



买入 (首次)

所属行业: 化工/化学制品
当前价格(元): 109.13

证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

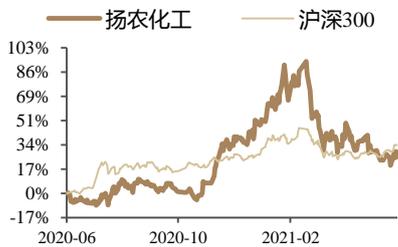
邮箱: lij3@tebon.com.cn

研究助理

任杰

邮箱: renjie@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.03	-11.16	-18.58
相对涨幅(%)	-9.07	-15.60	-18.29

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

扬农化工(600486.SH)深度报告: 全产业链发展的综合性农药巨头, 受益两化整合开启新征程

投资要点

- 综合性农药巨头, “研-产-销”一体化发展。** 公司是国内唯一一家从基础化工原料开始, 合成中间体并生产菊酯的生产企业, 其生产规模、技术水平均居行业前列, 现已成为菊酯行业的领军者, 产能达 14225 吨/年, 其中卫生菊酯在国内的市占率约 70%。公司以菊酯为核心, 持续延伸产品树, 麦草畏产能达 2.5 万吨, 全球第一, 规模化和一体化优势显著; 草甘膦产能达 3 万吨, 成本优势突出。2019 年, 公司收购农研公司和中化作物, 创制药和仿制药研发水平得到进一步提升, 制剂销售渠道得到进一步拓展, 打造“研-产-销”一体化平台, 市场竞争力不断增强。
- 优嘉项目稳步扩张, 内生增长动力强劲。** 优嘉项目是公司全资子公司优嘉植保在江苏如东的重要布局, 已经稳定投产优嘉一期、二期。2020 年, 优嘉植保营收达 23.86 亿元, 净利润达 4.10 亿元, 近五年营收和净利润复合增速分别达 26.9%、22.5%。优嘉三期于 2020 年三季度试生产, 将为 2021 年贡献主要业绩增量。公司于 2020 年投资 23.3 亿元启动优嘉四期项目, 仍然以菊酯类杀虫剂为核心, 布局除草剂, 延伸杀菌剂和增效剂, 致力于农药全品类发展。优嘉四期已经完成备案、环评、环评等行政报批, 目前正处于建设阶段, 预计 2021 年底投产。此外, 公司已经开始规划优嘉五期, 部分热门品种已完成技术布局。优嘉项目的稳步推进, 将打开公司未来成长空间。
- 两化重组完成, 内部协同助力公司迈向新征程。** 5 月 8 日, 中化集团和中国化工联合重组完成, 中国中化正式揭牌成立。中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域, 是全球规模最大的综合性化工企业。先正达集团主要承接其生命科学板块下的农化业务, 是中国中化重要的优势业务之一。公司是先正达集团的重要组成部分, 将依托于全球最大的植保平台, 与先正达、安道麦等国际农化巨头协同发展, 优势互补, 有望打造高效的全球化产业链, 充分受益于两化重组, 迈向新的发展阶段。
- 投资建议:** 预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 4.85、5.90 和 7.08 元, 对应 PE 分别为 22、19 和 15 倍。参考 SW 农药板块当前平均 26 倍 PE 水平, 结合行业可比公司平均估值, 考虑到优嘉三期项目新增产能持续释放, 优嘉四期项目正稳步推进, 都将为公司提供更多的成长机会, 为公司发展注入强劲动力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新建项目审批及建设不及预期; 产品价格波动风险; 汇率波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	309.90
流通 A 股(百万股):	309.90
52 周内股价区间(元):	79.44-167.60
总市值(百万元):	33,819.27
总资产(百万元):	12,048.50
每股净资产(元):	20.51

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	11,119	13,256	15,302
(+/-)YOY(%)	1.4%	13.0%	13.1%	19.2%	15.4%
净利润(百万元)	1,170	1,210	1,504	1,827	2,195
(+/-)YOY(%)	19.4%	3.4%	24.3%	21.5%	20.1%
全面摊薄 EPS(元)	3.77	3.90	4.85	5.90	7.08
毛利率(%)	28.8%	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
净资产收益率(%)	23.1%	20.3%	20.3%	19.6%	18.9%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 综合型农药巨头，加入先正达集团开启新篇章.....	6
1.1. 以菊酯为核心，布局农药全品类.....	6
1.2. 两化重组完成，公司控股股东拟变更为先正达集团.....	8
1.3. 业绩增长稳健，抗周期波动能力不断增强.....	9
2. 综合竞争力突出，跻身全球农化企业前列.....	11
2.1. 全球农化企业前 10 强，市值一骑绝尘.....	11
2.2. 注重环保投入，产能持续扩张.....	12
2.3. 收购中化资产+加入先正达集团，打造“研-产-销”一体化平台.....	14
3. 拟除虫菊酯：全球第二大类杀虫剂，需求稳步增长.....	18
3.1. 农用菊酯：公司关键中间体自给自足，成本优势显著.....	19
3.2. 卫生菊酯：卫生杀虫市场占比超 80%.....	21
4. 麦草畏：产业链配套提效益+耐麦草畏作物推广.....	23
4.1. 需求端：转基因作物推广带来需求增量.....	23
4.2. 供给端：公司产能居全球第一，规模优势显著.....	25
5. 草甘膦：IDA 环保工艺低成本+下游转基因渗透促增长.....	28
5.1. 需求端：需求增长稳定，未来增量在于下游转基因渗透.....	28
5.2. 供给端：中小产能逐步退出，行业集中度持续提升.....	30
6. 盈利预测与投资建议.....	34
7. 风险提示.....	36

图表目录

图 1: 公司成立以来发展历程	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2021 年 3 月 31 日)	8
图 3: 两化重组前后股权结构对比	8
图 4: 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)	9
图 5: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	9
图 6: 公司营收占比情况	9
图 7: 公司毛利占比情况	9
图 8: 公司利润率情况	10
图 9: 公司主营业务毛利率	10
图 10: 公司国内外营收分布情况	10
图 11: 公司国内外毛利率情况	10
图 12: 公司三费率情况	10
图 13: 公司研发费用情况	10
图 14: 可比公司市值对比 (截至 2021 年 5 月 28 日)	11
图 15: 公司从源头控制技术手段	12
图 16: 公司环保投入情况	12
图 17: 国内化学农药原药产量及其增速	13
图 18: 中化作物控股子公司架构调整	14
图 19: 2018 年中化作物销售额分布情况	15
图 20: 中化作物主营业务收入 (亿元)	15
图 21: 农研公司经营业绩情况	15
图 22: 先正达集团四大成员单位	16
图 23: 先正达集团中国四大业务板块	16
图 24: 全球杀虫剂市场规模 (亿美元)	18
图 25: 国内联苯菊酯主要出口国	19
图 26: 拟除虫菊酯生产工艺图	20
图 27: 国内卫生杀虫市场消费格局	21
图 28: 国内菊酯价格走势	22
图 29: 全球玉米种植面积	23
图 30: 全球小麦种植面积	23
图 31: 2019 年全球转基因作物种植面积占比情况	23
图 32: 全球转基因大豆种植面积	24

图 33: 全球转基因棉花种植面积	24
图 34: 2019 年全球前十大转基因作物种植国	25
图 35: 全球作物保护产品销售额 (亿美元)	25
图 36: 麦草畏制剂在美国的发展情况	25
图 37: 全球麦草畏产能分布情况	26
图 38: 公司麦草畏生产工艺流程图	26
图 39: 国内麦草畏价格走势	27
图 40: 全球氨基酸类除草剂市场规模	28
图 41: 全球草甘膦市场规模	28
图 42: 全球草甘膦需求及其增速	28
图 43: 2019 年全球草甘膦应用情况	29
图 44: 全球转基因玉米种植面积情况	29
图 45: 国内草甘膦两种生产工艺产能占比情况	31
图 46: 全球草甘膦产量及其增速	31
图 47: 国内草甘膦产能及其增速	32
图 48: 2020 年国内草甘膦产能分布情况	32
图 49: 国内草甘膦产量及其增速	32
图 50: 国内草甘膦出口情况	32
图 51: 江山股份和福华通达成功整合后的草甘膦竞争格局	33
图 52: 国内草甘膦价格走势	33
表 1: 公司主要产品	7
表 2: 优士公司和优嘉公司建设项目详情	7
表 3: 全球农化企业前 20 强	11
表 4: 2018 年公司及其重要子公司的环保情况说明	12
表 5: 重要拟除虫菊酯装置运行情况	13
表 6: 优嘉在建项目建成后全厂产品方案	14
表 7: 先正达集团 2020 年经营业绩情况	17
表 8: 高毒性杀虫剂禁用限用情况	18
表 9: 拟除虫菊酯类杀虫剂分类	19
表 10: 国内联苯菊酯主要产能分布及开工情况	19
表 11: 国内高效氯氟氰菊酯产能及开工情况	20
表 12: 国内氯氟菊酯产能及开工情况	20

表 13: 2018 年国内卫生除虫制品登记有效成分情况	21
表 14: 已批准利用的抗麦草畏转基因作物的转化事件	24
表 15: 麦草畏生产工艺对比	26
表 16: 2019 年全球草甘膦细分市场结构.....	29
表 17: 国内转基因玉米和大豆申请情况	30
表 18: 世界各国禁用百草枯部分政策内容.....	30
表 19: 甘氨酸法和 IDA 法优缺点对比	30
表 20: 国内草甘膦甘氨酸路线的成本核算.....	31
表 21: 2020 年全球草甘膦产能分布情况.....	32
表 22: 公司核心产品业绩拆分与盈利预测 (百万元)	34
表 23: 可比公司估值分析	35

1. 综合型农药巨头，加入先正达集团开启新篇章

1.1. 以菊酯为核心，布局农药全品类

公司是全球综合性农药巨头，致力于农药全品类发展。公司成立于 1999 年 12 月，于 2002 年在上交所上市。公司现已形成以菊酯为核心，农药原药和制剂为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局。公司依托丰富的产品种类、较强的研发技术实力和上下游配套完善的优势，已发展成为国内仿生农药行业规模最大的企业。

图 1：公司成立以来发展历程



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司产业链一体化优势显著。公司是国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业，公司的核心产品是拟除虫菊酯杀虫剂，其生产规模、技术平均位列全国同行第一位，产品品种数量居全球第一位，销售额位居全球第二位，现已成为菊酯行业的领跑者，产能达 14225 吨/年，其中卫生菊酯在国内的市占率约 70%。公司以菊酯为核心，持续延伸产品树，除草剂主要有麦草畏和草甘膦等品种，麦草畏产能达 2.5 万吨，全球第一，规模化和一体化优势显著；草甘膦产能达 3 万吨，成本优势突出。杀菌剂主要有氟啶胺、吡啶啉菌酯等品种，植物生长调节剂主要有抗倒酯、噻苯隆等品种。

表 1: 公司主要产品

产品类别	主要产品
杀虫剂	农用菊酯、卫生菊酯等
除草剂	麦草畏、草甘膦等
杀菌剂	氟啶胺、吡唑啉菌酯等
植物生长调节剂	抗倒酯、噻苯隆等

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

优嘉项目稳步扩张, 内生增长动力强劲。2020 年, 优嘉植保实现营业收入 23.86 亿元, 同比增长 36.4%; 实现归母净利润 4.10 亿元, 同比增长 17.6%。2020 年三季度优嘉三期试生产, 产能逐步释放将贡献主要业绩增量。同时, 公司决定投资 23.25 亿元建设优嘉四期, 目前项目已进入土建施工阶段。公司正加速跟进优嘉四期项目, 稳步推进新品产业化, 为公司长期成长奠定坚实基础。

表 2: 优士公司和优嘉公司建设项目详情

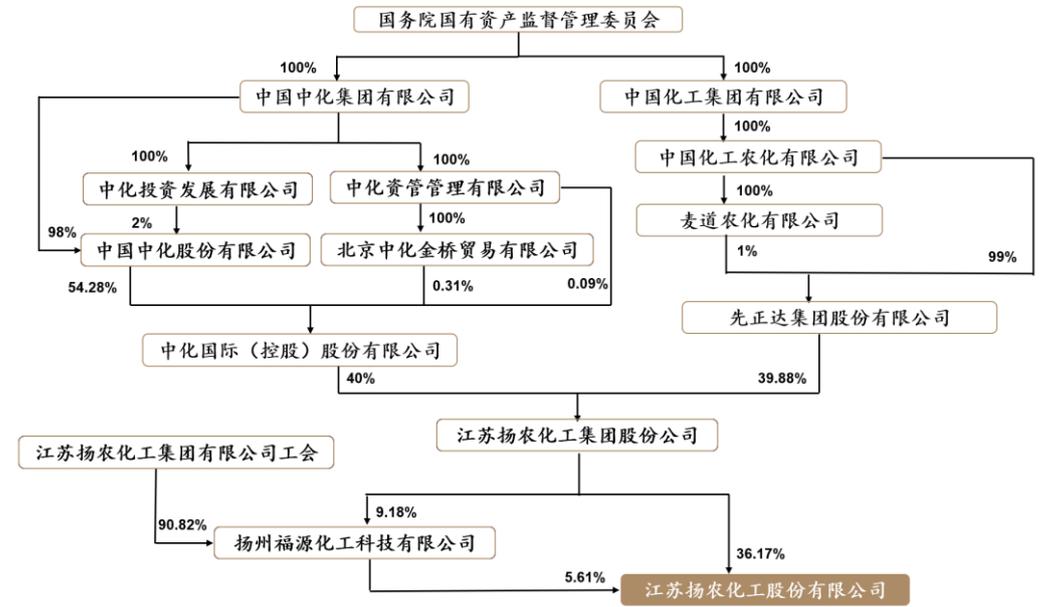
项目	产品类别	产品名称	产能 (吨/年)	建设进度
优士化学一期	杀虫剂及中间体	贵亭酸甲酯及 DV 酰氯	2400	2008 年投产
		高效氟氟菊酯	2000	
		双(三氯甲基)碳酸二甲酯	2000	
		二溴菊酸和溴氟菊酯	100	
优士化学二期	除草剂	草甘膦	30000	2008 年投产
优嘉一期	杀虫剂及中间体	贵亭酸甲酯	5000	2015 年投产
		联苯菊酯	800	
	除草剂	麦草畏	5000	
	杀菌剂	氟啶胺	600	
优嘉二期	杀虫剂	卫生菊酯	2600	2018 年投产
		避蚊胺	50	
	除草剂	麦草畏	20000	
	杀菌剂	吡唑啉菌酯	1000	
优嘉三期	杀虫剂	拟除虫菊酯类 (含中间体)	10825	2020 年 8 月试投产
		氟啶胺	200	
		噁虫酮	50	
	除草剂	高效盖草能	500	
	杀菌剂	丙环唑	2000	
		苯醚甲环唑	1000	
植物生长调节剂	噻苯隆	200		
优嘉四期	杀虫剂	联苯菊酯	3800	2020 年 12 月环评批复, 预计 2021 年底投产
		卫生菊酯	4310	
		虱螨脲	1000	
		羟吡啶	200	
	除草剂	硝磺草酮	6000	
		丙环唑	2000	
	杀菌剂	苯醚甲环唑	3000	
		氟啶胺	1000	
增效剂	DV 异丙酯	100		

资料来源: 项目环评报告, 德邦研究所

1.2. 两化重组完成，公司控股股东拟变更为先正达集团

公司控股股东拟变更为先正达集团。2020年11月，扬农集团计划通过非公开协议方式转让其所持有的扬农化工的全部股份。本次收购结束后，先正达集团将持有扬农化工1.12亿股股份，占扬农化工总股份的36.17%，先正达集团将成为扬农化工的控股股东。

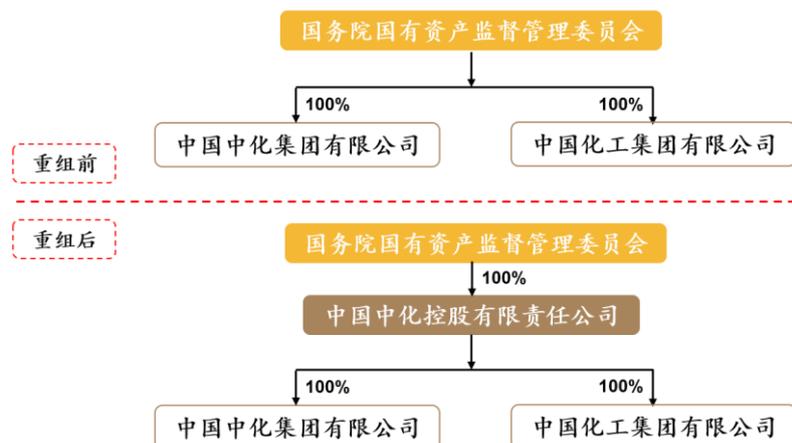
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，德邦研究所

两化重组完成，中国中化正式起航。5月8日，中化集团和中国化工联合重组完成，中国中化正式揭牌成立。中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模最大的综合性化工企业，并在生命科学业务中的农化、动物营养和材料科学业务中的氟硅材料、工程塑料、橡胶助剂等细分领域具有领先优势。先正达集团主要承接其生命科学板块下的农化业务，是中国中化重要的优势业务之一。公司是先正达集团的重要组成部分，将充分受益于两化重组，迈向新的发展阶段。

图 3：两化重组前后股权结构对比

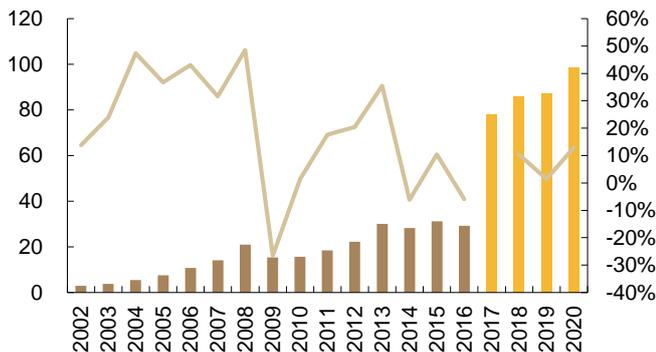


资料来源：中国中化官网，德邦研究所

1.3. 业绩增长稳健，抗周期波动能力不断增强

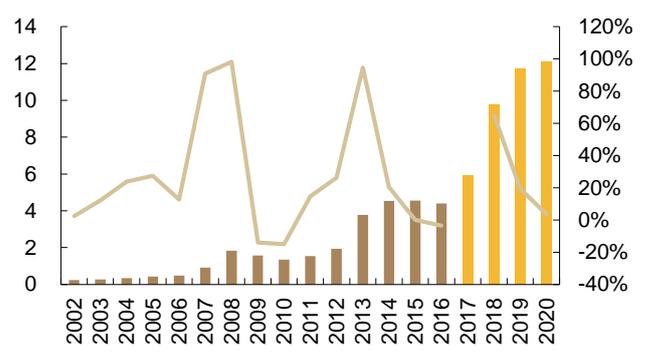
公司业绩总体呈现增长态势。2002-2016年，公司的营业收入从3.01亿元增长至29.29亿元，CAGR高达17.7%；归母净利润从0.24亿元增长至4.39亿元，CAGR高达23.0%。2019年，公司收购同一控制下的中化作物100%股权和农研公司100%股权。2020年，公司依托“研-产-销”一体化深度运营，继续保持稳步发展，实现营业收入98.31亿元，同比增长13.0%；归母净利润12.10亿元，同比增长3.41%。

图4：公司营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所 注：2017-2018年数据经追溯调整

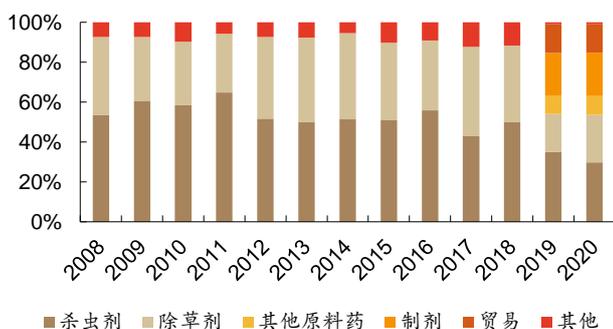
图5：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所 注：2017-2018年数据经追溯调整

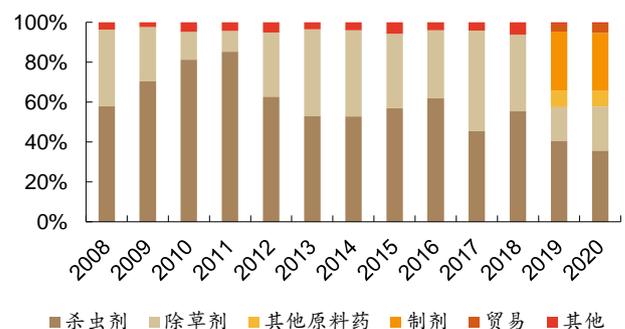
原药产品是盈利基石，制剂产品成为新的盈利增长点。2018年前，杀虫剂和除草剂是公司长期稳定盈利的保证。2019年收购中化作物后，农药制剂销售快速增长，盈利能力进一步提高。2020年，杀虫剂、除草剂和制剂的营收占比分别为29.9%、23.7%和21.8%，毛利占比分别为35.7%、22.1%和29.1%。

图6：公司营收占比情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

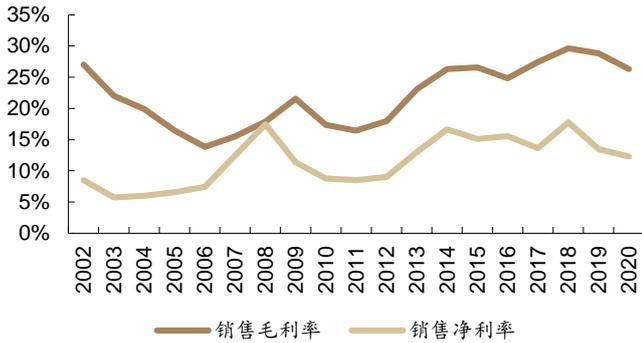
图7：公司毛利占比情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

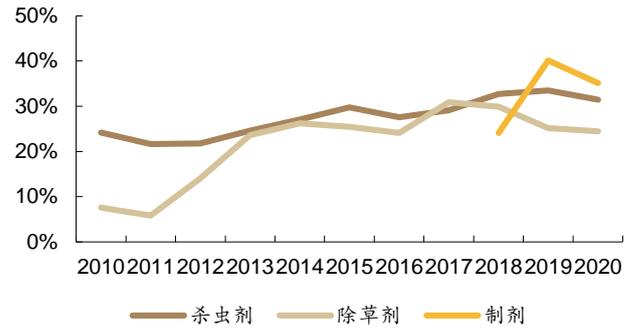
公司利润率总体稳步上升。公司的销售毛利率和净利率自2006年起稳步提高，2020年的销售毛利率和净利率分别为26.3%和12.3%。杀虫剂和除草剂业务的毛利率分别从2010年的24.2%和7.6%攀升至2020年的31.5%和24.5%，制剂业务的毛利率从2018年的24.1%增长至2020年的35.2%，公司主营业务毛利率维持在较高水平。

图 8: 公司利润率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

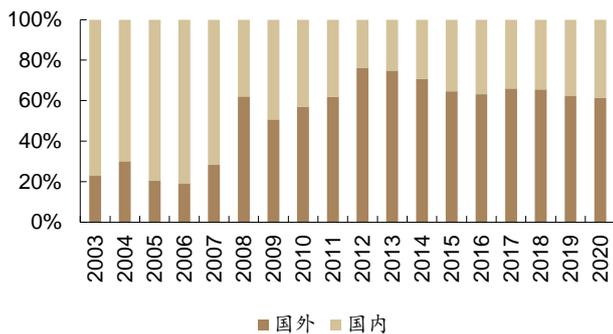
图 9: 公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

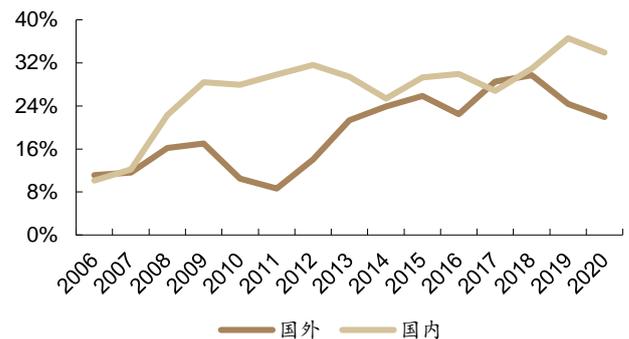
海外市场是公司重要的销售区域。2008 年, 公司海外市场的营业收入首次超过国内市场的营业收入, 自此海外市场的营收占比维持在 60% 以上。2020 年, 公司努力扩大海外市场的主要品种销售, 优化客户结构, 海外市场实现收入 59.91 亿元, 同比增长 11.4%, 占总营业收入的 61.4%; 国内市场实现收入 37.64 亿元, 占总营业收入的 38.6%。2020 年, 公司海外市场和国内市场的毛利率分别为 21.9% 和 33.9%。

图 10: 公司国内外营收分布情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

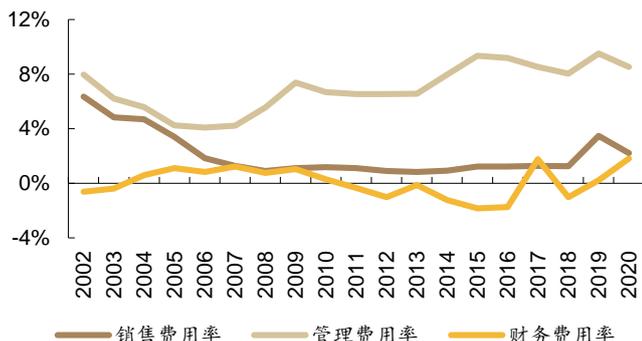
图 11: 公司国内外毛利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司期间费用率控制良好, 研发费用持续增长。公司的销售费用率和财务费用率一直保持在较低的水平, 2020 年的销售费用率和财务费用率分别为 2.22% 和 1.82%; 近几年的管理费用率保持在 8% 左右。公司研发费用稳步增长, 从 2011 年的 0.73 亿元增长至 2020 年的 3.32 亿元, 年均复合增速达 18.3%。

图 12: 公司三费率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 2002-2017 年管理费用含研发费用

图 13: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 综合竞争力突出，跻身全球农化企业前列

2.1. 全球农化企业前 10 强，市值一骑绝尘

公司农药销售额持续攀升，成功晋升全球农化企业前 10 强。2019 年，公司的农药销售额达到 12.51 亿美元，同比大幅增长 58.8%，2017-2019 年销售额年均复合增速达 39.2%，公司处于快速成长期。公司全球排名从 2017 年的第 16 位跃升至 2019 年的第 10 位，市场地位进一步提升，综合实力不断增强。

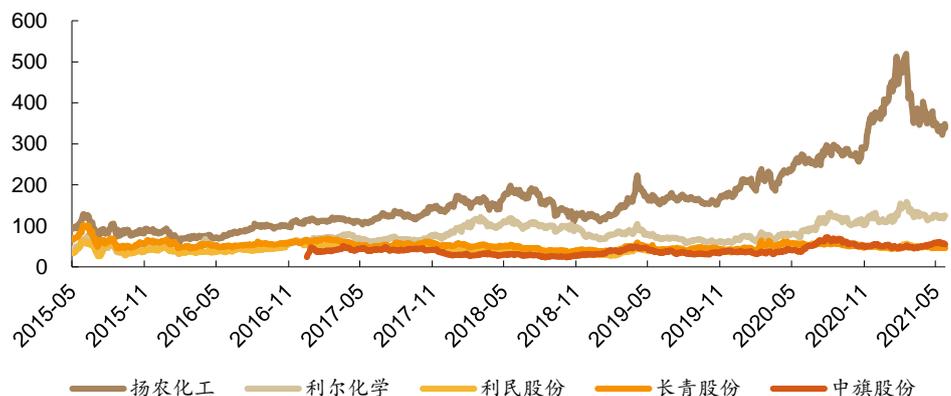
表 3：全球农化企业前 20 强

排名	2017	2018	2019	2019 年销售额 (百万美元)	2019 年同比 2018 年 (%)
1	Syngenta	Syngenta	Bayer Crop Science	10374	7.6
2	Bayer Crop Science	Bayer Crop Science	Syngenta	10118	2.1
3	BASF	BASF	BASF	7123	3
4	DowDupont	Corteva	Corteva	6256	-2.9
5	Monsanto	FMC	FMC	4610	7.6
6	ADAMA	ADAMA	UPL	4461	66
7	FMC	UPL	ADAMA	3611	-0.2
8	Sumitomo Chemical	Sumitomo Chemical	Sumitomo Chemical	2575	1.5
9	UPL	Nufarm	Nufarm	2517	7.9
10	Nufarm	Huapont Life Sciences	Jiangsu Yangnong	1251	58.8
11	Arysta Life Science	Nanjing Red Sun	Rainbow Chemical	880	8.8
12	Huapont Life Sciences	Kumiai Chemical	Huapont Life Sciences	757	-19
13	Rainbow Chemical	Rainbow Chemical	Nanjing Red Sun	691	-22.4
14	Nanjing Red Sun	Jiangsu Yangnong	Wynca Chemical	690	3.8
15	Kumiai Chemical	Fuhua Tongda	Kumiai Chemical	663	-24.7
16	Jiangsu Yangnong	Wynca Chemical	Nissan Chemical	655	14.7
17	Fuhua Tongda	Lier Chemical	Lianyungang Liben Crop Science	617	10
18	Wynca Chemical	Nissan Chemical	Lier Chemical	586	-3.3
19	Sipcam-Oxon	Lianyungang Liben Crop Science	Fuhua Tongda	572	-20.7
20	Nissan Chemical	Sipcam-Oxon	Huabei Xingfa Chemicals	523	2.8

资料来源：AgroPages，德邦研究所

公司市值一骑绝尘，遥遥领先国内同行。截至 2021 年 5 月 28 日，公司市值约 338 亿元，远远领先于行业内的利尔化学、利民股份、长青股份、中旗股份和红太阳等上市公司，同时股价走势也位于中信农药指数以及申万化工指数之上，公司已成为目前农化领域的龙头标的，具备较强的成长性。

图 14：可比公司市值对比（截至 2021 年 5 月 28 日）

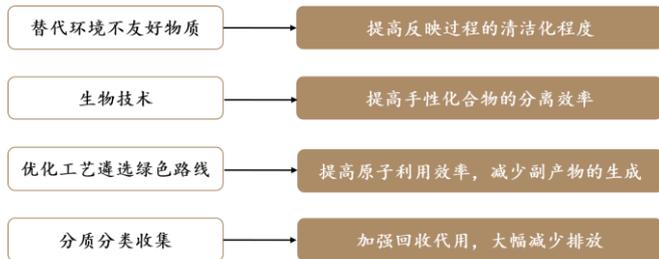


资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 注重环保投入，产能持续扩张

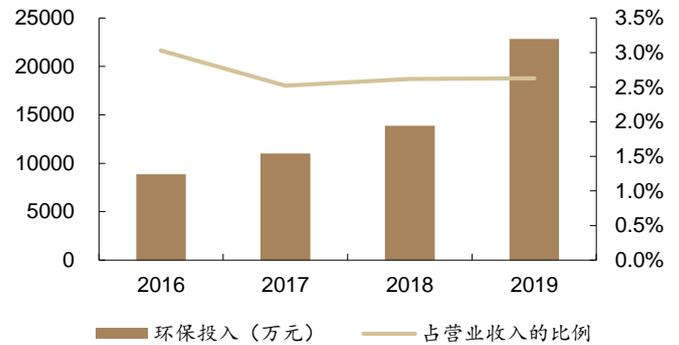
公司子公司优嘉植保被工信部评定为全国首批“绿色工厂”。在环保管理方面，公司进一步强化源头控制、过程监管和末端治理。经过技术攻关，目前公司在清洁生产方面已获得 25 项发明专利，清洁生产成为扬农化工在继质量、成本之后又一核心竞争力。公司不断加大环保投入，2019 年公司环保投入资金达到 2.29 亿元，同比增长 64.8%，占营收的比例为 2.63%。

图 15：公司从源头控制技术手段



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 16：公司环保投入情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司环保绩效表现优异，排污总量远低于核定排放总量标准。在固废管理方面，优嘉公司自建年处置能力 15000 吨的固废焚烧炉；在废水治理方面，优士公司两个厂区和优嘉公司分别建有日处理能力 12000 吨和 8000 吨的综合废水处理装置。

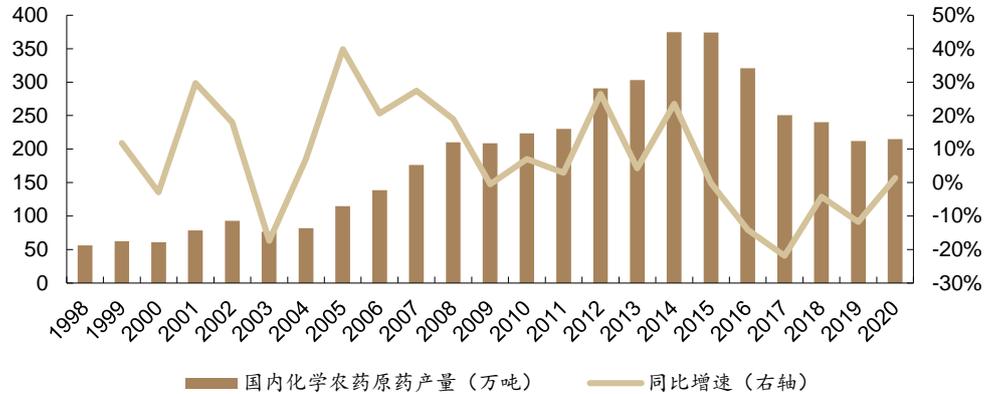
表 4：2018 年公司及其重要子公司的环保情况说明

工厂或公司名称	污染物名称	排放浓度	排放总量 (吨)	核定排放总量 (吨)
优士公司大连路	二氧化硫	≤15mg/m3(ND)	0.8695	6.168
	氮氧化物	13.2 mg/m3	4.2888	16.84
	颗粒物	≤20mg/m3	3.3651	7.089
	挥发性有机物	1.57-9.44 mg/m3	0.2899	7.529
优士公司青山厂区	二氧化硫	ND-12.9mg/m3	0.8695	6.168
	氮氧化物	15-71.5mg/m3	4.2888	16.84
	颗粒物	4.55-51.5mg/m3	3.3651	7.089
优士公司	挥发性有机物	0.292-7.37mg/m3	0.2899	7.529
	COD	219.02-341.81mg/L	242.579	1023.756
	氨氮	1.4-16.35mg/L	5.0713	40.34
优嘉公司	氮氧化物	11.5-18.6mg/m3	34.492	102.42
	二氧化硫	7.88-12.05mg/m3	5.817	34.67
	颗粒物	4.56-18.47mg/m3	6.063	33.16
	非甲烷总烃	<9.867mg/m3	5.021	81.298
优嘉公司焚烧炉	氮氧化物	55-120mg/m3	16.798	51.282
	二氧化硫	<3mg/m3	0.727	20.513
	烟尘	<4.9mg/m3	0.418	6.154
优嘉公司	COD	<400mg/L	122.64	894.9
	氨氮	<15mg/L	1.75	39.04

资料来源：公司公告，德邦研究所

农药行业正经历环保和安全高压常态化。农药行业是高危险系数的行业之一，生产环节不稳定性多发，其产量易受环保安检等负面事件影响。据国家统计局数据，国内农药产量在 2014 年达到 374.4 万吨峰值后，总体呈下降趋势，2020 年国内农药产量为 214.8 万吨，同比微增 1.41%。

图 17：国内化学农药原药产量及其增速



资料来源：国家统计局，德邦研究所

中小企业产能持续出清，公司龙头地位进一步稳固。2018 年 4 月以来，江苏省环保厅要求苏北灌云、灌南、响水和滨海等 4 个化工园区全面停产排查，2019 年受响水“3·21”爆炸事故影响，南方化工、天容集团、联化科技等公司停产，另外，辉丰股份也于 2019 年 5 月 9 日被要求停产整治。随着政策不断施压，中小企业产能不断出清，公司菊酯产品的龙头地位有望进一步稳固。

表 5：重要拟除虫菊酯装置运行情况

品种	厂家	所在地区	产能/吨	开工情况	备注
功夫菊酯	辉丰股份	江苏盐城	800	停产整顿	3 次停产，目前等待市级复核
	春江润田	江苏淮安	800	因园区蒸汽停供停产	1 次停产，预期长期停产
	南方化工	江苏盐城	500	响水爆炸停产	4 次停产，预期长期停产
	皇马农化	江苏连云港	300	停产整顿	3 次停产，预期长期关停
联苯菊酯	联化科技	江苏响水	1500	响水爆炸停产	复产
	辉丰股份	江苏盐城	1000	停产整顿	2 次停产，目前等待市级复核
	春江润田	江苏淮安	800	开工率低	2017 年联苯醇车间爆炸事故
	南方化工	江苏响水	500	响水爆炸停产	4 次停产，预期长期停产
	天容集团	江苏盐城	200	响水爆炸停产	2 次停产，预期长期停产

资料来源：卓创资讯，百川盈孚，德邦研究所

优嘉三期试生产开始贡献业绩，优嘉四期建设稳步推进。2020 年 8 月，优嘉三期建设完成进入试生产阶段，产能逐步释放将贡献主要业绩增量。同时，公司于 2020 年启动优嘉四期项目，仍然以菊酯类杀虫剂为核心，布局除草剂，延伸杀菌剂和增效剂，致力于农药全品类发展。优嘉四期已经完成备案、安评、环评等行政报批，目前正处于建设阶段，预计 2021 年底投产。优嘉四期计划总投资 23.25 亿元建设 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂，项目投产后，预计实现营收 29.87 亿元，净利润 3.86 亿元。优嘉三、四期的稳步推进，将助力公司持续高成长。

表 6: 优嘉在建项目建成后全厂产品方案

产品名称	产品规格	优嘉一期 (吨)	优嘉二期 (吨)	优嘉三期 (吨)	优嘉四期 (吨)	全厂生产能力 (吨)
贵亭酸甲酯	≥98%	5000	--	--	--	5000
联苯菊酯	≥97%	800	--	--	3800	3800
麦草畏	≥98%	0	20000	--	--	20000
氟啶胺	≥97%	600	--	--	1000	1600
避蚊胺	≥99%	--	50	--	--	50
抗倒酯	≥98%	--	300	--	--	300
吡唑醚菌酯	≥97%	--	1000	--	--	1000
拟除虫菊酯	--	--	2600	10825	3510	16935
噁虫酮	98.80%	--	--	50	--	50
噻苯隆	98%	--	--	200	--	200
丙环唑	97.50%	--	--	2000	2000	4000
氟啶脲	97%	--	--	200	--	200
高效盖草能	97.90%	--	--	500	--	500
苯醚甲环唑	97.30%	--	--	1000	3000	4000
硝磺草酮	--	--	--	--	6000	6000
虱螨脲	--	--	--	--	1000	1000
羟吡酯	--	--	--	--	200	200
DV 异丙酯	--	--	--	--	100	100
己二酸异丙酯	--	--	--	--	400	400

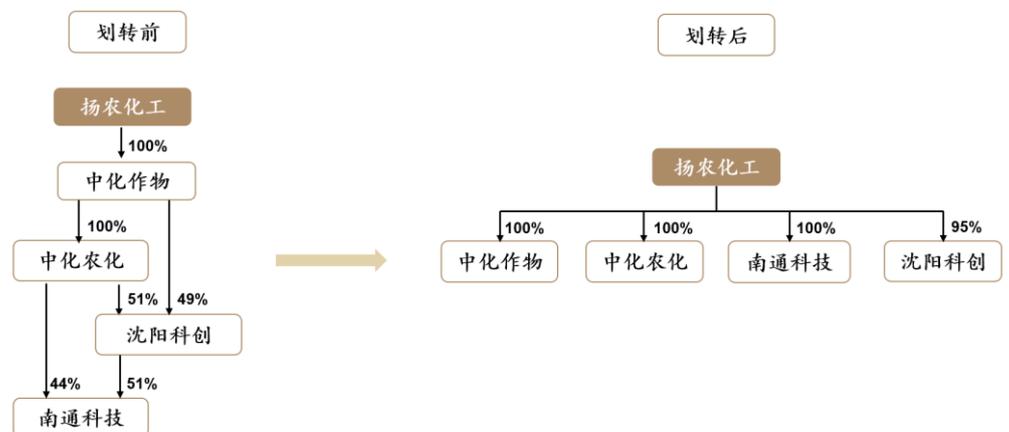
资料来源: 公司环评报告, 德邦研究所

2.3. 收购中化资产+加入先正达集团, 打造“研-产-销”一体化平台

2019 年 10 月, 公司以支付现金的方式收购中化作物 100% 和农研公司 100% 的股权。2021 年 3 月, 公司发布公告拟将中化农化、沈阳科创和南通科技的股权直接划转至公司名下, 转变为一级子公司, 由公司对其进行直接管理, 提高运营管理效率。

收购中化资产, “研-产-销”一体化发展。中化作物和农研公司成为公司的全资子公司, 有利于整合中化国际内部农药业务核心资产, 形成“研-产-销”一体化的更为完善的产业链, 产品种类更加齐全。中化作物主要从事农药产品的生产、销售, 农研公司主要从事新化合物设计与合成、生产工艺开发、农药剂型加工、生物活性筛选。

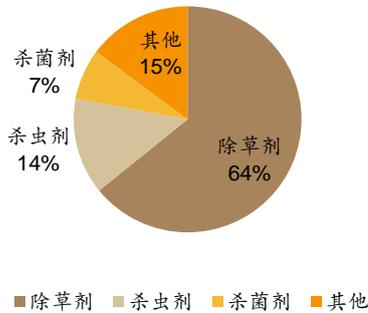
图 18: 中化作物控股子公司架构调整



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

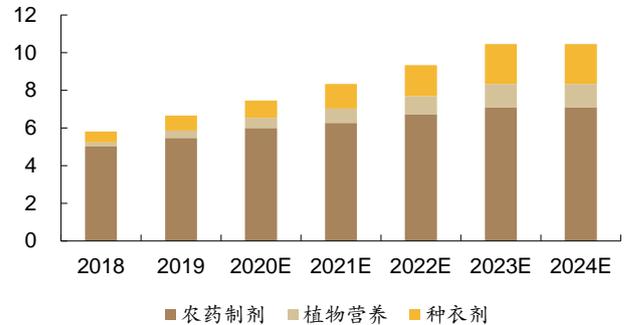
中化作物的主要业务为生产和销售农药产品，2018 年，中化作物的除草剂、杀虫剂和杀菌剂的销售额分别为 21.16 亿元、4.55 亿元和 2.39 亿元。中化作物承诺 2019-2021 年实现净利润分别不低于 8142 万元、9756 万元和 11788 万元。2019-2020 年，中化作物实现净利润 1.6 亿元和 2.99 亿元，均超额完成业绩承诺。

图 19：2018 年中化作物销售额分布情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 20：中化作物主营业务收入（亿元）



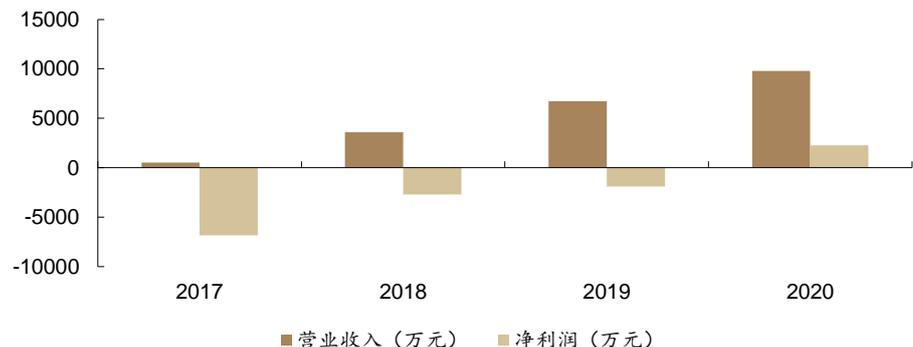
资料来源：公司公告，德邦研究所

沈阳科创拟建 500 吨氟环唑，未来市场空间可观。沈阳科创主要生产环己酮系列除草剂、咪唑啉酮系列除草剂、甲氧基丙烯酸酯系列杀菌剂、三唑类系列杀菌剂、植物生长调节剂和安全剂等。新产品氟环唑为高效、低毒农药，是杀菌剂市场的领军者。沈阳科创将新建 500 吨/年的氟环唑生产装置，同时配套建设氟氯苯乙酮中间体生产装置和马来酸回收装置。

南通科技计划大幅提升农药制剂产能。南通科技各类农药制剂产品批复生产能力为 19450 吨/年，其中 15190 吨/年产品处于停产状态，在产产品 4260 吨/年。企业拟将停产的 15190 吨/年农药制剂产品调整为 5000 吨/年植物营养剂及 24000 吨/年农药制剂产品，项目建成后，南通科技农药制剂产品产能可达 33260 吨/年。

农研公司研发能力强，具有大量知识产权。农研公司主要从事新化合物设计与合成、生产工艺开发、农药剂型加工、生物活性筛选，建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室和农药国家工程研究中心。农研公司开发了多个农药新品种，包括氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈均成为国内市场上的主导产品，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是国内第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品。截至 2018 年 12 月 31 日，农研公司拥有的主要境内专利多达 286 项，主要境外专利多达 62 项。

图 21：农研公司经营业绩情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

先正达集团中国四大业务板块协同发展，扬农化工有望受益于集团内部深度合作。2020年6月19日，由中化农业、先正达、安道麦等公司组建而成的先正达集团中国正式成立。先正达集团中国是全球领先的农业科技全球化企业，是先正达集团旗下四大成员单位之一，业务领域包括植保、种子、作物营养、MAP与数字农业。先正达集团中国植保业务单元由先正达中国植保、安道麦中国、扬农化工组成，是中国植保行业的领军者。先正达植保共建设有6大原药生产基地，6大制剂工厂，5大研发创新中心，其专利和非专利化合物数量均居全国第一。

图 22：先正达集团四大成员单位



资料来源：先正达集团，德邦研究所

图 23：先正达集团中国四大业务板块



资料来源：公司公告，德邦研究所

2020年先正达集团业绩增长强劲。2020年先正达集团实现销售额231亿美元，同比增长5%，若剔除汇兑损失的影响，则同比增长12%；EBITDA为40亿美元，同比增长3%。先正达植保和种子两个业务板块全年实现营收142.87亿美元，同比增长5%；安道麦全年实现营收41.28亿美元，同比增长3%；先正达集

团中国全年实现营收 46.85 亿美元，同比增长 6%。先正达集团依靠产品价格上涨和优秀的成本控制能力，有效化解疫情和宏观经济增速下滑带来的不利影响，实现销售的强劲增长。

表 7：先正达集团 2020 年经营业绩情况

	销售额 (亿美元)			EBITDA (亿美元)		
	2020	2019	同比增长	2020	2019	同比增长
先正达植保	112.08	105.88				
先正达种子	31.93	30.83				
抵消	-1.14	-0.89				
先正达植保+种子	142.87	135.82	5%	29.88	28.47	5%
安道麦	41.28	39.97	3%	5.92	6.1	-3%
先正达集团中国	46.85	44.21	6%	4.2	4.43	-5%
先正达集团总计	231	220	5%	40	39	3%

资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 拟除虫菊酯：全球第二大杀虫剂，需求稳步增长

拟除虫菊酯低毒高效，顺应生态环保要求。拟除虫菊酯是一种低毒高效的仿生农药。在杀虫剂市场上，随着生态环保要求日趋严格，各国及地区不间断地对各断农药毒性进行判定并颁布禁用条例，有机磷因高毒性而开始减用、限用，市场份额大幅减小，高效低毒的菊酯产品成为重要替代品。

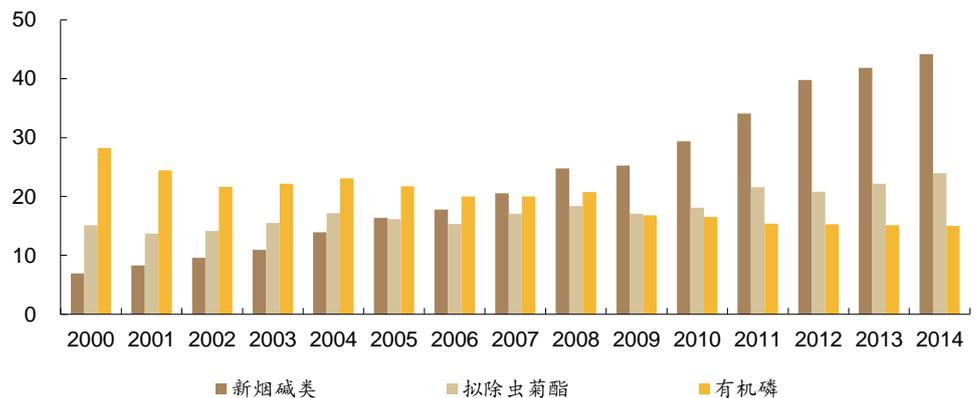
表 8：高毒性杀虫剂禁用限用情况

类别	时间	国家	作用
新烟碱类	2013 年 4 月	欧盟	委员会对可丁尼、益达胺和塞速安三种提出两年禁令
	2013 年 8 月	美国	环保署 (EPA) 禁止在蜜蜂栖息地使用部分烟碱类农药
	2014 年 3 月	荷兰	禁止所有新烟碱类农药在农业、家庭和景观中的一切用途
	2015 年 6 月	加拿大	发布在玉米和大豆种子上使用新烟碱类农药包衣的规定
	2016 年 6 月	法国	将于 2018 年 9 月 1 日起全面禁止新烟碱类农药
	2018 年 5 月	欧盟	严格禁止使用吡虫啉、噻嗪啉、噻虫啉三种新烟碱类杀虫剂
有机磷类	2011 年 3 月	新西兰	环境危害管理局 (ERMA) 提议禁用高灭磷和久效磷
	2011 年 5 月	南非	农业林业和渔业局宣布禁止毒死蜱在家居和园艺中使用
	2012 年 2 月	巴西	国家卫生监督局建议禁止杀虫杀螨剂甲基对硫磷和甲拌磷
	2015 年 6 月	美国	环保署 (EPA) 建议禁止毒死蜱在美国使用
	2017 年 12 月	中国	农业部宣布 2018 年起全面禁用甲拌磷、水胺硫磷，自 2020 年起禁用灭线磷、甲基异构柳磷等高毒农药

资料来源：中国农药网，农药快讯信息网，德邦研究所

拟除虫菊酯迎来新的替代机会。新烟碱类杀虫剂以 18% 的市占率位居杀虫剂市场首位，但由于使用时会对蜜蜂等有益授粉昆虫造成伤害，多个国家陆续对其加以管制，预计未来增速将逐步放缓。根据欧盟 2017 年杀虫剂销售额 17.2 亿美元进行计算，新烟碱类退出带来的市场空白大约 3-4 亿美元，拟除虫菊酯有望抢占该部分市场份额，迎来新的替代机会。随着绿色环保类高效农药的需求量不断攀升，预计未来几年拟除虫菊酯市场增速有望超过 10%。

图 24：全球杀虫剂市场规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

拟除虫菊酯主要分为农用菊酯和卫生菊酯两大类。农用菊酯主要应用于大田作物害虫的防治并广泛应用于果树、蔬菜、茶叶等作物，主要包括联苯菊酯、功夫菊酯、氯氟菊酯等产品；卫生用菊酯主要用于卫生用害虫的消除，主要包括胺菊酯、氯氟醚菊酯等产品。

表 9：拟除虫菊酯类杀虫剂分类

类别	主要品种
农用菊酯	联苯菊酯、功夫菊酯、氯氟菊酯、氯氟氰菊酯、溴氟菊酯、氰戊菊酯、氯菊酯、甲氰菊酯、顺式氯氟菊酯、氰胺氰菊酯、高氟戊菊酯、醚菊酯、四溴菊酯、乙氰菊酯、七氟菊酯、氟丙菊酯、zeta-氯氟菊酯、氟氰戊菊酯、甲氧苄氟菊酯、四氟甲醚菊酯等
卫生菊酯	胺菊酯、氯氟醚菊酯、烯丙菊酯、苯醚菊酯、Es-生物炔丙菊酯、Es-生物烯丙菊酯、苜蓿菊酯、苯醚氰菊酯、四氟苯菊酯、四氟醚菊酯等

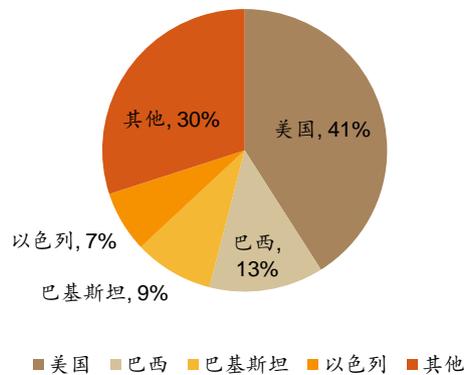
资料来源：农药快讯信息网，德邦研究所

3.1. 农用菊酯：公司关键中间体自给自足，成本优势显著

国内农用菊酯产能受到安全事故和政策影响大幅度缩减，具有环保优势的企业最为受益。农用菊酯中联苯菊酯持效期长、作用迅速、环境友好，可用于棉花、果树、蔬菜、茶树等。该产品由富美实开发，于 1986 年进入市场，在 21 世纪初出于新登记、混配制剂和其在非农领域的增长等原因表现出强劲的增长势头。

联苯菊酯产能主要分布在中国和北美地区，中国是世界上最大的联苯菊酯生产国。国内联苯菊酯出口的重要市场为美国，出口额占比 41%，巴西是国内联苯菊酯出口的第二大市场，占比达到 13%，巴基斯坦和以色列的市场份额分别达到 9% 和 7%。受到响水“3.21”重大安全事故影响，江苏省盐城市决定彻底关闭响水化工园区，位于响水的联化科技、南方化工等公司停产，另外，辉丰股份也于 2019 年 5 月 9 日被要求停产整治。江苏作为化工大省受环保整治影响大，有效产能大幅收缩。扬农化工注重环保投入，联苯菊酯开工稳定，市占率有所提升。

图 25：国内联苯菊酯主要出口国



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

表 10：国内联苯菊酯主要产能分布及开工情况

公司	产能 (吨)	新增产能 (吨)	所属地区	开工情况
联化科技	1500	-	江苏响水	已复产
广东立威	1000	-	广东	装置开工
辉丰股份	1000	-	江苏盐城	停产整顿
扬农化工	800 (优嘉一期)	3800 (优嘉四期)	江苏如东	正常开工
江苏春江	800	-	江苏淮安	正常开工
江苏皇马农化	500	-	江苏灌南	停产整顿

资料来源：产业信息网，公司公告，德邦研究所

高效氯氟氰菊酯又称功夫菊酯，自 1984 年进入市场时就基本由先正达所垄断，随后 2003 年陶氏益农与科麦农（现富美实）开发了活性更高的化合物精高

效氯氟菊酯。目前,国内功夫菊酯的产能中,辉丰股份和扬农化工的年产能 2000 吨,但辉丰股份如今处于停业整顿的阶段,扬农化工有效产能排名全国第一。

表 11: 国内高效氯氟菊酯产能及开工情况

公司	产能 (吨)	所属地区	开工情况
扬农化工	2000	江苏扬州	正常开工, 主供出口
辉丰股份	2000	江苏盐城	停产整顿
江苏皇马农化	1500	江苏灌南	停产整顿
春江农化	1500	江苏常州	正常开工
江苏常隆	1200	江苏泰兴	装置检修, 无库存
高新润农	1000	山东武城	装置开工率较低, 少量接单
广东立威	1000	广东	装置未开工
高新润农	1000	山东武城	装置开工率较低, 少量接单

资料来源: 产业信息网, 德邦研究所

氯氟菊酯应用范围较广, 该产品在经历了低谷期后, 于 2006 年在美国获得重新登记, 随后市场恢复生机, 销量逐步提高, 相关新产品相继问世。扬农化工年产能达到 500 吨, 处于行业前列。

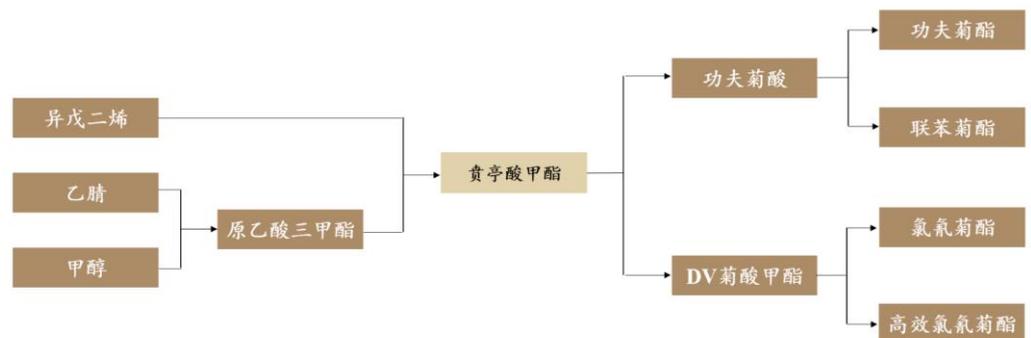
表 12: 国内氯氟菊酯产能及开工情况

公司	所属地区	产能 (吨)	开工情况
蓝丰生物	江苏徐州	2000	
立威化工	广东茂名	550	
扬农化工	江苏扬州	500	装置开工稳定, 以完成订单为主
华星化工	安徽马鞍山	150	
易多收	广西河池	100	
天容集团	江苏盐城	100	响水停产

资料来源: 卓创资讯, 百川盈孚, 德邦研究所

贵亭酸甲酯作为生产菊酯的关键中间体, 公司已实现自给自足。贵亭酸甲酯是公司通过技术攻关, 在国内首次采用连续化工艺, 生产安全、环保, 产品质量国内领先。公司的贵亭酸甲酯作为具有国际竞争潜力的主导农药品种和制约国内农药工业发展的主要中间体, 被列入到“十一五”国家科技支撑计划重大项目“农药创制工程”中的“农药工程化关键技术的开发”课题中, 通过项目的实施, 为国内拟除虫菊酯行业的快速发展奠定了坚实的技术基础。2012 年, 公司的贵亭酸甲酯被列为“江苏省高新技术产品”。

图 26: 拟除虫菊酯生产工艺图



资料来源: CNKI, 德邦研究所

3.2. 卫生菊酯：卫生杀虫市场占比超 80%

国内卫生杀虫市场以卫生菊酯为主。卫生菊酯占据国内卫生杀虫领域市场份额超过 80%，国内家用卫生杀虫制品注册登记的产品有 2400 种，卫生用有效成分 89 个，其中菊酯类有效成分占比为 42.7%。

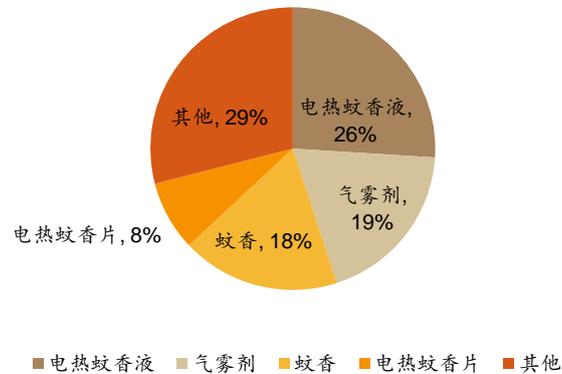
国内卫生杀虫制品经过多年的发展，已形成以电热蚊香液、蚊香、气雾剂、电热蚊香片为主的消费格局，卫生杀虫制品年生产量在 30 亿件左右，其中电热蚊香液销售额占比为 26%，排名首位。随着城镇人口增加和住房条件改善，卫生杀虫市场规模将会不断扩大，家庭驱蚊方式将逐渐从蚊香过渡到更安全可靠、价格也更昂贵的电热蚊香液等。

表 13：2018 年国内卫生除虫制品登记有效成分情况

登记有效成分	登记个数	登记有效成分	登记个数
高效氯氟氰菊酯	3	茚虫威	5
联苯菊酯	4	双硫磷	4
氯菊酯	18	四氟苯菊酯	7
吡虫啉	4	除虫菊素	4
避蚊胺	6	溴氰菊酯	3
吡虫啉	11	炔丙菊酯	9
吡丙醚	22	四氟甲醚菊酯	7
氯氟醚菊酯	23	氟虫腈	8

资料来源：中国农药信息网，德邦研究所

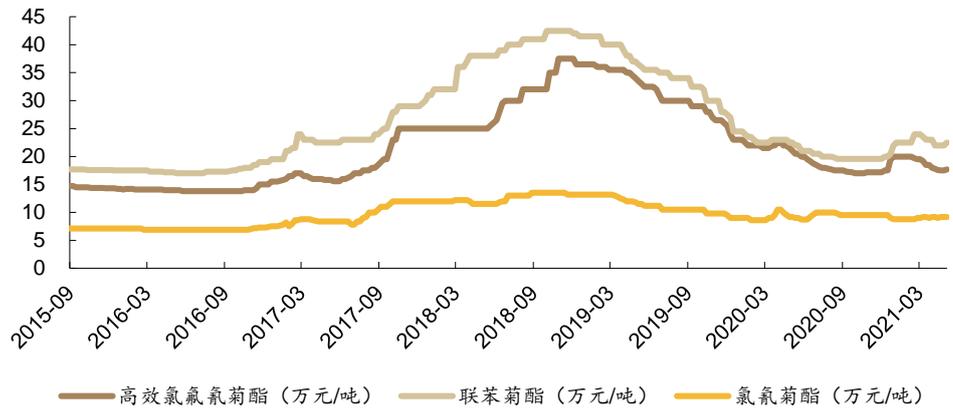
图 27：国内卫生杀虫市场消费格局



资料来源：产业信息网，德邦研究所

菊酯价格回归合理水平。2017 年下半年开始，菊酯价格连续攀升，上涨明显，主要是因为 2017 年的环保督查高压以及“2+26”城市大气污染治理以及 2018 年 4 月江苏省环保厅对苏北灌云、灌南、响水和滨海等 4 个化工园区实施全面停产排查，致使多家菊酯原药生产企业开车不畅，导致供给端收缩严重。菊酯价格自 2019 年开始回落，主要原因是前期停产企业部分开始复产，供需趋于平衡，菊酯价格合理回归。

图 28: 国内菊酯价格走势



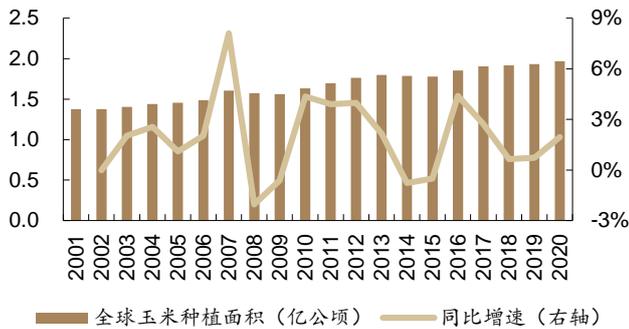
资料来源: 中农立华, 德邦研究所

4. 麦草畏：产业链配套提效益+耐麦草畏作物推广

4.1. 需求端：转基因作物推广带来需求增量

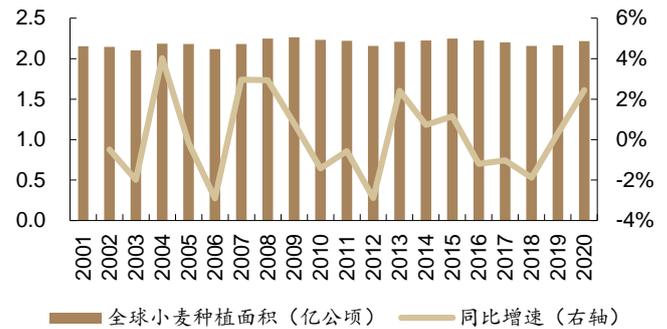
麦草畏传统应用领域规模保持稳定。麦草畏的传统应用领域主要为小麦和玉米等禾科作物的田间除草，它们吸收麦草畏之后可以很快地代谢分解，具有较强的适应性。据 USDA 数据，2020 年，全球玉米种植面积达 1.97 亿公顷，同比增加 1.95%；全球小麦种植面积达 2.22 亿公顷，同比增加 2.45%。

图 29：全球玉米种植面积



资料来源：USDA，德邦研究所

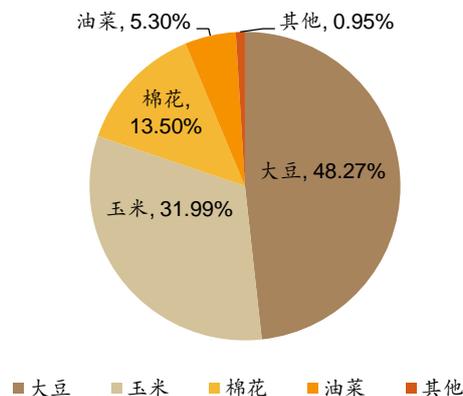
图 30：全球小麦种植面积



资料来源：USDA，德邦研究所

大豆、玉米和棉花为全球主要的转基因作物。从全球转基因作物种植面积增长现状来看，增长势头最迅猛的是转基因大豆，主要为应对饲料领域提高饲料的高蛋白质方面的需求。2019 年，全球转基因作物中大豆的占比为 48.27%，玉米和棉花的占比分别达到 31.99%和 13.50%。

图 31：2019 年全球转基因作物种植面积占比情况



资料来源：ISAAA，德邦研究所

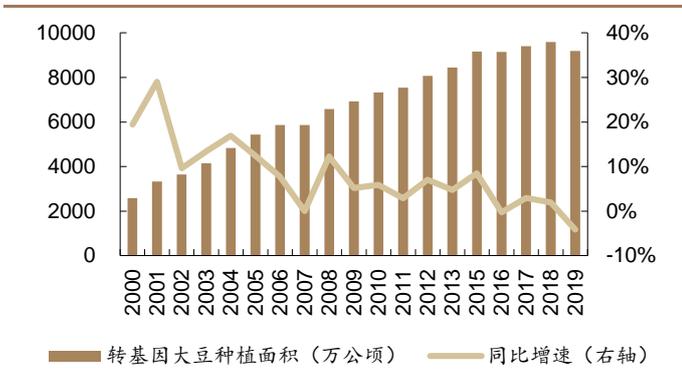
抗麦草畏转基因作物为麦草畏带来需求增量。抗麦草畏转基因大豆已经在美国、加拿大获得食用和商业化种植批准，同时耐麦草畏转基因棉花、玉米也获得批准种植。美国作为主要的大豆和棉花生产国，2018 年的美国大豆种植面积中约 41%种植了耐麦草畏种子，2019 年的棉花种植面积中约 70%种植了耐麦草畏种子。国际农药巨头不断推广抗麦草畏转基因作物，叠加全球转基因作物种植面积的稳步增长，有望带动麦草畏需求增加。

表 14: 已批准利用的抗麦草畏转基因作物的转化事件

作物	转化事件	改良的性状	研发公司
大豆	MON87708	耐麦草畏和草甘膦	Monsanto
大豆	DP305423 x MON87708	耐麦草畏、高油酸	DuPont
大豆	DP305423 x MON87708 x MON89788	耐麦草畏和草甘膦、高油酸	DuPont
大豆	MON87705 x MON87708	耐麦草畏、高油酸	Monsanto
大豆	MON87705 x MON87708 x MON89788	耐麦草畏和草甘膦、高油酸	Monsanto
大豆	MON87708 x MON89788	耐麦草畏和草甘膦	Monsanto
大豆	MON87708 x MON89788 x A5547-127	耐麦草畏、草甘膦和草铵膦	Monsanto
大豆	MON87708 x MON89788 x A5547-127	耐麦草畏、草甘膦、抗鳞翅目害虫	Monsanto
棉花	MON887 φ 1-3	耐麦草畏和草铵膦	Monsanto
棉花	MON88701 x MON88913	耐麦草畏、草铵膦、草甘膦	Monsanto
棉花	MON88701 x MON88913 x MON15985 MON88913 x MON88701	耐麦草畏和草铵膦、草甘膦、抗鳞翅目害虫	Monsanto
棉花	COT102 x MON15985 x	耐麦草畏、草铵膦、草甘膦、抗鳞翅目害虫	Monsanto
玉米	MON87419	耐草甘膦和麦草畏	Monsanto

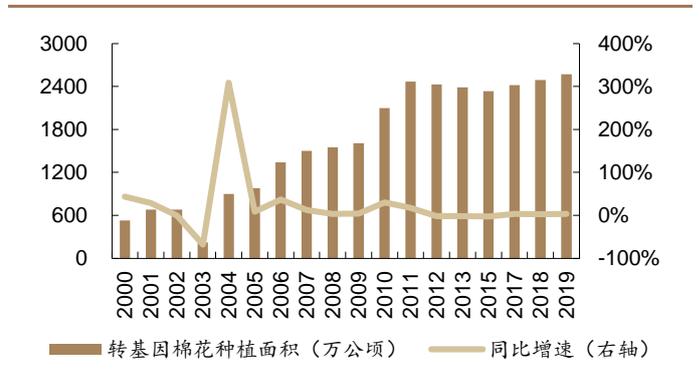
资料来源: CNKI, 德邦研究所

图 32: 全球转基因大豆种植面积



资料来源: ISAAA, 德邦研究所

图 33: 全球转基因棉花种植面积

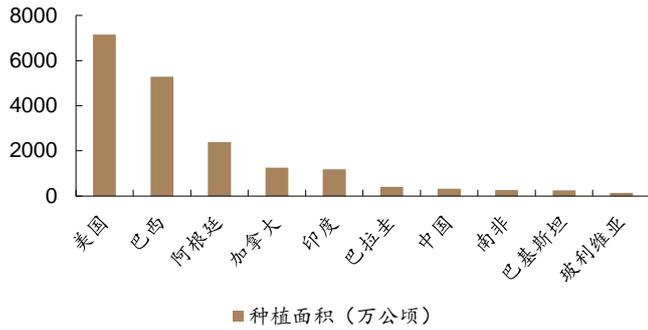


资料来源: ISAAA, 德邦研究所

按照地区分布来看，美洲国家转基因作物的种植面积最大。2019 年，全球前三大转基因作物种植国家分别是美国、巴西和阿根廷，种植面积分别达到 7150、5280、2390 万公顷。其中，美国的转基因大豆种植面积达 3043 万公顷，同比减少 360 万公顷；巴西的转基因大豆种植面积达 3510 万公顷，首次超过美国；阿根廷的转基因大豆种植面积为 1750 万公顷。转基因大豆计划在 2021 年开始运用在巴西和阿根廷的商业领域，将有力推动麦草畏的需求。

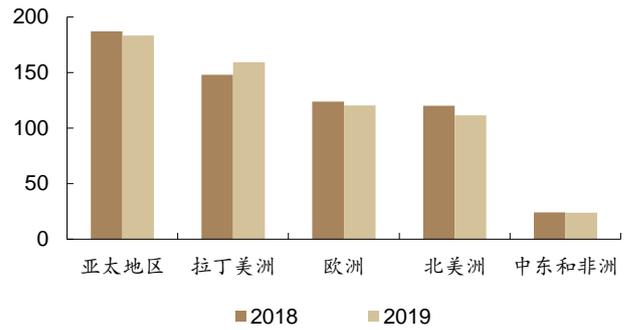
亚太地区作物保护相关产品的销售额为全球第一。2019 年亚太地区作物保护产品销售额高达 183 亿美元；拉丁美洲地区作物保护产品的销售额为 160 亿美元，较 2018 年 147 亿美元有明显增长，进一步证明了拉美地区农药市场的潜力。

图 34: 2019 年全球前十大转基因作物种植国



资料来源: ISAAA, 德邦研究所

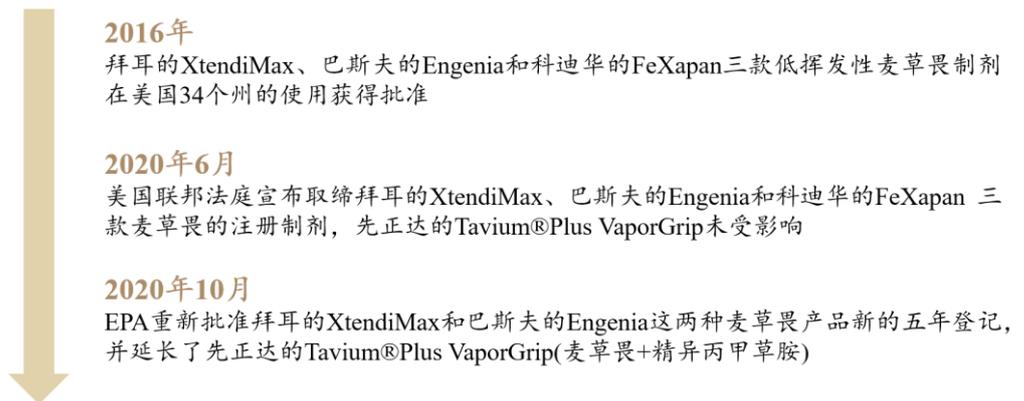
图 35: 全球作物保护产品销售额 (亿美元)



资料来源: Phillips McDougall, 德邦研究所

麦草畏因漂移产生的药害问题并非无解。麦草畏挥发性强, 易发生漂移, 从而对周围敏感的阔叶作物造成药害并影响其生长。麦草畏的使用也因此长期受到监管, 限制了麦草畏的发展。2020 年 10 月 27 日, 美国环保署重新批准拜耳的 XtendiMax 和巴斯夫的 Engenia 这两种麦草畏产品新的五年登记, 并延长了先正达的 Tavium®Plus VaporGrip (麦草畏+精异丙甲草胺), 该决定对麦草畏未来发展具有积极影响。

图 36: 麦草畏制剂在美国的发展情况

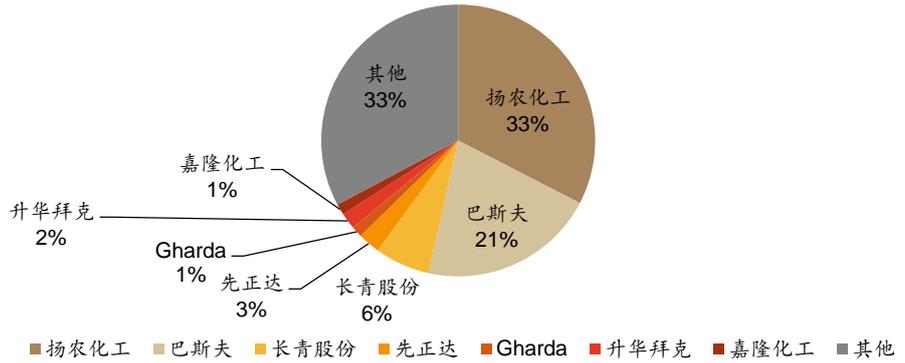


资料来源: United States Courthouse, EPA, 德邦研究所

4.2. 供给端: 公司产能居全球第一, 规模优势显著

麦草畏行业集中度较高, 全球 CR3 达 60%。扬农化工产能达到 2.5 万吨/年, 占全球总产能的 33%, 是全球最大的麦草畏供应商。此外, 国内麦草畏供应商还有长青股份、升华拜克和嘉隆化工, 产能分别为 0.5 万吨、0.2 万吨和 0.15 万吨。海外生产企业中巴斯夫的年产能达 1.6 万吨。

图 37: 全球麦草畏产能分布情况



资料来源: 农药快讯信息网, 德邦研究所

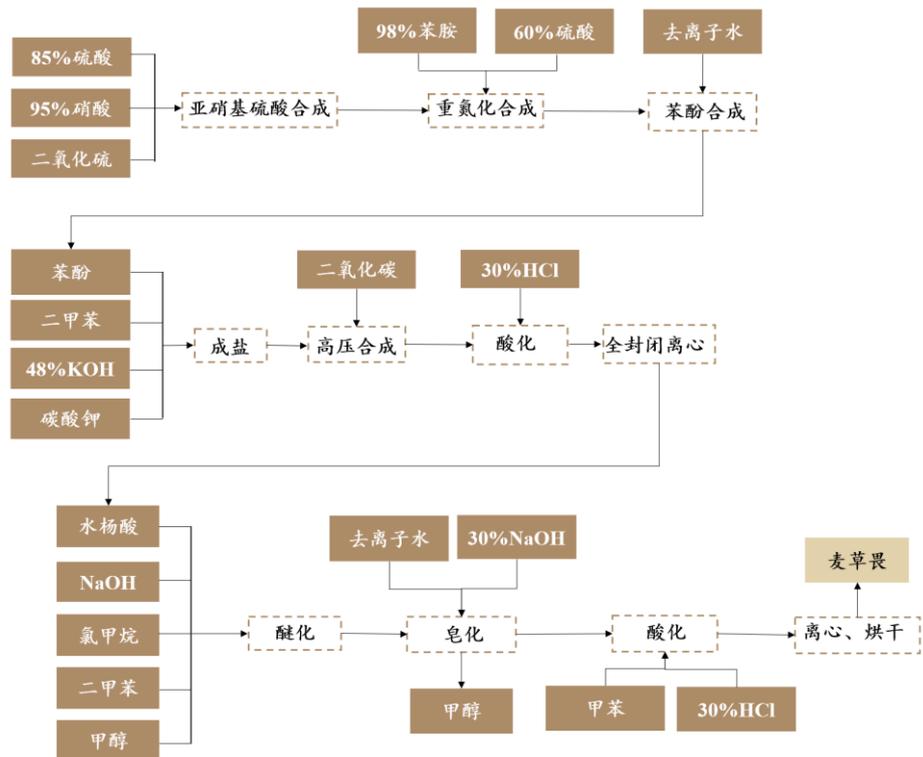
麦草畏的生产工艺主要有三氯苯法和二氯苯法。巴斯夫和长青股份采用的是 1,2,4-三氯苯法, 该工艺由于会产生难以分离的异构体, 产品纯度会受到一定影响。扬农化工采用的是 2,5-二氯苯胺路线, 该工艺中重氮化反应无废盐及含酚废水产生, 且反应收率可高达 95% 以上, 水解后的稀硫酸经过回收处理后可循环利用, 是一种清洁环保的生产工艺。同时, 扬农化工依托集团氯化苯和二氯苯胺的原材料优势, 进一步巩固了在行业中的领先地位。

表 15: 麦草畏生产工艺对比

优点	缺点	代表厂家
三氯苯法 原料易得, 成本较低	产生难以分离的异构体, 影响产品纯度	巴斯夫、长青股份
二氯苯法 原料易得, 产品纯度高	成本较高, 酸性废水产生量较大 (扬农化工已解决此问题)	扬农化工

资料来源: CNKI, 德邦研究所

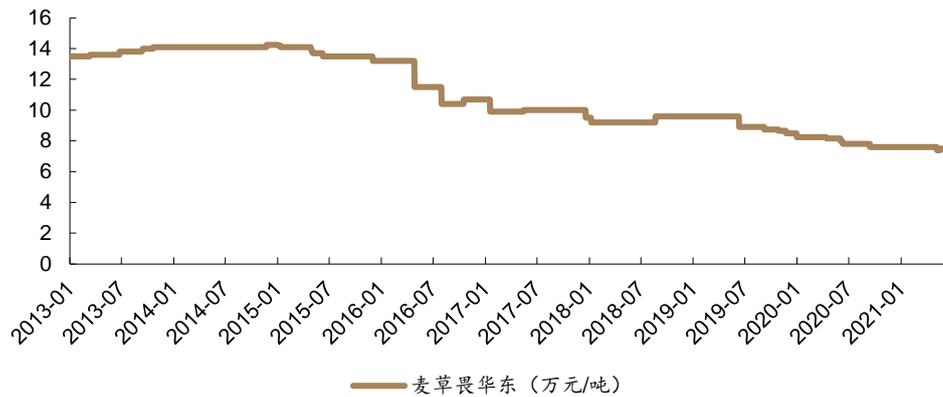
图 38: 公司麦草畏生产工艺流程图



资料来源: 项目环评报告, 德邦研究所

麦草畏当前价格处于历史低位。2015 年初开始，麦草畏价格持续下跌，主要原因是 2015 年国内麦草畏出口退税率从 9% 增加到 13%，提供降价空间；WIT 原油价格从 2014 年 100 美元/桶下降至 2016 年的 35 美元/桶，导致麦草畏成本下降；产品市场接受速度慢于预期，北美市场真正放开抗麦草畏制剂登记在 2016 年 4 月以后。2019 年以来，麦草畏价格小幅下行，主要是因为麦草畏漂移问题，美国阿肯色州、伊利诺伊州、印第安纳州依次对麦草畏制定使用限制。2020 年 10 月，美国 EPA 重新批准麦草畏数款制剂产品，麦草畏有望迎来转机。

图 39：国内麦草畏价格走势



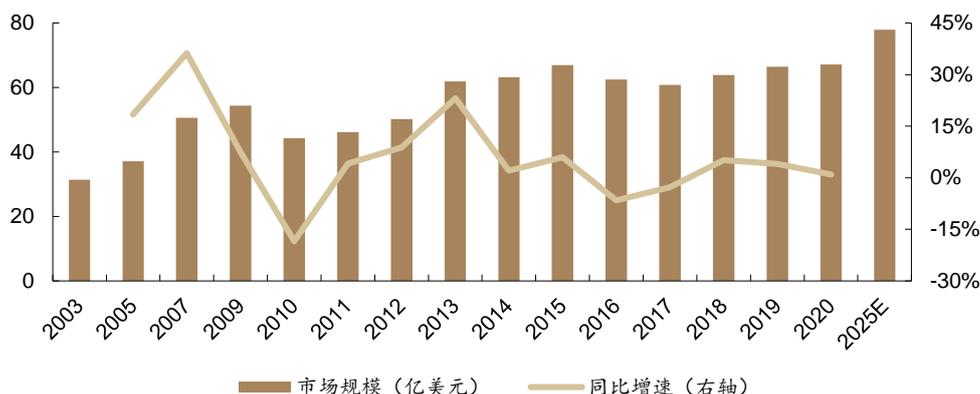
资料来源：百川盈孚，德邦研究所

5. 草甘膦：IDA 环保工艺低成本+下游转基因渗透促增长

5.1. 需求端：需求增长稳定，未来增量在于下游转基因渗透

全球氨基酸类除草剂市场稳定增长。2020年，全球氨基酸类除草剂市场规模达到67.2亿美元，2003-2020年CAGR达5.6%。未来随着草铵膦市场的快速发展和草甘膦的稳步增长，全球氨基酸类除草剂市场将保持小幅增长的态势，预计到2025年市场规模有望达到78亿美元。

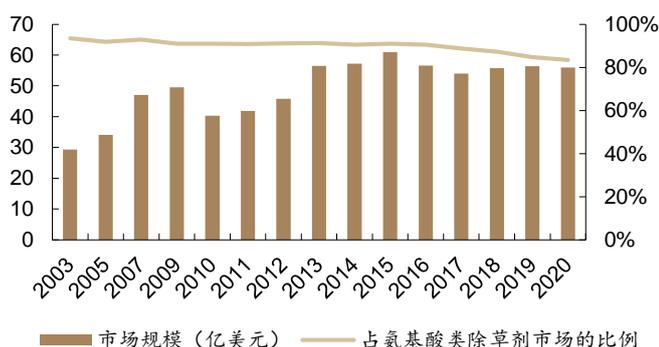
图 40：全球氨基酸类除草剂市场规模



资料来源：Phillips McDougall, KLEFFMANN, 德邦研究所

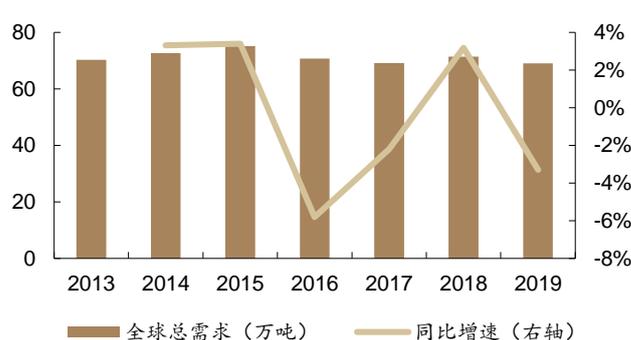
草甘膦是全球第一大除草剂，需求保持稳定。自1996年全球抗草甘膦转基因作物开始被大量推广和应用，草甘膦的使用量呈爆发式增长。近几年因其抗性的累积和禁限用政策的影响，草甘膦的市场规模及其全球占比都略有下滑，但仍然是全球最大的除草剂品种和全球第一大农药。2020年，全球草甘膦市场规模为56亿美元，占氨基酸类除草剂市场的83.4%。近几年全球草甘膦需求量保持稳定，保持在70万吨/年左右。

图 41：全球草甘膦市场规模



资料来源：Phillips McDougall, KLEFFMANN, 德邦研究所

图 42：全球草甘膦需求及其增速



资料来源：安徽中农纵横, 德邦研究所

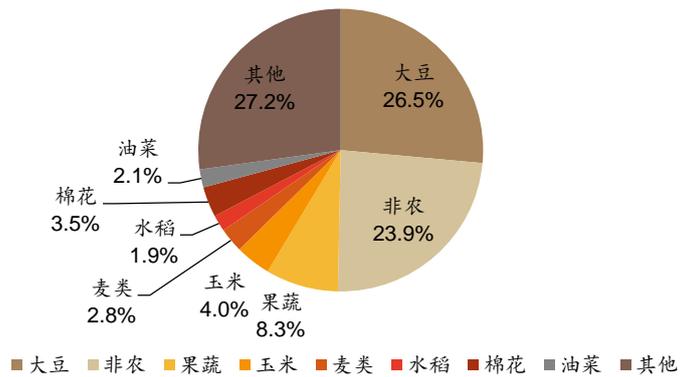
全球草甘膦市场高度集中。2019年，全球草甘膦使用前5大区域是巴西、美国、阿根廷、中国及澳大利亚，合计用量占全球用量的近60%。草甘膦使用集中度高主要是因为这些国家具有农业禀赋优势，另一方面是因为这些国家抗草甘膦转基因作物如大豆、玉米、油菜和棉花等渗透率较高。

表 16: 2019 年全球草甘膦细分市场结构

国家	使用量/吨	国家	使用量/吨
巴西	142257	俄罗斯	14535
美国	108293	印度	13323
阿根廷	84365	乌拉圭	12806
中国	66157	印度尼西亚	10588
澳大利亚	30186	TOP11 合计	526395
泰国	25334	全球总计	738407
加拿大	18551		

资料来源: Phillips McDougall, KLEFFMANN, 德邦研究所

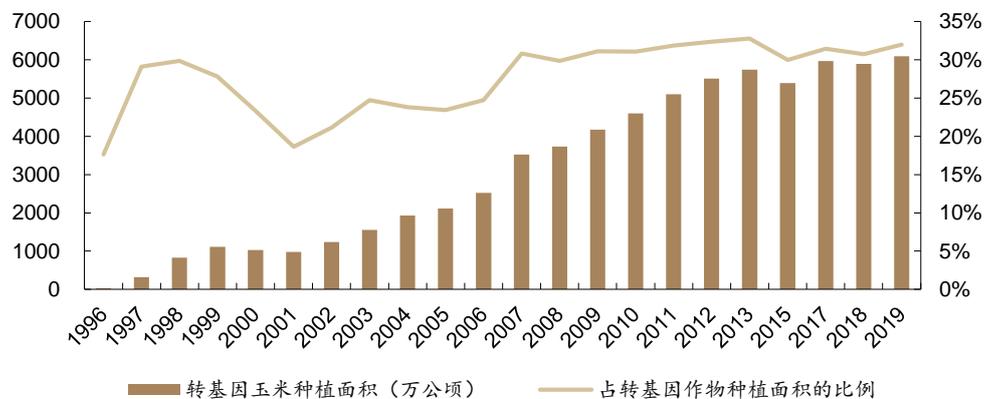
图 43: 2019 年全球草甘膦应用情况



资料来源: Phillips McDougall, KLEFFMANN, 德邦研究所

耐草甘膦转基因玉米的推广打开草甘膦的需求空间。转基因玉米自商业化后, 其种植面积总体上呈稳步增长的趋势, 2019 年全球转基因玉米的种植已达 6090 万公顷, 占全球转基因作物种植面积的 32.0%。据 ISAAA 统计, 转基因玉米 238 个转化事件中有 145 个转化事件为转耐草甘膦基因, 被许可应用种植。2020 年受疫情影响, 全球各国更加重视粮食安全, 玉米作为全球第一大粮食作物, 其种植面积将有所提升, 从而带动草甘膦的需求量增加。

图 44: 全球转基因玉米种植面积情况



资料来源: ISAAA, 德邦研究所

国内有望放开转基因玉米的种植。2020 年 1 月, 农业部公告大北农的 DBN9936 (抗虫、耐草甘膦) 和杭州瑞丰的双抗-125 (抗虫、耐草甘膦) 2 个转化体获批转基因玉米安全证书。若这 2 个转化体品种能成功变为转基因玉米品种,

将在国内进行商业化推广种植。而玉米作为国内第一大粮食作物，草甘膦的需求有望再上新台阶。

表 17：国内转基因玉米和大豆申请情况

品种名称	适宜生态区域	申报单位
DBN9936	北方春玉米区、黄淮海玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区	北京大北农生物技术有限公司
DBN9858	黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区	北京大北农生物技术有限公司
双抗 12-5	北方春玉米区	杭州瑞丰生物科技有限公司 浙江大学
SHZD32-01	南方大豆区	上海交通大学

资料来源：农业农村部，德邦研究所

百草枯被多国禁用，草甘膦替代需求有望提升。由于百草枯毒性强，伤害性大，全球范围内禁用百草枯国家和地区已超 48 个，包括中国和巴西等百草枯使用大国。2020 年 9 月，中国农业农村部决定自 9 月 25 日国内禁止经营和使用百草枯；巴西 Anvisa 也决定自 9 月 22 日起巴西国内禁止生产或销售该有效成分。考虑到百草枯的替代品之一草铵膦价格较高，高性价比的草甘膦替代潜力更大。

表 18：世界各国禁用百草枯部分政策内容

时间	国家	政策内容
1983 年	瑞典	禁止使用百草枯
2016 年 11 月	阿根廷	取消百草枯进口
2017 年 3 月	越南	禁止使用百草枯
2017 年 6 月	缅甸	暂停百草枯登记
2018 年	欧盟 (27)	2004 年废除百草枯禁令，2018 年再禁
2019 年 9 月	尼日利亚	禁止使用百草枯
2020 年 6 月	泰国	禁止使用百草枯
2020 年 9 月	中国	自 2020 年 9 月 25 日起国内禁止经营和使用百草枯
2020 年 9 月	巴西	自 2020 年 9 月 22 日起国内禁止生产或销售百草枯有效成分
2020 年 10 月	瑞士	从 2021 年 1 月开始，禁止从瑞士出口已被瑞士禁用的百草枯

资料来源：农业农村部，德邦研究所

5.2. 供给端：中小产能逐步退出，行业集中度持续提升

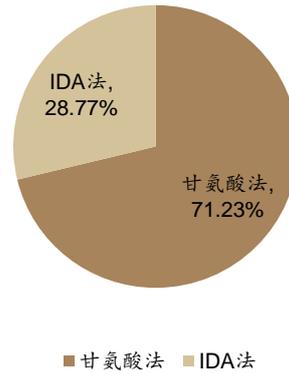
草甘膦的合成工艺主要有甘氨酸法和亚氨基二乙酸 (IDA) 法。相较于甘氨酸法，IDA 法生产出的产品纯度更高 (可得到 97% 以上的草甘膦原粉)，且有环保成本较低和综合收率较高的优点。德国拜耳和扬农化工采用的都是 IDA 法，而国内大部分生产厂家仍采用的是甘氨酸法。

表 19：甘氨酸法和 IDA 法优缺点对比

	甘氨酸法	IDA 法		
		二乙醇胺法	氯乙酸法	
优点	工艺简单，原料易得；副产物一氯甲烷市场畅销；废水由于无 NaCl 处理难度较小	操作简单，工艺条件缓和，对设备要求不高；耗能低，产品收率高，经济效益好；可出口到欧美等西方国家；副产 H ₂ 经处理后可作为化工原料	工艺路线流程短；副产物品种少；环境效益好，操作简便，产品纯度高，成本低	加工一步完成
缺点	原药质量没有 IDA 法高，只能出口到环保要求较低的欠发达国家；能耗 (汽耗、电耗) 较 IDA 法高	国内二乙醇胺产品缺口较大，依赖进口	氯乙酸剧毒，操作难度大	收率低，产品含量低，废水量大，劳动条件差

资料来源：CNKI，德邦研究所

图 45: 国内草甘膦两种生产工艺产能占比情况



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

IDA法是具有竞争优势的合成路径。IDA法和甘氨酸法生产成本差别不大, 按照2021年3月价格计算, 每吨草甘膦的生产成本约2.3万元。然而IDA法属于环境友好工艺, 甘氨酸路线产生的污染物较多, 环保成本高。在当前环保高压态势下, IDA法是今后企业发展的方向。

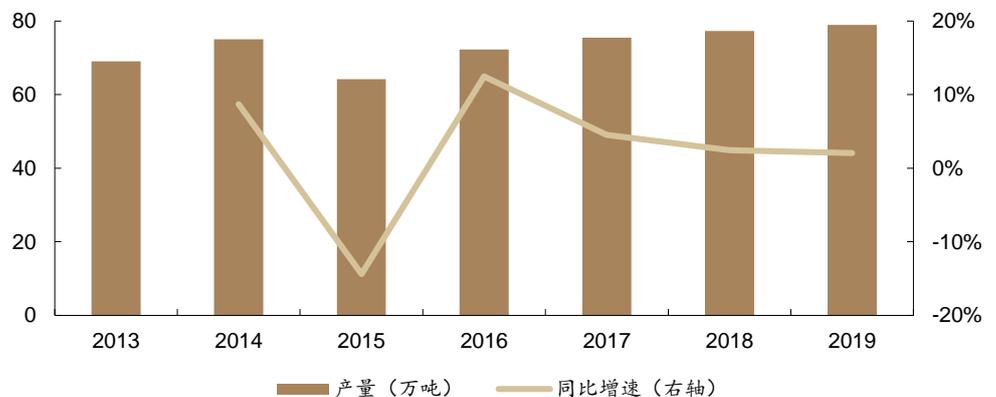
表 20: 国内草甘膦甘氨酸路线的成本核算

原料	甘氨酸	黄磷	甲醇	多聚甲醛	液氯
每吨耗用/吨	0.55	0.35	1.32	0.49	1.17
2021年3月华东价格	16500	17300	2270	6500	1000
成本(元/吨)	9075	6055	2996	3185	1170
其他成本	550				
平均生产成本(元/吨)	23000				
成交价格(元/吨)	29000				
毛利(元/吨)	6000				

资料来源: 安徽中农纵横, 德邦研究所

全球草甘膦供应较为稳定。2019年全球草甘膦产量达78.8万吨, 2013-2019年CAGR为2.26%。2019年, 德国拜耳(孟山都)的草甘膦产能为37万吨, 占全球产能的35.6%, 国内企业中, 泰盛化工、福华化工、新安化工产能分别为13、12和8万吨, 占全球产能的12.5%, 11.5%和7.7%。

图 46: 全球草甘膦产量及其增速



资料来源: 安徽中农纵横, 德邦研究所

表 21：2020 年全球草甘膦产能分布情况

甘氨酸法企业	产能/万吨	IDA 法企业	产能/万吨
泰盛化工	13	德国拜耳/孟山都	37
福华化工	12	好收成韦恩	7
新安化工	8	和邦股份	5
内蒙古腾龙	5	江山股份	4
许昌东方	3	扬农化工	3
广信化工	3		
江山股份	3		
合计	47	合计	56

资料来源：安徽中农纵横，德邦研究所

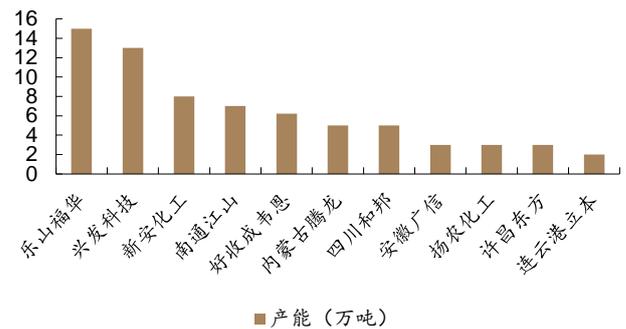
国内草甘膦产能持续收缩。受到供给侧改革和环保监督的双重影响，国内草甘膦供应端较为紧张，2020 年国内草甘膦产能为 72.2 万吨，较 2016 年的 100.2 万吨减少 28 万吨，且退出产能工艺路线多为甘氨酸法。乐山福华、兴发科技和新安化工产能分别为 15 万吨、13 万吨和 8 万吨，位列国内前三，扬农化工具备草甘膦产能 3 万吨，占国内总产能的 4.3%。

图 47：国内草甘膦产能及其增速



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

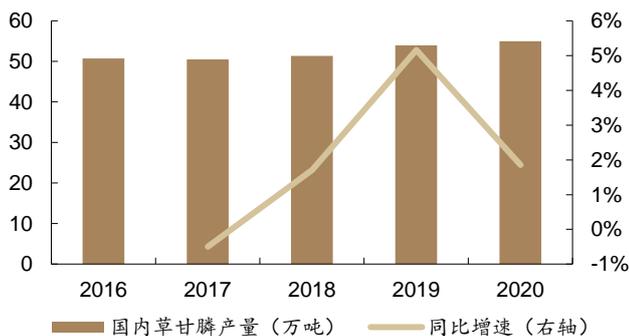
图 48：2020 年国内草甘膦产能分布情况



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

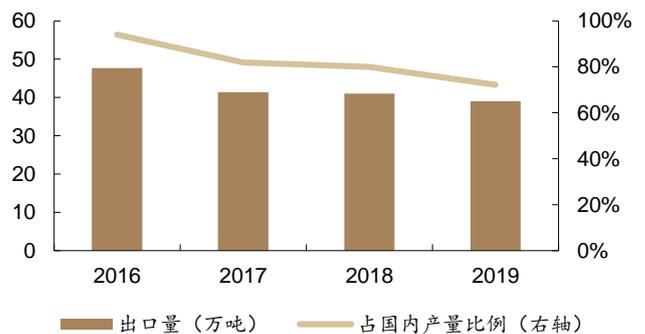
国内草甘膦产量稳步增长，出口比例略有下滑。2020 年，国内草甘膦产量达 55 万吨，同比增加 1.85%，2016-2020 年 CAGR 为 2.04%。国内草甘膦的出口量自 2016 年持续下滑，2019 年出口量为 39 万吨，出口量占国内产量的比重也从 2016 年的 94.1% 下滑至 2019 年的 72.3%。

图 49：国内草甘膦产量及其增速



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

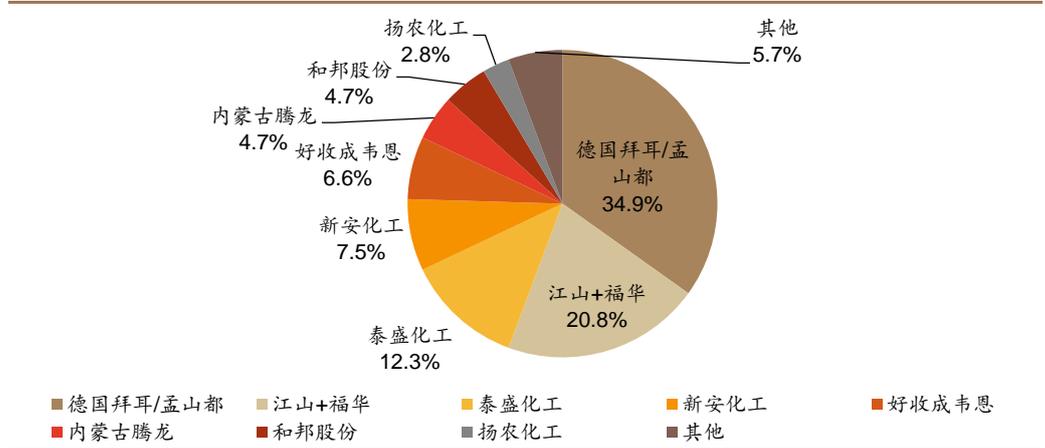
图 50：国内草甘膦出口情况



资料来源：安徽中农纵横，德邦研究所

中小产能持续退出叠加龙头企业兼并重组，行业集中度将进一步提升。草甘膦行业开工企业数自 2014 年景气高峰时的 30 多家减少至目前的 11 家左右，行业集中度提高明显。2021 年 4 月，江山股份发布公告拟收购福华通达 100% 的股权。若此次交易顺利完成，江山股份将拥有 22 万吨草甘膦产能，占据全球 20% 以上的产能份额，并成为仅次于拜耳的全球第二大草甘膦供应商。国内两大龙头的整合或将再次重塑行业的供给格局。

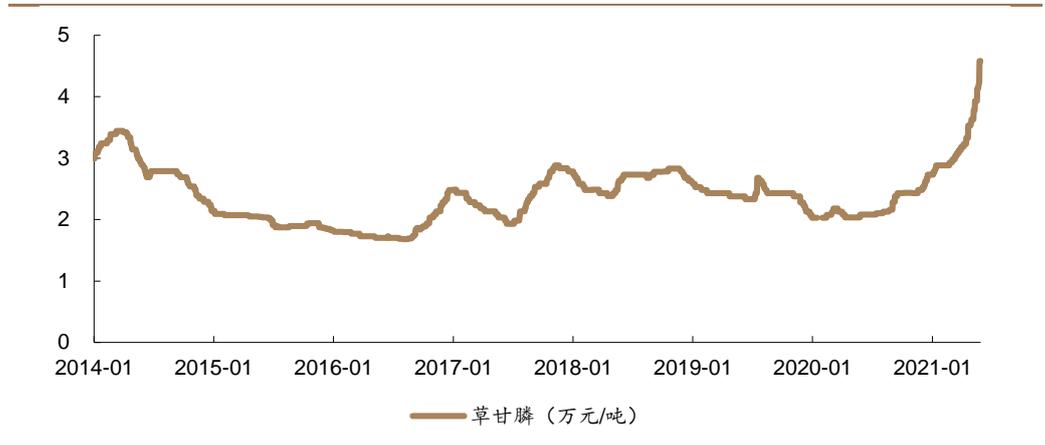
图 51：江山股份和福华通达成功整合后的草甘膦竞争格局



资料来源：卓创资讯，安徽中农纵横，德邦研究所

草甘膦价格创新高，进入新一轮景气周期。2020 年全年受疫情和四川洪水的影响，生产厂商复工复产均有所推迟，价格持续攀升。2021 年，在国内中小落后产能持续退出和上游原料价格上调的背景下，草甘膦价格从 2020 年初的 2 万元/吨上涨至 2021 年 5 月的 4.5 万元/吨，涨幅超 100%，创近 6 年历史新高。

图 52：国内草甘膦价格走势



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

6. 盈利预测与投资建议

1. 杀虫剂：公司核心产品拟除虫菊酯杀虫剂的生产规模和技术水平均位列全国同行第一位，公司将继续受益于产业链一体化和产能优势，预计杀虫剂 21-23 年收入 33.86 亿元、45.62 亿元和 53.50 亿元。

2. 除草剂：转基因作物的推广发展带动麦草畏和草甘膦的需求增长，麦草畏产能位居全球第一，规模优势显著；采用 IDA 法生产草甘膦，具有明显的环保和技术优势，预计除草剂 21-23 年收入 24.87 亿元、26.07 亿元和 28.22 亿元。

3. 制剂：2019 年公司成功收购中化作物后，农药制剂销售快速增长，且盈利能力较强。未来公司将继续扩大制剂产品的品种和产能，制剂业务有望保持较快发展，预计制剂 21-23 年收入 24.83 亿元、29.30 亿元和 35.16 亿元。

4. 其他：其他原药、贸易及其他业务收入增速较为稳定，预计 21-23 年其他原药增速 20%，制剂增速 16%、18%、20%，贸易增速 10%，其他增速 15%。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 4.85、5.90 和 7.08 元，对应 PE 分别为 22、19 和 15 倍。

表 22：公司核心产品业绩拆分与盈利预测（百万元）

产品	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
杀虫剂	营业收入	3,047	2,935	3,386	4,562	5,350
	营业成本	2,026	2,012	2,299	3,089	3,604
	毛利	1,021	923	1,087	1,473	1,746
	毛利率	33.51%	31.45%	32.11%	32.29%	32.64%
除草剂	营业收入	1,664	2,333	2,487	2,607	2,822
	营业成本	1,246	1,763	1,852	1,937	2,076
	毛利	418	570	635	670	747
	毛利率	25.13%	24.45%	25.53%	25.68%	26.46%
其他原药	营业收入	805	936	1,123	1,348	1,617
	营业成本	596	730	876	1,038	1,229
	毛利	210	206	247	310	388
	毛利率	26.02%	21.99%	22.00%	23.00%	24.00%
制剂	营业收入	1,849	2,141	2,483	2,930	3,516
	营业成本	1,108	1,388	1,565	1,817	2,145
	毛利	742	752	919	1,114	1,371
	毛利率	40.10%	35.15%	37.00%	38.00%	39.00%
贸易	营业收入	1,256	1,390	1,529	1,681	1,850
	营业成本	1,156	1,270	1,399	1,538	1,692
	毛利	101	119	130	143	157
	毛利率	8.01%	8.59%	8.50%	8.50%	8.50%
其他	营业收入	79	97	111	128	147
	营业成本	63	81	93	107	123
	毛利	16	16	18	21	24
	毛利率	20.44%	16.19%	16.50%	16.50%	16.50%
合计	营业收入	8,701	9,831	11,119	13,256	15,302
	营业成本	6,194	7,244	8,083	9,526	10,868
	毛利	2,507	2,587	3,036	3,730	4,434
	毛利率	28.81%	26.31%	27.31%	28.14%	28.98%

资料来源：公司公告，德邦研究所

采用相对估值法，针对公司杀虫剂、除草剂和农药制剂的业务，我们选取利尔化学、长青股份和新安股份作为可比公司，据测算，行业主要公司 2021-2023 年平均估值分别为 15、12 和 11 倍，同时也参考 SW 农药板块当前平均 26 倍 PE 水平。公司目前已成长为综合性的农药巨头，并通过不断扩张产能和丰富产品品种维持在行业内的领先地位。考虑到公司加入先正达集团后与各成员单位的协同效应持续加强；优嘉三期项目新增产能持续释放，优嘉四期项目正稳步推进，都将为公司提供更多的成长机会，为公司发展注入强劲动力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 23：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
利尔化学	23.77	125	7.68	8.82	10.21	16	14	12
长青股份	7.02	46	2.87	3.77	4.74	16	12	10
新安股份	15.52	127	10.01	11.17	11.83	13	11	11
		平均				15	12	11
扬农化工	109.13	338	15.04	18.27	21.95	22	19	15

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2021 年 5 月 28 日；除扬农化工外，其余均为 Wind 一致预期

7. 风险提示

新建项目审批及建设不及预期；产品价格波动风险；汇率波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.90	4.85	5.90	7.08
每股净资产	19.19	23.94	30.06	37.57
每股经营现金流	4.45	6.13	6.89	8.16
每股股利	0.65	0.65	0.65	0.65
价值评估(倍)				
P/E	33.82	22.48	18.51	15.41
P/B	6.88	4.56	3.63	2.90
P/S	3.44	3.04	2.55	2.21
EV/EBITDA	21.12	14.65	12.74	10.64
股息率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
净利润率	12.3%	13.5%	13.8%	14.3%
净资产收益率	20.3%	20.3%	19.6%	18.9%
资产回报率	11.1%	11.0%	11.0%	11.1%
投资回报率	18.4%	17.1%	16.9%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.0%	13.1%	19.2%	15.4%
EBIT 增长率	10.7%	23.1%	22.7%	21.1%
净利润增长率	3.4%	24.3%	21.5%	20.1%
偿债能力指标				
资产负债率	45.4%	45.5%	43.8%	41.1%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	49.5	49.5	49.5	49.5
存货周转天数	82.2	82.2	82.2	82.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.7	2.1	1.9	1.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,210	1,504	1,827	2,195
少数股东损益	1	1	2	2
非现金支出	442	448	374	396
非经营收益	122	24	54	60
营运资金变动	-397	-79	-121	-124
经营活动现金流	1,378	1,898	2,136	2,529
资产	-1,162	-2,402	-1,915	-2,055
投资	-58	0	0	0
其他	41	67	56	57
投资活动现金流	-1,178	-2,336	-1,859	-1,999
债权募资	1,511	850	352	191
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,135	-283	-303	-307
融资活动现金流	-624	567	48	-116
现金净流量	-481	130	325	414

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,831	11,119	13,256	15,302
营业成本	7,244	8,083	9,526	10,868
毛利率%	26.3%	27.3%	28.1%	29.0%
营业税金及附加	29	33	39	45
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	219	228	294	340
营业费用率%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	505	550	680	785
管理费用率%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%
研发费用	332	376	448	517
研发费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
EBIT	1,502	1,850	2,269	2,747
财务费用	179	178	216	269
财务费用率%	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	24	67	56	57
营业利润	1,434	1,760	2,135	2,565
营业外收支	-14	-10	-8	-11
利润总额	1,420	1,751	2,127	2,554
EBITDA	1,895	2,297	2,643	3,143
所得税	209	245	298	358
有效所得税率%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	1,210	1,504	1,827	2,195

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,891	2,021	2,346	2,760
应收账款及应收票据	1,868	2,113	2,519	2,908
存货	1,632	1,820	2,145	2,448
其它流动资产	987	1,050	1,158	1,259
流动资产合计	6,378	7,004	8,169	9,375
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,607	5,413	6,858	8,585
在建工程	198	341	542	665
无形资产	505	673	831	961
非流动资产合计	4,517	6,633	8,437	10,417
资产总计	10,895	13,637	16,605	19,792
短期借款	451	758	234	425
应付票据及应付账款	2,695	3,007	3,543	4,043
预收账款	26	29	35	40
其它流动负债	931	1,033	1,209	1,373
流动负债合计	4,102	4,827	5,021	5,880
长期借款	553	1,096	1,972	1,972
其它长期负债	288	288	288	288
非流动负债合计	841	1,384	2,260	2,260
负债总计	4,943	6,211	7,281	8,141
实收资本	310	310	310	310
普通股股东权益	5,948	7,420	9,317	11,642
少数股东权益	4	5	7	9
负债和所有者权益合计	10,895	13,637	16,605	19,792

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。