

为何此时建议关注农药板块？

核心观点

- **需求向好但企业成本端承压：**在全球流动性宽松以及疫情下粮食安全重要性的提升背景下，今年全球农作物价格大幅上涨。种植盈利的提升为全球化肥农药的需求带来强劲支撑，今年国内化肥及农药出口量都高于疫情前的平均水平。国内农药原药供给也走出供给侧改革和疫情的冲击，前三季度产量同比增长 11%。然而，农药板块在今年前三季度却呈现明显的增收不增利的尴尬局面。背后的原因在于上游大宗化工原材料在 20 年 Q3 开始底部复苏，而除草甘膦等大宗除草剂之外的大多数杀虫剂和杀菌剂品种价格直到 21 年 Q3 末才出现上涨，成本传导严重滞后并压缩盈利能力，但目前时刻已迎来拐点。
- **量价齐升迎来短中期 β 行情：**9 月中下旬，原药开启了大范围涨价，然而对能耗双控带来原材料及产品进一步涨价的担忧使得企业大多选择压货不售、累库观望的经营策略，并在此时与下游充分协商涨价，因此农药企业并未在 Q3 体现出涨价的业绩弹性，行业复苏缺少了“量”的支撑。但是进入 Q4，农药旺季逐渐打开，再加上从今年 Q4 到明年 Q1 国内环保政策在供给侧的压制，景气有望维持，企业进入量价齐升的复苏区间。而中期看在供应链扰动、劳动力短缺和恶劣的天气条件等方面的影响下，尤其是受到我们前期报告所讨论的海外化肥供应在碳中和政策背景下因天然气成本飙升而紧缺的催化，明年全球粮食价格还有望持续高位，支撑农药需求提升。
- **β 机会之上关注企业内生 α ：**在短中期的 β 机会之上，我们认为在标的选择的层面需要关注有 α 并具备长期逻辑的公司。核心是因为农药虽然是刚需，但相对于当前市场热点板块而言是一个存量且相对缺乏变革或强劲增长动能的行业，所以长期看行业增长更多地存在于结构性的机会中。我们前期报告有所讨论，农药行业因为其进入壁垒和产品复杂性，很容易呈现企业规模和盈利能力难以两全的局面。即高盈利的小产品做不大，相关企业也没有长大的动能；而一旦进行规模和品类扩张却又难以保障盈利水平。所以企业能否把握行业结构性的增长机会在于其供应端由成本和品质掌控力打造的盈利的确定性，以及持续选产品和落地的能动性，二者决定了企业的长期投资价值。

投资建议与投资标的

- 我们建议关注两大类型标的，其一是前期价格传导滞后盈利受损，但已迎来量价齐升拐点，有核心或者爆款品种持续放量，包括原药企业扬农化工(600486, 增持)、海利尔(603639, 买入)、百傲化学(603360, 未评级)、中旗股份(300575, 未评级)，及制剂龙头润丰股份(301035, 未评级)。其二是以除草剂尤其是草甘膦为主，享受行业供需格局紧平衡红利带来的业绩弹性，建议关注重组成功后有望成为国内草甘膦产能第一的江山股份(600389, 未评级)。

风险提示

- 农药价格下跌风险；企业新项目进度风险。

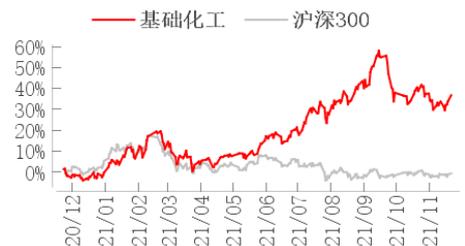


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 基础化工行业
报告发布日期 2021 年 11 月 23 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人 顾雪莺
guxueying@orientsec.com.cn

目 录

1	为何此时看好农药行业？	4
2	量价齐升迎来经营向上拐点	4
2.1.	成本承压导致增收不增利	4
2.2.	压力充分传导并迎来量价齐升	9
3	关注企业长期盈利稳健性及成长性	11
3.1.	供给侧走向有序宽松	11
3.2.	内生 α 打造长期价值	12
4	投资建议	15
5	风险提示	15

图表目录

图 1: 农药原药月度累计产量及累计同比.....	5
图 2: A 股农药上市公司收入和净利润增长率（中位数）.....	5
图 3: 我国玉米期货价格（元/吨）.....	5
图 4: 我国大豆期货价格（元/吨）.....	5
图 5: 海外玉米期货价格（美分/蒲式耳）.....	6
图 6: 海外大豆期货价格（美分/蒲式耳）.....	6
图 7: 我国化肥月度出口量（万吨）.....	6
图 8: 我国农药月度出口量（万吨）.....	6
图 9: 美国大豆种植进度.....	7
图 10: 美国玉米种植进度.....	7
图 11: 化工原料及农药化肥价格指数同比变化.....	7
图 12: 农药原药价格指数（以 2014/7/1 为 100 基准）.....	8
图 13: 除草剂草甘膦原药价格（元/吨）.....	8
图 14: 主要农用菊酯类杀虫剂价格（元/吨）.....	9
图 15: 主要烟碱类杀虫剂价格（元/吨）.....	9
图 16: 杀菌剂吡唑醚菌酯价格（元/吨）.....	9
图 17: 农药上市公司存货及存货周转率水平.....	10
图 18: 季度末存货环比提升的农药上市公司数量和比例.....	10
图 19: 全球农药终端市场规模（亿美元）.....	12
图 20: 我国农药产量分地区占比.....	12
图 21: 农药上市公司扣除超额现金 ROIC 前 20 名及其投入资本 IC（2020 年）.....	13
图 22: 农药上市公司在建工程/固定资产（截止 2021Q3）.....	13
表 1: Q4 至 Q1 北方地区供给侧面临持续性压力.....	11
表 2: 近 2-3 年我国西北地区农药及中间体产能新增情况（吨）.....	12

1 为何此时看好农药行业？

疫情后的全球宽松以及对粮食安全关注度的提升，推升了全球农作物种植盈利和种植意愿，带动全球范围农药化肥需求的提升。我国农药供给也从前几年供给侧改革和去年的疫情冲击中逐步复苏，企业经营和成长的节奏步入正轨。然而，今年以来上游原材料价格的大幅上涨以及农药行业产品价格传导的滞后性却使得国内大部分原药和制剂企业的前三季度经营承压，出现增收不增利的普遍情况。除了自去年三季度就跟随上游基础化工产品一同涨价的草甘膦等大宗类除草剂产品顺利传导上游成本压力外，大部分杀虫剂和杀菌原药品种一直到今年 9 月下旬才开始出现大面积上涨，制剂企业也在三季度末或是四季度初才开始调价。但同时，因为三季度地方能耗双控政策不确定性带来的对企业开工以及上游原材料价格的进一步扰动，大部分企业选择在市场价格拉涨的时候累库观望。缺少了量的支撑，企业并未获得产品涨价带来的业绩弹性从而持续承压，但目前拐点已现。进入四季度，冬储和来年的采购需求逐渐开启，农药行业迎来需求旺季，再叠加今年四季度到明年一季度的阶段性供给侧压制事件，短中期农药行业将享受量价齐升业绩修复的 β 行情。全球农产品高景气有望持续，尤其将受到我们前期报告所讨论的海外化肥供应在碳中和政策背景下因天然气成本飙升而紧缺的催化；再加上中期国内上游大宗原材料价格冲顶回落而农药价格传导滞后，企业还将持续受益于成本端压力的缓解，利润空间有望进一步扩大。另一方面，农药作为典型的制造业，成本与品质是决定企业竞争力的关键因素，部分优秀企业在长期的经营过程中在生产、销售和管理、研发等层面建立起了突出的比较优势，并且通过资本开支或者渠道拓展支撑持续的成长性，有望实现超越行业水平的增长。

整体而言，当下时点我们认为**农药行业是短中期板块有 β ，优秀公司更有长期 α 的赛道**。在复苏拐点上，我们建议关注经营边际改善及持续向上，长期资本开支具有持续性的优质标的，例如原药企业扬农化工、海利尔、百傲化学、中旗股份、江山股份，以及制剂企业润丰股份。

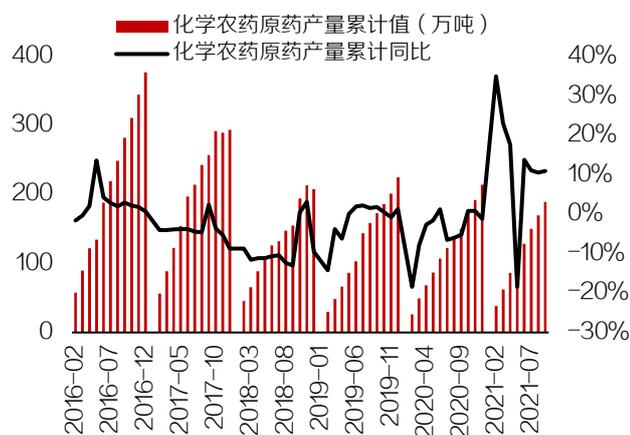
2 量价齐升迎来经营向上拐点

去年三季度起上游大宗化工品进入底部复苏区间，至今年众多产品价格已创新高。然而处于中下游的农药品种除草甘膦等大宗除草剂外，大多数杀虫和杀菌剂品种直至今年三季度末才开始出现大幅上涨，相关企业在已过去的三个季度中持续承压。当前时点看，农药企业已经历最差时刻并随着旺季打开进入量价齐升的向上拐点。同时全球农产品高景气还将大概率延续，持续支撑农化需求，短中期农药板块迎来向上 β 。

2.1. 成本承压导致增收不增利

16 年开始的农药行业供给侧改革使得 17-18 年的农药原药产量急速下滑，全年产量从 16 年的 378 万吨减少至 18 年 208 万吨，原药产量几乎砍半。19 年农药原药供给量开始小幅回升，然而紧接着的 20 年疫情冲击又打断了这一供给侧复苏进程。在这些压制供给侧因素逐渐消散后，伴随合规企业新增产能的释放，我国农药原药产量今年出现同比正增长，1-9 月累计同比增长 11%，农药行业迎来供给侧复苏拐点。行业供给侧的复苏也带动了上市公司收入增速回暖，今年上市公司前三季度收入增速中位数为 10%；然而净利润增速却出现明显背离，前三季度净利润几乎零增长，呈现出典型增收的不增利局面，农药行业经营严重承压。

图 1：农药原药月度累计产量及累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：A 股农药上市公司收入和净利润增长率（中位数）



资料来源：Wind，东方证券研究所

问题并不在于需求侧，事实上农作物种植收益的提升带来了全球农药化肥等农资的强劲需求。疫情后的全球货币宽松带来了大宗商品的高景气，粮食安全也成为各国的核心议题之一。在此背景之下，包括化工及粮食在内的大宗品迎来极度繁荣。国内外农产品价格迎来久违的底部复苏，玉米、大豆等期货价格从去年中开始一路上涨，且供需紧张有望持续，目前价格仍维持在较高位置。种植收益的提升也带来了强劲的农资需求，全球农药化肥的需求得到支撑。

图 3：我国玉米期货价格（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：我国大豆期货价格（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

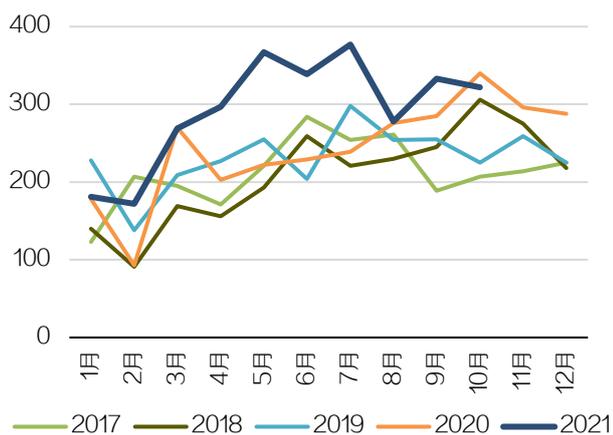
图 5：海外玉米期货价格（美分/蒲式耳）


资料来源：Wind，东方证券研究所

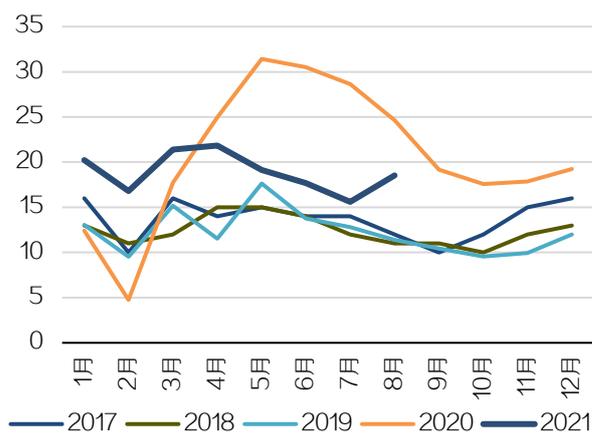
图 6：海外大豆期货价格（美分/蒲式耳）


资料来源：Wind，东方证券研究所

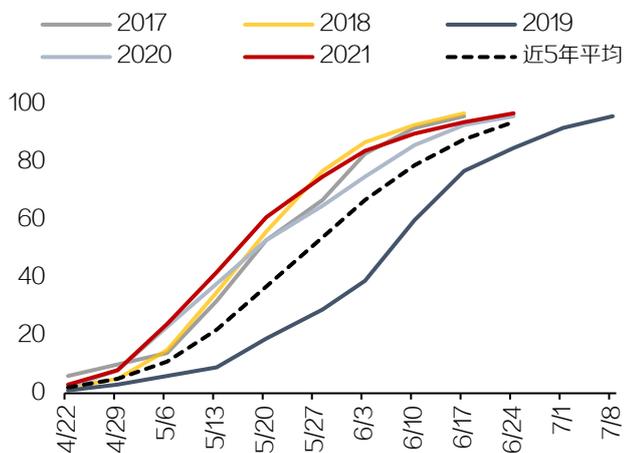
在全球旺盛需求的推动下，今年我国化肥出口量创近年新高，农药出口方面量虽然受到去年高基数影响而同比下滑，但仍然高于疫情前水平，我们认为去年农药出口量的高基数是因为海外疫情对海外供应链造成了巨大冲击，从而导致国内出口大幅提升。此外，今年作为种植景气标杆之一的美国农产品种植进度明显超前于过去五年平均水平，这也一定程度上提高了海外对进口农资的需求，中国作为全球重要的农资出口大国，也相当受益。

图 7：我国化肥月度出口量（万吨）


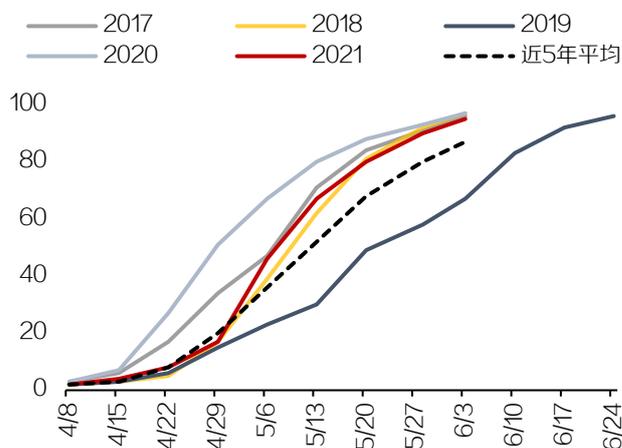
资料来源：Wind，海关总署，东方证券研究所

图 8：我国农药月度出口量（万吨）


资料来源：中国石油和化学工业联合会，东方证券研究所

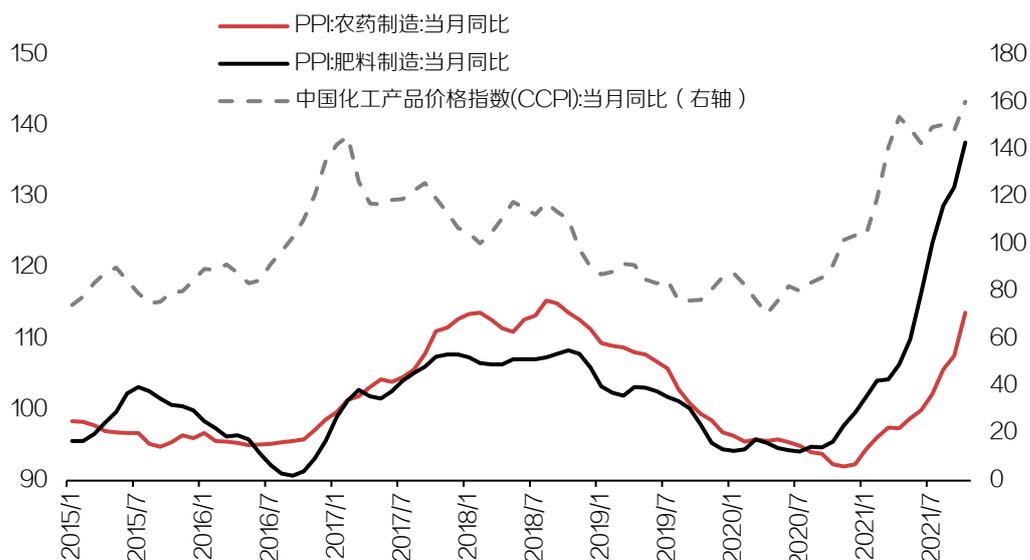
图 9：美国大豆种植进度


资料来源：Wind, USDA, 东方证券研究所

图 10：美国玉米种植进度


资料来源：Wind, USDA, 东方证券研究所

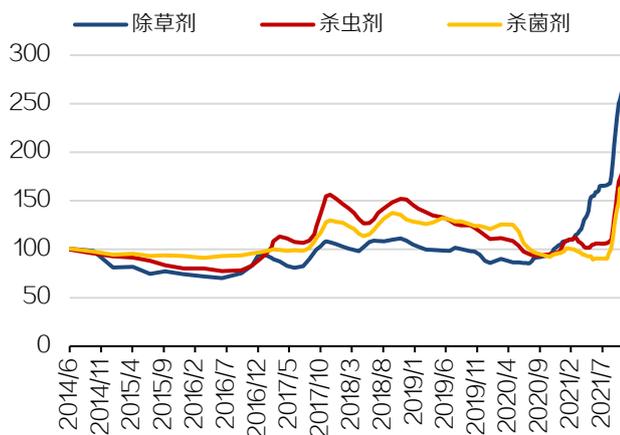
农药行业经营承压的问题在于供给侧，主要是上游原材料成本压力激增，而产品价格传导相对滞后。在经历了 17-19 年化工行业下行周期后，国内化工产品于 20Q3 进入复苏通道。上游原材料价格的大幅上涨显著推升了中下游农药、化肥产品的成本中枢，然而他们价格传导的敏感性却大相径庭：化肥价格基本在 20Q3 和上游原材料产品同步上行，然而农药价格则继续经历了一段下行后最终在 20Q4 才真正迎来复苏拐点。农药价格复苏的滞后性很大程度上影响了行业内企业的盈利状况，从而最终导致了企业普遍“增收不增利”情况。

图 11：化工原料及农药化肥价格指数同比变化


资料来源：Wind, 国家统计局, 东方证券研究所

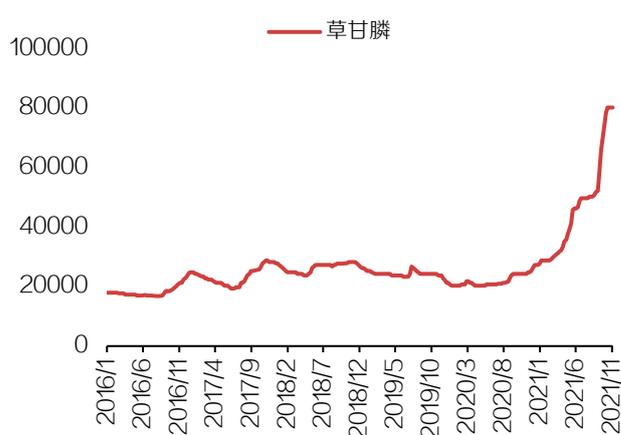
而且，农药板块内部品类的价格传导能力也大相径庭。从农药板块的三大主要品类上看，除草剂价格指数反弹的敏感度及幅度最为突出，基本与大宗化工品在 20Q3 反弹的节奏一致，与化肥价格反弹的节奏也非常同步。其背后最主要最关键的推手就是全球最大宗的农药单品草甘膦的价格大涨，以及草铵膦等大单品的助推。另一方面，杀虫剂和杀菌剂价格指数则表现得非常疲软，直至 21Q3 末才出现拉升，成本端压力的向下传导滞后了近一年，相关企业也因此饱受不增利的压力。成本传导能力差异的根本原因还是在于供需格局，需求方面草甘膦和氮磷钾肥类似，属于用量极为大宗且无法替代的农资投入，而供给侧也几乎没有新增产能，有些存量产能甚至还因为各种扰动而面临缩量；而对于杀虫剂和杀菌剂而言，我们认为一方面需求侧因为其品类繁多复杂，单个品类的用量没有特别突出，且之间还可能存在一定的替代关系，再加上近几年国内农药行业供给有所释放，共同导致议价能力不及前者。因此整体而言，草甘膦原药比重较大的农药公司能够展现出明显的业绩弹性，然而对于综合类农药企业尤其是杀虫、杀菌品类占比较高的公司而言，今年前三季度则持续处于成本端高度承压的状态，业绩被严重压制。21Q3 后农药产业链价格的顺利传导将使得行业盈利状况出现明显的拐点，且不仅仅是原药，制剂企业也开始通过涨价传导上游成本压力。

图 12：农药原药价格指数（以 2014/7/1 为 100 基准）

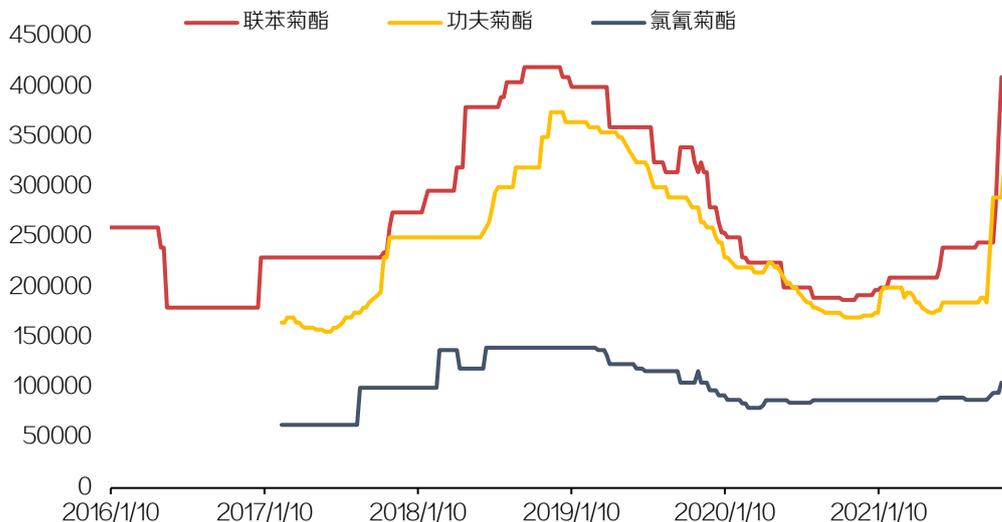


资料来源：中农立华，东方证券研究所

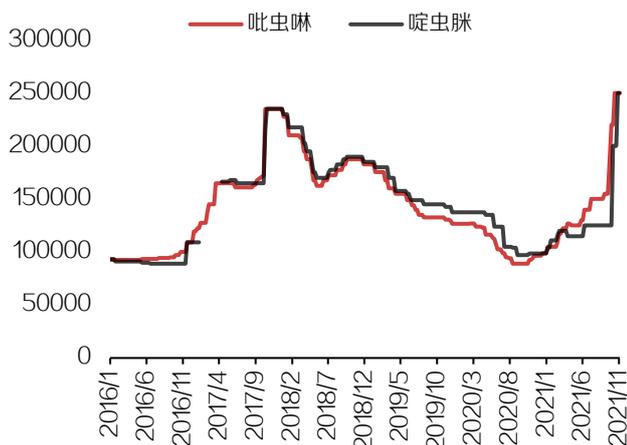
图 13：除草剂草甘膦原药价格（元/吨）



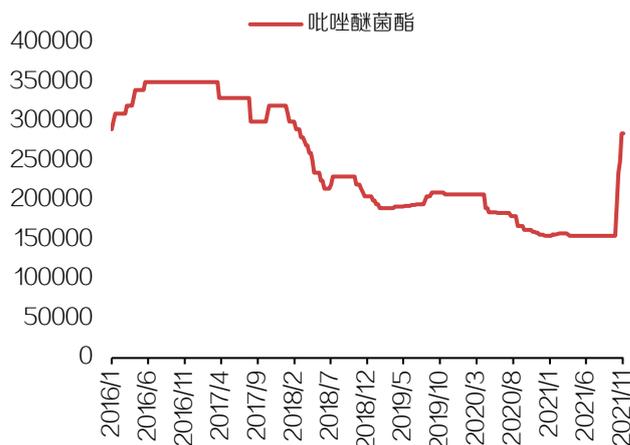
资料来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 14：主要农用菊酯类杀虫剂价格（元/吨）


资料来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 15：主要烟碱类杀虫剂价格（元/吨）


资料来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 16：杀菌剂吡唑醚菌酯价格（元/吨）


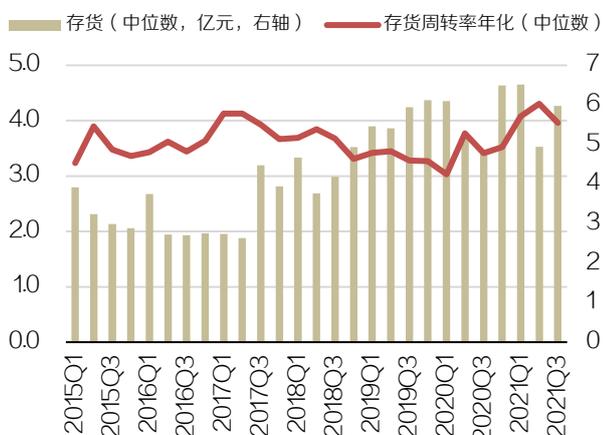
资料来源：百川盈孚，东方证券研究所

2.2. 压力充分传导并迎来量价齐升

尽管今年第三季度末农药产品价格终于迎来大范围上涨，但我们发现相关上市公司的三季报业绩却并没有多少好转，我们认为这是由于大部分企业选择在市场价格拉涨的时候累库观望，通过公司的存货情况的变化可略知一二。首先，自去年疫情爆发至今，农药上市公司的存货周转率大趋势向上，销售层面并不存在压力，这与我们上面提到的全球需求旺盛的背景高度匹配。然而，在能耗双

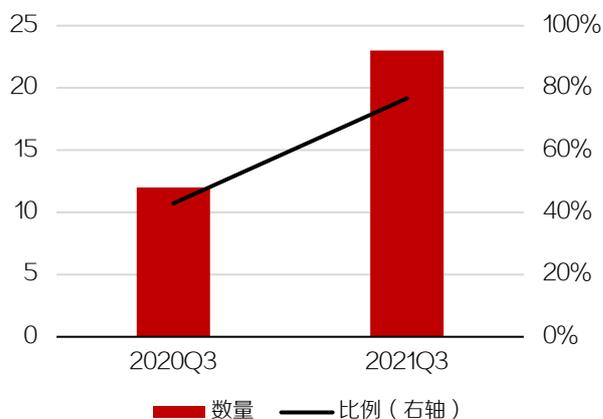
控带来的供应不确定性，以及原材料和产品价格进一步上涨的背景以及预期下，我们判断多数农药公司会选择在此时控制发货节奏并与下游协议进行调价，从而导致 21 年三季度末存货规模环比二季度提升的农药上市公司数量较去年同期明显增多，虽然这其中也包含原材料库存且难以区分，但我们还是可以从整体趋势上看出企业态度的变化。农药公司的“惜货”策略直接导致了 21Q3 尤其是 9 月中下旬的价格上涨弹性并没有充分反应在企业三季报的业绩中，也就是说，农药行业在 Q3 的复苏进程缺少了“量”的助力，但也带来了 Q4 起业绩大幅改善的机遇。

图 17：农药上市公司存货及存货周转率水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 18：季度末存货环比提升的农药上市公司数量和比例



资料来源：Wind，东方证券研究所

旺季打开叠加供给侧持续性压制，量价齐升助业绩改善。根据种植的季节性，往往 Q3 是农药行业的内需淡季，而从出口的数据来看，Q3 同样也是出口淡季。然而进入 Q4，随着 Q4 冬储备货需求的启动将逐渐打开来年 Q1 农药原药及制剂旺季，企业积极发货并将在 Q4 起享受量价齐升的向上拐点。同时，从今年 Q4 至明年 Q1，农药行业供给侧将持续受到 2+26 地区大气污染防治、冬奥会、两会等多方面的压力，尤其是今年《秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》还在原有覆盖地区的基础上新增若干省市，防控面积加大，短期国内农药行业在供需双强的背景下，农药价格将得到很强支撑。同时，在供应链扰动、劳动力短缺和恶劣的天气条件等方面的影响下，尤其是受到我们前期报告所讨论的海外化肥供应在碳中和政策背景下因天然气成本飙升而紧缺的催化，明年全球粮食价格还有望持续高位并不排除进一步上涨的可能，支撑中长期的农药需求。另外，伴随中上游原材料价格冲顶回落，企业还将持续受益于成本端压力的缓解，公司利润空间有望进一步扩大。

表 1：21 年 Q4 至 22 年 Q1 北方地区供给侧面临持续性压力

政策/事件	时间	区域
《2021-2022 年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》	2021 年 10 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日	在京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原城市基础上，增加河北北部、山西北部、山东东部和南部、河南南部部分城市
2022 年北京冬奥会	2022 年 2 月 4 日-2 月 20 日	北京和河北张家口
2022 年全国两会	预计 2022 年 3 月	北京

资料来源：公开资料，东方证券研究所

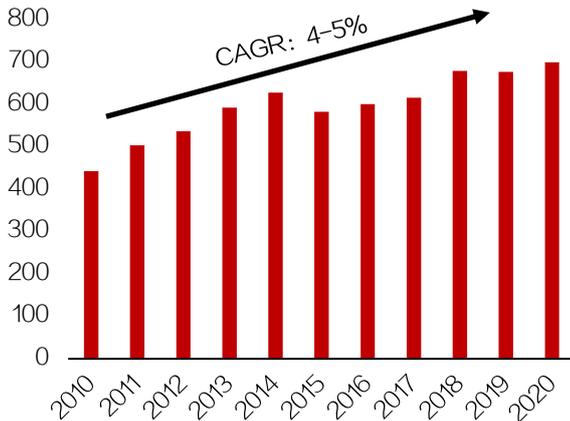
3 关注企业长期盈利稳健性及成长性

行业量价齐升及农产品价格的持续支撑将带来前期承压企业经营层面的大幅改善，而在短中期的 β 机会之上，我们认为在标的选择的层面需要关注有 α 并具备长期逻辑的公司。核心是因为农化行业从总量上看虽然是刚需，但相对于当前市场关注度高的例如新能源等行业而言的确是一个更为存量且相对缺乏变革或强劲增长动能的行业。所以增长更多地存在于结构性的机会中，这就对企业内生的竞争力和资本开支持续性有更高的要求。

3.1. 供给侧走向有序宽松

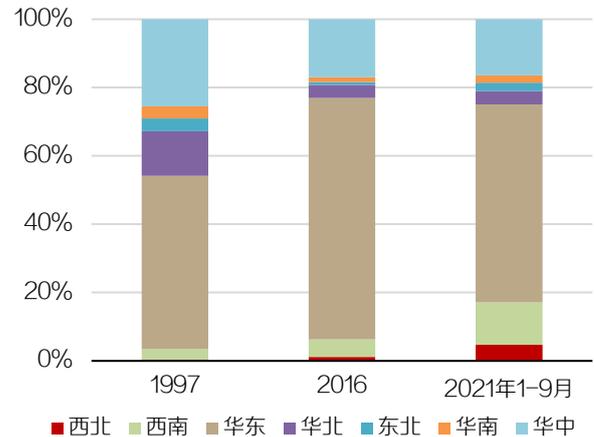
中长期原药供需走向宽松，农药企业需自主把握结构性增长机会。从全球视野看，农药行业是刚性且从总量上看呈现稳步增长的存量市场，终端蛋糕总盘子 700 亿美金，年复合增速 4%至 5%，从总量增速上看并非高成长性赛道；但随着低毒高效农药比重的提升，仍存在结构性的增长机会。另外在国内供给方面，经历过供给侧改革的优胜劣汰，近年来农药产量呈现明显的西迁趋势，尤其是在包括甘肃、宁夏、内蒙古、四川的西北及西南地区，这些地区的产能释放潜力较大，原药长期供应量大概率走向宽松，但由于扩产的基本上都是合规大企业，我们将其定义为“有序宽松”，不会重现过去小散企业众多，劣币驱逐良币的局面。所以从总量供需的层面，除个别如草甘膦这种格局明朗的品种外，农药原药难言能有供需长期紧张的全行业性机会。在这样的行业背景趋势下，农药公司对低毒高效农药产品的选择和开发能力，成本控制能力，以及产品结构持续性优化能力就显得尤为重要。换句话说，只有企业自身经营能力足够优秀才能实现真正长期的“量价齐升”，而不仅仅依靠阶段性的行业 β 。

图 19：全球农药终端市场规模（亿美元）



资料来源：Phillips Mcdougall，东方证券研究所

图 20：我国农药产量分地区占比



资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：近 2-3 年我国西北地区农药及中间体产能新增情况（吨）

省份	一般中间体	专用中间体	原药
陕西	0	1800	32400
甘肃	82500	113400	10100
青海	0	13500	0
宁夏	184300	100200	132000
新疆	30000	75000	0
内蒙古	825000	361600	93880
合计	1121800	665500	268380

资料来源：农资导报农药，东方证券研究所

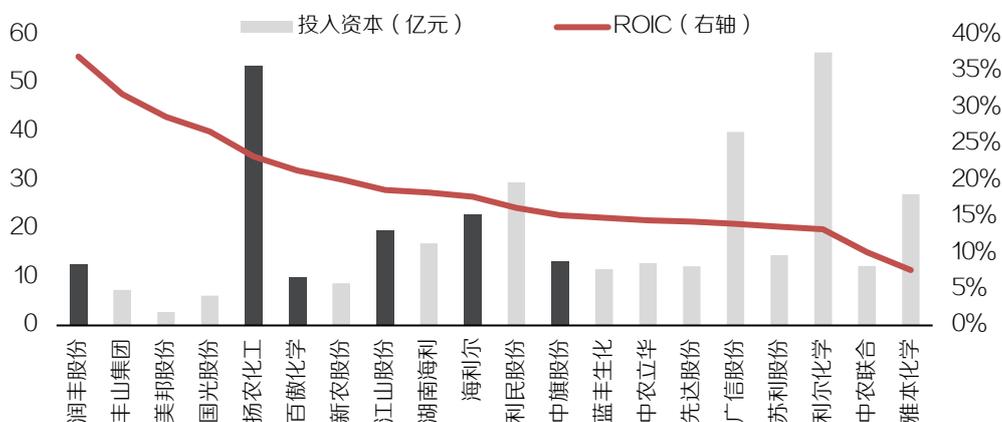
3.2. 内生 α 打造长期价值

企业怎样才能把握结构性的增长机会？一方面，作为典型的制造业，农药企业对产品成本和品质的掌控力是最为本质的竞争力，这类能力可以保证公司既能够在行业周期下行时仍保有足够的利润空间，也能够能够在行业复苏拐点来临时呈现更大的业绩弹性；另一方面则需要企业拥有持续选产品和落地的意愿和能力。总而言之，农药企业的 α 体现在盈利确定性和成长能动性。

由于农药产品种类繁多，除了草甘膦等大宗类商品体量规模较大以外，多数单个品类的规模都非常有限，再加上较高的行业进入政策壁垒，这就导致企业个体往往仅需要聚焦于少数几个产品上就可以在竞争格局相对有序的环境中争取稳定的盈利，这种高盈利的小单品还有机会在同行出现黑天鹅事件后享受阶段性的暴利，很多农药小企业也就守着拥有的一亩三分地耕耘。稳健保守无可非议，但长期看，小单品企业的整体盈利规模却很难有所扩大，往往企业也缺乏持续成长的能动性。另一方面，随着企业规模的扩张，品类的增多，经营管理的维度提升，难度和复杂程度呈非线性增长，

同时大宗类农药生产销售企业也面临着周期性波动，企业很容易表现出规模大但盈利能力不佳的现状。这导致农药企业整体呈现规模和盈利能力难以两全的矛盾，即挣钱的产品做不大，做大的企业不挣钱的局面，从农药上市公司的 ROIC 和投入资本规模差异可见端倪。而另一方面，我们可以从在建工程/固定资产这一指标观测企业所隐含的内生成长能动性，不仅有价的逻辑，更有新产能投产之后量的支撑。结合以上两组指标，就可以大致筛选出符合我们对 α 定义的标的，大致也可分为两种类型：其一是前期价格传导滞后盈利受损，但已迎来量价齐升拐点，有核心或者爆款品种持续放量；其二是以除草剂尤其是草甘膦为主，享受行业供需格局紧平衡红利带来的业绩弹性。

图 21：农药上市公司扣除超额现金 ROIC 前 20 名及其投入资本 IC（2020 年）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 22：农药上市公司在建工程/固定资产（截止 2021Q3）



资料来源：Wind，东方证券研究所

3.2.1. 扬农化工

扬农化工作为农药行业的绝对龙头，是板块复苏不可避免的核心标的。公司最突出的优势是随着资产规模不断变大，盈利的确定性始终保持高水平，打破了行业普遍存在的盈利能力和规模难以两全

的瓶颈，在同行中尤为突出，这也是公司在制造端和产品选择方面核心竞争力的浓缩体现。当前公司主要菊酯产品已底部大幅上涨，优嘉四期项目还将陆续投产，充实公司优势品种序列；未来葫芦岛项目以及先正达集团的内部协同将持续为公司赋能，增长的路径明确。

3.2.2. 海利尔

海利尔具有原药-制剂一体化布局，盈利能力和稳定性业内领先，能力被市场有所低估。公司起步于制剂的生产销售，拥有丰富的海内外销售渠道，并以此建立了敏锐的市场感知度；公司在多年发展中向上游扩张了原药及中间体产能，在拓展并稳固了吡虫啉、啶虫脒、吡啶醚菌酯等大单品的同时还不断布局相当的新品项目储备。尤其是公司其新投产的杀菌剂丙硫菌唑，作为全球终端销售前三的杀菌剂品种，由于国内获登记同行极少，拥有极强的垄断定价。公司新的恒宁基地也持续有新品放量及后续项目储备，推动公司滚动式发展。此外，公司还有自主创制杀虫剂品种“1119”有望上市。公司在原药新品开发布局能力上具有强劲实力和能动性，在建工程/固定资产处于行业前列。

3.2.3. 百傲化学

百傲化学是异噻唑啉酮类工业杀菌剂原药龙头，是亚洲最大的异噻类工业杀菌剂原药企业。异噻唑啉酮是一种广谱、高效、低毒、非氧化性、环境友好型杀菌剂，广泛运用于工业水处理、造纸、涂料、日化等领域的杀菌、防腐、防霉，下游需求稳定，是主流的非氧化性杀菌剂，也是国家鼓励发展的水处理药剂。行业供给侧集中度高，公司具备规模优势。今年三季度末公司在建工程与固定资产比值达到 90%以上，主要是松木岛三期新项目，并已于今年 9 月开始试生产。此外，公司产品近期也进入提价区间。

3.2.4. 中旗股份

中旗股份是小品类农药原药龙头企业，主要品类是除草剂和杀虫剂，前者包括氟氟吡氧乙酸、炔草酯、氟氟草酯，后者包括噻虫胺、虱螨脲等，大多产品市占率达到 60%-70%，并与海外跨国巨头建立起了长期良好的合作关系。近年来因为外部因素影响，公司产线开工稳定性和连续性受到冲击，叠加今年成本端压力，公司经营长期承压。随着产品价格上涨及行业内供给侧政策明朗，外界压力有望缓解。同时，公司有一定的在建和储备项目，尤其是淮北基地规划了总预算超过 20 亿元的 15500 吨新型农药原药及相关产品项目。

3.2.5. 润丰股份

润丰股份是全球化制剂自主登记布局的本土农化龙头，相对于国内农药公司出海几乎都以原药出口与联合登记为主的商业模式，公司拥有在海外自主销售自有品牌制剂的能力，与跨国公司商业模式类似，具有极高的稀缺性。公司拥有海外登记证 3000 多项，数量上与跨国公司可比；海外登记复杂性高差异化大，部分核心种植国例如巴西的登记周期可达 5 年以上之久。公司以轻架构、快速响应为特点，在产品登记和开发的效率上高于国外竞争对手，建立起了先发壁垒和比较优势，且模式可复制性强。公司今年在南美陆续获得新增登记，并首次在登记门槛较高的俄罗斯和印度获得登记突破。从同行表现看，制剂企业也在三季度末开始调价并传导上游原药压力；公司还计划在上游布局有竞争力的原药品种，增强一体化能力。远期若原药整体供应如我们判断走向有序宽松，对公司这类制剂企业在成本端也是利好。

3.2.6. 江山股份

江山股份属于我们上文所述的第二类标的，即涨价弹性标的。公司是以农药和其他基础及精细化工为主要业务的综合性化工龙头，核心产品包括 7 万吨草甘膦，4.6 万吨酰胺类农药，1.5 万吨敌敌畏，16 万吨离子膜烧碱（折百）等。公司 21 年 3 月正式启动与二股东福华集团的重大资产重组，福华通达拥有 15.3 万吨草甘膦（甘氨酸法），6000 吨草铵膦，以及 50 万吨离子膜烧碱、12 万吨双氧水等基础和精细化工品产能。重组成功后，公司将拥有不少于 29.5 万吨农药原药产能，其中草甘膦原药产能为 22.3 万吨，有望成为草甘膦产能国内第一、全球第二大企业。草甘膦行业供需紧平衡，未来新增产能仅明年兴发集团 5 万吨，占现有全球产能约 5%；需求方面，作为全球最大宗的除草剂，草甘膦与海外转基因种植高度相关，较为刚性。

4 投资建议

当前时点下，我们建议关注两大类型标的，其一是前期价格传导滞后盈利受损，但已迎来量价齐升拐点，有核心或者爆款品种持续放量，包括原药企业扬农化工、海利尔、百傲化学、中旗股份，及制剂龙头润丰股份。其二是以除草剂尤其是草甘膦为主，享受行业供需格局紧平衡红利带来的业绩弹性，建议关注重组成功后有望成为国内草甘膦产能第一的江山股份。

5 风险提示

- 1) 农药价格下跌风险：近期化工基础原材料价格下跌可能会增加后续农药挺价难度，从而打压刚恢复农药与原材料价差。
- 2) 企业新项目进度风险：成长性企业的新项目建设进度将直接影响到企业未来的成长性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn