

润丰股份 (301035.SZ)

高壁垒境外自主登记模式，打造全球领先作物保护企业

持续完善全球营销网络，推进中国品牌全球化。公司专注于全球作物保护，具备多种作物保护产品的原药合成与制剂加工能力，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂和种子处理剂等五大品类，业务覆盖 70 多个国家，致力于为全球客户提供作物保护产品和服务，已构建了涵盖农药原药及制剂研发、生产以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整业务链，积极推进以实现“全球中国造到中国品牌全球化”。公司作物保护产品出口额持续多年排名全国第一，根据 AgroPages 发布的 2020 年全球农化企业 TOP20 榜单，2020 年润丰股份位居全球第 11 位，与住友化学、纽发姆等老牌大型跨国公司共同组成了国际农化行业第二梯队，也是梯队中国内仅有的中国本土诞生的跨国作物保护公司。

境外自主登记模式打造高壁垒护城河。公司农药销售主要采用传统出口与境外自主登记模型相结合的方式，境外自主登记模式具有登记证投入大、获证时间长、技术要求高等壁垒。截止 2020 年底，公司在境外累计取得 3082 项农药登记证，自主登记模式下，对下游客户议价能力增强，相应销售毛利率也高于传统农药出口模式，2020 年公司境外自主登记模式毛利率为 20.43%，高于传统模式毛利率 6.36 个百分点。受益于公司成熟的自主登记制度，公司每年境外自主登记证数量稳定增长，新增登记和原有登记产品可为公司贡献稳定营收。公司除了继续加强在巴西等南美洲国家的布局之外，公司登记业务逐渐向壁垒更高的欧盟地区拓展，这也将接力南美市场，未来有望成为公司业绩增长的主要来源。

募投项目加快一体化布局，强化境外产品登记。公司募资 13.4 亿元投入到农药制剂、原药以及研发和全球产品登记领域，包括农药制剂 6.86 万吨，农药原药 2.35 万吨，进一步强化公司在全球农药制剂销售网络布局，公司农药产品线也更加丰富，为未来市场拓展了奠定坚实基础。公司预计募投项目可以实现年收入 37.9 亿元，年净利润 3.70 亿元。

盈利预测与投资建议：依托大量高壁垒、差异化的境外自主登记产品，在管理团队高效运营之下，公司构建了“快速市场进入”为特点的全球营销网络，将国产品牌推向全球化，同时募投项目建设加强了一体化优势，行业竞争力进一步增强。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 87.67/105.15/126.29 亿元；归母净利润分别为 6.22/7.82/10.13 亿元，对应 PE 估值分别为 23.6/18.8/14.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动、安全生产风险、汇率大幅波动风险、境外农药进口国政策风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,074	7,290	8,767	10,515	12,629
增长率 yoy (%)	12.4	20.0	20.3	19.9	20.1
归母净利润(百万元)	339	438	622	782	1,013
增长率 yoy (%)	9.3	29.0	42.1	25.7	29.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.23	1.58	2.25	2.83	3.67
净资产收益率 (%)	13.9	15.9	18.4	18.6	19.5
P/E (倍)	43.3	33.6	23.6	18.8	14.5
P/B (倍)	6.0	5.2	4.3	3.5	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 15 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	农化制品
12月15日收盘价(元)	53.19
总市值(百万元)	14,690.01
总股本(百万股)	276.18
其中自由流通股(%)	23.71
30日日均成交量(百万股)	0.99

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4214	5948	6393	8340	9552	营业收入	6074	7290	8767	10515	12629
现金	1632	2414	2489	3464	4024	营业成本	4955	6040	7167	8514	10149
应收票据及应收账款	1756	2144	2546	3079	3677	营业税金及附加	13	12	25	27	29
其他应收款	13	6	17	10	22	营业费用	258	177	219	289	366
预付账款	92	76	126	116	174	管理费用	217	215	254	310	373
存货	614	1009	916	1371	1356	研发费用	192	227	263	317	388
其他流动资产	107	299	299	299	299	财务费用	-11	231	62	128	117
非流动资产	1066	1346	1459	1571	1707	资产减值损失	-8	-6	7	-4	-1
长期投资	2	2	2	1	1	其他收益	15	18	16	17	17
固定资产	745	924	1057	1185	1328	公允价值变动收益	15	118	34	42	52
无形资产	123	120	122	119	116	投资净收益	-34	86	-1	-1	13
其他非流动资产	196	299	278	266	263	资产处置收益	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.1
资产总计	5280	7294	7852	9910	11259	营业利润	426	566	818	992	1291
流动负债	2700	4266	4105	5353	5642	营业外收入	5	10	6	6	7
短期借款	172	650	457	443	425	营业外支出	7	28	15	18	17
应付票据及应付账款	2326	3387	3392	4661	4938	利润总额	425	548	809	981	1281
其他流动负债	201	229	256	248	279	所得税	70	83	150	161	213
非流动负债	27	100	91	82	73	净利润	354	465	659	821	1068
长期借款	0	49	40	31	22	少数股东损益	15	28	37	39	55
其他非流动负债	27	51	51	51	51	归属母公司净利润	339	438	622	782	1013
负债合计	2727	4366	4196	5434	5715	EBITDA	493	626	887	1064	1371
少数股东权益	104	126	162	201	256	EPS (元/股)	1.23	1.58	2.25	2.83	3.67
股本	207	207	276	276	276	主要财务比率					
资本公积	858	858	858	858	858	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1377	1747	2405	3226	4294	成长能力					
归属母公司股东权益	2449	2802	3493	4275	5288	营业收入 (%)	12.4	20.0	20.3	19.9	20.1
负债和股东权益	5280	7294	7852	9910	11259	营业利润 (%)	8.2	32.9	44.4	21.3	30.1
						归属母公司净利润 (%)	9.3	29.0	42.1	25.7	29.6
						获利能力					
						毛利率 (%)	18.4	17.1	18.2	19.0	19.6
						净利率 (%)	5.6	6.0	7.1	7.4	8.0
						ROE (%)	13.9	15.9	18.4	18.6	19.5
						ROIC (%)	12.2	12.5	15.9	16.4	17.5
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	51.6	59.9	53.4	54.8	50.8
						净负债比率 (%)	-56.6	-57.8	-54.9	-67.3	-64.9
						流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.7
						速动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
						应付账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	1.23	1.58	2.25	2.83	3.67
						每股经营现金流 (最新摊薄)	2.70	1.85	1.69	4.86	3.44
						每股净资产 (最新摊薄)	8.87	10.15	12.40	15.23	18.90
						估值比率					
						P/E	43.3	33.6	23.6	18.8	14.5
						P/B	6.0	5.2	4.3	3.5	2.8
						EV/EBITDA	27.1	21.0	14.5	11.2	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 15 日收盘价

内容目录

1. 国内本土诞生的跨国作物保护公司	5
1.1. 持续完善全球营销网络，推进中国品牌全球化	5
1.1. 营收、利润体量稳定增长	6
1.3. 股权结构与子公司	7
2. 农药产业链微笑曲线两侧附加值不断提升	8
2.1. 全球农药市场稳步增长	9
2.2. 我国农药出口占比扩大，产业逐步西迁	11
3. 境外自主登记模式打造高壁垒护城河	13
3.1. 公司境外自主登记模式营收占比稳步提升	13
3.2. 境外自主登记模式具备较高的技术壁垒	13
3.3. 公司境外自主登记数量国内领先	15
3.4. 发力欧洲登记市场，培育未来新的业绩增长点	17
4. 募投项目加快一体化布局，强化境外产品登记	18
5. 盈利预测与估值建议	19
5.1. 关键假设	19
5.2. 盈利预测	20
5.3. 估值建议	20
6. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 2020 年公司主要制剂和原药产能	6
图表 3: 公司营业收入（亿元）	6
图表 4: 公司归母净利润（亿元）	6
图表 5: 公司 2020 年营收构成	7
图表 6: 公司 2020 年毛利润构成	7
图表 7: 公司毛利率、净利率	7
图表 8: 公司三大费用率	7
图表 9: 公司股权结构及子公司（截至 2021 年三季报）	8
图表 10: 农药产业链	8
图表 11: 农药产业链“微笑曲线”两侧附加值不断提升	9
图表 12: 农药行业代表公司毛利率对比	9
图表 13: 农药行业代表公司净利率对比	9
图表 14: 全球农药规模及增速（亿美元，%）	10
图表 15: 2020 年全球农药细分市场占比	10
图表 16: 2020 年全球作物用农药市场	10
图表 17: 2020 年作物用农药销售额超 10 亿美元的国家	11
图表 18: 2016—2020 年中国化学农药产量及增速	11
图表 19: 2016—2020 年中国农药内外需的变化情况	11
图表 20: 2019 年中国农药出口超过 1 亿美元的产品	12
图表 21: 2020 年规模以上农药企业经济指标情况	13
图表 22: 公司传统出口模式与自主登记模式毛利率对比	13
图表 23: 公司传统出口模式与自主登记模式营收占比情况	13

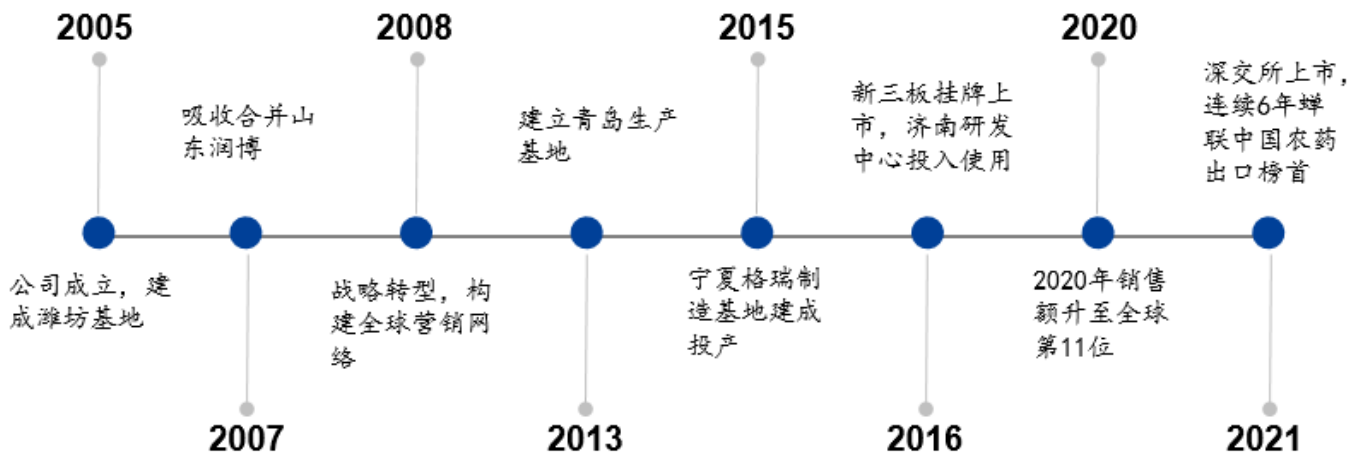
图表 24: 公司自主登记费用情况.....	14
图表 25: 境外农药登记实验分析方法等同性认证要求.....	15
图表 26: 2020 年底公司境外农药登记原药与制剂占比.....	16
图表 27: 2020 年底公司境外农药登记区域分布.....	16
图表 28: 巴西农药市场规模及增速.....	16
图表 29: 公司在巴西市场营收.....	16
图表 30: 2019 年巴西农药企业销售排行.....	17
图表 31: 公司新增自主登记证统计.....	17
图表 32: 公司 2017-2020 年新增自主登记证在主要国家营收占比.....	17
图表 33: 不同时期自主登记证在主要国家营收占比.....	18
图表 34: 2020 年公司不同国家收入分布.....	18
图表 35: 公司募投项目.....	19
图表 36: 公司各项业务盈利预测.....	19
图表 37: 可比上市公司估值比较.....	20

1. 国内本土诞生的跨国作物保护公司

1.1. 持续完善全球营销网络，推进中国品牌全球化

山东潍坊润丰化工股份有限公司成立于 2005 年，总部位于山东潍坊滨海新区，市场团队位于山东济南，在山东济南、山东潍坊拥有研发团队及 2 处研发中心。拥有山东潍坊、山东青岛、宁夏平罗、阿根廷 4 处生产基地。公司专注于全球作物保护，具备多种作物保护产品的原药合成与制剂加工能力，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂和种子处理剂等五大品类，业务覆盖 70 多个国家，致力于为全球客户提供作物保护产品和服务，已构建了涵盖农药原药及制剂研发、生产以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整业务链，公司正积极推进以实现“全球中国造到中国品牌全球化”。公司作物保护产品出口额持续多年排名全国第一，根据 AgroPages 发布的 2020 年全球农化企业 TOP20 榜单，2020 年，润丰股份位居全球第 11 位，住友化学、纽发姆等老牌大型跨国公司共同组成了国际农化行业“第二梯队，也是梯队中国内仅有的一家中国本土诞生的跨国作物保护公司。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

公司拥有山东潍坊、青岛、宁夏平罗及南美阿根廷拥有四处制造基地；拥有农药制剂产能 180750 吨，农药原药产品主要有莠去津、2, 4-D、莠灭净等产品，但公司自身原药产能难以满足制剂配套，上需要外购部分原药，2020 年公司草甘膦、莠去津、24-D 和原药外购量分别为 66508 吨、19705、15011 吨，外购量占总用量比例分别为 100%、85.7%和 70.1%，未来公司主要通过调整原药生产布局，结合自身制剂发展需求配套具备较高技术含量和较高附加值的原药项目，在发挥公司制剂销售优势的同时，通过完善一体化程度来不断提升公司盈利能力。

图表 2: 2020 年公司主要制剂和原药产能

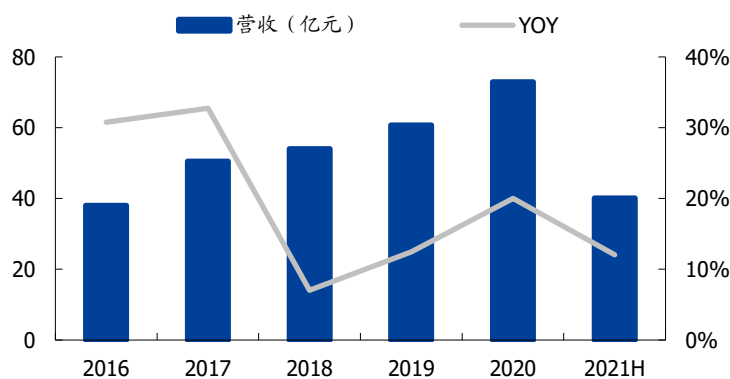
产品	2020 年产能 (吨)	2020 年产量 (吨)	外购量 (吨)
制剂	180750	166930	-
草甘膦	22000	-	66508
莠去津	10000	3276	19705
2,4-D	10000	6417	15011
莠灭净	6000	3287	20

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.1. 营收、利润体量稳定增长

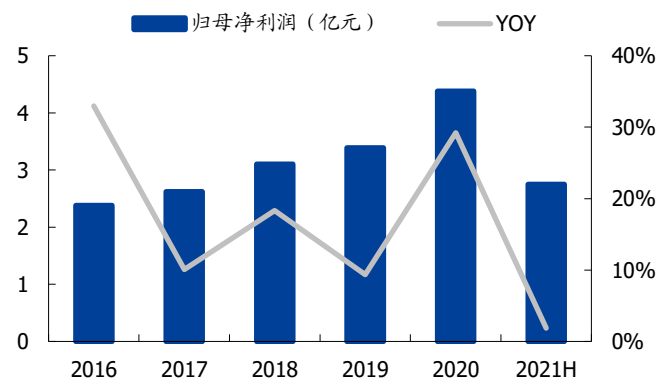
公司业务主要是农药制剂及原药的研发、生产, 业务领域覆盖全球。成立以来随着公司植保业务在全球的拓展, 营收和利润体量也稳步提升。2021 年上半年实现营业收入 40.14 亿元, 同比 12.03%; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比 1.87%, 上半年利润增速下滑主要是上游原药价格大幅上涨, 以及海运费大幅飙升, 导致实际订单利润下滑。为此公司运营团队充分发挥了“轻架构, 快速响应”的优势, 采取多种举措: 多渠道订舱扩大备用舱位保障货物及时出运; 对于新签销售订单调整 CIF 为 FOB 或附加海运费复议条款; 对于远交期订单附加市场波动较大时的价格复议条款; 对大吨位品种适当提高安全库存, 做好购销拉通, 快速联动等, 来有效降低和控制风险。

图表 3: 公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

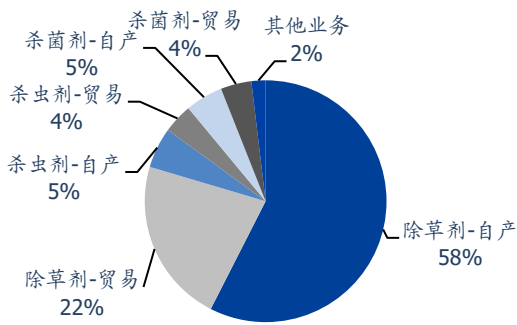
图表 4: 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

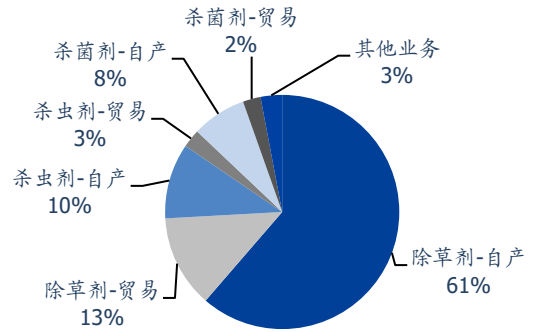
从公司的营收和毛利结构来看, 除草剂业务 (包括自产和贸易) 是公司主要的收入和利润来源。2020 年公司自产除草剂业务实现营业收入 41.91 亿元, 占公司营业收入的 58%; 实现毛利润 8.25 亿元, 占公司毛利润的 61%。贸易除草剂营收 16.10 亿元, 占总营收的 22%, 毛利润 1.72 亿元, 占总毛利润的 13%。公司杀虫剂和杀菌剂业务占比相对较小。

图表 5: 公司 2020 年营收构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

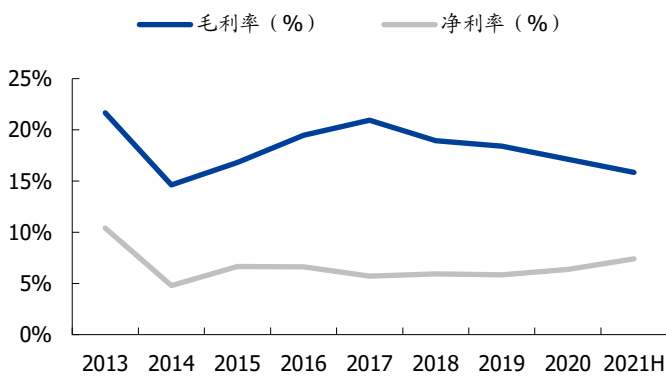
图表 6: 公司 2020 年毛利润构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

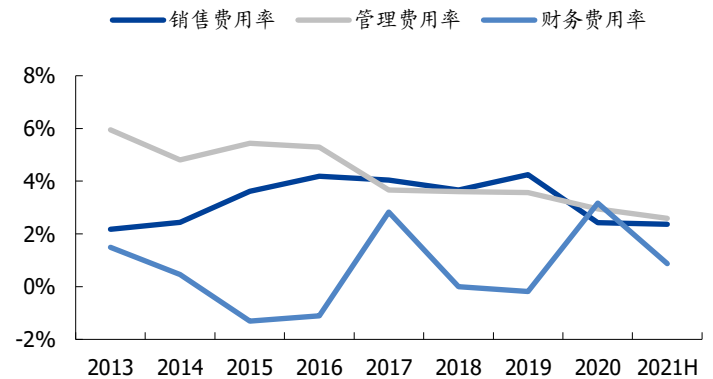
利润率稳定, 费用率持续下降。公司上市以来毛利率稳定在 15-20%, 2021 年上半年公司毛利率有所下滑 15.84%, 主要是受到上游原药产品涨价及出口运费上涨影响。公司净利率 7.41%, 主要受益于公司近年来费用率, 尤其是管理费用率的持续下降。

图表 7: 公司毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司三大费用率

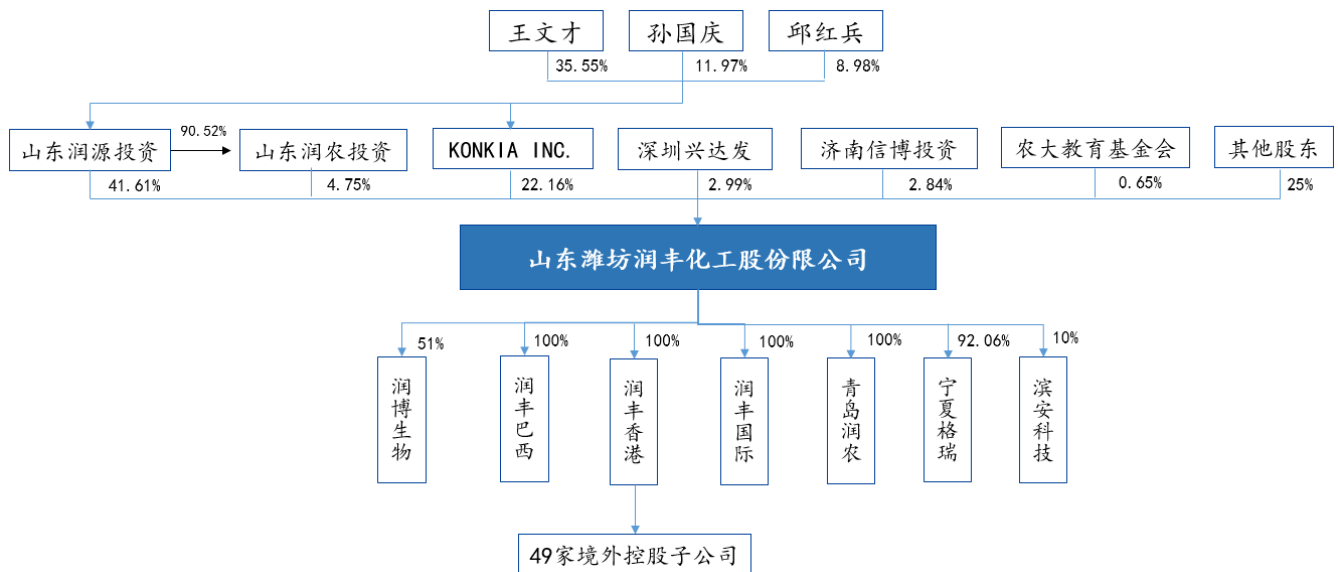


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 股权结构与子公司

公司实际控制人为王文才、孙国庆及丘红兵三人, 其中王文才为本公司董事长, 孙国庆为本公司董事, 丘红兵为本公司董事兼副总裁, 三人均为公司创始股东, 且为一致行动人, 通过控股股东山东润源、KONKIA 及山东润农合计控制公司 68.52%的表决权。公司制剂业务销售主要在国外, 目前在境外设有 50 多个下属公司, 在全球 70 多个国家开展业务, 并基于公司强大的全球登记能力, 正在持续加速完善全球营销网络。

图表 9: 公司股权结构及子公司 (截至 2021 年三季报)

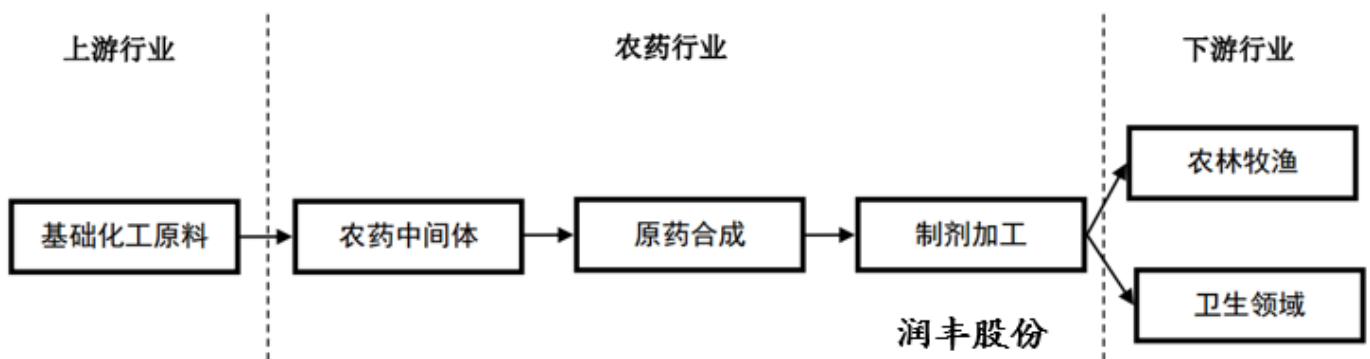


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2. 农药产业链微笑曲线两侧附加值不断提升

农药产业链由农药中间体、农药原药以及农药制剂三个环节构成，其上游是基础化工原料，下游是农林牧渔和公共卫生领域。农药作为重要的农业生产资料，需求刚性，周期属性较弱。

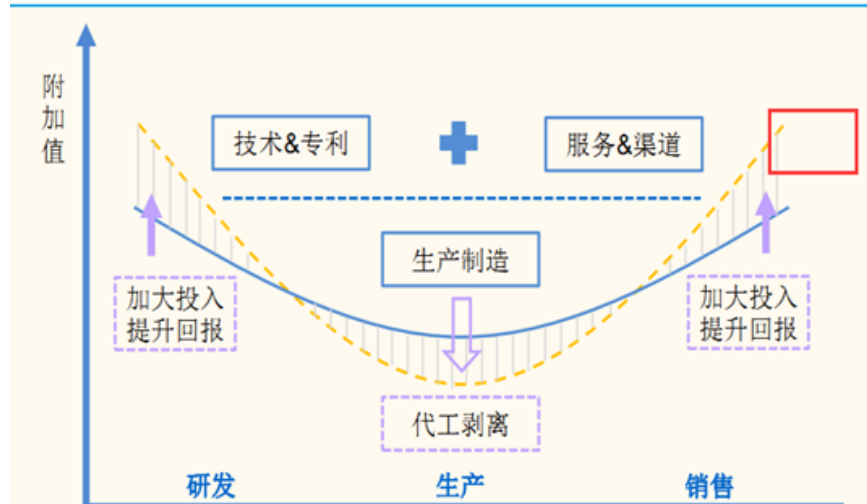
图表 10: 农药产业链



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

农药行业微笑曲线结构明显，产业链利润集中在壁垒更高的上游创制药和下游制剂领域。国际农化龙头企业凭借多年的发展积淀，在研发、销售环节优势极为突出，资金的投入回报也明显较高。国内企业目前仍大多集中在附加值较低的原药生产环节，在产业链上下游，创制药研发和制剂品牌及渠道布局环节与跨国农化企业存在较大差距。

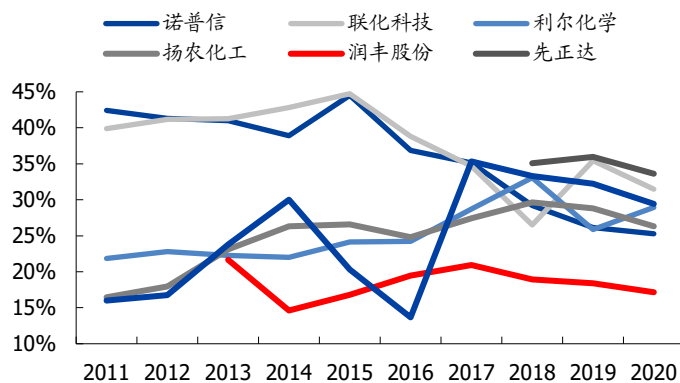
图表 11: 农药产业链“微笑曲线”两侧附加值不断提升



资料来源: 农药市场信息, 国盛证券研究所

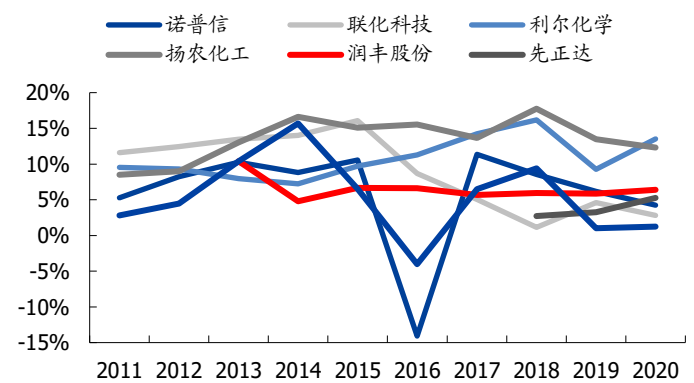
在同行可比公司中, 跨国企业先正达、安道麦由于自主研发实力较强、原研药物附加值较高, 毛利率相对较高, 但由于偏高的销售费用和管理费用, 净利率相对较低, 润丰股份主营产品多为仿制农药, 毛利率偏低, 受益于管理层优秀的管理能力, 公司毛利率保持相对稳定, 并维持较好的盈利能力。

图表 12: 农药行业代表公司毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (联化科技为农药板块毛利率)

图表 13: 农药行业代表公司净利率对比

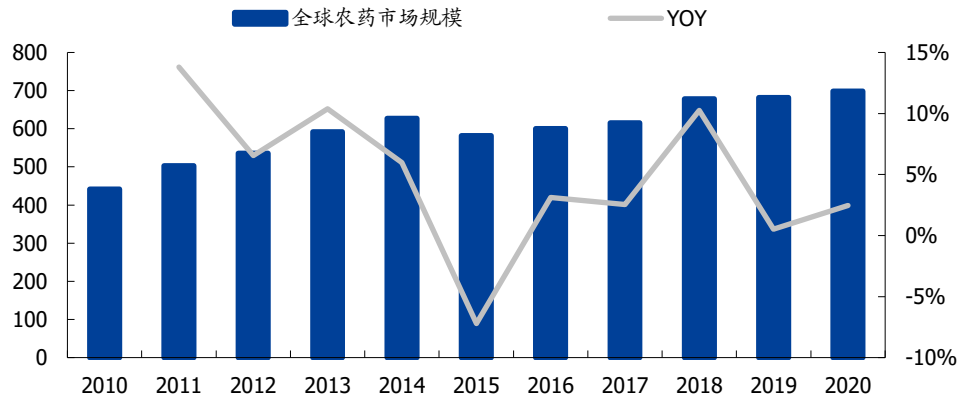


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.1. 全球农药市场稳步增长

随着全球各国对粮食安全重视程度日益提高, 在刚性需求推动下, 全球农药需求仍保持稳定增长。根据 Phillips McDougall 农药市场分析数据, 2020 年全球农药销售额 (按出厂水平计) 为 689.86 亿美元, 同比增长 2.5%, 其中作物用农药销售额为 620.36 亿美元, 同比增长 2.7%。

图表 14: 全球农药规模及增速 (亿美元, %)

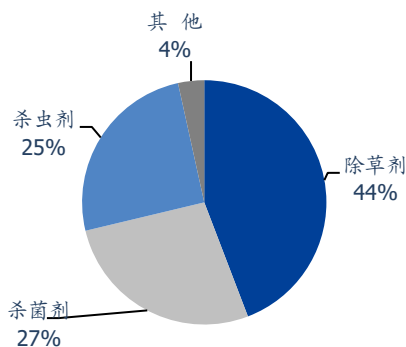


资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

除草剂依然是全球农药第一大品类, 2020 年全球作物用除草剂的销售金额为 274.07 亿美元, 同比增长 2.9%, 占全球作物用农药市场的 44.2%; 作物用杀菌剂的销售金额为 168.04 亿美元, 同比增长 2.4%, 占全球作物用农药市场的 27.1%; 作物用杀虫剂的销售金额为 156.81 亿美元, 同比增长 3.1%, 占全球作物用农药市场的 25.3%。

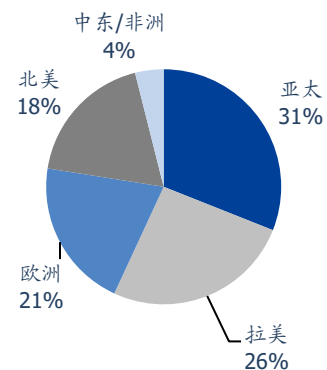
就农药全球消费区域看, 亚太地区仍为全球最大的作物用农药市场, 2020 年销售额 192.41 亿美元, 同比增长 3.8%, 占全球作物用农药市场的 31.0%, 其次是拉美、欧洲和北美地区。

图表 15: 2020 年全球农药细分市场占比



资料来源: 奥特奇, 国盛证券研究所

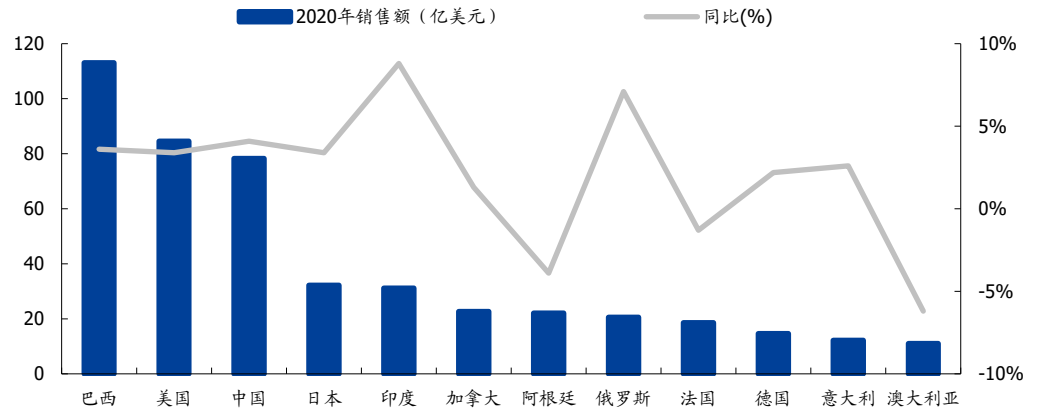
图表 16: 2020 年全球作物用农药市场



资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

从全球农药消费国家看, 巴西依旧是全球最大农药市场, 2020 年作物用农药销售金额为 113.09 亿美元, 同比增长 3.4%, 其次是美国、中国、日本、印度等国家。全球农药销售前十的国家总销售额 437.76 亿美元, 占全球作物用农药市场的 70.6%。

图表 17: 2020 年作物用农药销售额超 10 亿美元的国家



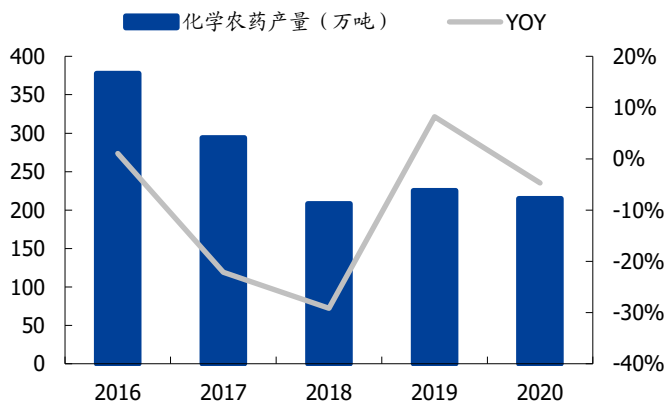
资料来源: Phillips McDougall, 国盛证券研究所

2.2. 我国农药出口占比扩大，产业逐步西迁

随着我国农药使用量零增长政策的长期贯彻，农药利用率提高，我国农药使用量呈下降趋势，出口占比不断提升，目前我国农药出口占比在 60% 以上，去年财政部、国家税务总局发布《关于提高部分产品出口退税率的公告》，自 2020 年 3 月 20 日起调整农药等产品的出口退税税率。涉及农药进出口商品编码（10 位码）214 个，其中原药类 192 个、制剂类 22 个；涉及监管的农药原药 370 个，农药制剂产品的退税率由原来的 5% 调整到 9%，进一步鼓励农药制剂产品的出口、拓展国际终端市场、创建中国农药品牌，逐渐改变改变我国农药行业以原药出口为主的格局，同时带动国内农药助剂、包装、印刷等相关产业的发展。

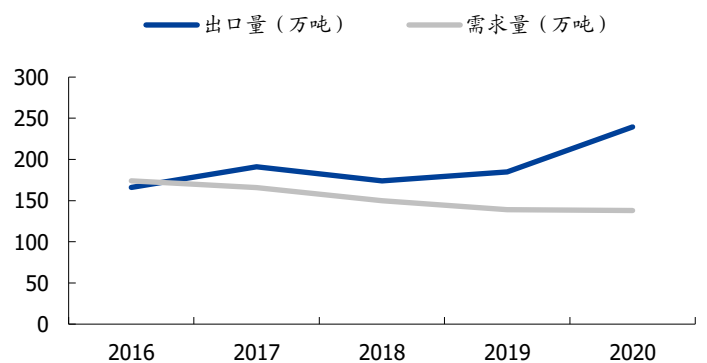
2020 年我国农药内需量 138 万吨，同时由于农药西北迁移产能的投放，以及在去年 6 月份，农业部出台的农药仅限出口登记政策影响下，2020 年我国农药出口量大幅增长，达到 239.5 万吨，同比增长 29.3%，比 2019 年出口量增加 54.3 万吨；农药出口金额为 116.8 亿美元，同比增长 14.6%，我国农药在国际市场占有率进一步提升，出口-内需“剪刀差”进一步拉大，出口/内需比达到 1.73，出口依赖度呈扩大趋势。今年前三季度，我国农药出口金额达到 162 亿美元，预计今年农药出口金额有望超过 200 亿美元。

图表 18: 2016—2020 年中国化学农药产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 19: 2016—2020 年中国农药内外需的变化情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2019年我国农药出口过亿的产品有23种，其中甲维盐、百菌清、烯草酮、硝磺草酮等产品出口量同比增超过40%。

图表 20: 2019年中国农药出口超过1亿美元的产品

	数量/万吨	增长率/%	占比/%	金额/亿美元	增长率/%	占比/%
草甘膦	50.699	4.76	27.38	13.27	-6.53	12.98
百草枯	20.8	-3.53	11.24	4.143	-26.28	4.05
草甘膦异丙胺盐	7.454	-12.38	4.03	1.224	-22.13	1.2
莠去津	6.624	24.15	3.58	2.073	14	2.03
百菌清	5.153	45.61	2.78	2.91	41.58	2.85
毒死蜱	3.348	9.74	1.81	1.966	2.81	1.92
烯草酮	3.03	43.73	1.64	2.926	46.94	2.86
吡虫啉	2.601	13.14	1.4	3.593	-12.19	3.51
阿维菌素	1.766	14.3	0.95	1.804	18.69	1.76
乙酰甲胺磷	1.504	-45.7	0.81	1.098	-36.63	1.07
高效氯氟氰菊酯	1.437	18.04	0.78	1.331	9.41	1.3
草铵膦	1.401	10.14	0.76	1.434	-20.35	1.4
灭多威	0.954	19.86	0.52	1.243	51.63	1.22
啶虫脒	0.948	36.58	0.51	1.31	17.62	1.28
戊唑醇	0.896	-0.2	0.48	1.337	7.62	1.31
甲氨基阿维菌素	0.883	25.64	0.48	2.015	20.52	1.97
联苯菊酯	0.717	3.32	0.39	1.555	11.94	1.52
硝磺草酮	0.612	42.42	0.33	1.63	77.99	1.59
噁菌酯	0.563	16.62	0.3	1.722	34.97	1.68
氟虫腈	0.393	1.63	0.21	1.967	23.17	1.92
甲磺草胺	0.331	-32.86	0.18	1.177	-18.6	1.15
氯虫苯甲酰胺	0.11	-0.36	0.06	1.104	-8.37	1.08
甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	0.074	98.15	0.04	1.098	96.28	1.07
合计	112.317	/	60.65	53.930	/	52.74

资料来源：海关总署，国盛证券研究所

近年来，国家对化工行业安全环保整治力度加大，农药行业面临行业整合和产能迁移趋势加速，江苏省作为这次整治力度最大的省份，在2020年出台了《江苏省化工产业结构调整限制、淘汰和禁止目录（2020年本）》（苏政办发〔2020〕32号），其中明确禁止类共有5大类，包括：1）禁止设立新的化工园区以及设立新的化工园区外化工企业；2）新（扩）建农药、医药和染料中间体化工项目；3）新增光气生产装置和生产点；4）新建《危险化学品名录》所列剧毒化学品、《优先控制化学品名录》所列化学品生产项目；5）禁止新增农药原药（化学合成类）生产企业。一些被限制的农药项目逐渐迁移到西北省份，这轮农药产能转出地主要集中在江苏、浙江和河北等区域，承载产能主要区域集中在宁夏、内蒙古、甘肃、陕西等西北省份。

同时伴随着行业准入门槛提高，行业集中度不断提高，根据国家统计局数据，2020年我国规模以上企业数693家，同比减少26家，较2010年的986家减少了293家，规模以上企业营收和利润同比均稳步增长，行业集中度提升趋势明显。

图表 21: 2020 年规模以上农药企业经济指标情况

	企业个数	主营收入 (亿元)	同比 (%)	利润 (亿元)	同比 (%)
农药制造业	693	2280.58	6.1%	190.62	0.5%
化学原药制造	564	1991.47	6.1%	157.16	1.8%
生物化学及微生物农药制造	129	289.11	6%	33.46	-5.5%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

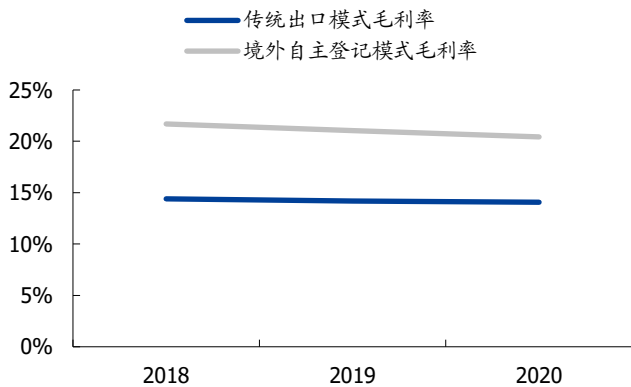
3. 境外自主登记模式打造高壁垒护城河

3.1. 公司境外自主登记模式营收占比稳步提升

公司农药销售主要采用传统出口与境外自主登记模型结合的方式, 传统农药出口只能作为供应商将农药原药或制剂出口给当地持有农药登记证的客户进行销售, 自主登记是在当地已经取得农药登记证, 可以直接面对终端农户销售, 具有更主动的地位, 方便快速开拓市场。截止 2020 年底, 公司在境外累计取得 3082 项农药登记证, 截止 2021 年 7 月底, 公司今年取得 167 项海外农药登记, 全球营销网络在有序推进。

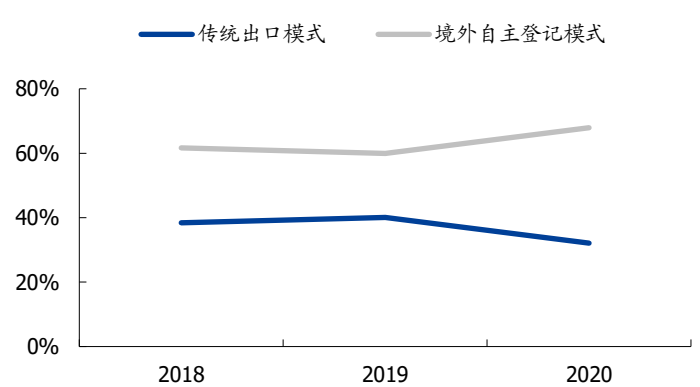
自主登记模式下, 对下游客户议价能力增强, 相应销售毛利率也高于传统农药出口模式, 2020 年公司境外自主登记模式毛利率为 20.43%, 高于传统模式毛利率 6.36 个百分点。

图表 22: 公司传统出口模式与自主登记模式毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司传统出口模式与自主登记模式营收占比情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

随着公司境外自主登记产品不断增加, 境外自主登记模式下的营收占比逐渐提升, 2018 年公司境外自主登记模式营收 33.2 亿元, 占比 61.61%, 2020 年公司自主登记模式营收达到 49.14 亿元, 同比增长 35.52%, 营收占比达到 67.91%, 传统出口模式营收占比下滑至 32.09%。

3.2. 境外自主登记模式具备较高的技术壁垒

农药作为一类特殊化学品, 各国均实行严格的市场准入及农药登记管理制度, 农药原药或制剂要在该国销售, 必须符合该国对有效成分含量、毒理、环境影响等的要求, 并取

得主管部门颁发的农药登记证书。公司境外自主登记模式具有登记证投入大、获证时间长、技术要求高等壁垒。

1) **单个农药登记证投入大，登记证数量达到一定规模才能构建营销网络。**申请农药登记证需要准备工艺技术资料、进行田间试验，以及由 GLP 实验室出具的物化报告、急性毒性报告等资料，需要较多的资金投入，比如在巴西申请单个登记证需要 10 至 20 万美元，在阿根廷申请单个登记证的需要 5 至 10 万美元。并且在单个国家的登记证数量需要达到一定的规模才能形成较为完善的产品线，较好地满足当地客户的需求。

2) **境外登记证获证时间一般要 3 年以上。**在不同国家申请农药登记证获批时间不同，一般自申请登记至最终获得登记所需时间较长，需要 3 年甚至更长时间，比如在巴西取得农药登记证一般需要 5 年以上的的时间，这往往是进入目标市场最主要障碍之一。

不同国家对农药登记资料要求的内容及呈送的格式都不完全相同，按登记要求高低可分为以下三大类：

A) 欧盟各国、美国、日本、韩国等登记要求最高，取得登记需要 3-4 年，全部或绝大部分资料要求提供原始报告，而且要求 GLP 报告，导致登记费用较高、登记时间较长。

B) 拉丁美洲（巴西、阿根廷），澳大利亚和新西兰、俄罗斯等国家登记要求中等，取得登记一般需要 2-3 年，非洲部分国家如肯尼亚也要求较高，这些国家登记时一部分资料要求提供原始实验报告，有些项目要求 GLP 报告。

C) 非洲小国如加纳以及亚洲大部分发展中国家要求较低，一般不需要提供原始实验报告，但马来西亚、泰国等国家要求部分试验报告。

图表 24: 公司自主登记费用情况

制剂登记费用	登记证数量	占比 (%)	原药登记费用	登记证数量	占比 (%)
5 万美元以上	43	1.81%	8 万美元以上	76	13.79%
3-5 万美元	99	4.17%	1-3 万美元	55	9.98%
1-3 万美元	434	18.28%	1 万美元以下	420	76.23%
5000-1 万美元	522	21.99%			
5000 美元以下	1276	53.75%			
合计	2374	100%	合计	551	100%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3) **需要较高的技术标准和专业的登记团队。**目前全球主要农药市场国家对于非专利农药品种的登记均采用“相同农药”登记体系，包括实验分析方法的等同性、化学组成的等同性、毒理学的等同性、制剂组成的等同性，对于不同国家“相同农药”的登记要求差别很大。其中实验分析方法的等同性和化学组成的等同性认证是“相同农药”产品登记中的两大主要壁垒。实验分析方法等同性认证主要体现在以下几个方面：

图表 25: 境外农药登记实验分析方法等同性认证要求

分析报告种类	技术要求
全分析报告	必须使用 HPLC, NMR, MS 等 3 套独立方法对杂质进行定性分析; 必须通过标样比方法对原药含量和杂质含量进行定量分析; 所有的定量方法必须进行方法有效性验证 (method validation) 所有使用到的标样必须由提供者出具符合标准的质检单。 原药组分加上杂质组分的总含量达到98.5% (各国农业主管部门要求有所差异) 对于特定国家, 如巴西, 还需要提供实验样品的有效性证明。
毒性实验报告	必须按照OECD guideline进行实验方法的设计; 实验样本和实验结果必须有统计学计算数据, 同时样本的偏差不能过大。

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

对于化学组成等同性认定主要是认定除了有效成分外杂质的组成和含量, 包括“相关杂质”和“无关杂质”的认定, 目前“相同农药”登记在化学组成等同性上的壁垒主要来自对于“相关杂质”的比对方面上。以阿根廷和巴西的登记要求为例, 如果登记申请人准备以“相同农药”的模式进行农药登记。对于“相关杂质”的要求有以下几项:

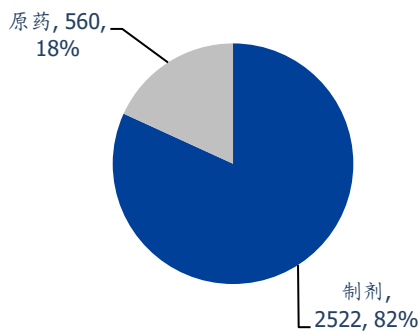
- A) 在新登记的产品原药的 100% 组成中, 不得出现参照物已登记原药中未曾出现的杂质;
- B) 如果出现相同的杂质, 则杂质的含量必须在参照物原药杂质的 150% 以内;
- C) 非常关杂质的含量必须在参照物原药杂质的 300% 以内。

在实际登记操作中, 由于往往无法知道已经登记的国外大公司原药 100% 组成, 所以在“相同农药”认定的过程中遇到很多麻烦, 比如当地农药登记评审机构由于申请者的全分析中出现新的杂质而要求其补做杂质的毒性报告, 一般情况下这将导致登记无法继续进行。因此这需要企业有专业的申请境外登记团队运营以及强大的技术支持能力, 以应对不同国家和地区的农药登记要求。

3.3. 公司境外自主登记数量国内领先

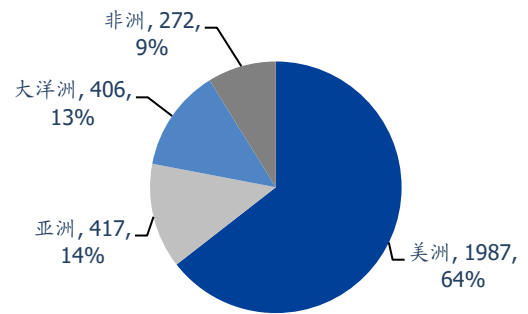
截止 2020 年底, 公司在境外 33 个国家取得 3082 项农药产品登记, 其中制剂登记数量 2522 个, 占比 82%, 原药登记数量 560 个占比 18%。公司取得的登记证中美洲地区占比最大, 达到 64%, 其次是亚洲、大洋洲和非洲地区。公司在境外自主农药登记的数量在国内农药企业中处于领先地位。2018-2020 年, 公司境外自主登记模式实现的销售收入所对应的排名前 10 的农药产品登记证 (合计实现的收入占公司相应年度境外自主登记模式实现收入的比例约为 40%) 总计 19 项, 均在巴西、阿根廷、澳大利亚获得。截止 2020 年底公司在巴西、阿根廷、澳大利亚获得农药登记证分别为 72 个、187 个和 295 个, 由于公司开展自主登记较早, 相对于其他国内农药企业而言, 登记证数量较多且品类齐全, 在市场竞争中具有一定的优势。

图表 26: 2020 年底公司境外农药登记原药与制剂占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

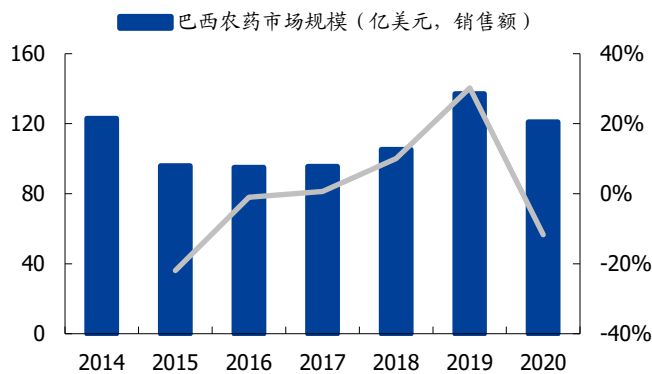
图表 27: 2020 年底公司境外农药登记区域分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

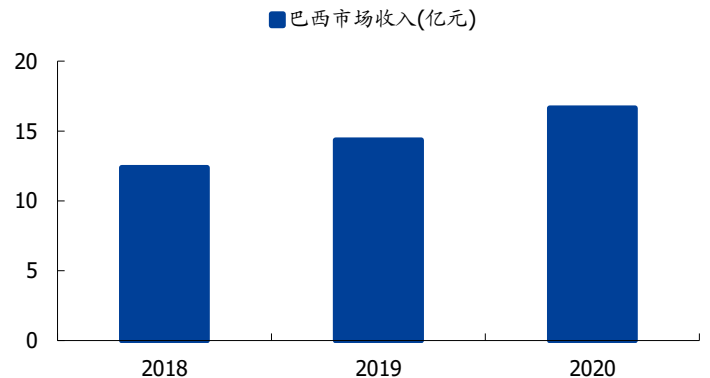
公司国外农化市场份额较小，未来仍有较大提升空间。以全球农药销售额最大的巴西市场为例，据巴西植保产品行业联盟发布的数据，2020 年巴西农药市场销售额为 121 亿美元，2019 年销售额 137 亿美元。巴西农药市场大部分被跨国企业占据，2019 年先正达在巴西农化市场销售额为 25 亿美元，占据巴西农化市场的 18% 左右，其次是拜耳和巴斯夫，销售额前十位的农化企业占据巴西国内总销售额的 85% 以上。2019 年润丰股份在巴西的销售额为 14.35 亿元，折合 2.08 亿美元，同比增长 16%，收入规模仅占据巴西农化市场的 1.5%，未来仍具有较大提升空间。

图表 28: 巴西农药市场规模及增速



资料来源: 世界农化网, 国盛证券研究所

图表 29: 公司在巴西市场营销收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年巴西农药企业销售排行

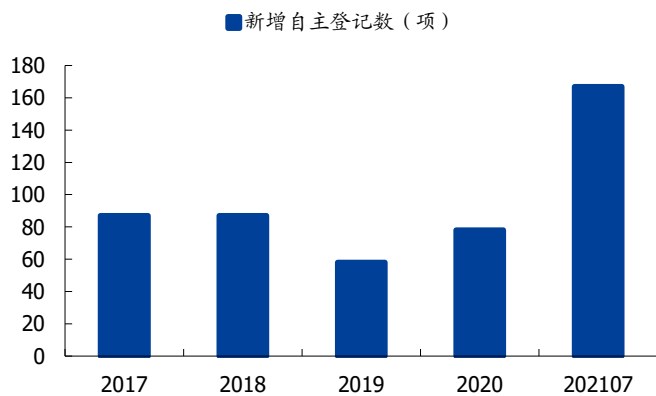
排名	公司	2019 年销售额 (亿美元)	2018 年销售额 (亿美元)	增速 (%)
1	先正达	25.17	20	25.85%
2	拜耳	20.22	16.85	20.00%
3	巴斯夫	13.09	9.9	32.22%
4	柯迪华	12.86	11.8	8.98%
5	富美实	10.9	9.1	19.78%
6	UPL	10.25	9.61	19.78%
7	安道麦	10.25	9.61%	6.66%
8	纽发姆	6.39	5.94	7.58%
9	Iharabras	5.1	4.06	25.62%
10	Nortox	3.42	2.9	17.93%
	其他合计	13		

资料来源: 世界农化网, 国盛证券研究所

3.4. 发力欧洲登记市场, 培育未来新的业绩增长点

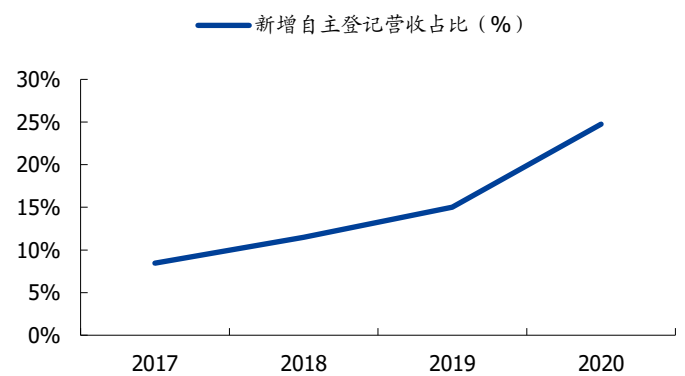
受益于公司成熟的自主登记制度, 公司每年境外自主登记证数量稳定增长, 2017-2020 年公司获得境外自主登记证数量分别为 87、87、58、78 项, 截止 2021 年 7 月底公司新获得 167 项海外登记, 其中巴西新增 22 项登记, 阿根廷新增 2 项登记, 墨西哥新增 14 项登记, 欧盟新增原药等同登记 14 项。这些新增自主登记不断为公司贡献新的业绩增量。公司 2017-2020 年期间获得的自助登机证在全球主要国家的营收占比从 2017 年的 8.45% 提升至 2020 年的 24.75%, 每年新增自主登记对公司营收贡献增加明显。

图表 31: 公司新增自主登记证统计



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

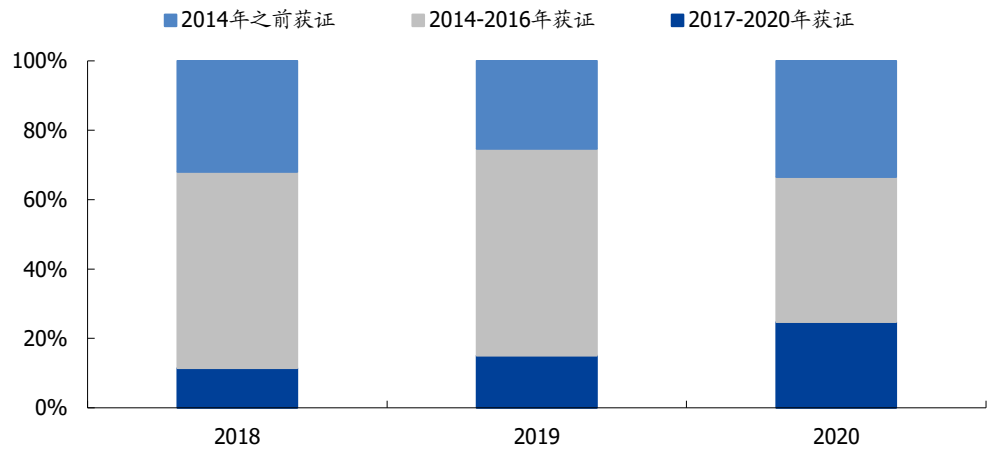
图表 32: 公司 2017-2020 年新增自主登记证在主要国家营收占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

同时, 原有的登记证仍旧为公司贡献稳定的营收, 保持原有的市场份额。2014 年之前获得的登记证在主要国家营收占比在 2018-2020 年之间分别为 32.01%、25.30% 和 33.46%。2014-2016 年是公司获得登记证的高峰, 期间获得了 1200 多项登记证, 这些登记证经过较长时间的培育和市场开拓, 已经成为公司自主登记业务的主要贡献来源, 2018-2020 年这些登记证在全球主要国家营收占比分别达到 56.52%、59.68% 和 41.79%。

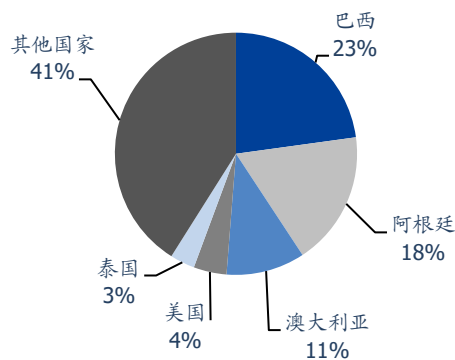
图表 33: 不同时期自主登记证在主要国家营收占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司营收主要来源于南美洲地区, 2020年巴西和阿根廷两个国家营收占比达到41%, 其次是澳大利亚、美国和泰国, 欧洲地区营收占比较少, 从2021年上半年新增登记来看, 公司除了继续加强在巴西等南美洲国家的布局之外, 还加大了欧洲市场布局, 公司登记业务逐渐向壁垒更高的欧盟地区拓展, 这也将接力巴西市场, 未来有望成为公司业绩增长的主要来源。

图表 34: 2020年公司不同国家收入分布



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4. 募投项目加快一体化布局, 强化境外产品登记

2021年7月公司上市后, 通过二级市场募资13.4亿元, 投入到农药制剂、原药以及研发和全球产品登记领域, 包括农药制剂6.86万吨, 农药原药2.35万吨, 进一步强化公司在全球农药制剂销售网络布局, 公司农药产品线也更加丰富, 为未来市场拓展了奠定坚实基础。公司预计募投项目可以实现年收入37.9亿元, 年净利润3.70亿元。

图表 35: 公司募投项目

	项目名称	投资额 (亿元)	建设周期
农药制剂类	35300 吨除草剂产品加工项目	2.2	24个月
	大豆田作物植保解决方案配套制剂加工	1.08	12个月
	甘蔗田植保作物解决方案配套制剂加工	1.03	12个月
	1 万吨高端制剂	1.16	12个月
原药类	20000 吨 2,4-D、2000 吨烯草酮、500 吨高效盖草能	3.39	24个月
	1000 吨高效杀菌剂	1.00	12个月
研发及营销网络类	植保产品研发中心项目	0.79	24个月
	农药产品境外登记项目	3.00	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与估值建议

5.1. 关键假设

1) 除草剂: 公司主营收入主要来源于除草剂, 随着境外自主登记证增加以及募投项目逐渐投产, 公司除草剂业务保持稳定增长, 同时由于原药一体化程度加大, 毛利率逐步提升。

2) 杀虫剂、杀菌剂: 公司杀虫剂、杀菌剂营收占比相对较小, 随着公司募投项目 2022 年逐渐投产, 预计营收增速大幅增加, 同时随着上游农药原药涨价趋缓, 预计未来 2-3 年毛利率有所增加。

图表 36: 公司各项业务盈利预测

	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	营业总收入	72.89	87.67	105.15	126.29
	YOY	20.00%	18.53%	18.29%	18.53%
	毛利润	13.45	16.00	20.01	24.81
	毛利率	18.45%	18.25%	19.03%	19.64%
1、除草剂-自产	营业收入	41.91	49.78	58.74	69.31
	毛利润	8.25	9.71	12.03	14.71
	毛利率	19.69%	19.51%	20.49%	21.22%
2、除草剂-贸易	营业收入	16.10	19.26	23.11	27.73
	毛利润	1.72	1.97	2.37	2.84
	毛利率	10.68%	10.25%	10.25%	10.25%
3、杀虫剂-自产	营业收入	3.97	5.17	6.72	8.73
	毛利润	1.40	1.75	2.36	3.07
	毛利率	35.26%	33.87%	35.13%	35.13%
4、杀虫剂-贸易	营业收入	2.87	3.44	4.12	4.95
	毛利润	0.34	0.40	0.48	0.58
	毛利率	11.85%	11.67%	11.67%	11.67%

5、杀菌剂-自产	营业收入	3.66	4.75	6.18	8.03
	毛利润	1.01	1.27	1.74	2.38
	毛利率	27.60%	26.66%	28.16%	29.66%
6、杀菌剂-贸易	营业收入	3.00	3.62	4.30	5.16
	毛利润	0.33	0.41	0.45	0.54
	毛利率	11.00%	11.45%	10.53%	10.53%
7、其他主营	营业收入	1.38	1.66	1.99	2.38
	毛利润	0.40	0.48	0.58	0.69
	毛利率	28.99%	28.99%	28.99%	28.99%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2. 盈利预测

依托大量高壁垒、差异化的境外自主登记产品, 在管理团队高效运营之下, 公司构建了“快速市场进入”为特点的全球营销网络, 将国产品牌推向全球化, 同时募投项目建设加强了一体化优势, 行业竞争力进一步增强。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 87.67/105.15/126.29 亿元; 归母净利润分别为 6.22/7.82/10.13 亿元, 对应 PE 估值分别为 23.6/18.8/14.5 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5.3. 估值建议

我们选取主营含有农药制剂的企业安道麦、扬农化工进行可比分析, 可比公司 2021-2023 年的平均 PE 分别为 27.2 倍、21.2 倍、17.6 倍, 润丰股份 2021-2023 年 PE 分别为 23.6 倍、18.8 倍、14.5 倍, 2021-2023 年 PE 略低于行业平均值, 公司目前 PB 为 3.3 倍, 低于行业平均值 3.5 倍。结合可比公司平均估值, 考虑到公司具有更稳定的盈利能力, 高壁垒的境外自主登记护城河, 以及募投项目投产后带来的高成长, 我们给予公司 2022 年目标市值 196 亿元, 对应 25 倍 PE 估值, 给予“买入”评级。

图表 37: 可比上市公司估值比较

公司简称	股价	EPS					PE				总市值
	2021-12-15	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB-LF	亿元
安道麦	8.13	0.15	0.32	0.41	0.52	51.97	25.5	19.6	15.6	0.9	189
扬农化工	130	3.90	4.51	5.69	6.64	33.82	28.9	22.9	19.6	6.0	404
平均		2.03	2.42	3.05	3.58	42.90	27.2	21.2	17.6	3.5	
润丰股份	53.19		2.26	2.84	3.65	33.6	23.6	18.8	14.5	3.3	147

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司业绩预测取 wind 一致预期)

6. 风险提示

原材料价格大幅波动: 公司所需的原材料主要包括原药、化工原料、包装物等, 原材料占成本比例较高, 如果原材料价格大幅波动, 会对公司产品成本造成影响, 进而影响到

公司盈利。

安全生产风险：公司的化学品生产属于危险作业，一旦发生安全事故会对公司业绩造成一定影响。

汇率大幅波动风险：公司业务出口国外，汇率大幅波动将会对公司业绩产生一定影响。

境外农药进口国政策风险：公司农药制剂主要出口国外，相关国家农药进口政策变化可能会对公司在当地产品销售产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com