粤开证券 YUEKAI SECURITIES

扬农化工(600486.SH)

农药景气有望复苏，公司立足更高平台

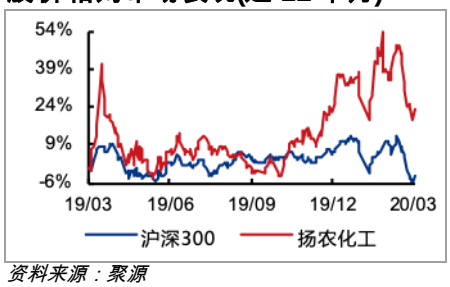
2020 年 03 月 31 日

买入(维持)

当前价： 67.41 元

分析师：于庭泽
执业编号：S0300518070002
电话：010-66235689
邮箱：yutingze@ykzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	5290.	8200.	9438.	10996
(+/-)	19.2	55.0	15.1	16.5
归母净利润	895.4	1119.	1248.	1461.
(+/-)	55.7	25.0	11.5	17.1
EPS(元)	2.89	3.61	4.03	4.72
P/E	23.33	18.66	16.73	14.29

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

《【粤开化工】扬农化工（600486）-净利率创历史新高，看好农药景气度持续提升》2019-04-24

《【粤开化工】扬农化工（600486）-净利率逆势再创历史新高，国内农药市场整合提速》2019-08-31

《【粤开化工】扬农化工（600486）-两化整合农化资产，公司立足更高平台》2020-01-07

投资要点

农药板块景气有望迎来复苏

当前时点，我们认为农药板块在沉寂多年后景气有望复苏。一方面中美贸易谈判达成阶段共识有望提振行业出口边际改善；二是随着国内对转基因作物种植的不断放开，以除草剂为代表的农药产品有望迎来需求端的爆发增长；此外，今年国内农药化肥施用量 0 增长的规划也客观上促进行业进一步整合，集中度有望持续提升。

两化整合农化资产，公司有望深度参与先正达经营体系

近日中化集团与中国化工开展农化资产整合，将各自农业板块资产（化肥、农药、种子）注入中农科技，并拟将其更名为先正达集团股份有限公司。其中中农科技受让扬农集团 39.88%股权。我们认为未来公司有望借整合之机深度参与国际农化巨头先正达的农药原药研发等经营体系，在更广阔的平台实现跨越式增长。

公司优嘉三期蓄势待发

控股子公司江苏优嘉植物保护有限公司优嘉三期项目环评已经获批，项目总投资额 20.22 亿，产品包括 10000 吨拟除虫菊酯类（含中间体）、2000 吨丙环唑、1000 吨苯醚甲环唑等数个品种，极大丰富公司产品线，三期项目蓄势待发。

看好农药景气度改善，公司立足更高平台，有望实现跨越式增长，维持“买入”评级

公司是国内麦草畏菊酯双龙头，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位，随着中美贸易关系改善，转基因作物种植不断放开，农药板块景气有望迎来复苏；同时公司受益于两化资产整合，有望立足更高平台深度参与到先正达经营体系，优嘉三期奠定未来增长，预计公司 19/20 年实现归母净利润 11.2/12.5 亿，eps3.61/4.03，对应 PE18.7/16.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原油价格波动，需求不达预期，贸易摩擦

目 录

一、国内农药一线白马，麦草畏菊酯双龙头.....错误!未定义书签。
二、农药板块景气有望迎来复苏.....错误!未定义书签。
（一） 中美贸易谈判达成共识，有望提振行业出口边际改善.....错误!未定义书签。
（二） 国内转基因作物种植迎来积极变化，有望催生农药刚性需求.....错误!未定义书签。
（三） 国内农药使用量零增长，行业集中度有望提升.....错误!未定义书签。
三、公司主业经营稳健，两化整合立足更高平台.....错误!未定义书签。
（一） 菊酯业务一体化优势显著.....错误!未定义书签。
（二） 除草剂业务景气有望复苏.....错误!未定义书签。
（三） 两化整合农化资产，公司有望深度参与先正达经营体系.....错误!未定义书签。
四、盈利预测与评级.....21

图表目录

图 1： 扬农化工股权结构.....错误!未定义书签。
图 2： 扬农化工营业收入与归母净利润.....5
图 3： 扬农化工 ROAROE.....错误!未定义书签。
图 4： 扬农化工销售利率.....6
图 5： 扬农化工研发费用.....错误!未定义书签。
图 6： 扬农化工公司偿债能力上升.....错误!未定义书签。
图 7： 扬农化工公司发展时间轴.....错误!未定义书签。
图 8： 扬农化工公司产业结构.....错误!未定义书签。
图 9： 公司营业收入分布.....13
图 10： 麦草畏价格走势.....13
图 11： 美国有机化学进口金额.....14
图 12： 扬农化工营收按地区占比.....错误!未定义书签。
图 13： 2019 全国作物种植面积.....错误!未定义书签。
图 14： 全球转基因种植面积.....15
图 15： 全球转基因种植面积分布.....错误!未定义书签。
图 16： 中国草甘膦产能产量.....15
图 17： 2018 年全球杀虫剂市场占比.....15
图 18： 2017 年全球杀虫剂市场占比.....16
图 19： 菊酯产业链结构.....16
图 20： 贲亭酸甲酯产能.....16
图 21： 贲亭酸甲酯价格.....错误!未定义书签。
图 22： 醚醛产能.....错误!未定义书签。
图 23： 醚醛价格.....错误!未定义书签。
图 24： 功夫酸产能.....错误!未定义书签。

图 25： 功夫酸价格 ..... 错误!未定义书签。
图 26： 国内功夫酸主要企业产能 ..... 错误!未定义书签。
图 27：麦草畏全球主要产能分布国内联苯菊酯主要企业产能 ..... 错误!未定义书签。
图 28：麦草畏全球主要产能分布 15
图 29: 草甘膦全球主要产能分布 15
图 30： 全球麦草畏销售额 ..... 错误!未定义书签。
图 31： 全球转基因大豆种植面积 ..... 错误!未定义书签。
图 32： 美国大豆种植面积 ..... 错误!未定义书签。
图 33： 草甘膦价格趋势 ..... 错误!未定义书签。
图 34：中农科技股权结构 ..... 错误!未定义书签。
图 35： 先正达发展时间轴 ..... 错误!未定义书签。
图 36： 先正达销售情况 ..... 错误!未定义书签。
图 37： 先正达营收构成按业务分类 ..... 错误!未定义书签。

表 1： 加征关税农化产品 ..... 错误!未定义书签。
表 2： 菊酯的杀虫性能 ..... 错误!未定义书签。

投资案件

投资评级与估值

公司是国内麦草畏菊酯双龙头，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位，随着中美贸易关系改善，转基因作物种植不断放开，农药板块景气有望迎来复苏；同时公司受益于两化资产整合，有望立足更高平台深度参与到先正达经营体系，预计公司 19/20 年净利润 11.2/12.5 亿的盈利预测，eps3.61/4.03，对应 PE18.7/16.7 倍，维持“买入”评级

关键假设点

我们基于几个关键假设：一是中美贸易摩擦实现缓和，麦草畏、草甘膦等产品出口得到边际改善；二是国内转基因种植逐步放开，带动草甘膦麦草畏等产品需求增长；三是公司借两化资产整合之契机，未来有望深度参与先正达研发及生产经营体系。

有别于大众的认识

市场担心农药板块供给过剩，景气难以复苏。我们认为随着中美贸易关系改善、国内转基因种植逐步放开、以及公司自身一体化生产带来的成本优势，公司未来业绩增长较为确定。

股价表现催化剂

中美贸易摩擦持续改善、国内转基因作物种植逐步放开、草地贪夜蛾等灾害

核心风险提示

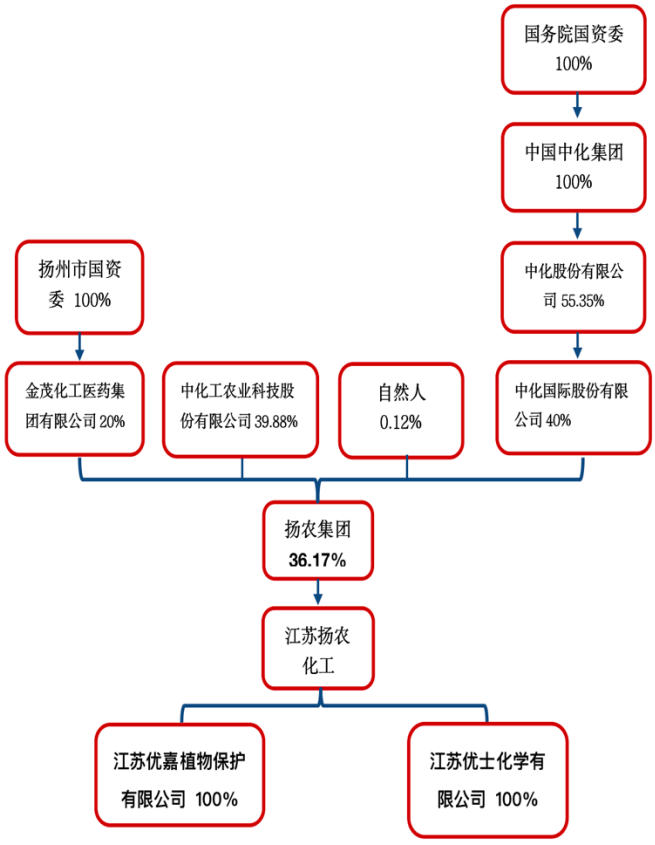
贸易摩擦加剧、需求不达预期、原油价格波动

一、国内农药一线白马，麦草畏菊酯双龙头

国内农药白马，麦草畏产能全球领先。公司是国内农药行业领跑者，主营农药产品的生产与销售，多年来积极推行我国农药产业结构升级，形成了以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，公司主营产品分为除草剂、杀虫剂与杀菌剂，其中拟除虫菊酯、麦草畏和草甘膦为核心品种。2019 年公司除草剂麦草畏的产能全球第一，约占 46.7%。随着优嘉三期项目环评获批开工在即，公司未来新增产能依旧可观。

控股股东发生股权变更，两化整合持续推进。公司实际控制人为国务院国资委。扬农化工的第一大股东为扬农集团，持股比例为 36.17%。扬农集团的实际控制人为国务院国资委，国务院国资委监管的中化集团为其主要持股人，2020 年 1 月 5 日，中化集团将其持有的扬农集团 0.04%的国有股权，浙江化工将其持有的扬农集团 39.84%的国有股权无偿划转至中农科技。公司最新的股权具体结构如下：

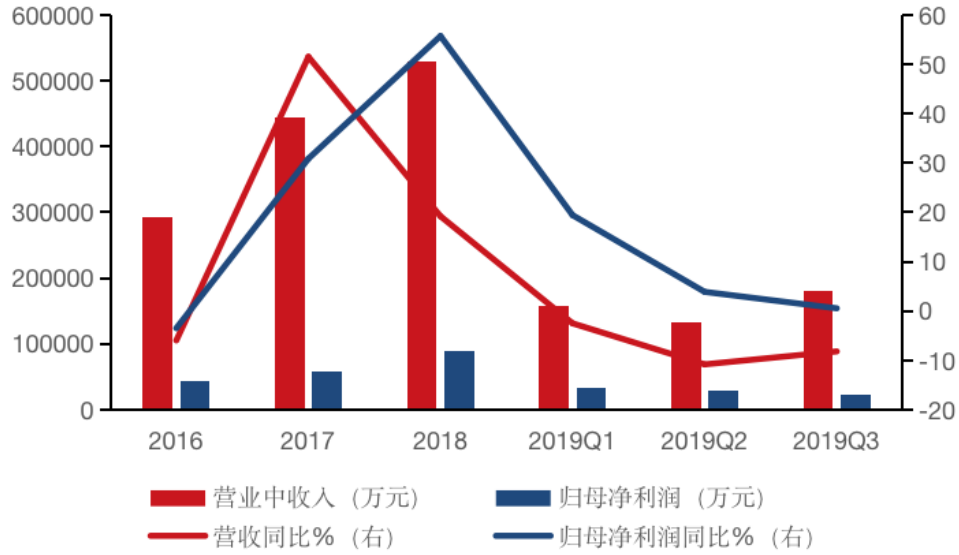
图 1：扬农化工股权结构



资料来源:公司公告、粤开证券

公司近年业绩保持稳健增长，多元化产品布局有效对冲贸易摩擦及产品价格下降影响。公司自 2016 年以来走出行业低迷局势，业绩逐年上升。2019 年是国内农药行业近年来遭遇困难最大的一年，在经济下行压力增大、麦草畏产品价格下降、贸易摩擦持续不断的复杂局面下，依靠多元化产品布局业绩依旧保持稳步增长，2019 年前三季度营业总收入 70.62 亿元，同比增长 1.09%，归母净利润 10.70 亿元，同比增长 14.69%。

图 2: 扬农化工近年业绩保持稳步增长

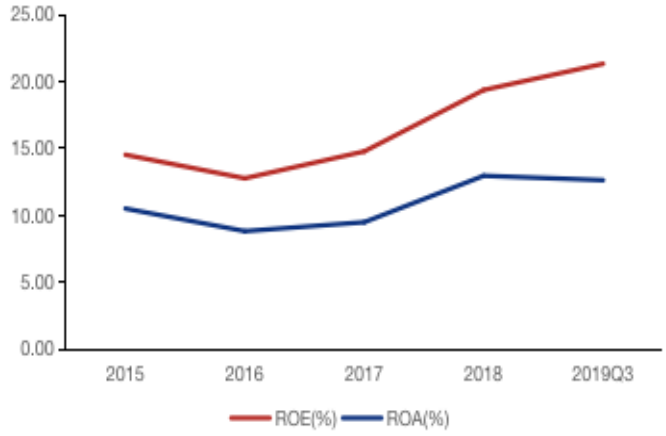


资料来源：wind、粤开证券研究院

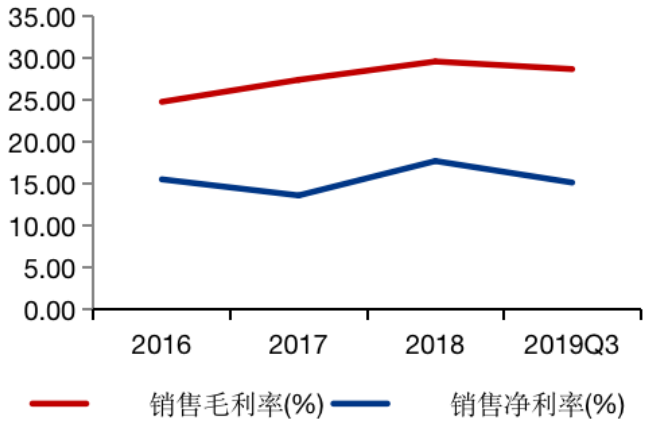
公司盈利能力持续提升，研发投入稳定增长。从 2016 年低点后，公司 ROE 和 ROA 不断上升，利润率保持稳定；此外公司不断加强创新研发投入，注重产业链一体化，环保节能生产，提高市场竞争力，截止 2018 年研发人员数量占公司总人数比例达到 15.86%，研发投入保持稳步增长。

图 3: 公司 ROE、ROA 持续提升

图 4: 公司利润率保持稳定

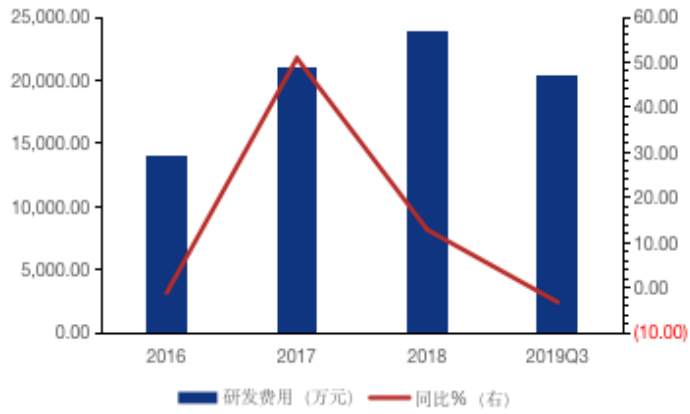


资料来源：wind、粤开证券研究院



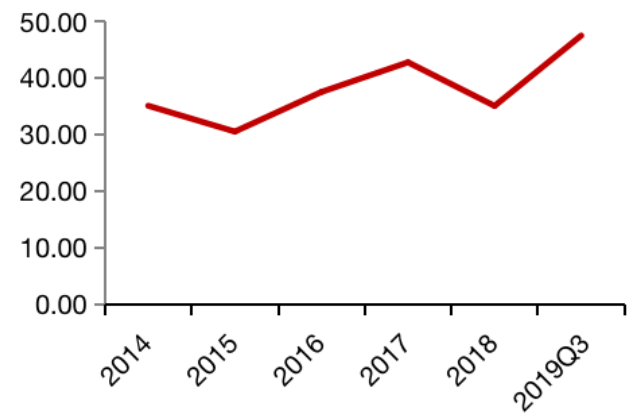
资料来源：wind、粤开证券研究院

图 5: 公司研发费用保持稳步增长



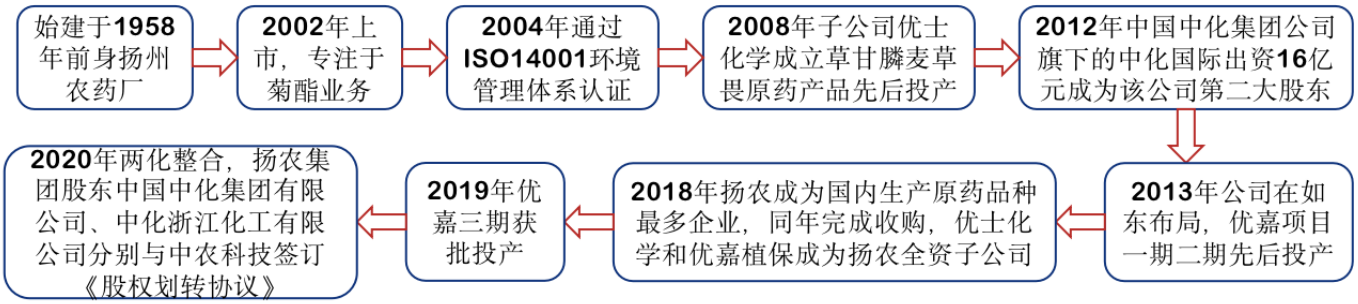
资料来源：wind、粤开证券研究院

图 6: 公司资产负债率保持稳定



资料来源：wind、粤开证券研究院

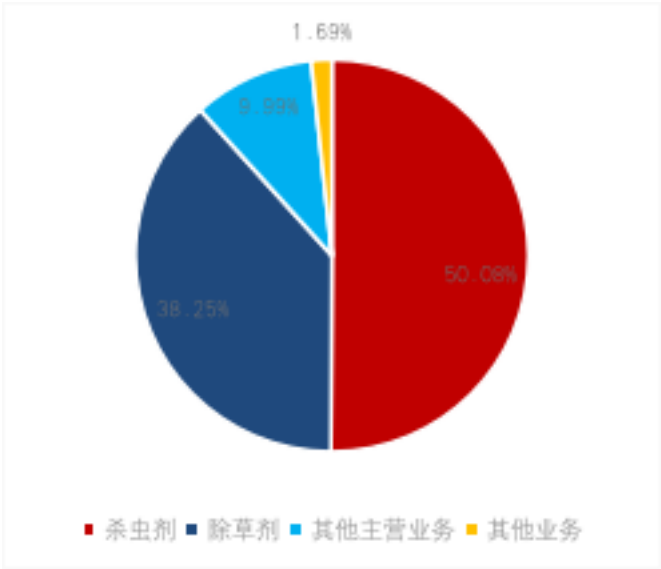
图 7: 公司历史发展沿革



资料来源：wind、粤开证券研究院

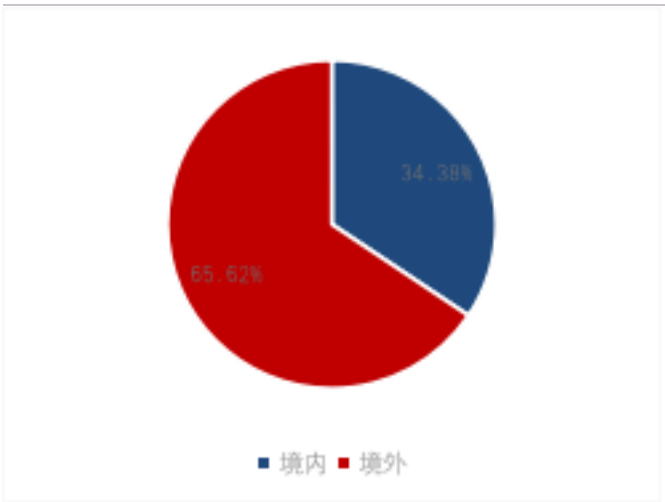
公司产品结构多元，抗周期波动属性强。公司自 2002 年上市，主营业务主要是卫生菊酯，主要用于公共卫生杀虫，在公司不断研发，以及丰富和扩充产品之下，农用菊酯开始投产并且收入不断提升。2008 年，随着麦草畏，草甘膦先后投产，公司进入除草剂领域。2013 年公司氟啶胺产品投产，是广谱高效的保护性杀菌剂，公司进入杀菌剂市场，随着优嘉多期项目的逐步推进，公司形成杀虫剂，除草剂，杀菌剂等多元产品格局，抗周期波动属性强。

图 8: 公司产品结构多元



资料来源：wind、粤开证券研究院

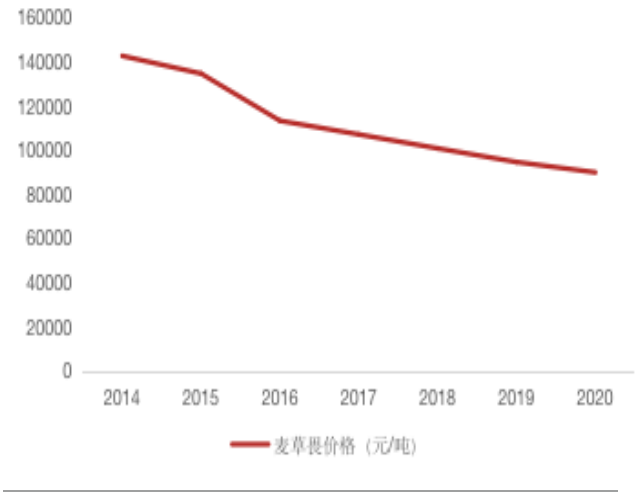
图 9: 公司境外营收占比较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

麦草畏价格下滑。自 2018 年开始中美贸易发生摩擦，多项主要农产品加征关税，此外美国大豆种植面积持续下滑以及国内新产能投放等原因，价格连续下行。

图 10: 麦草畏价格走势



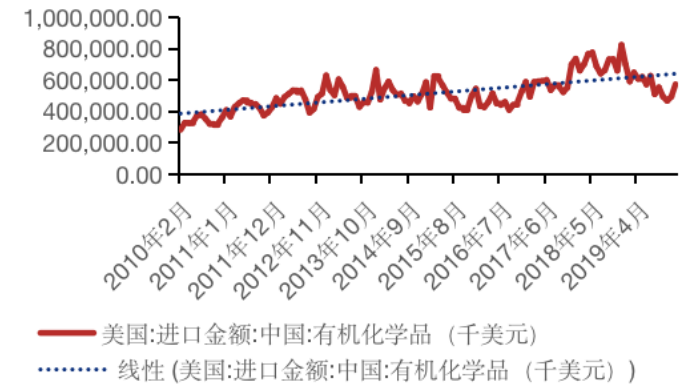
资料来源：wind、粤开证券研究院

二、农药板块景气有望迎来复苏

（一）、中美贸易谈判达成共识，有望提振行业出口边际改善

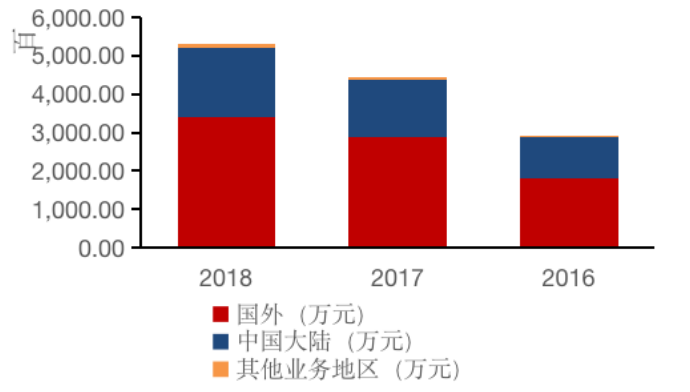
农药是我国输美重要化工产品，出口占比高。中国是农药生产和出口大国，产量的 60%左右都用于出口。美国农药产品深度依赖进口，逐年上升，同时也是进口中国农药最多的国家，其次是巴西。

图 11: 美国有机化学物进口金额



资料来源：卓创资讯、公司公告、粤开证券

图 12: 扬农化工营业收入地区占比



资料来源：中农立华、粤开证券

草甘膦、麦草畏等除草剂品种在加征关税目录中。美国贸易代表办公室于 2018 年 7 月 17 日首次发布 2000 亿美金商品拟加征关税清单中即包含麦草畏，草甘膦等农药产品。中国麦草畏原药产能约占全球 80%，草甘膦的生产出口第一大国也是中国，且主要出口国均为美国，中美贸易摩擦对我国农药行业出口造成较大影响。

表 1：加征关税农化产品

产品名称	加征税率
乙氧氟草醚	10%
2，4-D	10%
麦草畏	10%
2-甲基-4-氯苯氧乙酸（MCPA）	10%
溴苯腈	10%
百菌清	10%
草铵膦	10%
乙烯利	10%
草甘膦	10%
莠去津	10%
嗪草酮	10%
西玛津	10%

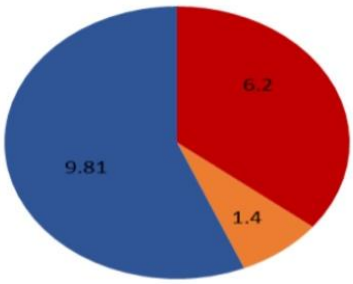
资料来源：wind、粤开证券研究院

若中美贸易关系缓和，有望大幅改善相关农药产品出口形势。2020 年 1 月中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美方暂停执行对华加收关税，贸易摩擦得到缓解。美国转基因玉米大豆等农作物种植面耕地积近 50%，是全球第一大草甘膦及麦草畏消费国，随着中美贸易谈判达成阶段共识，停止加征关税有望提振国内农药产品出口边际改善。

（二）国内转基因作物种植迎来积极变化，有望催生农药刚性需求

我国首次批准颁发转基因玉米和大豆品种，意义重大。12 月 30 日，我国国产品种时隔十年再获农业转基因生物安全证书，获批的 192 个转基因植物品种中有三个主粮品种：抗虫耐除草剂玉米，双抗玉米，抗草甘膦转基因大豆。目前，我国批准种植的转基因作物有抗虫棉和抗病番木瓜，此外还批准了转基因大豆、玉米、油菜、棉花、甜菜等 5 种国外研发的转基因农产品作为加工原料进入国内市场。本次获批的抗虫耐除草剂玉米、双抗玉米以及抗草甘膦转基因大豆，是我国首次批准主粮转基因品种，意义十分重大。

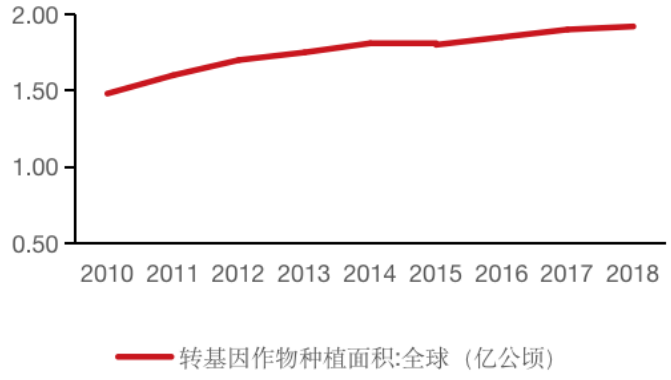
图 13：2019 全国作物种植面积（亿亩）



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

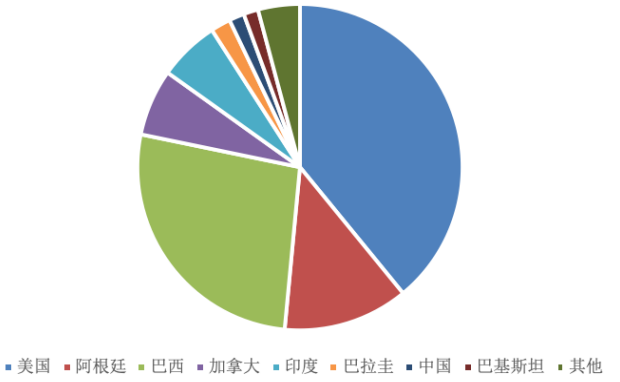
全球转基因作物种植面积迅猛增长。当前全球有 26 个国家和地区种植转基因作物，种植面积超 1.9 亿公顷，其中美国、巴西、阿根廷、加拿大和印度的转基因农作物种植面积占全球转基因作物种植面积的 91%。转基因种植第一大国美国的玉米大豆平均应用率已达到 93%。截至 2018 年全球转基因作物种植面积增加了约 113 倍，累计面积达 25 亿公顷。消费方面，美国一半以上的转基因玉米和大豆都在本国消费、75%的加工食品含有转基因成分，包括玉米、棉花、大豆、油菜和甜菜等数十种转基因食品和饲料已在欧盟批准上市。

图 14: 全球转基因作物种植面积



资料来源：Phillips McDougall、粤开证券研究院

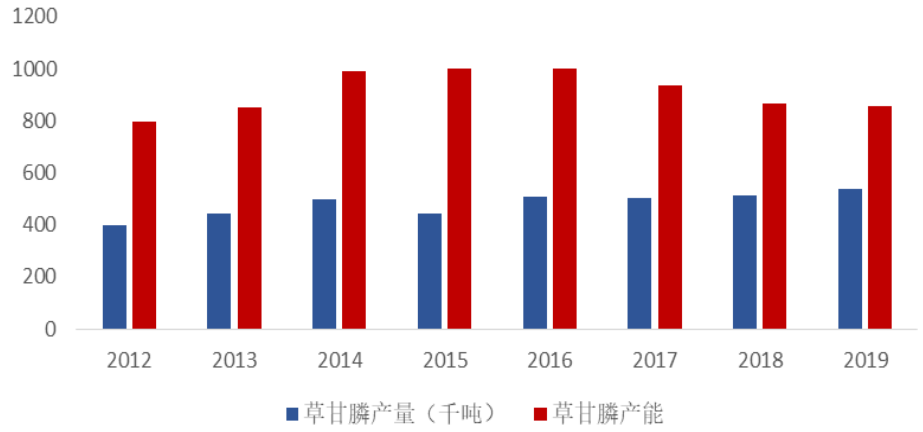
图 15: 全球转基因作物种植面积分布



资料来源：旗讯网、粤开证券研究院

若国内转基因玉米大豆等作物放开，利好农药需求放量。1971 年全球巨头公司美国孟山都发明的草甘膦是当今世界产量最大的除草剂，因高效，广谱，低毒安全而被广泛用于去除农作物种植杂草。此外，包括麦草畏、草铵膦等除草剂作为草甘膦的有效补充在国外也被广泛应用于农作物除草。此次国内若放开转基因玉米大豆种植，有望带动除草剂巨大需求。我们以草甘膦为例：假设按照每亩玉米田除杂草需要 150-200ml 的 30%有效含量的草甘膦水剂测算，若全面推广应用，有望拉动草甘膦原药需求达 9-13 万吨。

图 16: 我国草甘膦产能产量情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）国内农药使用量零增长，行业集中度有望提升

农业部在 15 年发布《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》农药对防病治虫，促进粮食和农业稳定高产至关重要，由于农药使用量过大，方法不够科学带来生产成增加，残留超标等问题，为推进农业发展转变，通知总体目标：农作物病虫害统防统治覆盖率和农药利用率达到 40%以上，病虫绿色防控覆盖率达到 30%以上，农药使用量与基期相比减少 1%

国内农药产量持续下降，行业集中度有望进一步提升。今年是全国农药零增长行动方案实施年，考虑到农产品多年价格低位，环保持续约束，中美贸易战对农药出口的负面影响，叠加近期疫情影响，我们认为今年国内农药行业将迎来前所未有的整合良机，行业集中度有望显著提升，持续多年的供大于求的局面有望得到根本改善。

三、公司主业经营稳健，两化整合立足更高平台

（一）菊酯业务一体化优势显著

关键中间体自产，一体化优势显著。杀虫剂主要是拟除虫菊酯，拟除虫菊酯是一类化学品的统称，是对在天然菊酯的化学结构上衍生获得的。在 20 世纪 70 年代被投入市场，因高效的杀虫性能引起轰动。菊酯的优质杀虫性能主要体现在以下几点：

表 2: 菊酯的杀虫性能

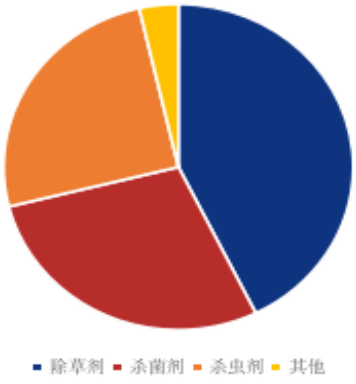
特性	功能
杀虫效力高	高效拟除虫菊酯杀虫剂的杀虫效力一般比常用杀虫剂高 10～100 倍。且速效性好，击倒力强。
广谱防害性	高效拟除虫菊酯杀虫剂的杀虫效力一般比常用杀虫剂高 10～100 倍。且速效性好，击倒力强。
人畜无毒性	低毒对人畜毒性一般比有机磷和氨基甲酸酯杀虫剂低，特别是因其用量少，使用较安全。
可降解性	低残留拟除虫菊酯是模拟天然除虫菊素的化学结构由人工合成的，

	在自然界中易分解，使用后不易污染环境。在动物体内易代谢，没有积累作用，也不会通过生物链浓缩富集，对生态系统影响较小。

资料来源：wind、粤开证券研究院

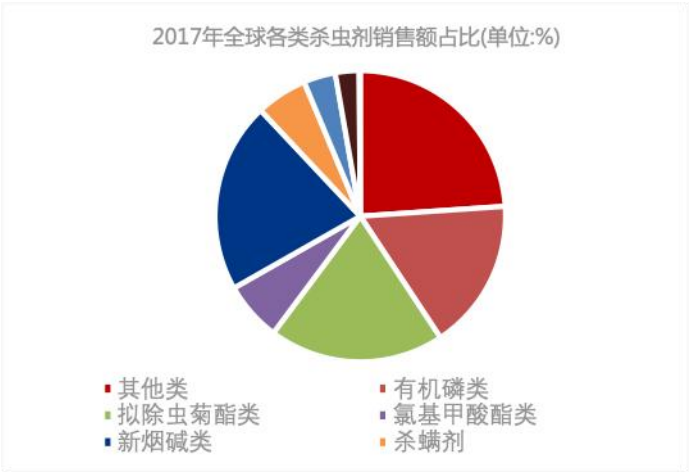
2017 年全球农药市场中 25%(135.23 亿美元) 为杀虫剂。从 2016 年的数据上看，17%为拟除虫菊酯，为世界第二大杀虫剂品种。由于拟除虫菊酯的上述特性而被广泛应用。

图 17: 2018 年全球农药市场占比



资料来源：Phillips McDougall、粤开证券研究院

图 18: 2017 年全球杀虫剂市场占比



资料来源：旗讯网、粤开证券研究院

菊酯分为菊酯与卫生菊酯。农用菊酯主要应用于种植业中的除虫，卫生菊酯主要应用于诸如蚊香、杀虫气雾剂等的生产。

表 3: 拟除虫菊酯主要品种

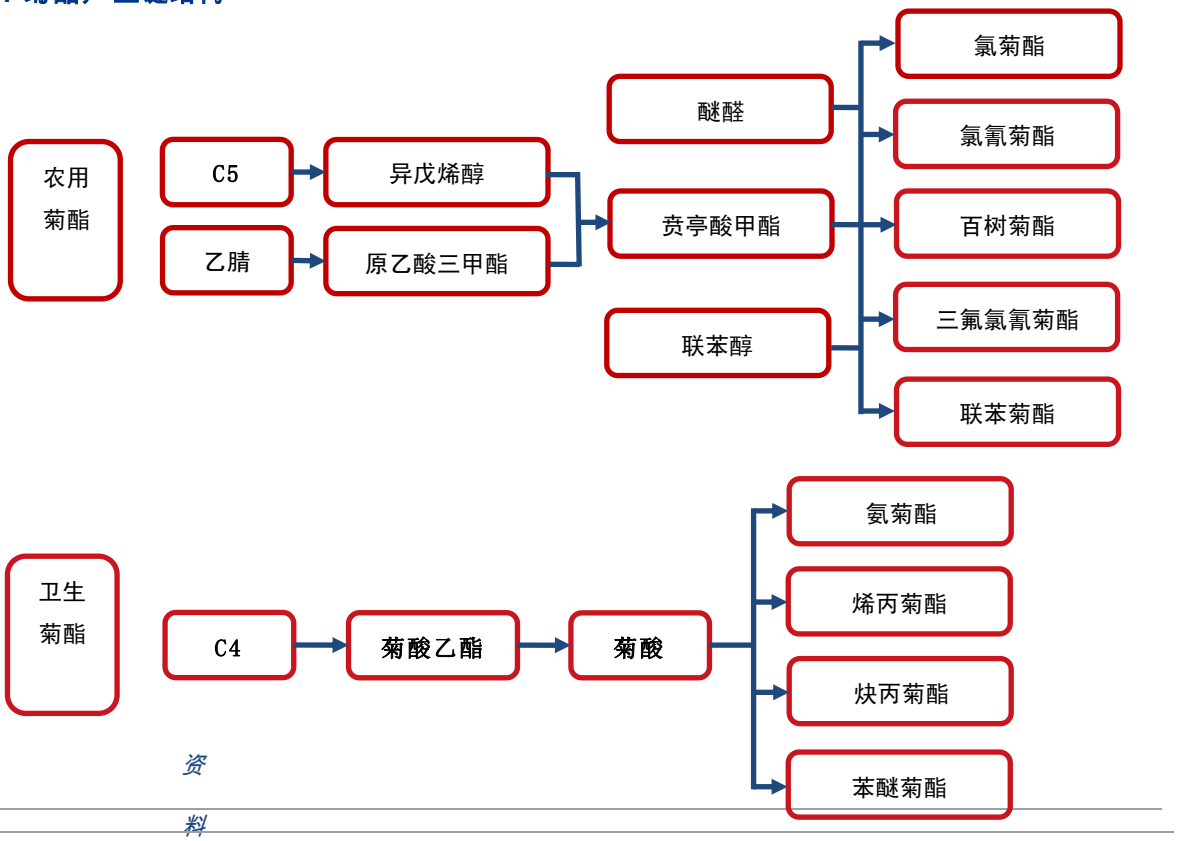
分类	非公司主营品种	公司主营品种
农用菊酯	氰戊菊酯、甲氰菊酯、顺式氯氰菊酯、氟胺氰菊酯、高氰戊菊酯、醚菊酯、乙氰菊酯、七氟菊酯、氟丙菊酯、zeta-氯氰菊酯、氟氰戊菊酯、甲氧苄氟菊酯、四氟甲醚菊	溴氰菊酯、氯菊酯、氯氰菊酯、氟氯氰菊酯、高效氯氟氰菊酯、联苯菊酯、四溴菊酯

分类	非公司主营品种	公司主营品种
	酯	
卫生菊酯	氯氟醚菊酯、苄呋菊酯、四氟苯菊酯、四氟醚菊酯	烯丙菊酯、炔丙菊酯、胺菊酯、苯醚聚酯、Es-生物炔丙菊酯、 Es-生物烯丙菊酯、苯醚氰菊酯

资料来源：公开资料整理、公司公告、粤开证券

中间体供应受阻，一体化优势显著。菊酯产业链中的关键环节是菊酯中间体的生产。由于中间体的合成难度较高，中间体的价格很大程度控制了菊酯的成本。重要的合成中间体包括贲亭酸甲酯、醚醛、联苯醇、功夫酸等。主要中间体供给严重不足，价格处于高位。公司作为一体化厂商，优势显著。

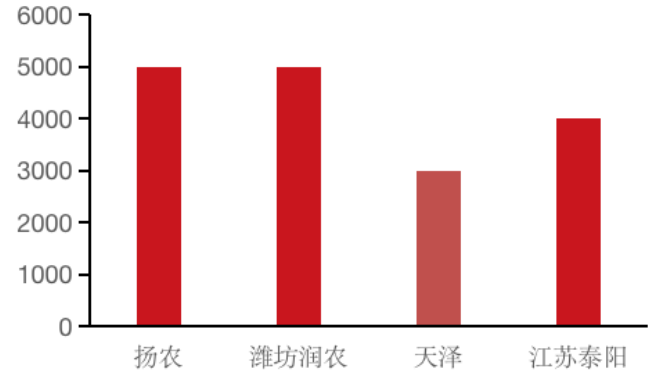
图 19: 菊酯产业链结构



资料来源：公开资料整理、粤开证券

贲亭酸甲酯大多数进口，国内的产能集中在扬农化工、高新润农、南通天泽、江苏太阳等公司。国内合计产能约 1.7 万吨。受天泽公司环保事件的影响，贲亭酸甲酯国内产能出现了约 3000 吨的供给缺口，贲亭酸甲酯价格涨至 9 万元/吨。公司贲亭酸甲酯实现供给自给，显著受益于价格上涨。

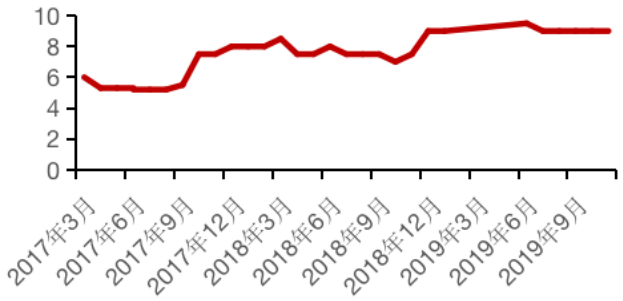
图 20：贲亭酸甲酯产能（吨）



浅色为停产或短期内无法正常开工企业

资料来源：卓创资讯、公司公告、粤开证券

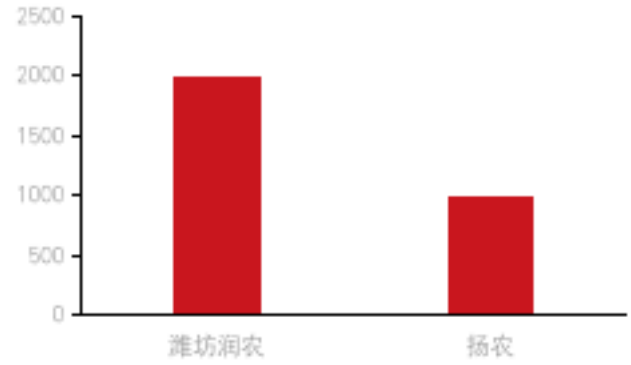
图 21：贲亭酸甲酯价格（元/吨）



资料来源：中农立华、粤开证券

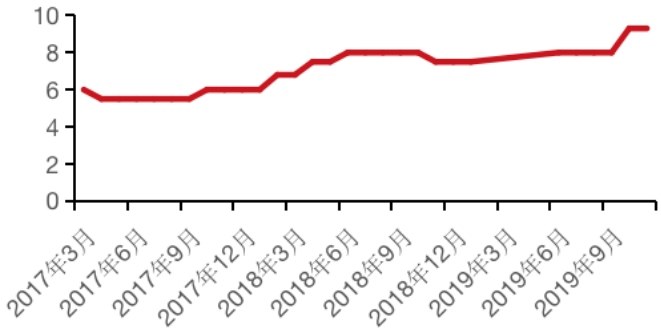
醚醛同样是重要的中间体。国内醚醛一半依赖印度进口。受 2018 年年初反倾销印度进口醚醛的影响，其价格持续上涨。国内醚醛产能主要集中于潍坊润浓以及扬农，同样受益于产品价格上涨。

图 22：醚醛产能（吨）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图 23：醚醛价格（元/吨)

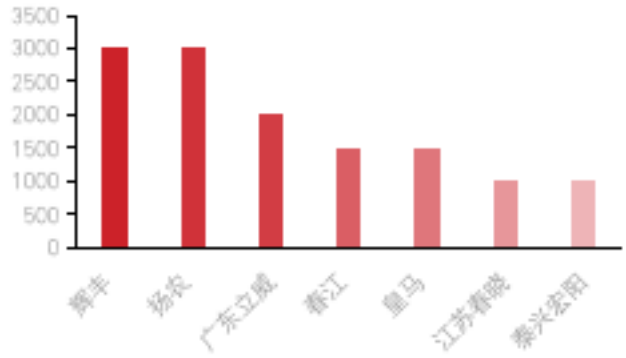


资料来源：中农立华、粤开证券

功夫酸国内产能较大，在 1.3 万吨左右，满足国内需求的同时主要出口至印度等国。近年受环保整治影响，皇马面临停产，泰兴宏阳搬迁，春晓长期停产，18 年功夫酸实际有效产能仅有 6500 吨。供给不稳定情况下产品价格持续波动，价格从 17 年的 16.5 万吨曾一度涨到了 18 年底的 32 万吨。扬农化工持续保持正常生产，一体化优势始终保持。

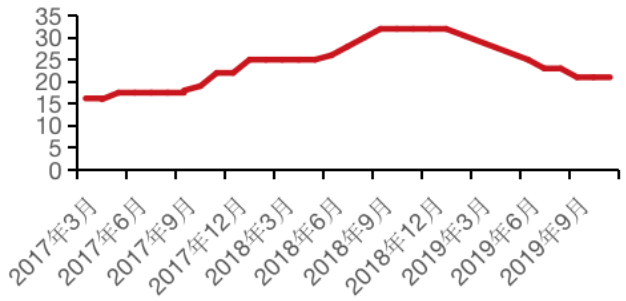
图 24：功夫酸产能（吨）

图 25：功夫酸价格（元/吨）



浅色为停产或短期内无法正常开工企业

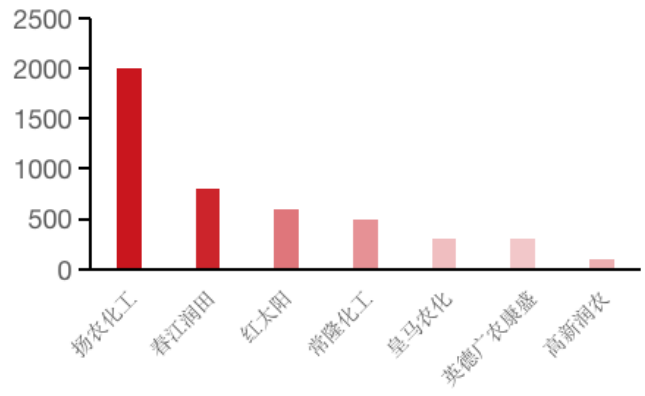
资料来源：卓创资讯、公司公告、粤开证券



资料来源：中农立华、粤开证券

环保限产叠加需求改善，行业格局持续优化。受环保高压态势的影响，不仅中间体供应收缩，菊酯原药供给大量收缩，工厂停产。皇马、春江润田、辉丰等重要工厂均面临停产的局面。国内功夫菊酯停产产能达 1/3，仅扬农化工与春江润田主要维持生产，而联苯菊酯仅扬农化工继续生产，产能大幅收缩，为价格上涨起了推力。卫生菊酯领域，公司与日本住友为全球两大寡头，公司在国内的市场占有率高达 70%。卫生杀虫剂具有需求刚性，切菊酯占其生产成本的 80%。在气雾剂、蚊香、电蚊香片、电蚊香液等领域菊酯需求刚性较大。据中国日杂协会卫生杀虫用品分会的测算，我国家用卫生杀虫制品行业的销售额稳步增长。2016-2019 年复合增速在 8%以上，卫生菊酯领域需求同样稳步增长。

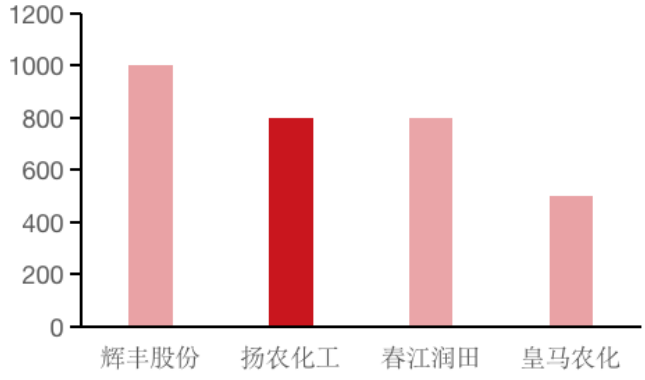
图 26: 国内功夫菊酯主要企业产能（吨）



浅色为停产或短期内无法正常开工企业

资料来源：卓创资讯、公司公告、粤开证券

图 27: 国内联苯菊酯主要企业产能（吨）



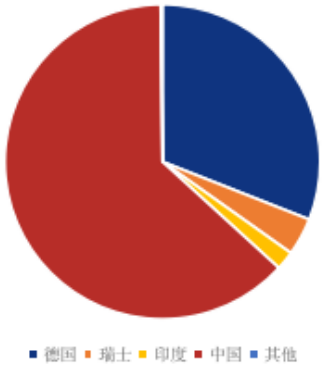
浅色为停产或短期内无法正常开工企业

资料来源：卓创资讯、公司公告、粤开证券

(二)、除草剂业务景气有望复苏

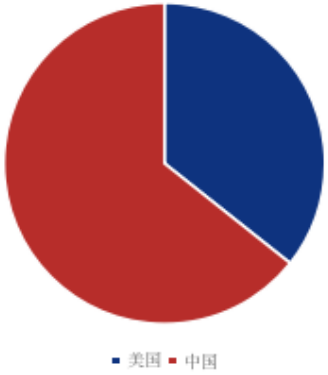
双抗品种不断开发，麦草畏需求持续增长。近年来随着种子巨头双抗品种不断开发，麦草畏的需求持续增长。2018 年耐麦草畏转基因大豆已占到美国大豆播种面积的近 40%。麦草畏需求有望持续增长。

图 28: 麦草畏全球主要产能分布（吨/年）



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

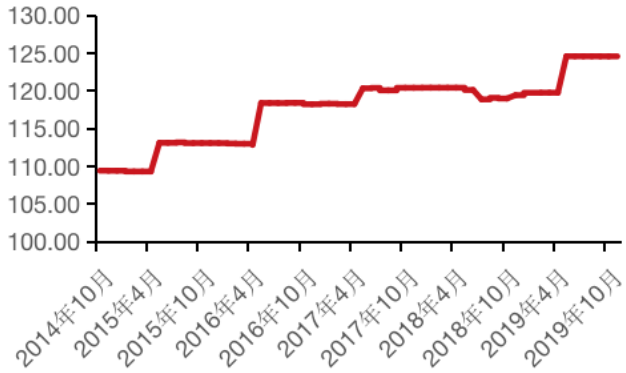
图 29: 草甘膦全球主要产能分布（万吨/年）



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院



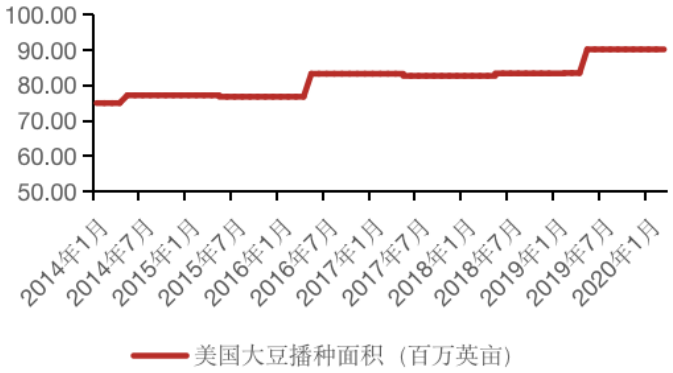
资料来源：中国农业网、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

贸易关系缓和，除草剂出口有望边际改善。截止 2018 年，我国农药净出口比例达到 53%，美国是草甘膦、麦草畏等农药产品的重要出口国家，而我国又是全球最大大豆进口国。因贸易摩擦原因，前期宣布加征美大豆进口关税，导致美国大豆出现减产。麦草畏作为转基因大豆除草剂，需求受到阶段性影响；同时美国向中国出口的包括麦草畏、草甘膦在内的除草剂产品加征关税进一步影响了产品出口。近期随着贸易摩擦缓和，双方暂停加征关税，国内除草剂出口有望迎来边际改善。

图 32: 美国大豆播种面积



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

转基因种植开放，催生草甘膦麦草畏需求爆发。根据国家统计局发布数据，2019 年全国大豆播种面积 1.4 亿亩，玉米种植面积 6.2 亿亩，随着国内转基因种植的不断开放，如未来若全面推广应用，将大幅提升草甘膦麦草畏的需求量，我们测算仅草甘膦届时可增加 9-13.5 万吨的需求量。

图 33: 草甘膦价格趋势

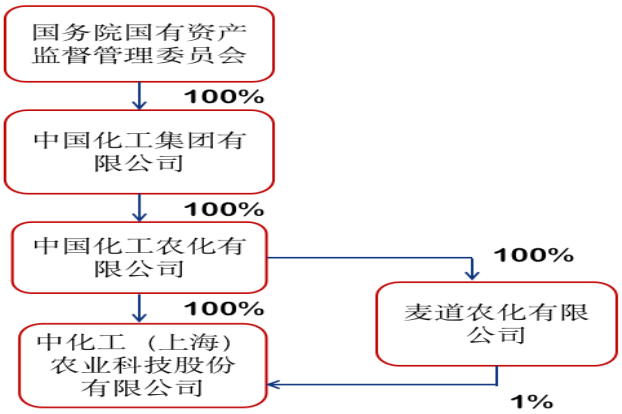


资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

（三）两化整合农化资产，公司有望深度参与先正达经营体系

两化持续整合，农化资产率先落地。本次中化集团与中国化工开展农化资产整合，将各自农业板块资产（化肥、农药、种子）注入中农科技，并拟将其更名为先正达集团股份有限公司。先正达（Syngenta）成立于 2000 年，总部位于瑞士，是全球领先的以研发为基础的农业科技集团，业务涵盖植保产品，种子产品，作物解决方案等。截止 2018 年，先正达实现销售额 135 亿美元，同比增长 7%，净利润扭亏为盈达 14.38 亿美元。公司于 2006 年在美国纽交所上市，在 2017 年 6 月被中国化工以 430 亿美元收购，这也是迄今为止我国最大规模的海外并购项目。

图 34: 中农科技股权结构



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

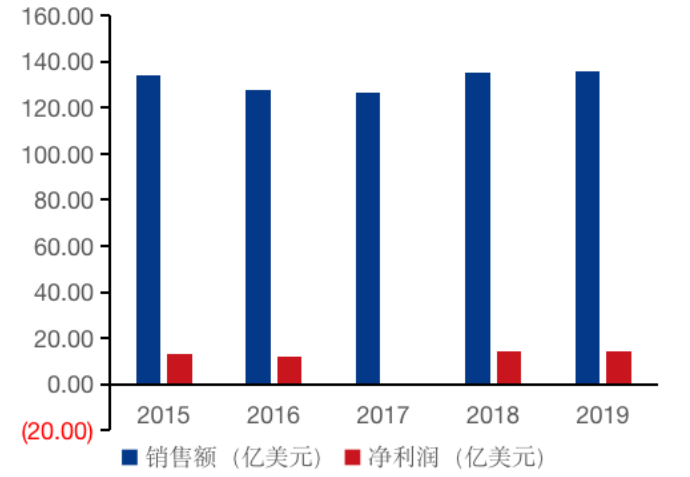
公司有望立足更高平台，深度参与先正达先进经营体系。先正达是世界领先的农业公司，其经营产品围绕着八大核心作物：水稻、玉米、大豆、谷物、多种大田作物、特种作物、蔬菜、甘蔗、水稻，包含了植保、种衣剂、种子及形状一体化作物综合解决方案，外加草坪与园艺业务。扬农化工作为国内除草剂和菊酯的龙头企业，有望借助本次农化资产整合，立足于更高平台，深度参与到先正达在农药原药领域全球领先的研发以及生产经营体系。

图 35：先正达历史沿革



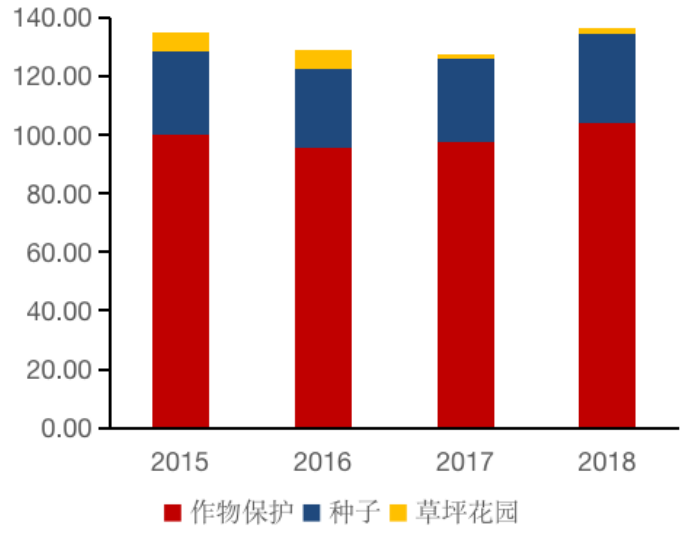
资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图 36：先正达销售状况



资料来源：中国农业网、粤开证券研究院

图 37：先正达营收构成按业务分类



资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）优嘉三期蓄势待发，有望进一步丰富公司产品线

控股子公司江苏优嘉植物保护有限公司优嘉三期项目环评已经获批，项目总投资额 20.22 亿，产品包括 10000 吨拟除虫菊酯类（含中间体）、2000 吨丙环唑、1000 吨苯醚甲环唑等数个品种，极大丰富公司产品线，三期项目蓄势待发。

四、盈利预测与评级

公司是国内麦草畏菊酯双龙头，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位，随着中美贸易关系改善，转基因作物种植不断放开，农药板块景气有望迎来复苏；同时公司受益于两化资产整合，有望立足更高平台深度参与到先正达经营体系，优嘉三期奠定未来增长，预计公司 19/20 年实现归母净利润 11.2/12.5 亿，eps3.61/4.03，对应 PE18.7/16.7 倍，维持“买入”评级。

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4803.0	7183.9	9075.5	11238.9
现金	1446.0	2014.9	3111.5	4273.9
应收账款	1111.1	1692.1	1947.6	2268.9
其它应收款	12.2	18.9	21.8	25.4
预付账款	128.5	201.0	234.6	277.1
存货	452.1	694.7	810.8	957.7
其他	1653.1	2562.3	2949.2	3435.9
非流动资产	2635.7	2679.0	2767.5	2846.6
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2025.3	2038.9	2050.7	2060.7
无形资产	201.3	231.0	307.7	376.8
其他	409.1	409.1	409.1	409.1
资产总计	7438.6	9862.9	11843.0	14085.6
流动负债	2569.7	3674.3	4299.6	4964.0
短期借款	325.3	100.0	100.0	100.0
应付账款	1723.3	2695.4	3146.1	3716.1
其他	521.0	878.9	1053.5	1147.9
非流动负债	40.3	340.3	540.3	740.3
长期借款	0.0	300.0	500.0	700.0
其他	40.3	40.3	40.3	40.3
负债合计	2610.0	4014.6	4840.0	5704.4
少数股东权益	200.4	255.4	316.7	388.4
归属母公司股东权益	4828.6	5848.3	7003.0	8381.2
负债和股东权益	7438.6	9862.9	11843.0	14085.6

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5290.7	8200.6	9438.9	10996.3
营业成本	3722.7	5822.4	6796.0	8027.3
营业税金及附加	16.9	24.6	18.9	22.0
营业费用	66.7	103.4	119.0	138.7
管理费用	185.3	287.2	330.6	385.1
财务费用	-54.2	64.0	74.5	30.5
资产减值损失	34.6	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-30.7	-30.7	-30.7	-30.7
投资净收益	67.1	80.0	80.0	80.0
营业利润	1116.1	1395.3	1554.3	1817.1
营业外收入	0.4	0.4	0.4	0.4
营业外支出	27.9	27.9	27.9	27.9
利润总额	1088.5	1367.7	1526.7	1789.6
所得税	149.2	193.2	217.0	256.4
净利润	939.3	1174.6	1309.7	1533.1
少数股东损益	44.0	55.0	61.3	71.7
归属母公司净利润	895.4	1119.6	1248.4	1461.4
EBITDA	1351.2	1765.8	1940.2	2168.3
EPS（元）	2.89	3.61	4.03	4.72

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1320.2	816.9	1376.7	1498.5
净利润	895.4	1119.6	1248.4	1461.4
折旧摊销	295.1	306.5	311.4	320.8
财务费用	0.4	64.0	74.5	30.5
投资损失	-54.6	-49.3	-49.3	-49.3
营运资金变动	121.0	-693.5	-276.3	-344.9
其它	62.9	69.6	68.0	80.2
投资活动现金流	-804.1	-300.7	-350.7	-350.7
资本支出	-604.9	-350.0	-400.0	-400.0
长期投资	1386.2	0.0	0.0	0.0
其他	-1585.4	49.3	49.3	49.3
筹资活动现金流	-275.2	52.7	70.6	14.6
短期借款	-59.9	-225.3	0.0	0.0
长期借款	-29.1	497.0	300.0	200.0
其他	-186.2	-219.0	-229.4	-185.4
现金净增加额	240.9	568.9	1096.6	1162.4

主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	19.2%	55.0%	15.1%	16.5%
营业利润	57.5%	25.0%	11.4%	16.9%
归属母公司净利润	55.7%	25.0%	11.5%	17.1%
获利能力				
毛利率	29.6%	29.0%	28.0%	27.0%
净利率	16.9%	13.7%	13.2%	13.3%
ROE	19.8%	20.4%	19.0%	18.6%
ROIC	18.0%	19.6%	17.8%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	35.1%	40.7%	40.9%	40.5%
净负债比率	4.4%	6.1%	7.6%	7.8%
流动比率	1.87	1.96	2.11	2.26
速动比率	1.69	1.77	1.92	2.07
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.83	0.80	0.78
应收账款周转率	6.44	7.97	7.09	7.13
应付账款周转率	3.12	4.27	3.77	3.79
每股指标(元)				
每股收益	2.89	3.61	4.03	4.72
每股经营现金	4.26	2.64	4.44	4.84
每股净资产	14.56	17.67	21.20	25.42
估值比率				
P/E	23.33	18.66	16.73	14.29
P/B	4.63	3.81	3.18	2.65

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018 年 5 月加入粤开证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com