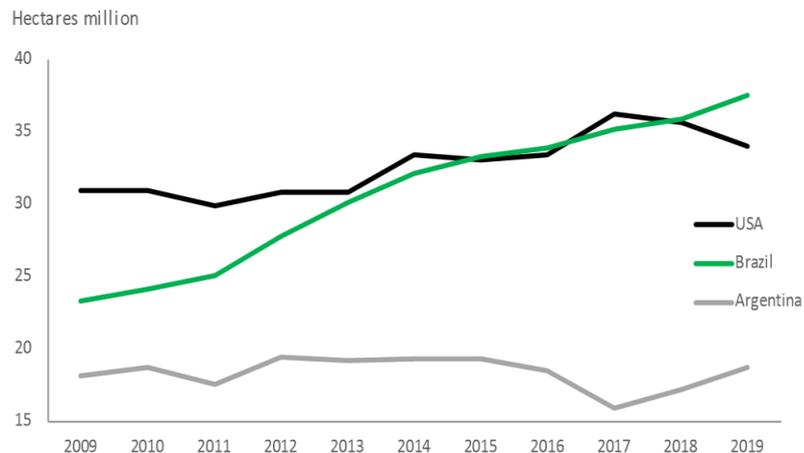
- 2017年，中国自美国进口农产品241亿美元(占比19.2%)，其中大豆139.5亿美元(58%)、畜产品29.2亿美元和谷物15.1亿美元。中美贸易冲突后，2018年，中国从美国进口1664万吨大豆，同比减少49%；1-4月份同比减少70.6%。
- 2019年，美国(-4.7%)大豆种植面积下降，可能会导致农药用量下降，但巴西(4.7%)和阿根廷(9.0%)预计增加，替代美国市场。
- 2018年我国农药出口80.7亿美元，其中对美出口13.1亿美元，目前列入加征关税清单的农药产品约3亿美元。短期看，预计出口数据较差。但由于各国对农药行业普遍采用严格的登记制度，导致转口贸易、更改供应商都面临较大的障碍。全球农药产业链分工格局已形成，2-3年内中国原药市场难以完全被替代，美国将草甘膦、草铵膦、麦草畏移出2000亿美元加征关税清单即证明。

图表：中美贸易走势图



资料来源：Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

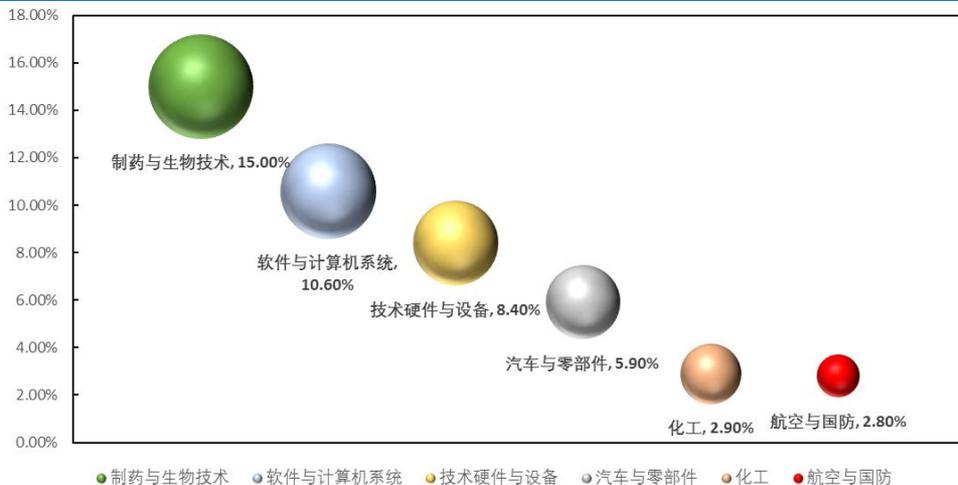
图表：美国、巴西、阿根廷大豆种植面积走势图



资料来源：Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

- **挑战:**
- 2015年2月17日, 农业部下发《到2020年农药使用量零增长行动方案》《到2020年化肥使用量零增长行动方案》
- 登记制度调整, 更严格, 产品更新换代
- 农药行业“小散乱”问题依然突出, 环境危害大
- **原创药、制剂发展不足, 多为仿制、中间体及原料加工厂, 处于利润分配末端**

图表: 植保行业研发高投入



注: 本图数据涉及排名前2500以内的各家公司, 其中在欧盟注册的有590家、日本356家、美国837家、中国327家以及世界其他地区390家; 排名依据其全球研发投入总额 (研发投入超过2100万欧元)

资料来源: Phillips McDougall, 太平洋证券研究院整理

- **突围：**
- 减量增效环保，加快原创研发、仿制能力的提升，新产品推出
- 加快行业整合、落后产能淘汰
- 做大做强，一体化发展

1、全球农药市场稳定增长，强者恒强

1.1 农药产业链简介及特点

1.2 全球农药发展现状

1.2 全球农药发展趋势

2、我国农药大而不强，突围在路上

2.1 中国农药发展现状（总论、草甘膦、草铵膦、麦草畏）

2.2 中美贸易摩擦对农药行业影响

2.3 中国农药突围之路



3、行业投资情况及催化因素

4、投资建议

4.1 扬农化工

4.2 利民股份

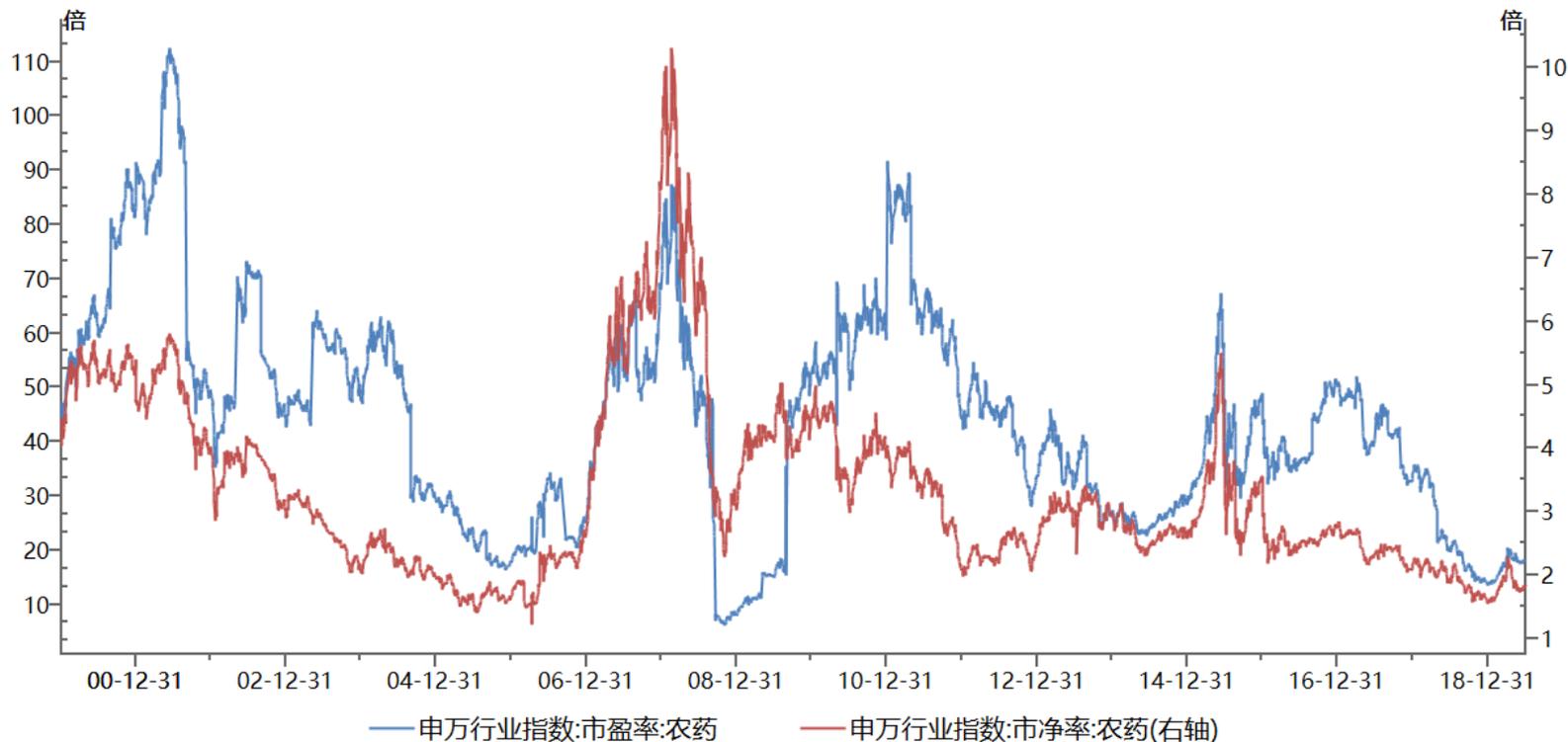
4.3 利尔化学

4.4 国光股份

5、风险提示

- 截至2019年7月9日，申万农药行业PE 21.44，PB 1.89，均处于十年低位水平（平均 PE 40.65，PB 2.89）。

图表：农药行业估值低位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- 2015年以来，环保高压常态化，农药为高污染行业，受影响严重。根据规划，2020年，我国力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国原药企业总数的80%以上。2019年，3.21响水特别重大事故之后，化工及农药大省江苏出台《江苏省化工行业整治提升方案》，各项要求进一步提升。

➤ 第一轮环保督察，立案侦查2303件，罚款24.6亿元，拘留2264人。“回头看”曝光典型案例125个。

➤ 2019年将启动第二轮环保督察，至2021年结束，2022年开展“回头看”，督察范围进一步扩大。

图表：中国第二轮中央生态环保督察启动在即

● 试点 2015年底 ● 第一批 2016.7.12-8.19 ● 第二批 2016.11.24-12.30
● 第三批 2017.4.24-5.28 ● 第四批 2017.8.7-9.15

■ 第一批“回头看” 2018.5.30-7.7 ■ 第二批“回头看” 2018.10.30-12.6
力争4年实现督察全覆盖及“回头看”

● 2019-2021年，用3年左右时间完成第二轮例行督察

● 2022年，开展督察“回头看”

督察范围进一步扩大，手段不断创新

- 除31省（区、市）外，将对有关部门以及中央企业开展督察
- 创新督察手段，加大卫星遥感、无人机、大数据等技术应用
- 建立中央生态环保督察信息化系统，提高督察效率

第二轮督察还将继续盯住首轮督察和“回头看”问题整改情况，盯住不放，咬住不放，不解决问题绝不松手。

资料来源：生态环境部，太平洋证券研究院整理

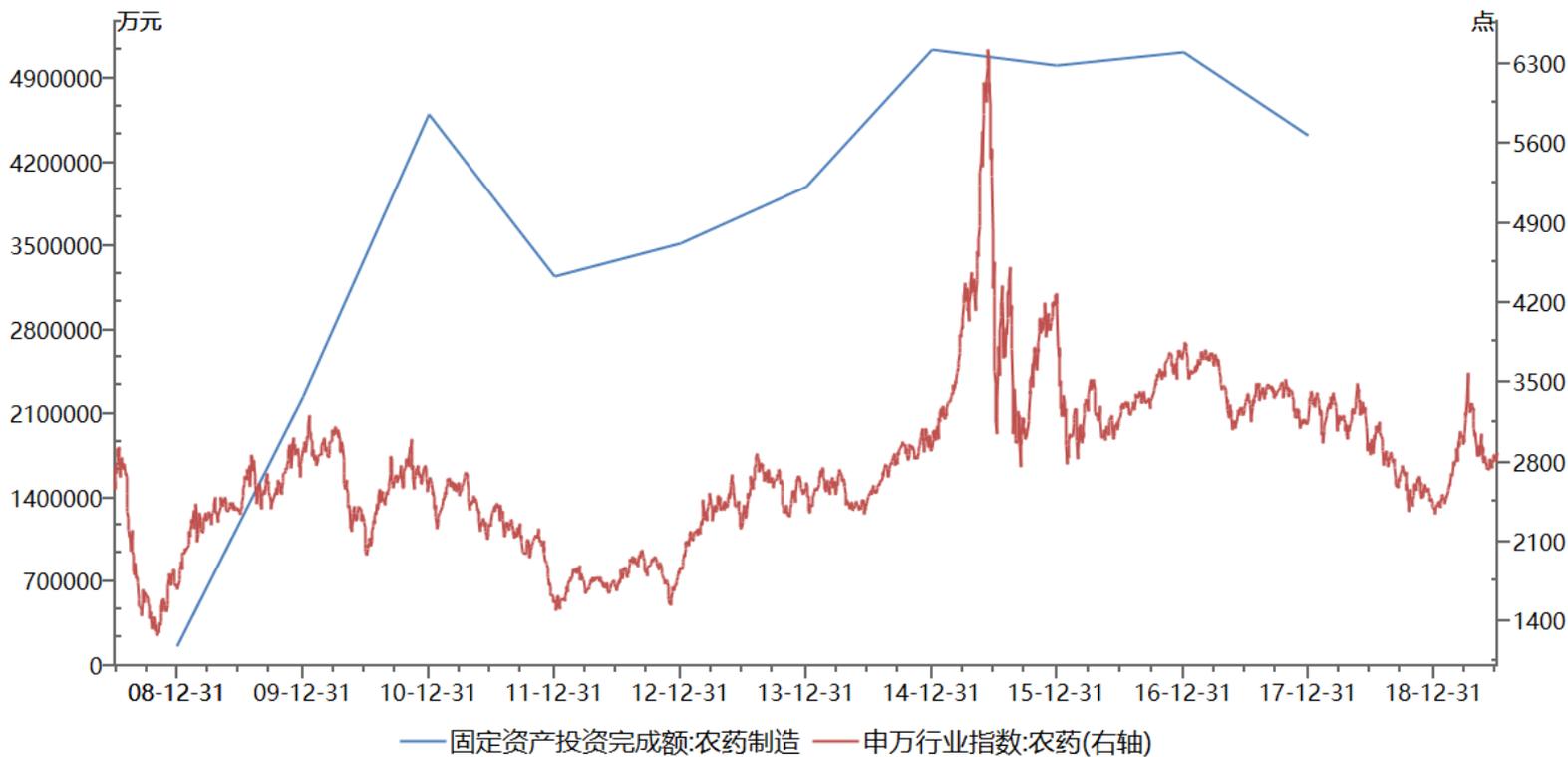
图表：中国第一轮中央生态环保督察



资料来源：生态环境部，太平洋证券研究院整理

- 由于行业壁垒的增高（技术、园区、环保、投资），农药制造固定资产投资呈现稳中有降的趋势，不再是无序扩张，扩产主要集中在行业优秀企业。**2017年农药制造固定资产投资443.48亿元，同比下降13.48%。**

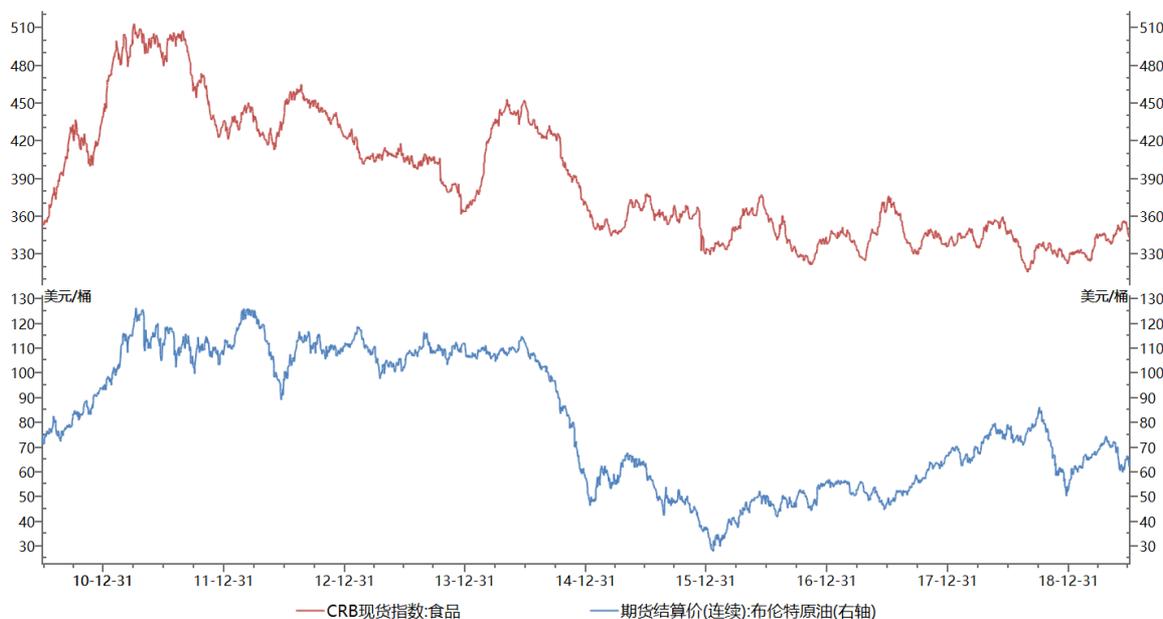
图表：中国农药



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **农产品价格与油价正相关，主要由于成本驱动，包括农资、农药、化肥、运输成本等。**
- **油价：全球原油供应能力充足(减产本身就已说明)，特定条件下供需弱平衡，产油国之间的博弈可轻易改变价格走向。当前美国主导的美国优先、逆全球化背景之下，地缘政治波动加剧，原油金融和政治属性提高，判断走势难度加大。展望未来，我们维持前期判断，当前决定油价的核心因素依然为供给侧，从产油国的利益出发，油价上涨符合产油国利益，对于寡头市场，具备上涨动力，对于油价不必过于悲观。特别要警惕2年后，美国转变为原油净出口国之后，国际油价走势。预计2019年Brent油价中枢在60-75美元/桶。**

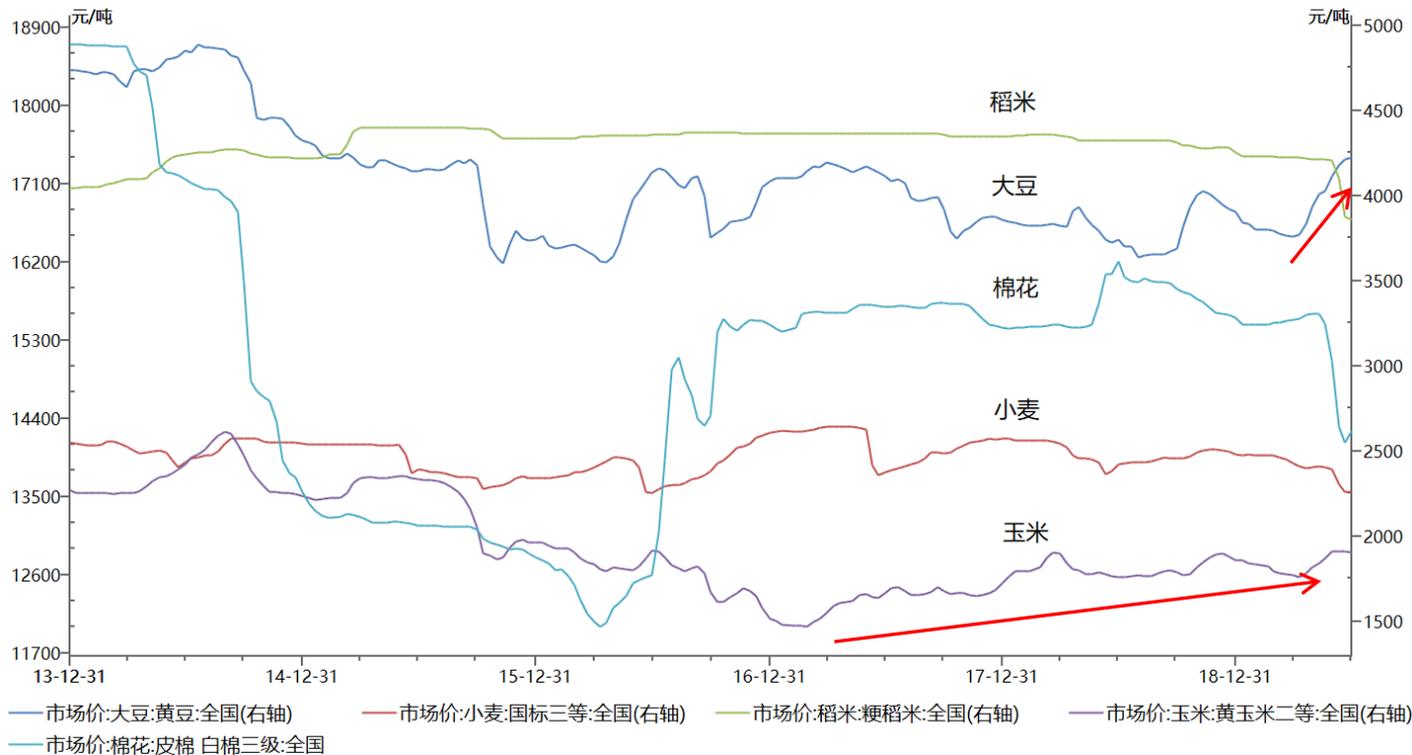
图表：食品价格指数与油价一定程度正相关



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- 2000-2011年，除了2008年金融危机时短期下跌，CRB食品指数经历十年牛市。2011年至今，农产品经历八年多的慢熊，近期受益全球流动性宽松预期，中美贸易战等因素影响，大豆、玉米表现强势，底部回升态势明显。

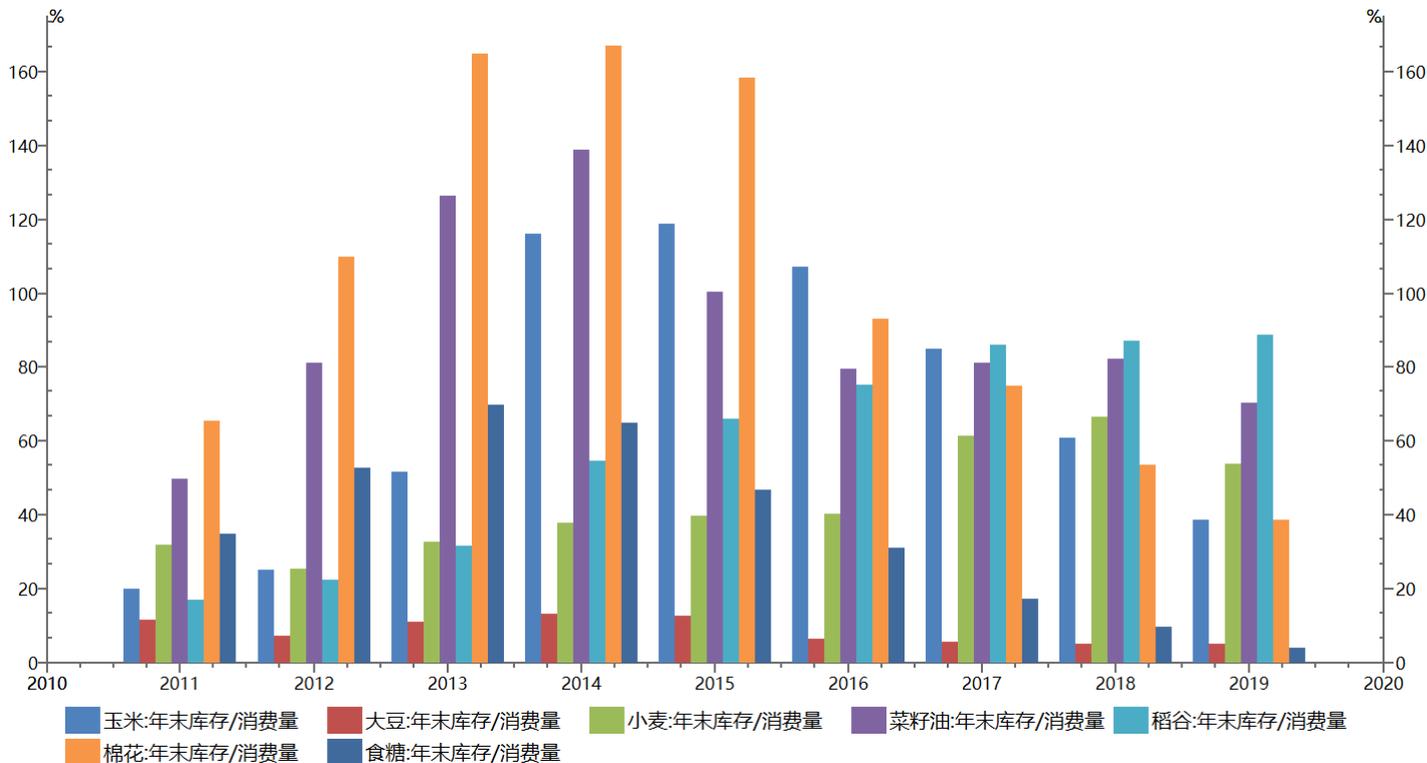
图表：大豆、玉米表现强势



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

- **大部分农产品库消比接近历史低位：**2019年玉米(38.73%vs63.79%)、大豆(5.10%vs9.15%)、棉花(38.50%vs95.50%)、食糖(4%vs34.39%)、菜籽油(70.42%vs84.95%)的库消比明显小于近十年均值，小麦(53.87%vs43.85%)、稻谷(88.70%vs54.89%)的库消比高于近十年均值，近期受抛储影响，价格有所下降。

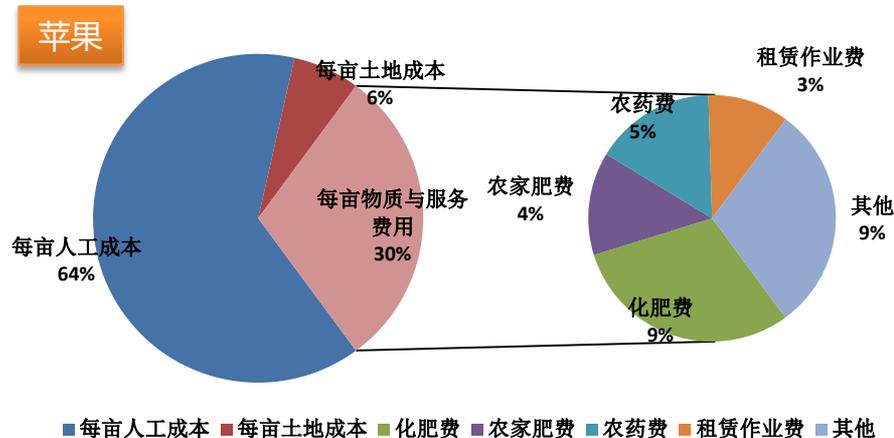
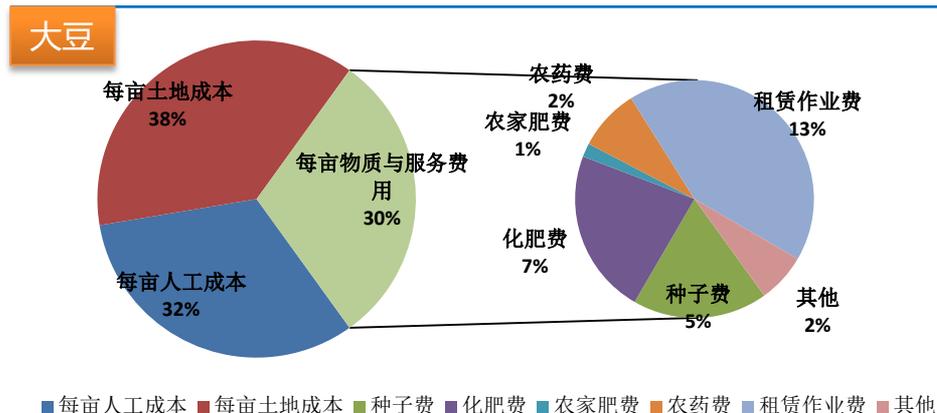
图表：大部分农产品库消比接近历史低位



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

- 总体而言，农药在农作物总成本中占比较小，对价格不敏感，但必不可少。其中农药在经济作物中的投入(5%)明显高于大田作物(2%)。
- 大豆：每亩生产总成本中，人工成本(32%)、土地成本(38%)和物质与服务费用(30%)三者比例相当。物质与服务费用细分类别下，主要为租赁作业费(13%)、化肥费(7%)、种子费(5%)、农药费(2%)。
- 苹果：每亩生产总成本中，人工成本所占比例最大(64%)，其次是物质与服务费用(30%)，土地成本占比最小(6%)。物质与服务费用细分类别下，化肥费(9%)、农药费(5%)占总成本比例较高。

图表：大豆和平哥种植成本结构图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **病虫害的发生直接利好植保，一方面促进销量，另一方面造成农产品供给减少，推高农产品价格进而催化农化产品上涨。**
- **草地贪夜蛾在《2017年世界植物现状报告》被国际农业和生物科学中心CABI评为世界十大植物害虫。受害后一般减产20%-30%，严重时造成绝收。2019年1月，草地贪夜蛾从缅甸入侵到中国云南、广西等地区。据报道，4月发生面积7万亩左右，5月已达100万亩以上，7月已在19个省份的1000多个县被发现，发生面积约500万亩，蔓延迅速。**
- **农业农村部推进落实全国草地贪夜蛾防控工作。**

图表：草地贪夜蛾蔓延迅速，危害大



资料来源：网络资料，太平洋证券研究院整理

1、全球农药市场稳定增长，强者恒强

1.1 农药产业链简介及特点

1.2 全球农药发展现状

1.2 全球农药发展趋势

2、我国农药大而不强，突围在路上

2.1 中国农药发展现状（总论、草甘膦、草铵膦、麦草畏）

2.2 中美贸易摩擦对农药行业影响

2.3 中国农药突围之路

3、行业投资情况及催化因素



4、投资建议

4.1 扬农化工

4.2 利民股份

4.3 利尔化学

4.4 国光股份

5、风险提示

- 尽管2019年以来，农药价格指数持续下滑，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，叠加需求侧农产品价格上涨，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%)，优嘉公司多个新项目稳步推进，总投资达27亿元，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，受益主产品景气周期，业绩高增长，维持“买入”。
- 利尔化学：草铵膦龙头，业绩短期承压，看好未来价格修复，同时一系列在建项目陆续投放，助力成长，Q1在建工程11亿元以上，维持“买入”。
- 国光股份：植物生长调节剂龙头，募投项目2019年Q4逐步投产，给与“买入”。

图表：重点推荐公司盈利预测及估值

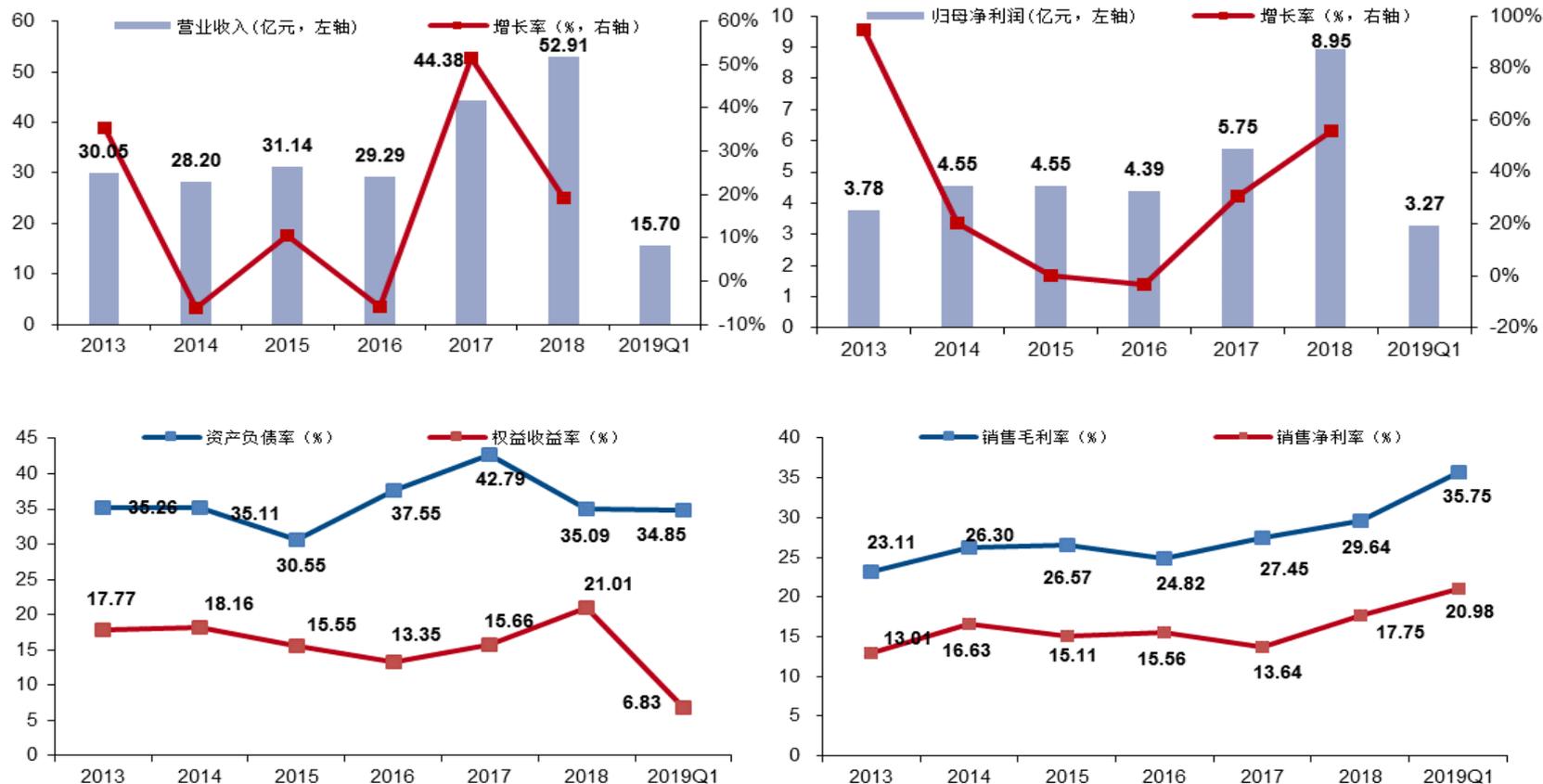
公司简称	股价	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
扬农化工	54.98	170.38	8.95	10.59	11.80	13.58	2.89	3.42	3.81	4.38	19.03	16.09	14.44	12.55
利民股份	16.00	45.36	2.06	3.84	5.35	6.70	0.73	1.35	1.89	2.36	22.01	11.83	8.47	6.77
利尔化学	13.33	69.90	5.78	3.84	5.57	6.25	1.10	0.73	1.06	1.19	12.10	18.20	12.55	11.18
国光股份	11.53	42.99	2.35	2.04	2.46	2.8	0.63	0.55	0.66	0.75	18.33	21.07	17.48	15.35

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；日期：2019年7月11日

- **扬农化工：从原药龙头走向制剂上下游一体化，打造中国本土农药标杆**
- **研发实力雄厚，中国农药行业领军企业**
- 公司多年来深耕农药行业，坚持仿创结合的技术创新战略，研发实力雄厚，主营杀虫剂(拟除虫菊酯)、除草剂(草甘膦、麦草畏)和杀菌剂(氟啶胺)生产销售，拥有年产能麦草畏2.5万吨、草甘膦3万吨、卫生菊酯2600吨、农用菊酯5500吨、氟啶胺600吨、抗倒酯600吨等。其中麦草畏、菊酯双龙头，市占率全球第一(57%和34%)。受益环保高压常态化，落后产能淘汰，行业集中度提高，叠加农药需求偏刚性，行业景气提升，公司2018年实现归母净利润8.95亿元，同比+55.73%；2019年Q1实现归母净利润3.27亿元，同比+19.43%。
- **新项目稳步推进，做大做强**
- 内生方面：（1）**公司优嘉二期剩余项目已陆续投产，优嘉三期顺利推进。**该项目计划投资20.22亿元，拟建11475吨/年杀虫剂（含拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶胺）、1000吨/年除草剂、3000吨/年杀菌剂、2500吨/年吨氯代苯乙酮和37384吨/年其他副产品。项目建成投产后，预计年均营业收入为15.41亿元，总投资收益率18.40%，项目投资财务内部收益率(所得税后)18.08%。（2）**优嘉公司计划投资4.3亿元，建设3,800吨/年联苯菊酯、1,000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯和200吨/年轻哌酯农药。**项目建成投产后，预计年均营业收入为10.23亿元，总投资收益率29.75%，项目投资财务内部收益率(所得税后)21.63%。（3）**优嘉公司计划投资2.02亿元建设32,600吨/年农药制剂项目，投资0.51亿元建设码头及仓储工程项目。**农药制剂项目建成投产后，预计可实现年均营业收入6.25亿元，项目总投资收益率为36%。

- **扬农化工：从原药龙头走向制剂上下游一体化，打造中国本土农药标杆**
- **资产整合，向制剂发展，扩大协同效应**
- 公司拟以约9.13亿元现金购买中化作物100%股权和农研公司100%股权，对应购买静态市盈率10.18倍，PB 1.8倍。业绩承诺，2019-21年实现归母扣非净利润合计不低于29685.94万元，对应市盈率9.22倍。农研公司拥有目前国内较为完善的新农药创制体系，其创制的氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈系列产品在国内具有较高知名度和影响力。中化作物主要包括沈阳科创和南通科技两大生产基地。其中沈阳科创主要从事米斯通、咪草烟和吡蚜酮等原药的生产与销售。**通过整合农研公司研发资源，中化作物子公司的生产和全球销售网络资源，形成研、产、销一体化的更为完善的产业链，充分发挥协同效应，扩大市场份额，做大做强。同时，公司将发展成为中化国际内农研业务和管理的一体化平台。**
- **盈利预测与评级**
- 暂不考虑购买资产并表影响，预计公司2019-2021年归母净利分别为10.59亿元、11.80亿元、13.58亿元，对应EPS 3.42元、3.81元、4.38元，PE 16.1X、14.4X、12.6X。考虑公司为优质农药龙头，环保、园区、技术优势明显，打造国内农化标杆企业，维持“买入”评级。

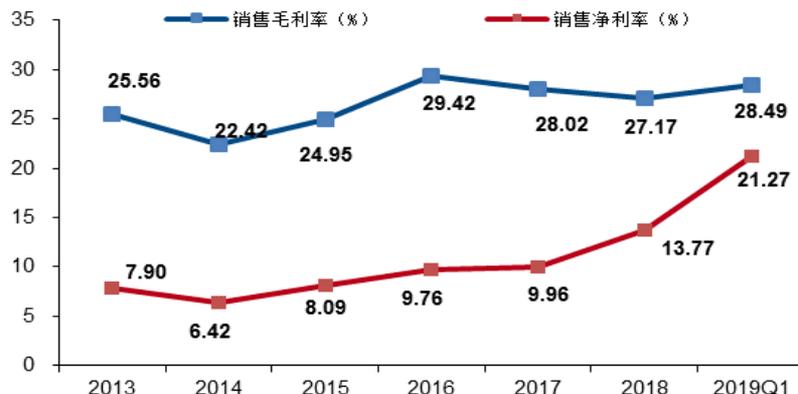
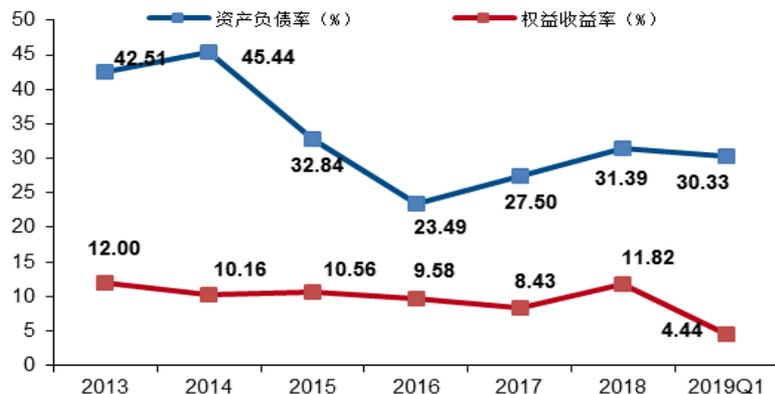
图表：扬农化工主要财务数据一览



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **利民股份：杀菌剂隐形冠军，并购威远实现跨越发展**
- **杀菌剂隐形冠军，行业持续景气**
- 公司是国内杀菌剂龙头，主要产品包括代森系、百菌清等。目前拥有代森系杀菌剂产能达5万吨，其中**代森锰锌产能4.5万吨，国内龙头、全球第二**。核心参股公司新河化工具备**百菌清产能3万吨，位居全球第一**，产能占比49%。主要产品维持高景气，代森锰锌价格基本维持2万元/吨，主要原料乙二胺自18年中期至今降幅达40%，硝磺草酮受响水爆炸影响，价格由去年初16万/吨持续涨至目前26万/吨。**公司预计2019H1实现归母净利润1.96-2.06亿元，同比增长90%-100%**；对应Q2净利为1.13-1.23亿元，同比增长155%-179%。
- **新产能陆续投放**
- 新河1万吨百菌清已于2018年底投产；新增1万吨代森锰锌于近期投产；500吨苯醚甲环唑预计2019年Q4投产，硝磺草酮供应极度紧张，2019年开始产能将由1000吨逐步扩至3000吨；欧洲葡萄用杀菌剂三乙磷酸铝产能将由5000吨扩至1.2万吨。
- **并表威远后，巩固行业优势**
- 公司19年5月底已对威远完成并表，威远为国内阿维菌素、草铵膦、啮菌酯优势企业，二者强强联合将带来显著协同效应。标的公司2019-2021年业绩承诺分别为1.0、1.1、1.2亿元。
- **盈利预测与评级**
- 预计公司19-20年净利分别为3.84亿元、5.35亿元、6.7亿元，EPS为1.35元、1.89元、2.36元，PE为11.8X、8.5X、6.8X。考虑公司为杀菌剂龙头，新增产能陆续投放，并购威远实现跨越发展，维持“买入”评级。

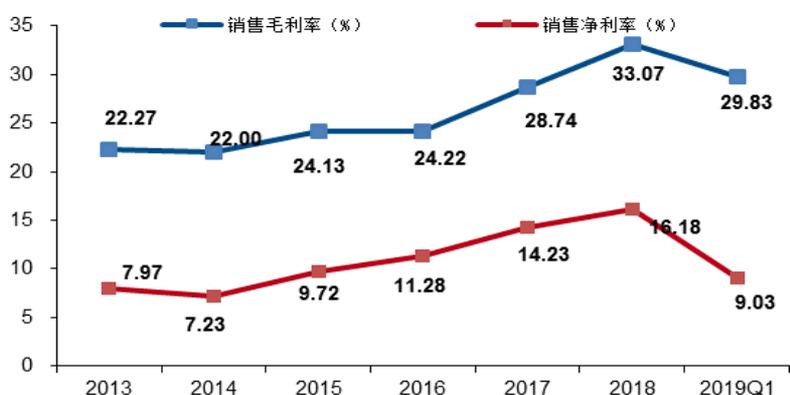
图表：利民股份主要财务数据一览



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **利尔化学：业绩短期承压，看好公司中长期发展**
- **草铵膦龙头，价格有望修复**
- 公司产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共40余种原药、100余种制剂以及部分化工中间体。掌握草铵膦生产技术，现有产能11400吨，全球第二，其中绵阳基地草铵膦产能8400吨，广安基地在建1万吨草铵膦，3000吨已投产，产能即将全球第一。尽管草铵膦名义产能较多，但全球长期稳定生产企业预计六家，行业集中度高。2019年以来，受外部因素影响，出口转弱，草铵膦价格持续下跌至11.5万元/吨，历史低位水平。考虑下游需求回暖，同时企业成本支撑，价格有望修复。
- **一系列并购布局及在建项目，助力成长**
- 2017年9月，公司成为湖南比德生化第一大股东，持股45%。2018年3月、10月，公司持续向赛科化工增资，成为控股股东，持股51%。2018年10月，公司成为江油启明星氯碱控股股东，持股65.77%。进一步保障公司原料安全，并丰富产品布局。
- 除了草铵膦，公司在建1000吨氟环唑项目、1000吨丙炔氟草胺项目，据公司测算，两个项目投产后预计贡献营收6.7亿元，净利润1.2亿元。3.21响水事件后，氟环唑和丙炔氟草胺价格大幅上涨，若以目前价格计算，项目盈利将大幅提升。
- **盈利预测与评级**
- 预计公司2019-2021年归母净利分别为3.84亿元、5.57亿元、6.25亿元，对应EPS 0.73元、1.06元、1.19元，PE 18.2X、12.6X、11.2X。考虑公司为草铵膦龙头，研发能力强，布局新项目助力成长，维持“买入”评级。

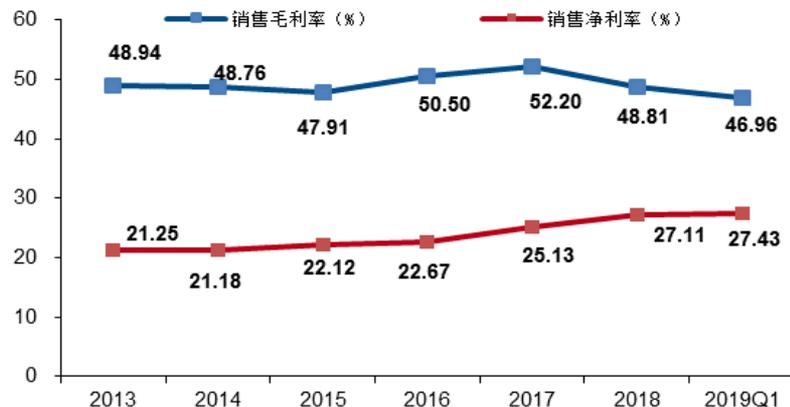
图表：利尔化学主要财务数据一览



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **国光股份：植物生长调节剂龙头，募投项目投产在即**
- **细分行业领军企业，历史业绩高增长**
- 公司主要从事植物生长调节剂，杀菌剂、杀虫剂、除草剂、水溶性肥料等化学原料以及化学制品的生产与销售。拥有杀菌剂原药登记证3种、制剂登记证33种；肥料登记证38种；植物生长调节剂原药登记证13种、制剂登记证35种。公司产品以制剂为主，且具有一定行业壁垒，提供专业服务，毛利率长期维持在50%以上，ROE、现金流等财务指标领先同行，过去三年归母净利润CAGR达20.6%。
- **新产能投放，突破产能瓶颈**
- 公司募投项目，2100吨植物生长调节剂原药生产线项目、1.9万吨环保型农药制剂生产线项目及6000吨植物营养产品生产线项目将陆续投产。
- **盈利预测与评级**
- 预计公司2019-2021年归母净利分别为2.04亿元、2.46亿元、2.8亿元，对应EPS 0.55元、0.66元、0.75元，PE 21.1X、17.5X、15.4X。考虑公司为植物生产调节剂龙头，财务指标良好，新产能即将投放市场，给与“买入”评级。

图表：国光股份主要财务数据一览



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- 产品价格大幅波动
- 监管风险
- 环保、安全生产
- 在建项目投产不及预期

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。



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) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566