

# 化工

证券研究报告  
2021年04月07日

## 海外农化巨头 20 年量价修复, 全球农药景气逐步复苏

投资评级  
行业评级 中性(维持评级)  
上次评级 中性

四大农化巨头“农药+种子”业务模式: 2020 年农药业务量价修复, 但汇率影响负面

作者

2020 年先正达实现收入 143 亿美元, YOY+5.2%; 其中农药业务 112 亿美元, YOY+5.9%, 种子业务 32 亿美元, YOY+3.6%。拜尔 Crop Science 业务实现营收 188 亿欧元, YOY-5.0%, 其中农药业务 87 亿欧元, YOY-5.5%, 种子业务 76 亿欧元, YOY-5.1%。科迪华实现收入 142 亿美元, YOY+2.7%; 其中农药业务 65 亿美元, YOY+3.3%; 种子业务 78 亿美元, YOY+2.2%。巴斯夫 Agricultural Solutions 业务实现收入 77 亿欧元, YOY-2.0%; 其中农药业务 62 亿欧元, YOY-3.1%; 种子业务 15 亿欧元, YOY+2.8%。

唐婕 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519070001  
tjie@tfzq.com  
李辉 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517040001  
huihui@tfzq.com  
张峰 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

总体而言, 四大农化企业的农药业务的销售价格与销量的影响正面, 汇率波动对公司影响负面, 并最终拖累公司营收及利润增长。分业务看, 杀菌剂表现偏弱, 杀虫剂表现强势, 除草剂表现分化。

行业走势图

分地区来看: 亚太地区整体好于其他地区, 主要来自中国和印度的需求较好, 四家企业基本均实现量价俱升局面。北美是四大农化企业的最主要的销售区域, 先正达和科迪华实现了较好增长, 主要得益于其大豆、玉米种子的种植面积修复和市占率提升, 同时相应带动除草剂需求; 而拜尔和巴斯夫则因种子和除草剂的拖累而下滑。拉丁美洲, 仅先正达依靠其在巴西植保产品和玉米种子的销量提升抵消了部分汇率的不利因素而实现增长, 其他三家均因较大的汇率因素而下滑。在欧洲市场实现正增长的先正达和科迪华均提及俄罗斯市场的增长, 而巴斯夫和拜尔本身在欧洲销售收入相对较小, 天气干燥、对农药产品法规趋严使得部分产品禁用对公司的销售造成负面影响。



资料来源: 贝格数据

### 2021 年全球农化行业景气预计继续改善

相关报告

根据四大跨国公司对其 2021 年农化业务展望, 营收增速预期在+YOY 5%以下, 景气弱复苏; 有利因素来自于较高的作物商品价格、新品推进、种植面积的提升, 而依旧面临汇率波动风险。

- 《化工-行业研究周报: 氨纶、钛白粉价格维持高位, 纯碱、DMF 启动涨价》 2021-04-04
- 《化工-行业研究周报: 氨纶、钛白粉价格维持高位, 纯碱粘胶保持平稳》 2021-03-28
- 《化工-行业专题研究: 钛白粉专题: 海外公司业绩分化, 全产业链优势显现》 2021-03-25

全球终端用药需求预计稳中有增(作物价格坚挺、种植面积稳定、库存 20 年去化); 供给方面, 我国是农药出口大国, 2020 年 4 月以来伴随我国生产率先从疫情中恢复, 我国农药出口快速增长(累计同比增速均超过 15%); 价格方面, 国内农药原药价格指数 20 年三季度末调整至 2017 年三季度末水平(近 2 年低点)后逐步回升。我们推测, 2021 年行业景气有望上行, 同时预计国内农药价格整体中枢应有上移。同时伴随我国农药行业产能转移红利整体减弱, 跨国公司采购再分配, 采购有望向具备产业链、规模、安环等优势的龙头集中。

### 重点公司

重点推荐: 产业链一体化、技术及单品竞争优势突出的细分领域龙头**扬农化工**、**利尔化学**、**广信股份**、**利民股份**; 建议关注: 全球非专利植保产品龙头**安道麦**、农药中间体龙头企业**联化科技**

风险提示: 地方农业政策变化风险、极端天气影响农业需求风险、作物价格大幅波动风险、企业发生生产环保安全事故风险

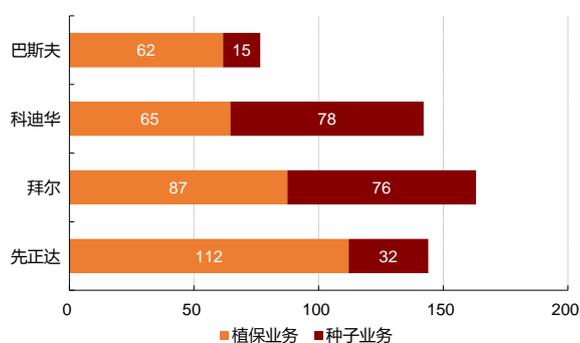
## 四大农化巨头“农药+种子”业务模式：2020年农药业务量价修复，但汇率影响负面

2020年先正达实现收入143亿美元，YOY+5.2%；其中农药业务112亿美元，YOY+5.9%，种子业务32亿美元，YOY+3.6%。拜尔Crop Science业务实现营收188亿欧元，YOY-5.0%，其中农药业务87亿欧元，YOY-5.5%，种子业务76亿欧元，YOY-5.1%。科迪华实现收入142亿美元，YOY+2.7%；其中农药业务65亿美元，YOY+3.3%；种子业务78亿美元，YOY+2.2%。巴斯夫Agricultural Solutions业务实现收入77亿欧元，YOY-2.0%；其中农药业务62亿欧元，YOY-3.1%；种子业务15亿欧元，YOY+2.8%。农药业务收入方面，先正达和科迪华微增，拜尔和巴斯夫同比下滑，先正达、拜尔、科迪华、巴斯夫2020年种子业务占农化业务收入比例分别为22%、40%、55%、20%。

四大农化巨头年报中农药业务分析：

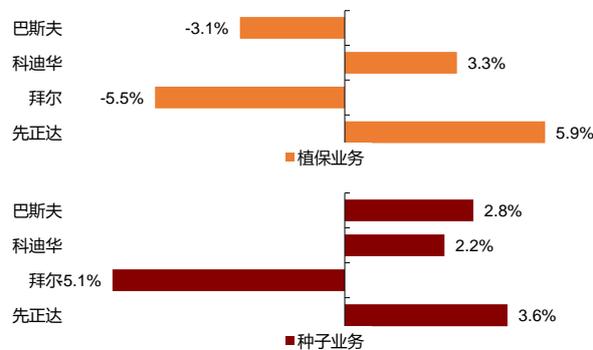
- 价格与销量的影响正面，汇率波动对公司影响负面，并最终拖累公司营收及利润增长。分业务看，杀菌剂表现偏弱，杀虫剂表现强势，除草剂表现分化（推测与各公司种子推广相关联）。
- 分地区来看：亚太地区整体好于其他地区，主要来自中国和印度的需求较好，四家企业基本均实现量价俱升局面。北美是四大农化企业的最主要的销售区域，先正达和科迪华实现了较好增长，主要得益于其大豆、玉米种子的种植面积修复和市占率提升，相应带动除草剂需求；而拜尔和巴斯夫则因种子和除草剂的拖累而下滑。拉丁美洲，仅先正达依靠其在巴西植保产品和玉米种子的销量提升抵消了部分汇率的不利因素而实现增长，其他三家均因汇率因素而下滑。在欧洲市场实现正增长的先正达和科迪华均提及俄罗斯和欧洲南部的增长，而巴斯夫和拜尔本身在欧洲销售收入体量相对较小，天气干燥、对农药产品法规趋严使得部分产品禁用对公司的销售造成负面影响。

图 1：2020 年营收结构：“农药+种子”的业务模式



资料来源：各公司年报，天风证券研究所  
注：拜尔、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元

图 2：四大跨国公司 2020 年分业务营收增速



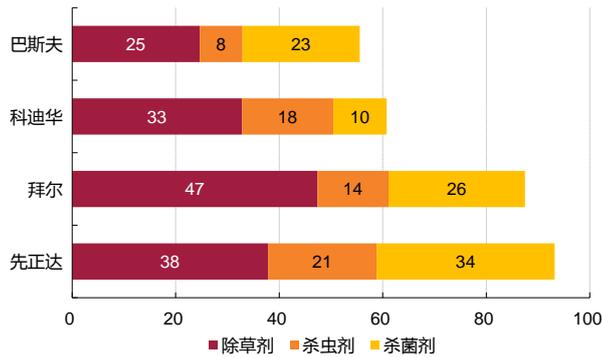
资料来源：各公司年报，天风证券研究所

表 1：2020 年四大巨头农化业务收入变化贡献拆分

公司	业务	2019 年				2020 年			
		价格	销量	汇率	产品组合	价格	销量	汇率	产品组合
先正达	种子	-	-1%	-3%	-1%	2.0%	6.0%	-4.0%	8.0%
	植保	3%	2%	-4%	5%	3.0%	12.0%	-9.0%	15.0%
科迪华	种子	0%	-1%	-2%	-	1.0%	5.0%	-4.0%	-
	植保	0%	1%	-3%	-1%	4.0%	7.0%	-7.0%	-1.0%
拜尔	Crop Science	2%	0%	1%	36%	-0.2%	1.5%	-6.3%	-
巴斯夫	Agricultural Solutions	3%	-1%	1%	24%	2.0%	5.0%	-9.0%	-

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

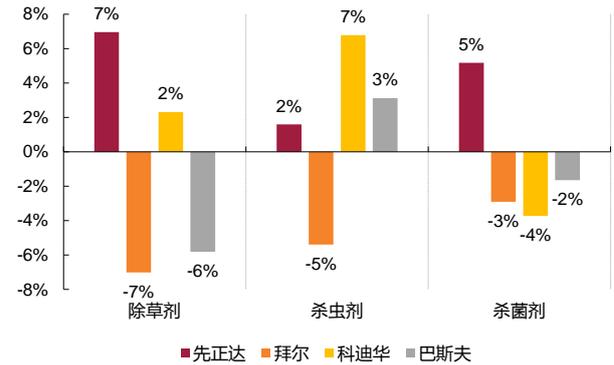
图 3：四大跨国企业 2020 年农药分业务收入



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

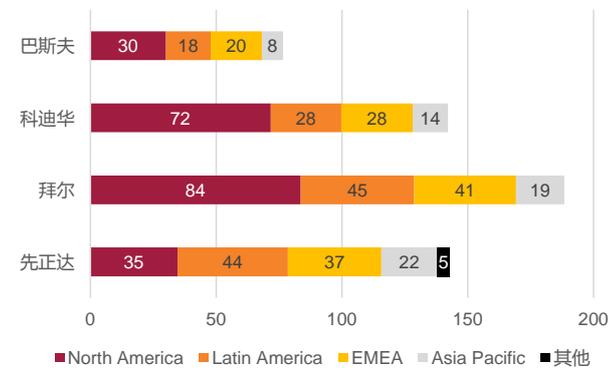
注：拜尔、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元

图 4：四大跨国企业 2020 年农药分业务收入同比增速



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

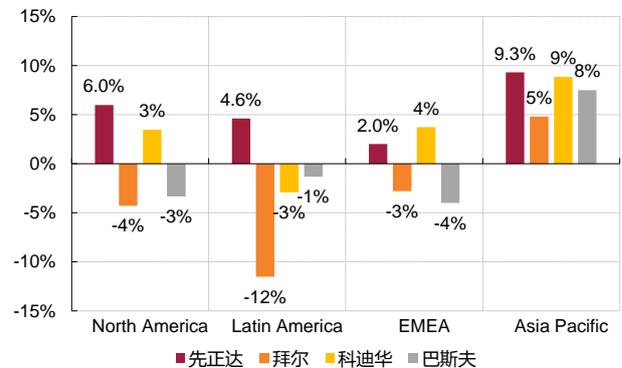
图 5：四大跨国企业 2020 年分地区营业收入



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

注：拜尔、巴斯夫单位为亿欧元，科迪华为亿美元

图 6：四大跨国企业 2020 年分地区营收增速



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

表 2：2020 年四大企业地区销售情况分析

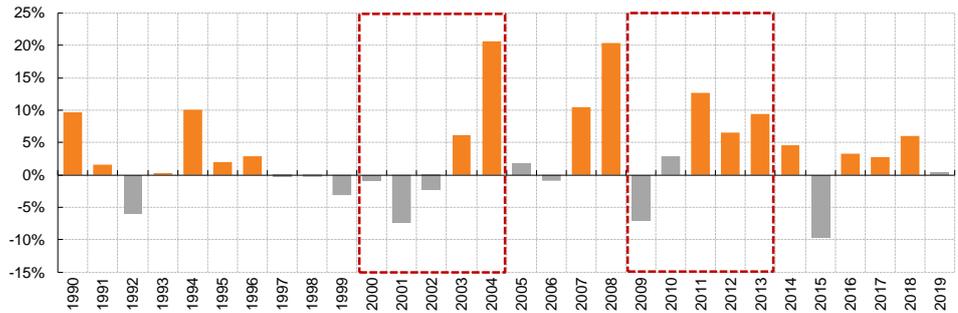
地区	先正达	拜尔	巴斯夫	科迪华
北美	6% 植保：新品推广和天气较 19 年有利种子；受益于 19 年极端天气后大豆和玉米种植面积提升，同时公司大豆种子市占率提升	-4.3% (有机增长-4.3%) 美国大豆市场从 19 年洪水影响中恢复，但大豆种子市场竞争加剧导致销售价格和销量下降；选择性除草剂因为下游需求切换而受损	-3% 价格下降（特别是除草剂、杀菌剂）；销量提升（特别是杀菌剂），主要系天气因素有利、中美贸易关系缓解，叠加 2019 年经销商去库存；汇率影响负面	3% (有机增长 4%) 新产品投放；大豆种植面积恢复及较强的大豆种子定价权 Enlist E3™ 占全美种植面积的 20%，并推动 Enlist™ 系列除草及销售
拉丁美洲	5% 植保：在巴西的销量有显著提升，但汇率影响负面；同时在阿根廷销售量也有提升，尽管其经济状况不佳。种子：拉丁美洲南部的向日葵种植面积有所恢复，同时该地区和巴西的玉米种子份额提升，汇率影响负面	-11.5% (有机增长 9.4%) 大豆、玉米种植面积提升 新品杀菌剂量价齐升；大豆种子销售份额提升	-1% 量价齐升（尤其是巴西），无法抵消汇率的负面影响（巴西）	-3% (有机增长 17%) 在巴西 Safrinha 和夏季种植取得市场份额的增长推动种子销量提升；巴西汇率不利，植保产品价格整体提升叠加产品组合优化；新品的需求推动在巴西份额的增长
EMEA	2% 植保：俄罗斯销量增长强劲，欧洲南部地区的销售业绩良好，西北谷物因干燥天气而疲软 种子：向日葵和玉米种子的市场份额有所增长，主要系玉米种子供应量有限以及 19 年底分销渠道销售量增加	-2.8% (有机增长-0.1%) 欧洲春季干旱；玉米价格提升带动种子销售增加；部分除草剂产品因为法规影响负面	-4% 价格持平；销量下滑，主要系欧洲大部分地区干燥，导致除草剂和杀菌剂用量减少；汇率影响负面	4% (有机增长 8%) 进入俄罗斯和乌克兰市场及在南欧的份额增长推动了种子的数量和价格增长；逐步淘汰受监管挑战产品抑制增长；Arylex™ and Rinskor™ 等新型除草剂的强劲需求
亚太	9% 植保：澳大利亚从 19 年的特殊天气状况中恢复，印度销售势头持续良好。成功推出新杀菌剂以及先正达集团中国现代农业平台（MAP）增长 种子：印度尼西亚和印度的销售势头持续良好，中国的 Sanbei 全年合并	+4.8% (有机增长+8.9%) 除草剂业务拓展	8% 价格上涨；销量提升（特别是除草剂、杀菌剂；中国、印度、澳大利亚）；汇率影响负面	9% (有机增长 13%) 量、价均实现两位数增长（有机）；印度和菲律宾对大米需求大幅增长；除草剂 Rinskor™ 和 Arylex™，杀虫剂 PyraXalt™ 和 spinosyns 带动有机增长

资料来源：四家公司年报，天风证券研究所整理；注：有机增长指不考虑汇率和产品组合（并购等）带来的影响

## 2021 年全球农化行业景气预计继续改善

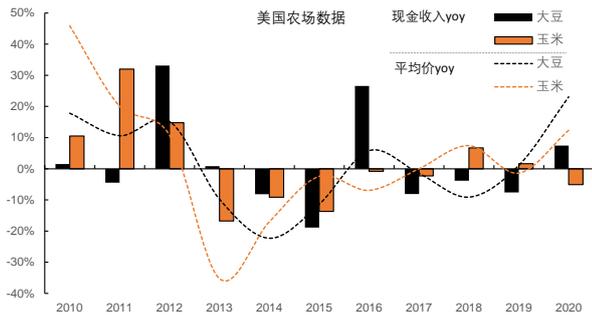
2000 年以来全球农药行业可归纳为遵循约 5 年一轮的景气周期，宏观经济、地方政策、天气、农民收益等多种复杂因素皆会影响农药行业景气变化。全球农药市场需求增速波动整体和农产品价格周期同步性很强（主要通过农民种植收益进而影响农用化学品投入传导）。农民种植收益与当年农作物价格相关度高（以美国地区农民种植收益为例），农作物价格上涨是农民购买力提升的信号，种植收益的提升往往影响农民当年或次年在农用化学品（农药、化肥）上的投入。

图 7：全球植保终端销售同比增速



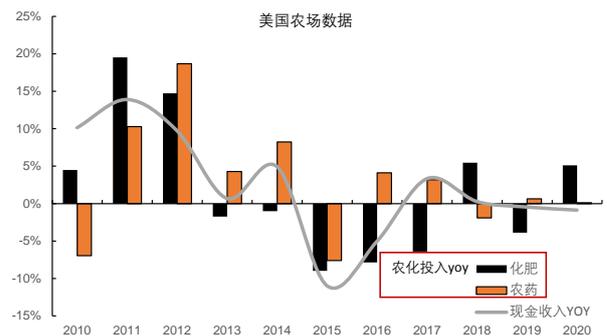
资料来源：Phillips Mcdougall，天风证券研究所

图 8：农场收益与农作物价格相关性高



资料来源：彭博，天风证券研究所；注：均为美国农场数据

图 9：农民在农化上的投入取决于其收入情况



资料来源：彭博，天风证券研究所；注：均为美国农场数据

结合前文，2020 年全球农药需求端从终端看，北美市场已经从 2019 年的不利天气等负面因素中复苏，叠加 2020 年上半年因新冠疫情对物流的影响，我们推测库存也有一定去化；南美需求继续保持，但汇率影响负面；欧洲依旧面临压力；亚太地区快速增长。根据四大跨国公司对其 2021 年农化业务展望，营收增速预期在个位数，景气弱复苏；有利因素来自于较高的作物商品价格、新品推进、种植面积的提升，而依旧面临汇率波动风险。

表 3：预计 2021 年全球农化行业景气有望逐步改善

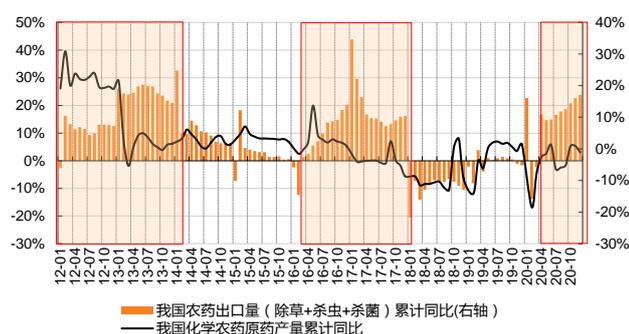
2021 年预期	先正达	拜尔	巴斯夫	科迪华
农化板块收入增速	较低个位数增长	约 2%	小幅增长(1%~5%)	2%~3%
增量来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品价格 5 年新高</li> <li>新冠影响（若逐步修复正常，可能增加部分成本）</li> <li>创新、市场营销、可持续发展</li> <li>2020 年低油价的好处将在 2021 年显现</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>除草和杀菌剂增长，强劲的大宗品价格，美国种植面积提升</li> <li>在美国大豆市场的竞争激烈，汇率影响</li> <li>新产品的增长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>增加销售量，提价，以抵消汇率影响</li> <li>严控成本</li> <li>继续在研发和数字化方面投入大量资金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国种植面积：+500~800 万英亩（大豆主导）</li> <li>保持全球玉米定价权和技术优势</li> <li>因淘汰毒死蜱等低利润率农药而导致减少约 7500 万美元</li> <li>植保新品销售额增加约 3 亿美元</li> </ul>

资料来源：四家公司 2020 年年报，天风证券研究所整理

在 2018/2019 年出口及产量同比下滑/微增的情况下(我们认为产量下滑是国内环保安检、使用量零增长等各项政策持续推行之结果), 2019 年国内农药原药库存水平仍处于不低位置; 叠加前期因安环问题停产企业后续满足复产条件数量较多、以及新产能逐步释放, 整体供应增加, 使得 2020 年国内原药价格整体承压。

全球终端用药需求预计稳中有增(作物价格坚挺、种植面积稳定、库存 20 年去化); 供给方面, 我国是农药出口大国, 2020 年 4 月以来伴随我国生产率先从疫情中恢复, 我国农药出口快速增长(累计同比增速均超过 15%); 价格方面, 国内农药原药价格指数 20 年三季度末调整至 2017 年三季度末水平(近 2 年低点)后逐步回升。我们推测, 2021 年行业景气有望上行, 同时预计国内农药价格整体中枢应有上移。同时伴随我国农药行业产能转移红利整体减弱, 跨国公司采购再分配, 采购有望向具备产业链、规模、安环等优势龙头集中。

图 10: 我国农药产量、出口量累积同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 我国农药价格指数



资料来源: CCPIA, 天风证券研究所

## 重点公司

重点推荐: 产业链一体化、技术及单品竞争优势突出的细分领域龙头**扬农化工**、**利尔化学**、**广信股份**、**利民股份**

建议关注: 全球非专利植保产品龙头**安道麦**、农药中间体龙头企业**联化科技**

## 风险提示

地方农业政策变化风险: 随环保意识的提高, 高效、低毒农药产品成为行业发展趋势, 各国严控高毒、高风险农药的生产使用, 并对高毒、高风险农药采取禁限用措施。若未来相关市场对部分农药产品采取禁限用措施, 将会对相关生产企业销售产生不利影响。

极端天气影响农业需求风险: 天气对作物种植进度影响较大, 若出现极端天气则可能出现延迟用药、减少用药从而影响到农药的需求。

作物价格大幅波动风险: 作物的价格会影响到农民的收益, 进而对其在种植上农化产品的投入产生影响, 若作物价格大幅波动, 或将影响农民在农药产品上的投入意愿。

企业发生生产环保安全事故风险: 随各国对环境保护重视程度提高和社会环保意识的增强, 未来可能会出台更为严格的环保标准, 不能及时达到相应的要求的企业可能面临受到环保处罚的风险; 农化企业生产过程中的部分原料为易燃、易爆、有腐蚀性或有毒物质, 产品生产过程中涉及高温、高压等工艺, 对操作要求较高, 若发生意外安全事故将影响企业的正常生产经营。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com