

# 基础化工

## 天风问答系列：全球农药行业景气如何？

证券研究报告

2022年05月18日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐婕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070001  
tjie@tfzq.com

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《基础化工-行业研究周报:国家发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》，纯碱、草铵膦价格上涨》  
2022-05-15
- 2 《基础化工-行业专题研究:2021年高度景气，2022年一季度盈利小幅提升》  
2022-05-12
- 3 《基础化工-行业专题研究:化工行业运行指标跟踪-2022年3月数据》  
2022-05-11

### 2021年及2022年一季度全球八大农化企业经营情况

全球农药市场主要集中在跨国公司，八大农化企业合计占全球市场份额的比例超80%（2020年），其中包括四大创制药企业（先正达、拜耳、科迪华、巴斯夫）以及四大仿制药企业（安道麦、UPL、富美实、纽发姆）。

**2021年四大创制药企业经营情况：**四大创制药企业农化业务主要包括农药和种子业务，2021年各公司营业收入规模均实现同比增长。分业务看，受益于在全球市场的强劲市场需求，除草剂、杀虫剂、杀菌剂业绩整体表现强势，除科迪华杀虫剂业务同比小幅下滑外，其余跨国公司产品销售额均实现同比增长。分销售区域看，拉美和亚太地区为创制药企业主要销售增长市场。

**2021年四大仿制药企业经营情况：**销量增长和定价提升共同推动四大仿制药企业的营业收入规模均实现同比增长。安道麦/UPL/富美实/纽发姆分别实现收入48.68/52.13/50.45/24.06亿美元，YOY+11.7%/+3.3%/+8.7%/+26.5%。分季度看，四大仿制药企业从2021年下半年开始经营业绩同比明显提升，趋势延续至2022年第一季度，且毛利率水平整体较为平稳。

### 2021年及2022年一季度国内农药上市公司经营情况

2021年，中间体/原药/制剂/多业务/其他合计分别实现营业收入87/511/369/775/99亿元，同比增加19/94/32/218/16亿元，YOY+28%/22%/9%/39%/20%。收入及利润增长较快的板块主要集中在生产草甘膦、草铵膦等大众除草剂的上市公司，主要由于两个产品21年价格涨幅较大，带动企业营收规模扩张。分季度看，2021年至2022年第一季度，国内农药行业上市公司经营业绩逐步提高，其中营收规模保持稳步攀升态势。

### 全球与国内农药行业景气变化

2016年后由于外部宏观环境变化的不确定性，全球农药行业景气程度进入低速（收敛）弱波动状态，但总体呈现正增长。2020年以来国际主要作物价格大幅持续上涨，特别今年俄乌问题爆发后，全球主要农作物价格显著上涨，预计2022年全球农药产品需求及价格有望维持较为景气阶段。

我国为全球农药第一出口大国，按照我们测算，出口量占我国农药产量比例超过70%（2021年）；因此我国农药出口需求一方面与全球农化景气相关度高，同时我国农药制造供给端的波动也会对全球农药供给产生重要影响。

当前国内原药价格低于去年10月水平但仍处于历史较高水平，结合当前原材料价格高位、Q2为北半球传统用药季节，亦是我国传统出口旺季（当前出口价格处于历史高位），叠加区域性疫情不确定性等因素或对生产端产生的影响，预计二季度国内原药价格有望维持较为坚挺。

**风险提示：**新冠疫情发展情况持续恶化，全球种植进度递延，地缘政治冲突使全球农药贸易受到制约，农作物价格大幅波动，原材料价格大幅波动，公司新增项目产能投放不及预期

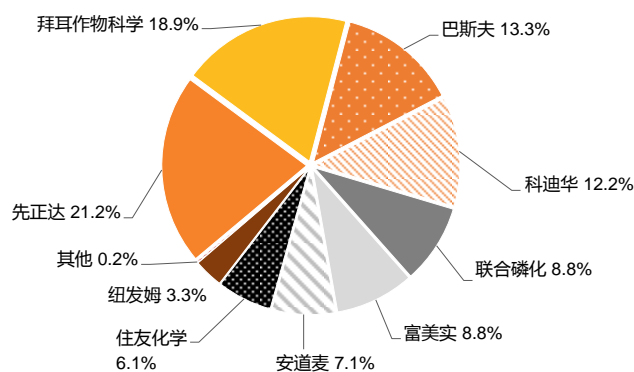
## 1. 2021 年及 2022 年第一季度全球八大农化企业经营情况

全球农药市场主要集中在跨国公司，八大农化企业合计占全球市场份额的比例超 80%（2020 年），其中包括四大创制药企业（先正达、拜耳、科迪华、巴斯夫）以及四大仿制药企业（安道麦、UPL、富美实、纽发姆）。

### ● 2021 年四大创制药企业经营情况：

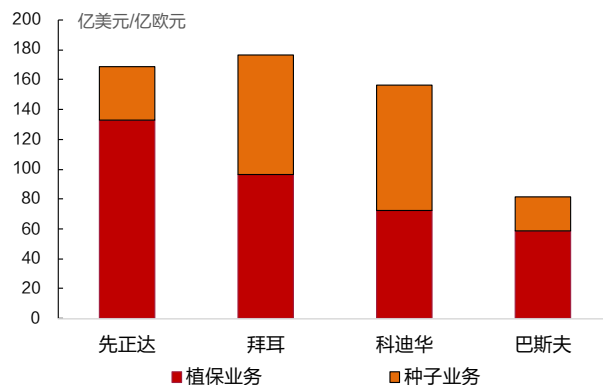
四大创制药企业的农化业务特点是包括农药和种子两大业务，2021 年营业收入规模均实现同比增长。先正达（这里指“瑞士先正达”，下同）实现收入 167.3 亿美元（农药与种子业务内部销售，抵消 1.31 亿美元收入），YOY+17.1%；其中农药业务 133 亿美元，YOY+18.7%，种子业务 35.6 亿美元，YOY+11.6%。拜耳 Crop Science 部门实现营收 202.1 亿欧元，YOY+7.3%，其中农药业务 96.7 亿欧元，YOY+10.5%；种子业务 79.8 亿欧元，YOY+5.5%。科迪华实现收入 156.6 亿美元，YOY+10.1%；其中农药业务 72.5 亿美元，YOY+12.3%；种子业务 84.0 亿美元，YOY+8.3%。巴斯夫 Agricultural Solutions 部门实现收入 81.6 亿欧元，YOY+6.6%；其中农药业务 59.0 亿欧元，YOY+6.2%；种子业务 22.6 亿欧元，YOY+7.5%。

图 1：全球农药终端市场跨国公司占据主要份额



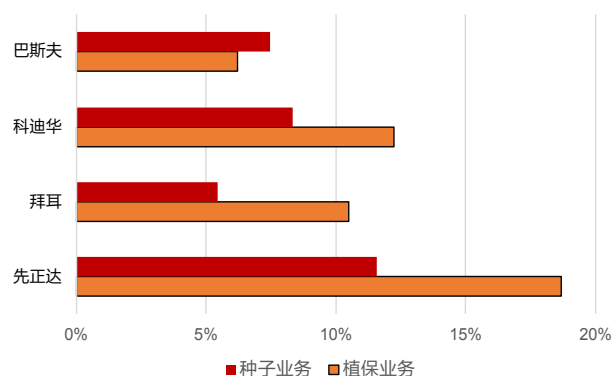
资料来源：世界农化网（2020 年数据），天风证券研究所

图 2：2021 年四大创制药企业农化业务营收结构



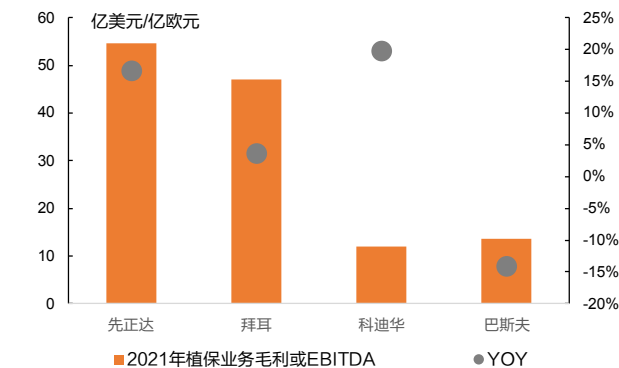
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所  
注：拜耳、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元

图 3：2021 年四大创制药企业分业务营收增速



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

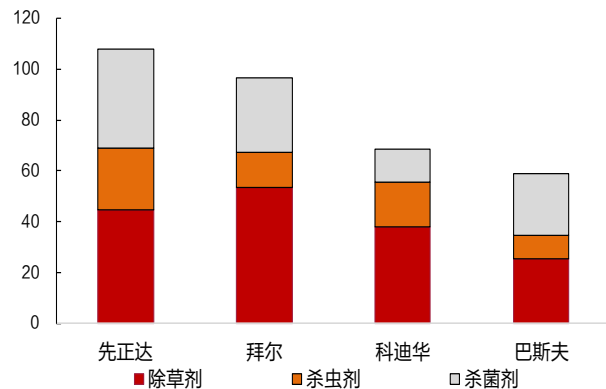
图 4：2021 年四大创制药企业植保业务利润情况及同比增速



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所  
注：1、拜耳、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元；  
2、先正达统计口径为毛利，拜耳为 Non-IFRS Business EBITDA，科迪华为 Non-GAAP EBITDA，巴斯夫为 EBITDA

受益于全球农药产品需求景气，企业基本实现除草剂、杀虫剂、杀菌剂业务的全面增长（除科迪华杀虫剂业务同比小幅下滑外，其余跨国公司产品销售额均实现同比增长）。先正达除草剂/杀虫剂/杀菌剂销售额分别 44.62/24.22/39.04 亿美元，YOY+18%/16%/15%；拜耳三类产品销售额分别 53.28/14.17/29.24 亿欧元，YOY+12%/3%/11%；科迪华对应产品销售额分别 38.15/17.3/13.1 亿美元，YOY+16%/-2%/27%，其中，杀虫剂业务同比下滑主要系公司扣除约 2.75 亿美元的停产产品所致；巴斯夫三类产品销售额分别 25.26/9.26/24.49 亿欧元，YOY+3%/12%/8%。

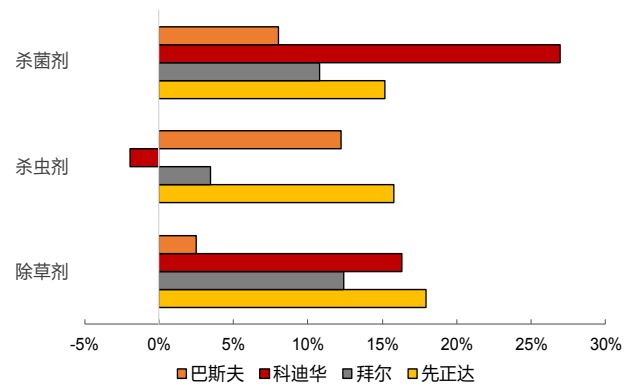
图 5：2021 年四大创制药企业农药分业务收入



资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

注：拜耳、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元

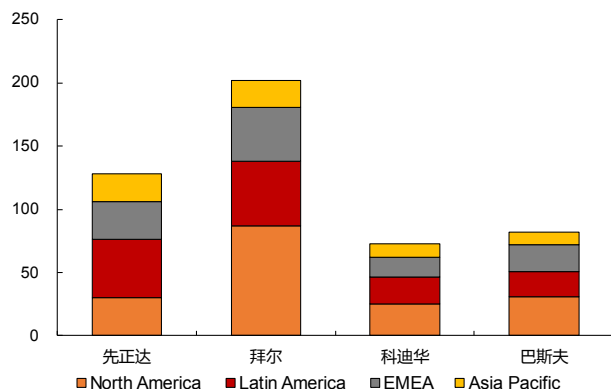
图 6：2021 年四大创制药企业农药分业务收入同比增速



资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

**分销售区域看，拉美和亚太地区为创制药企业主要销售增长市场。**先正达在拉美和亚太地区销售额分别 45.78/21.84 (中国 4.16) 亿美元，YOY+26%/20%，销售增量主要来源于公司所有产品线在巴西、拉丁美洲南部、中国、印度、澳大利亚等国家和地区的旺盛需求。拜耳在拉美和亚太地区销售额分别 50.98/21.83 亿欧元，其中受益于全球对玉米和大豆的强劲需求带动拉丁美洲地区种植面积进一步增长，以及亚洲地区适宜的气候条件，在这两地区均实现销售规模两位数增长，分别 YOY+13%/14%。科迪华在拉美地区实现销售额 21.25 亿美元，YOY+26%，销售增量来源于地区市场对公司新产品和差异化产品（包括杀虫剂 Jemvelva™ 和 Isoclast™）需求旺盛，以及公司对产品提价。巴斯夫在亚太地区实现销售额 9.58 亿欧元，YOY+14%，销售增量主要来源于在该地区杀菌剂和杀虫剂的销量增加所致。

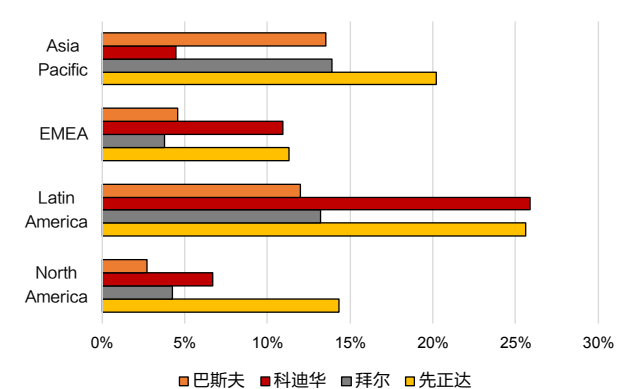
图 7：2021 年四大创制药企业分地区营业收入



资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

注：1、巴斯夫的销售区域分类为：北美，南非、非洲和中东，欧洲，亚洲；2、EMEA 代表欧洲、非洲和中东地区；3、拜耳、巴斯夫单位为亿欧元，先正达、科迪华为亿美元

图 8：2021 年四大创制药企业分地区营收同比增速



资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

**2021 年各创制药企业的产品销量及产品价格对收入增量的影响程度相比 2020 年更显著，反映过去一年企业主营产品量价齐升。**四家公司 20 年量、价对销售额的正面影响幅度分别在 1.5%~12%、-0.2%~4%；而 21 年则分别为 4%~15%、2.5%~5.5%，均有扩大。同时，从图 9~12 可以看出，单季度看，销量与价格的影响程度均有逐季向上的趋势。而单季度看，拜耳、科迪华植保业务盈利水平从 21 年第三季度开始整体得到改善，巴斯夫则从第四季度开始改善；而先正达在 21 年下半年同比有所下滑。

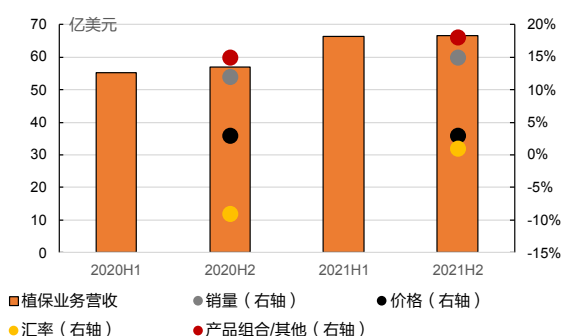
**汇率方面，以美元结算的公司（先正达、科迪华）与以欧元结算公司（拜耳、巴斯夫）分化明显。**产品组合/其他方面，先正达整体表现较为靓丽，主要由于公司该部分的统计内容为按不变汇率（CER）进行销售额同比的结果，用于评估其基本业务在考虑货币汇率波动之前的表现。

表 1：2021 年四大创制企业植保业务均实现量价齐升

公司	业务名称	2020 年				2021 年			
		价格	销量	汇率	产品组合/其他	价格	销量	汇率	产品组合/其他
先正达	种子	6%	2%	-4%	8%	6%	5%	1%	11%
	植保	12%	3%	-9%	15%	15%	3%	1%	18%
科迪华	种子	5%	1%	-4%	-	4%	4%	0%	0%
	植保	7%	4%	-7%	-1%	6%	5%	2%	-1%
拜耳	Crop Science	1.5%	-0.2%	-6.3%	-	5.6%	5.5%	-3.8%	0%
巴斯夫	Agricultural Solutions	5%	2%	-9%	0%	8.1%	2.5%	-4%	0%

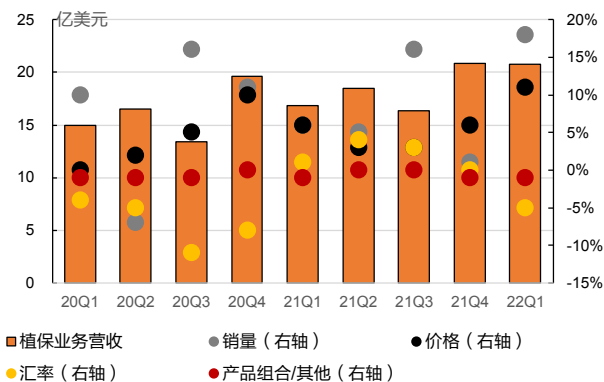
资料来源：各公司 2021 年年报，天风证券研究所整理

图 9：先正达半年度植保业务营收及影响因素收入贡献拆分



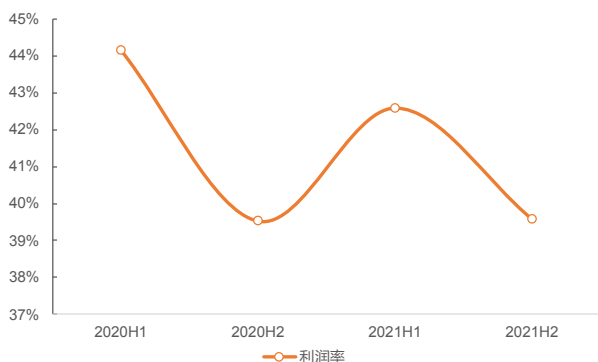
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 11：科迪华分季度植保业务营收及影响因素收入贡献拆分



资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

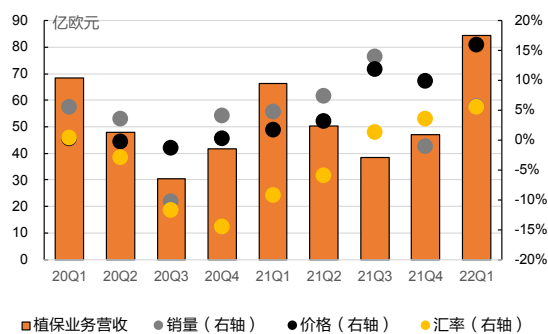
图 13：先正达半年度植保业务利润率（以美元计）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

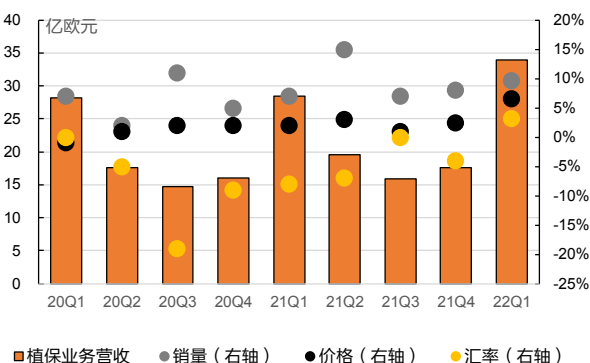
注：先正达分季度利润率=Gross profit/Revenue

图 10：拜耳分季度植保业务营收及影响因素收入贡献拆分



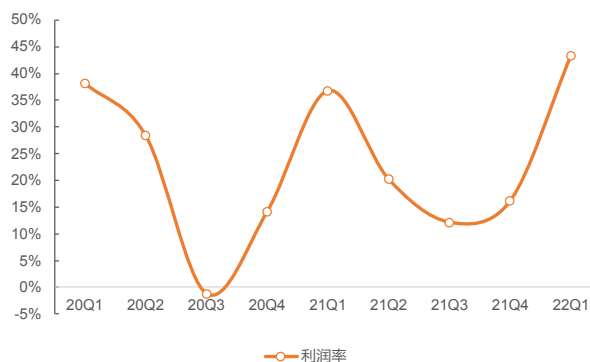
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 12：巴斯夫分季度植保业务营收及影响因素收入贡献拆分



资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

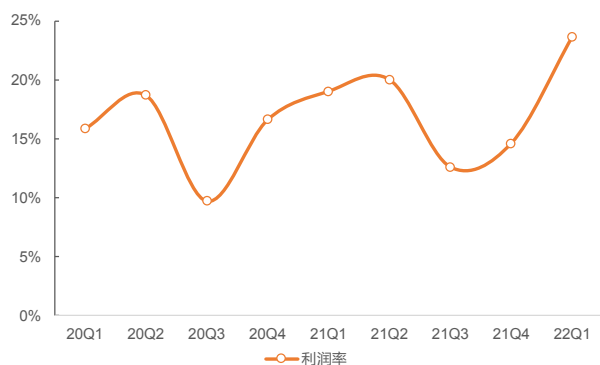
图 14：拜耳分季度植保业务利润率（以欧元计）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

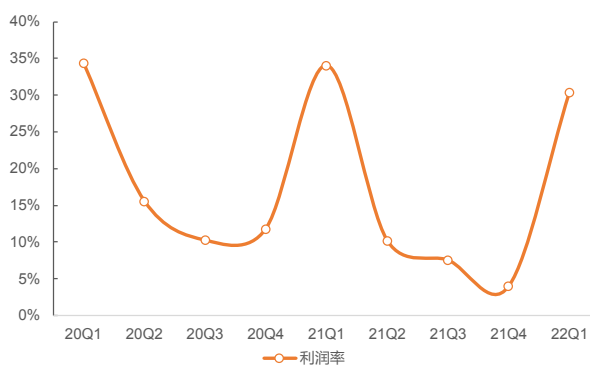
注：拜耳分季度利润率=Non-IFRS Business EBITDA/Revenue

图 15：科迪华分季度植保业务利润率（以美元计）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所  
注：科迪华分季度利润率=Non-GAAP EBITDA/Revenue

图 16：巴斯夫分季度植保业务利润率（以欧元计）

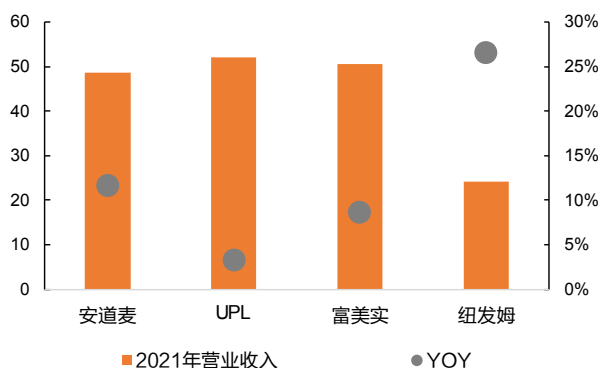


资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所  
注：巴斯夫分季度利润率=EBITDA/Revenue

● 2021 年四大仿制药企业经营情况：

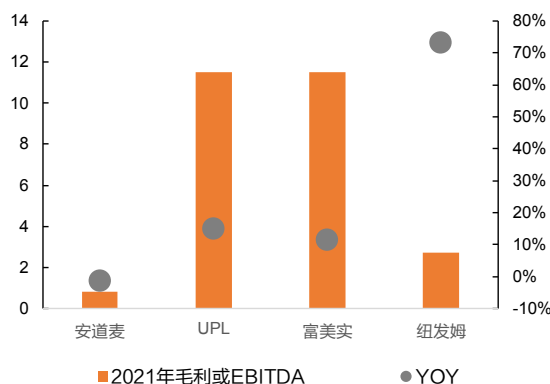
2021 年，销量增长和定价提升共同推动四大仿制药企业的营业收入规模均实现同比增长。安道麦/UPL/富美实/纽发姆分别实现收入 48.68/52.13/50.45/24.06 亿美元，YOY+11.7%/+3.3%/+8.7%/+26.5%。安道麦得益于销售区域农业市场的需求旺盛（北美、拉美、欧洲、印度，中东及欧洲、亚太），在各区域均实现业绩同比提升。除欧洲区域外，UPL 在其余销售区域（拉美、北美、印度和其余地区）均实现业绩两位数增长，且收入增量主要来源于各地区除草剂产品组合的价格提升。富美实在 21 年新推出的产品为公司新增 1.2 亿美元收入，同时价格和销量的增长抵消了经营成本的提升。纽发姆经营业绩的增长主要受益于北美市场玉米和大豆产品价格的上涨、亚洲地区适宜的气候条件以及欧洲高利润产品销售规模增长等因素。

图 17：2021 年四大仿制药企业营收及同比增速（单位：亿美元）



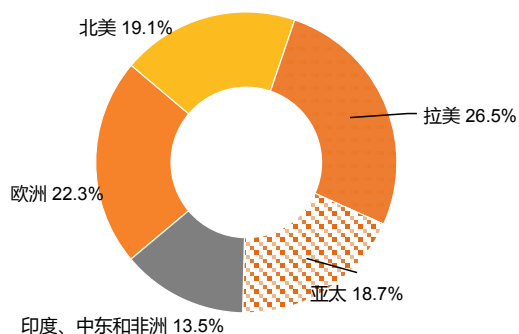
资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所  
注：UPL 统计周期按公司财季披露周期（下同）

图 18：2021 年四大仿制药企业毛利及同比增速（单位：亿美元）



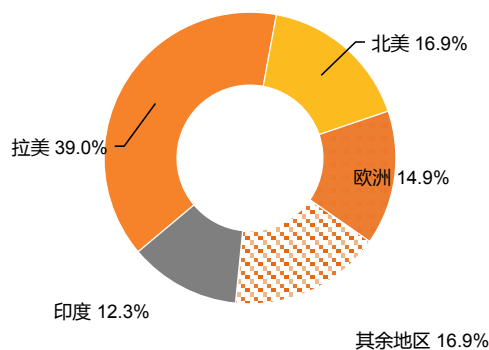
资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所  
注：安道麦、富美实统计口径为营业利润，UPL、纽发姆为 EBITDA

图 19：2021 年安道麦分区域营收



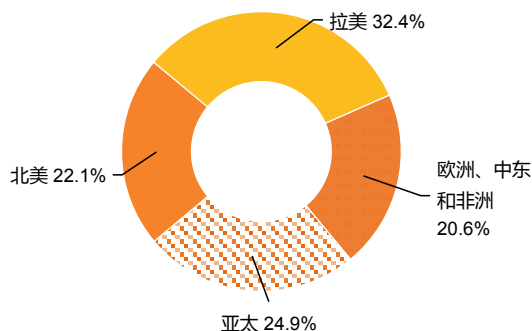
资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

图 20：2021 年 UPL 分区域营收



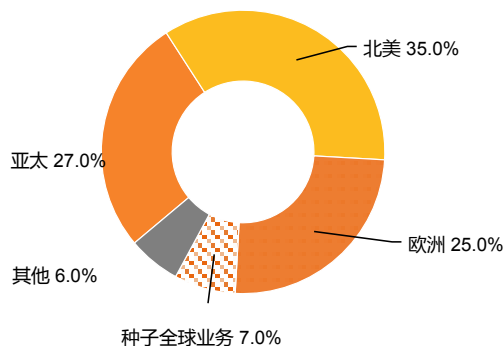
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 21：2021 年富美实分区域营收



资料来源：公司年报，农药新闻网，天风证券研究所

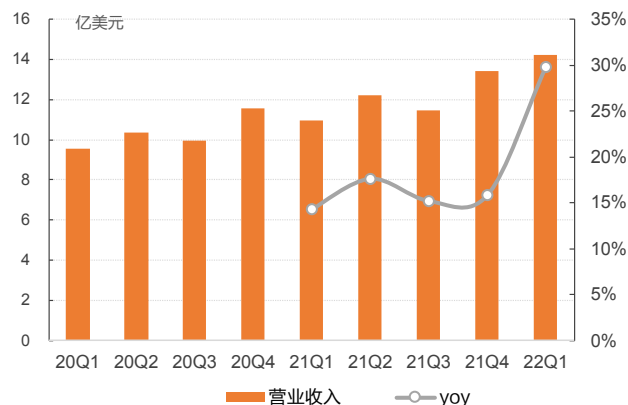
图 22：2021 年纽发姆分区域营收



资料来源：公司年报，天风证券研究所

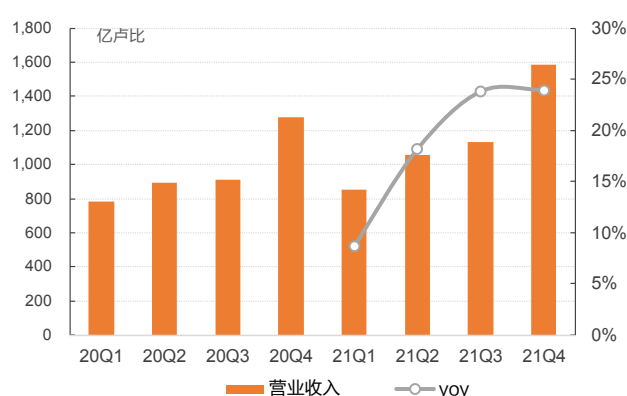
分季度看，四大仿制药企业从 2021 年下半年开始经营业绩同比明显提升，趋势延续至 2022 年第一季度。其中，安道麦/富美实 2022 年第一季度分别实现营业收入 14.2/13.5 亿美元，YOY+30%/+13%，QOQ+6%/-4%；UPL 在 2021 年第四季度实现营业收入 1586 亿卢比，YOY+24%，QOQ+40%；纽发姆 2021 年下半年实现营业收入 11.78 亿美元，YOY-4%，QOQ-8%。利润率方面，UPL 和纽发姆在 21 年下半年、安道麦和富美实在 22 年一季度分别由于成本上涨致利润率环比下滑。

图 23：安道麦分季度营收及同比增速



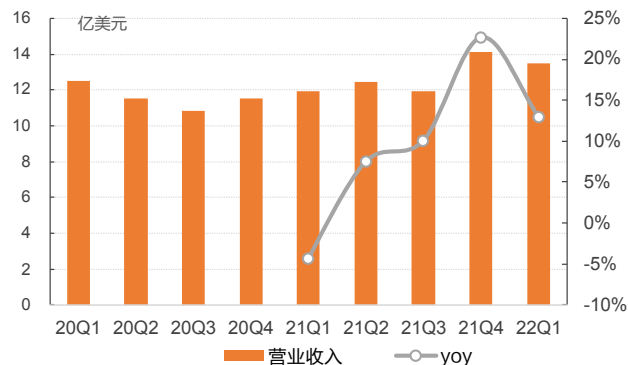
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 24：UPL 分季度营收及同比增速



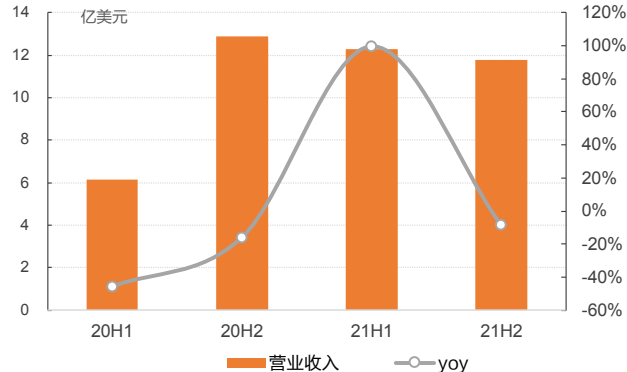
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 25：富美实分季度营收及同比增速



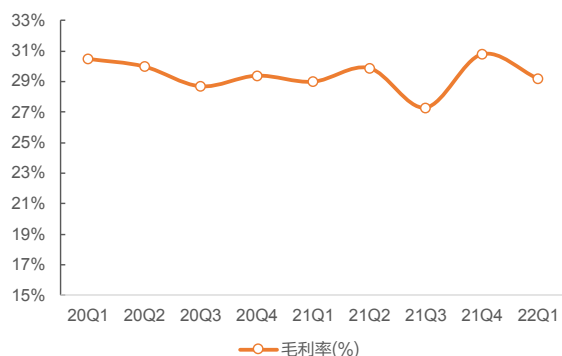
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 26：纽发姆半年度营收及同比增速



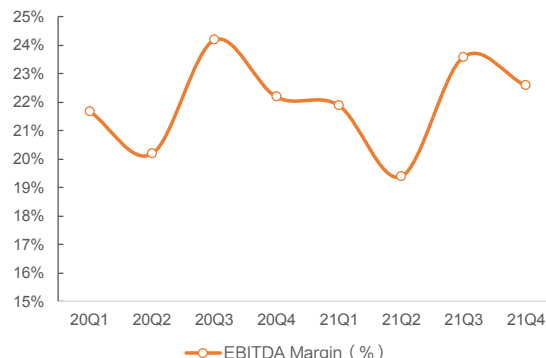
资料来源：Bloomberg，公司年报，天风证券研究所

图 27: 安道麦分季度利润率 (以美元计)



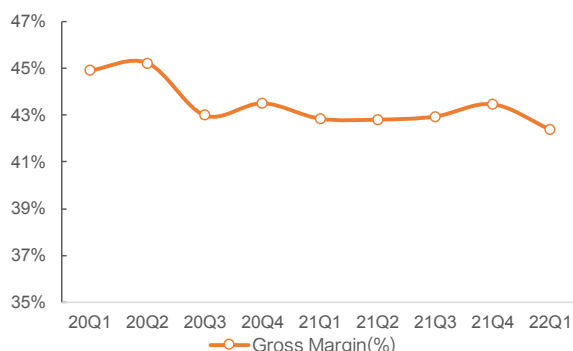
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 28: UPL 分季度利润率 (以美元计)



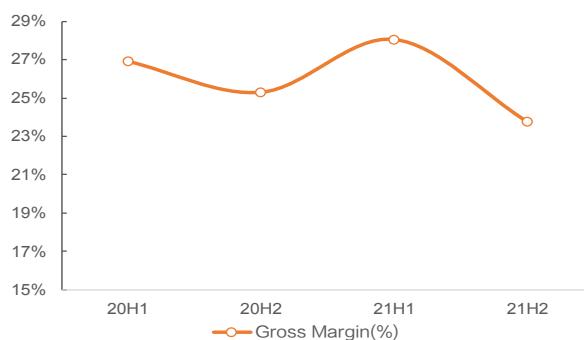
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 29: 富美实分季度利润率 (以美元计)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 30: 纽发姆半年度利润率 (以美元计)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

● 2022 年经营业绩预期及市场展望:

目前俄乌冲突的不确定性影响了全球范围内企业生产和货物贸易的正常流动, 对农业 (包括化肥) 的出口产生负面影响, 使得全球对粮食的需求处于高位, 推高农作物价格, 由此提高农户的种植积极性, 带来对植保产品的需求增加。但同时, 随着化肥和燃料成本的上升, 也会给农民的利润带来压力, 进而可能影响全球农化巨头的盈利水平。

表 2: 预计 2022 年全球农化行业景气有望持续提升

2022 年预期	先正达	拜尔	科迪华	巴斯夫
农化板块收入增速	-	~7%	8.7%~16.5%	>5.1%
增量来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要作物商品的价格预计将进一步上升, 支撑农民盈利带来对植保产品需求提升</li> <li>预计作物保护和全球主要种子作物市场需求将进一步增长, 但供应将受到产品供应短缺的限制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计农产品价格将继续保持增长, 且预计美国玉米和大豆面积为 1.8-1.82 亿亩</li> <li>预计盈利增长将来自于更强的定价、份额增长, 以抵消通货膨胀的成本压力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>作物保护业务的新产品销售额预计新增约 3 亿美元收入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计农业解决方案部门的销售会有较大的增长。主要通过提高销售价格和数量, 其特点是供应瓶颈和高能源及原材料价格</li> </ul>
2022 年预期	安道麦	UPL	富美实	纽发姆
农化板块收入增速	-	>10%	7%	-
增量来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>作物价格预计将保持高位, 推动强劲的需求/消费, 化肥价格高涨可能影响部分需求</li> <li>公司继续提高价格, 同时竞争激烈的市场环境依然存在, 限制提价的幅度和范围</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>农产品价格增长</li> <li>市场对对生物燃料和天然纤维的需求增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新产品和生物制剂的销售增长</li> <li>各地区和产品组合销量增长</li> <li>产品定价提升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要谷物生产地区的季节性条件改善, 带来对作物保护的强劲需求</li> <li>原材料成本的增加以及全球物流和供应链的挑战, 将对利润造成压力</li> <li>价格上涨和销量增加可抵消成本压力</li> </ul>

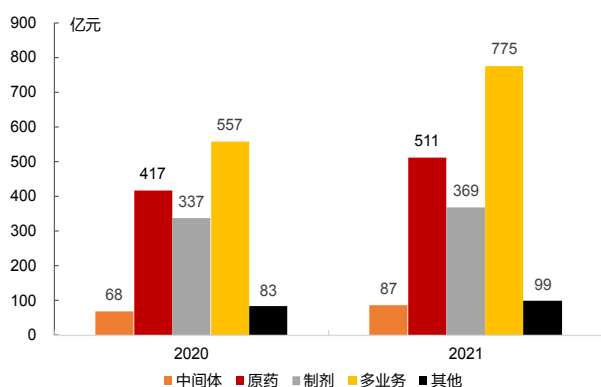
资料来源: 各公司 2021 年年报, 天风证券研究所整理

## 2. 2021 年及 2022 年一季度国内农药上市公司经营情况

我们根据公司主营业务将农药板块划分为中间体、原药、制剂、多业务、其他五个领域。2021 年,中间体/原药/制剂/多业务/其他合计分别实现营业收入 87/511/369/775/99 亿元,同比增加 19/94/32/218/16 亿元, YOY+28%/22%/9%/39%/20%。收入及利润增长较快的板块主要集中在生产草甘膦、草铵膦等大宗除草剂产品相关的上市公司, 主要由于两个产品 21 年价格涨幅显著, 带动企业营收及利润大幅上涨。

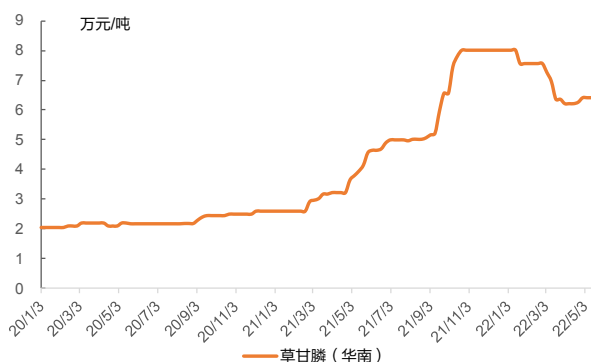
2021 年, 五个领域净利润分别实现 5/57/7/113/5 亿元, 同比变动+2/+12/-0.2/+89/+6 亿元。除多业务领域上市公司(包括草甘膦生产企业)平均毛利率水平较 20 年改善, 其他领域平均毛利率水平同比有所下滑, 主要由于受原材料价格上涨等成本上升所致。

图 31: 2021 年农药板块营业收入及变动情况



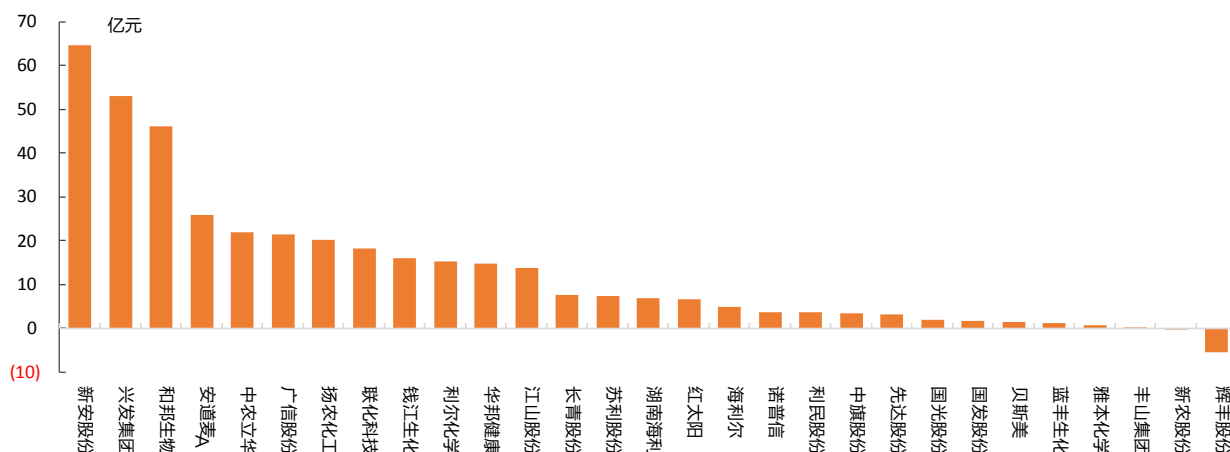
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 草甘膦市场价格



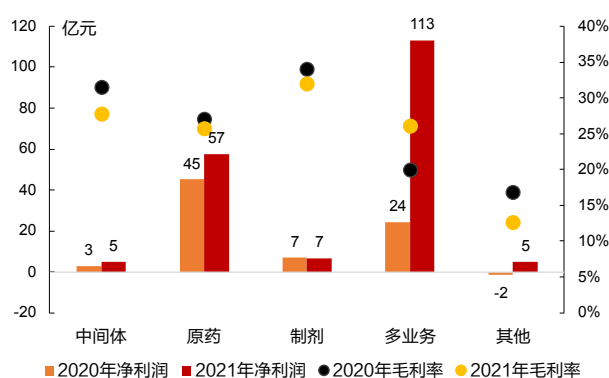
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 2021 年农药相关上市公司营业收入同比增加额



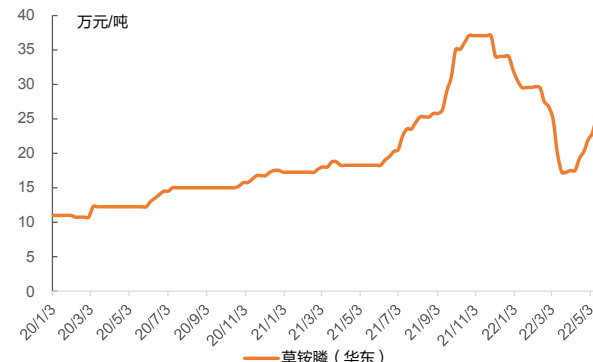
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 2021 年农药板块净利润、毛利率及变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所; 注: 原药净利润板块剔除异常值数据

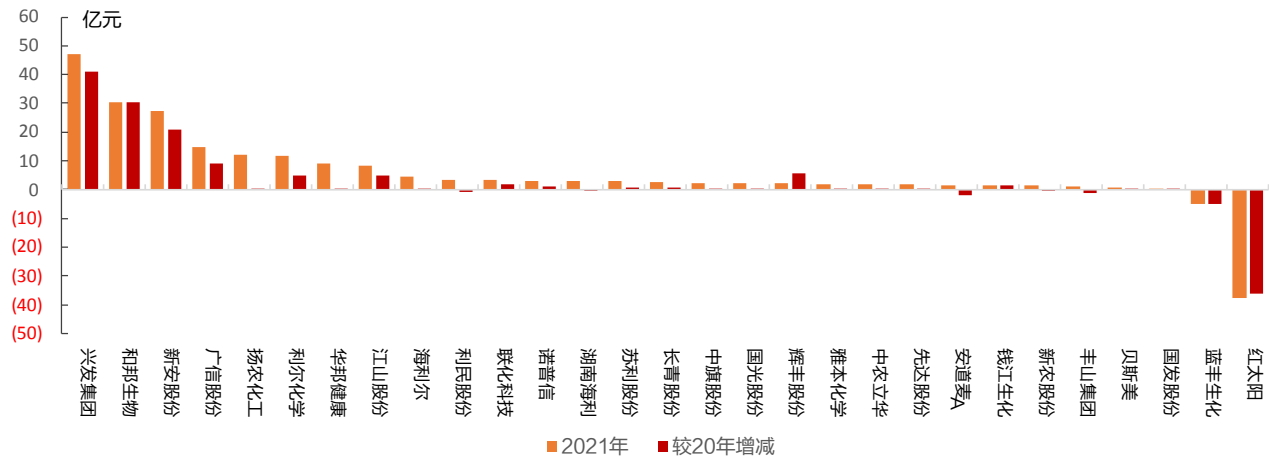
图 34: 草铵膦市场价格



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

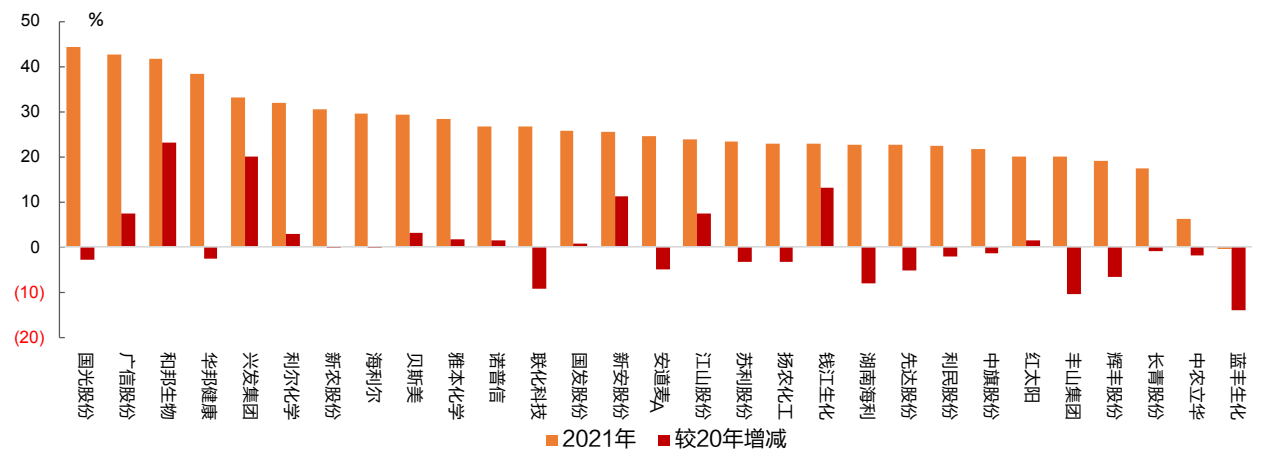


图 36：2021 年农药相关上市公司净利润及同比变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

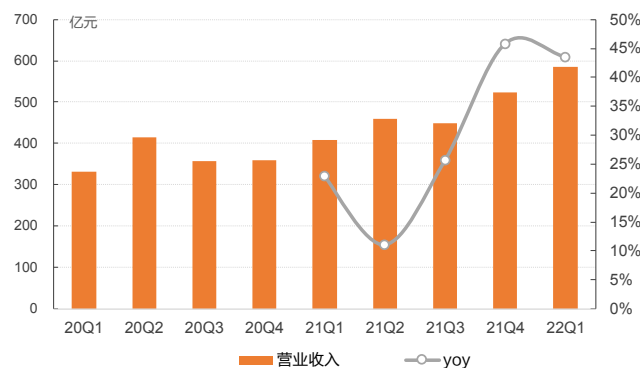
图 37：2021 年农药相关上市公司毛利率及同比变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

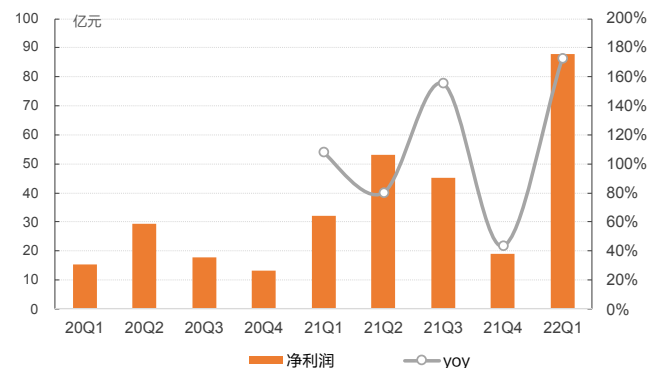
分季度看，2021 年四季度至 2022 年第一季度，国内农药行业上市公司经营业绩同比均有明显增长，两个季度单季度营收增速分别为 YOY+46%/+44%；净利润整体呈波动上升态势。我们认为，农药企业营收规模增长主要由于去年 9 月我国江苏等地区限电政策，带来农药原材料、中间体市场供应阶段性短缺，农药产品价格迅速走高。进入 2022 年，原药价格虽有所回落，但仍处于历史较高水平，叠加国内外农业需求增加，多数企业同比均实现良好增长。

图 38：农药板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：农药板块净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：农药相关上市公司单季度营业收入（亿元）及销售毛利率（%）情况

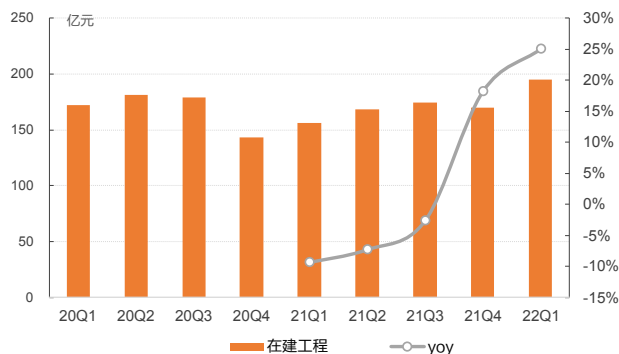
分类	证券代码	公司名称	营业收入										销售毛利率									
			20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	yoy	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	yoy
中间体	300261.SZ	雅本化学	4.70	4.56	5.72	5.05	5.30	6.28	4.46	4.67	5.45	2.8%	28.38	28.28	25.68	25.43	25.32	28.05	31.20	30.56	30.84	5.52
	002250.SZ	联化科技	6.83	14.37	13.05	13.57	14.29	15.85	17.26	18.47	16.93	18.5%	41.65	37.76	38.55	29.15	30.35	26.84	24.86	26.22	26.35	-4.01
原药	000525.SZ	红太阳	7.36	12.62	9.69	10.55	8.61	11.04	10.70	16.49	15.28	77.6%	17.53	22.78	19.94	13.22	21.04	24.85	24.41	13.49	42.38	21.34
	600486.SH	扬农化工	31.57	27.60	20.39	18.75	37.08	29.75	25.59	26.00	52.68	42.1%	27.44	26.15	24.75	26.35	23.48	24.58	21.36	22.40	29.77	6.29
	002258.SZ	利尔化学	9.81	13.68	10.11	16.09	14.82	16.78	11.20	22.15	26.13	76.3%	26.00	27.28	37.25	26.97	28.39	29.95	24.57	39.74	34.18	5.79
	002391.SZ	长青股份	6.06	9.96	7.03	7.03	7.35	11.09	7.56	11.64	9.14	24.3%	21.90	21.44	25.13	3.83	21.33	18.06	21.87	11.74	21.50	0.17
	603599.SH	广信股份	8.25	9.43	9.38	6.96	12.51	12.58	16.19	14.22	20.57	64.4%	31.16	36.02	34.64	39.83	33.93	47.46	41.49	47.83	40.97	7.04
	002734.SZ	利民股份	13.25	13.30	9.39	7.93	12.78	12.62	11.61	10.36	12.46	-2.5%	27.39	27.76	27.01	12.56	25.75	23.72	18.37	22.10	22.72	-3.03
	300575.SZ	中旗股份	4.57	5.50	4.18	4.37	4.94	4.17	5.97	6.85	6.97	41.2%	22.21	27.14	21.04	21.56	23.77	18.80	16.78	26.68	26.89	3.12
	603810.SH	丰山集团	4.51	4.27	2.23	3.94	4.54	3.95	3.08	3.61	4.41	-2.8%	33.16	32.10	31.98	25.03	22.47	21.76	13.60	20.58	17.85	-4.62
	603086.SH	先达股份	3.68	5.97	3.66	5.64	4.46	5.92	4.73	6.92	5.61	25.8%	30.52	32.15	33.73	17.64	19.38	20.71	20.41	28.28	29.66	10.28
	600731.SH	湖南海利	4.40	5.75	3.32	6.79	4.56	6.58	4.76	11.12	6.01	31.8%	30.22	30.43	42.94	25.66	26.45	22.25	28.33	19.18	23.75	-2.70
	603639.SH	海利尔	7.92	11.15	6.65	6.55	11.26	8.33	6.24	11.16	12.00	6.6%	31.24	32.06	29.74	24.74	29.86	28.59	32.95	28.59	29.41	-0.45
	002942.SZ	新农股份	3.20	3.53	2.89	2.31	2.72	3.45	2.53	2.93	3.10	14.0%	30.62	36.06	36.41	16.01	30.72	35.03	33.01	23.24	30.36	-0.36
	300796.SZ	贝斯美	0.68	1.12	0.71	1.53	1.49	1.27	0.83	1.71	1.79	20.5%	17.62	31.08	28.83	25.38	31.02	32.81	30.63	24.80	35.29	4.27
	制剂	000563.SZ	安道麦A	67.82	73.39	67.69	75.55	71.87	78.77	74.25	85.50	90.16	25.4%	29.85	29.87	28.30	29.67	28.66	29.17	26.77	14.99	25.90
002215.SZ		诺普信	11.83	13.50	7.88	8.10	12.19	13.85	6.98	11.99	12.74	4.5%	29.90	28.10	23.30	15.77	29.62	28.85	25.60	22.70	29.85	0.23
002749.SZ		国光股份	1.86	4.18	2.62	2.94	1.95	4.58	3.00	4.06	2.39	22.6%	47.77	48.97	45.73	45.96	48.43	48.69	42.25	39.82	36.84	-11.59
多业务	002004.SZ	华邦健康	22.55	29.24	27.09	29.89	28.20	29.28	28.82	37.30	33.99	20.6%	37.81	43.37	46.33	36.12	37.73	42.99	36.77	36.77	37.59	-0.14
	002513.SZ	蓝丰生化	2.38	3.41	5.00	2.63	3.34	3.07	4.45	3.58	4.39	31.5%	14.61	15.23	13.79	10.84	9.12	7.99	4.53	12.28	5.82	-3.30
	600389.SH	江山股份	12.44	14.67	10.57	13.54	15.54	15.99	16.40	16.91	27.19	75.0%	17.39	18.62	16.18	14.01	15.30	24.04	24.49	31.67	35.08	19.78
	600596.SH	新安股份	25.96	32.22	28.10	38.88	37.76	46.89	48.52	56.60	65.02	72.2%	12.44	12.22	14.87	16.74	16.74	21.47	26.84	33.81	27.98	11.24
	600141.SH	兴发集团	39.07	54.34	58.79	30.97	44.67	53.86	67.28	70.27	85.75	92.0%	9.95	13.25	14.20	15.74	21.76	27.22	35.59	43.33	35.91	14.15
	603077.SH	和邦生物	10.23	14.19	14.51	13.67	16.55	22.58	31.56	27.99	30.86	86.5%	16.45	17.67	23.49	16.74	26.34	40.74	47.63	45.70	47.61	21.27
	600796.SH	钱江生化	0.77	1.13	0.86	1.53	1.18	1.40	1.07	1.65	3.88	227.9%	5.05	8.96	17.94	8.43	4.69	15.44	11.12	25.70	17.18	12.50
	603585.SH	苏利股份	3.23	3.43	4.45	4.47	4.16	5.58	6.02	7.16	7.95	91.2%	31.03	29.87	25.45	23.22	23.47	23.62	18.02	28.26	26.97	3.50
其他	600538.SH	国发股份	0.59	0.59	0.64	0.86	0.94	0.96	1.15	1.20	1.21	28.5%	19.26	19.78	20.07	36.26	26.41	27.00	23.84	26.20	25.51	-0.89
	002496.SZ	辉丰股份	2.62	5.08	4.54	4.18	4.37	2.83	1.34	2.41	0.64	-85.3%	24.13	32.86	26.81	16.72	18.72	21.40	17.42	17.97	35.72	17.00
	603970.SH	中农立华	13.60	21.80	16.43	14.58	18.21	30.57	25.98	13.47	20.35	11.7%	8.17	9.06	6.86	7.71	7.08	5.94	4.54	9.28	6.84	-0.24

资料来源：Wind，天风证券研究所

农药行业属固定资产推动型行业，在建工程/固定资产能够一定程度上反映企业未来成长性，实际有效盈利转化还需依据项目进度、行业供需变化等跟踪。2021 年农药行业（固定资产+在建工程）/总资产比例为 28%，与 2020 年基本持平。

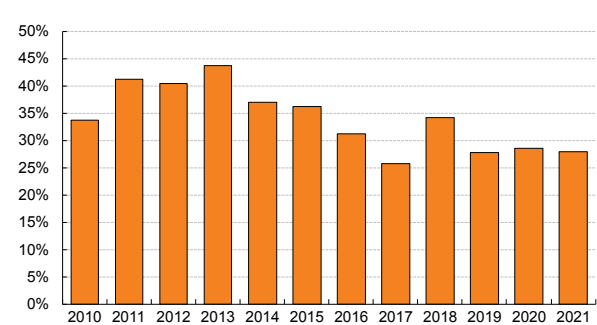
从公司角度，21 年在建工程较年初增加额较高的上市公司主要有联化科技（德州子公司，英国子公司厂区工程）、扬农化工（优嘉四期工程建设项目）、安道麦、长青股份（长青湖北生产基地建设、年产 1000 吨联苯菊酯原药项目）、利民股份（年产 12000 吨三乙膦酸铝原药技改项目、新型绿色生物产品制造项目、阿维菌素工艺改造项目、年产 5000 吨草铵膦项目）、海利尔（恒宁一期工程、20000 吨农用化学品制及肥料制造项目、第二代烟碱类杀虫剂技改扩建项目）等。

图 41：农药板块在建工程及同比增速

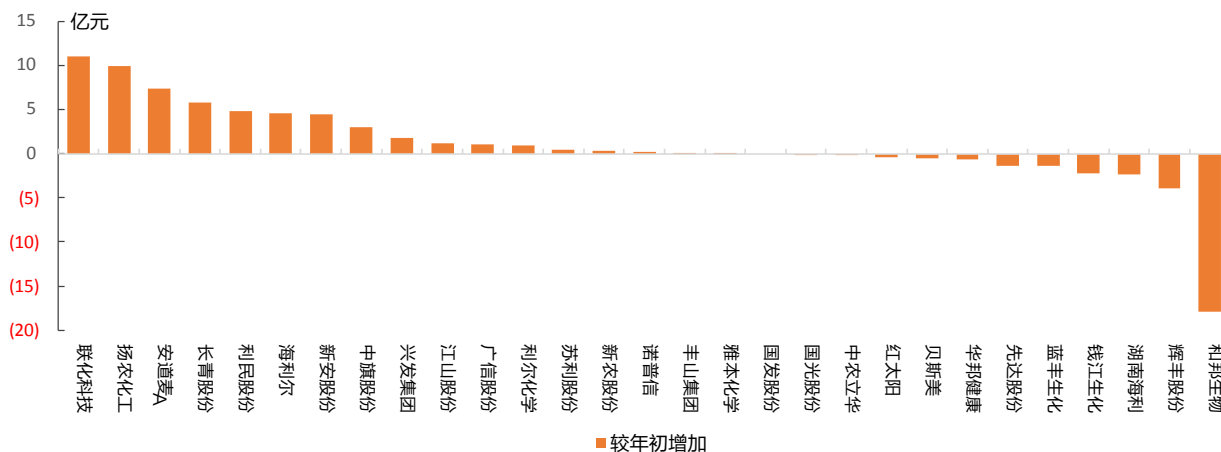


资料来源：Wind，天风证券研究所；注：样本取 SW 农药板块数据

图 42：农药板块（固定资产+在建工程）/总资产比例



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：样本取 SW 农药板块数据

**图 43：农药相关上市公司在建工程较年初增加情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 44：农药相关上市公司在建工程/固定资产**

业务类型	证券代码	证券简称	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1
中间体	300261.SZ	雅本化学	23%	23%	18%	12%	13%	13%	14%	14%	15%	15%	17%	13%	13%	14%	16%	13%	15%
	002250.SZ	联化科技	18%	20%	22%	19%	23%	29%	25%	27%	32%	41%	39%	35%	43%	40%	52%	59%	70%
原药	600486.SH	扬农化工	4%	9%	9%	4%	5%	8%	10%	16%	52%	72%	79%	5%	6%	9%	13%	35%	21%
	603599.SH	广信股份	43%	48%	52%	8%	12%	15%	19%	24%	24%	28%	28%	28%	35%	42%	52%	29%	32%
	002258.SZ	利尔化学	39%	53%	48%	41%	46%	37%	34%	81%	62%	60%	25%	24%	22%	26%	32%	25%	29%
	002734.SZ	利民股份	10%	13%	14%	8%	13%	24%	30%	26%	30%	18%	25%	6%	14%	15%	17%	30%	31%
	002391.SZ	长青股份	4%	6%	5%	9%	13%	10%	14%	7%	9%	13%	18%	12%	20%	29%	44%	34%	39%
	603639.SH	海利尔	18%	25%	30%	22%	28%	38%	39%	39%	52%	58%	65%	17%	20%	30%	51%	70%	88%
	000525.SZ	ST红太阳	14%	15%	17%	20%	22%	24%	26%	17%	24%	21%	13%	7%	8%	12%	14%	7%	8%
	300575.SZ	中旗股份	58%	96%	110%	86%	32%	35%	28%	33%	34%	36%	40%	26%	31%	31%	41%	54%	72%
	603086.SH	先达股份	6%	11%	34%	74%	94%	171%	233%	111%	168%	174%	171%	49%	42%	39%	38%	17%	17%
	600731.SH	湖南海利	38%	37%	39%	38%	41%	13%	21%	14%	16%	21%	27%	48%	48%	55%	10%	7%	9%
	603810.SH	丰山集团		14%	12%	6%	8%	19%	20%	27%	30%	26%	35%	10%	12%	15%	11%	13%	14%
	002942.SZ	新农股份	15%		31%	38%	50%	41%	48%	43%	48%	51%	51%	16%	19%	29%	33%	23%	24%
	605033.SH	美邦股份				12%				3%		6%		13%	22%	13%	11%	11%	13%
	300796.SZ	贝斯美		8%		16%		37%	45%	31%	43%	44%	52%	44%	49%	17%	23%	18%	21%
	制剂	000563.SZ	安道麦A	14%	14%	6%	7%	6%	7%	9%	11%	12%	14%	16%	21%	24%	24%	21%	27%
301035.SZ		润丰股份				8%				15%		15%		22%	27%	26%	20%	23%	24%
002215.SZ		诺普信	9%	10%	14%	6%	9%	12%	14%	11%	14%	15%	9%	9%	14%	18%	25%	11%	21%
002749.SZ		国光股份	516%	608%	660%	786%	767%	884%	932%	3%	4%	5%	4%	4%	6%	7%	5%	4%	4%
多业务	002004.SZ	华邦健康	20%	23%	27%	27%	32%	35%	31%	32%	36%	38%	27%	25%	23%	21%	19%	24%	28%
	002513.SZ	蓝丰生化	5%	6%	7%	6%	8%	9%	11%	8%	10%	12%	14%	13%	16%	13%	12%	1%	1%
	600141.SH	兴发集团	14%	15%	18%	15%	19%	20%	21%	19%	20%	22%	23%	18%	18%	22%	15%	18%	23%
	603077.SH	和邦生物	19%	30%	36%	41%	47%	31%	37%	41%	46%	44%	46%	45%	50%	51%	53%	7%	16%
	600389.SH	江山股份	7%	10%	8%	4%	5%	7%	11%	14%	15%	17%	21%	20%	25%	30%	28%	29%	8%
	600596.SH	新安股份	11%	12%	13%	10%	12%	16%	22%	24%	25%	29%	34%	7%	8%	9%	14%	16%	23%
	600796.SH	钱江生化	2%	6%	6%	5%	4%	4%	5%	4%	2%	22%	22%	92%	94%	104%	107%	8%	9%
	603585.SH	苏利股份	10%	7%	9%	12%	20%	24%	53%	81%	92%	12%	19%	18%	22%	26%	34%	21%	27%
	600538.SH	国发股份	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	002496.SZ	ST辉丰	26%	18%	15%	16%	17%	18%	19%	17%	18%	18%	22%	26%	28%	1%	1%	1%	2%
	603970.SH	中农立华	6%	8%	10%	11%	13%	15%	16%	13%	13%	13%	13%	11%	11%	0%	0%	0%	0%

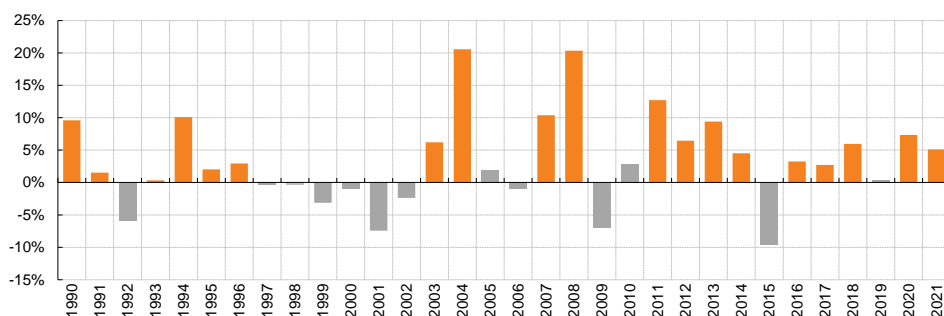
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 全球与国内农药行业景气变化

2016年后由于外部宏观环境变化的不确定性，全球农药行业景气程度进入低速（收敛）弱波动状态，但总体呈现正增长。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，但全球农药市场总体持续增长，需求增速波动和农产品周期的同步性很强（主要通过农民种植收益进而影响农用化学品投入传导）。

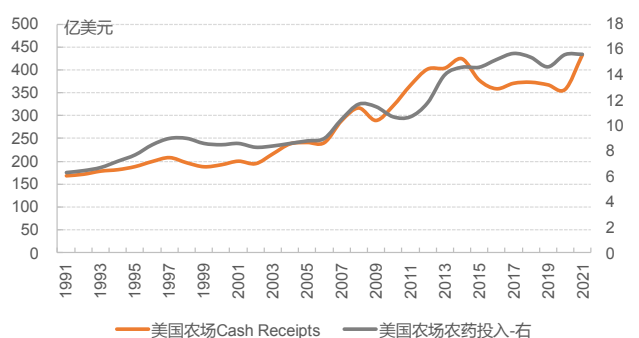
2020年以来国际主要作物价格大幅持续上涨，特别今年俄乌问题爆发后，全球主要农作物价格显著上涨。历史上来看，作物价格的上涨会带动农民种植收益提升，相应对于种植所用农用化学品（农药、化肥等）投入也有所增加；因此预计2022年全球农药产品需求及价格有望维持较为景气阶段。

图 45：全球植保终端销售同比增速



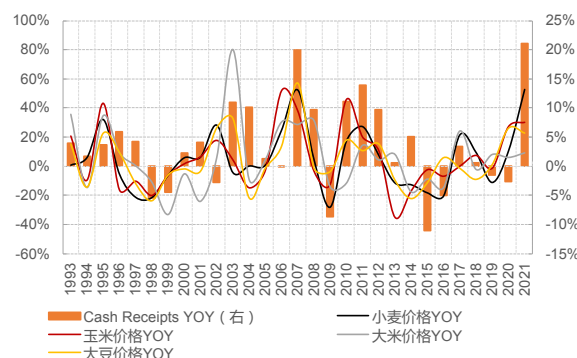
资料来源：世界农化网，农药快讯信息网、植保中国协会、phillips mcdougall，天风证券研究所

图 46：农民的收入决定了农药的投入



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所  
注：均为美国农场数据

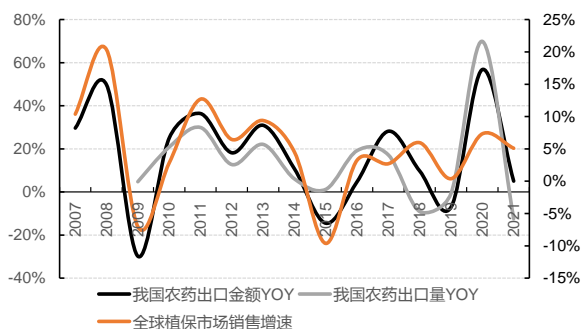
图 47：农民农场收益取决于农作物价格



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所  
注：均为美国农场数据，其中作物为美国农场平均价 yoy

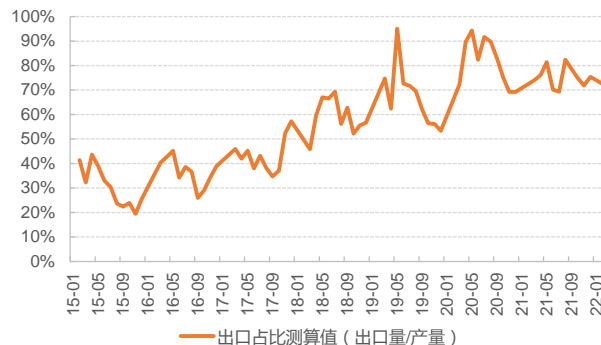
我国为全球农药第一出口大国，按照我们测算，出口量占我国农药产量比例超过70%（2021年）；因此我国农药出口需求一方面与全球农化景气相关度高，同时我国农药制造供给端的波动也会对全球农药供给产生重要影响。

图 48：我国农药出口与全球农药景气波动相关性高



资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

图 49：出口需求是我国农药产业重要的支撑因素

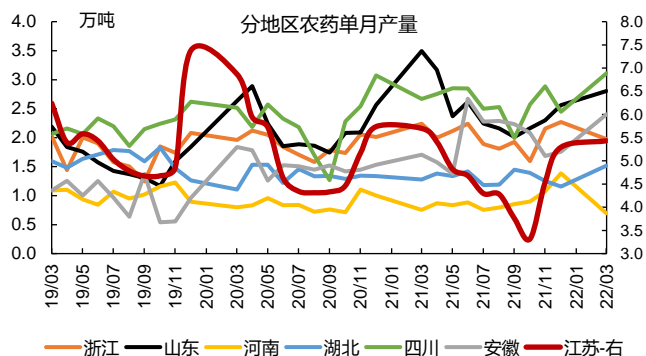


资料来源：Wind，天风证券研究所测算

2021年后，原材料价格进一步上涨，但从国内分类别原药价格走势来看，前三季度主要为大宗除草剂价格快速上行（草甘膦，草铵膦等），多数农药价格平稳致企业利润受损，10月后则进入多数农药产品普涨阶段（原材料传导，江苏等地阶段性限电致供给受限，然而我国出口需求依然旺盛，叠加四季度为传统备药季节）。而伴随农药生产逐步恢复正常，12月底以来，国内原药价格开始逐步回落。

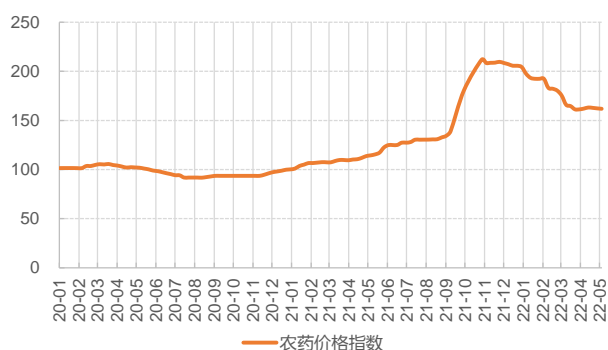
当前国内原药价格低于去年10月水平但仍处于历史较高水平，结合当前原材料价格高位、Q2为北半球传统用药季节，亦是我国传统出口旺季（当前出口价格处于历史高位），叠加区域性疫情不确定性等因素或对生产端产生的影响，预计二季度国内原药价格有望维持较为坚挺。

图 50：21 年三季度江苏省农药产量有明显下滑



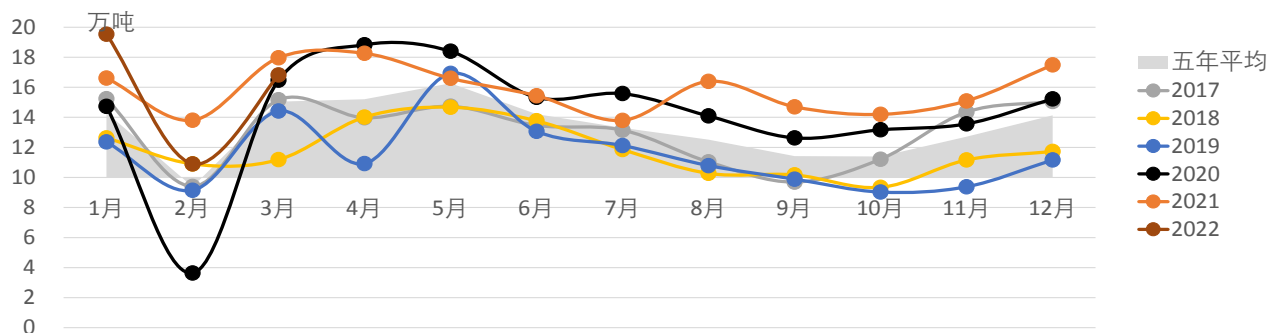
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：我国农药价格指数



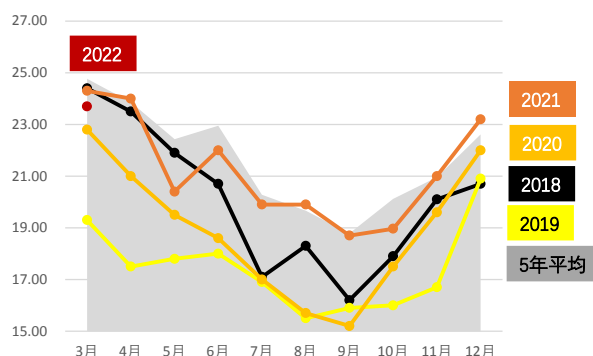
资料来源：中农立华公众号，天风证券研究所

图 54：二季度为出口旺季（我国农药单月出口量）



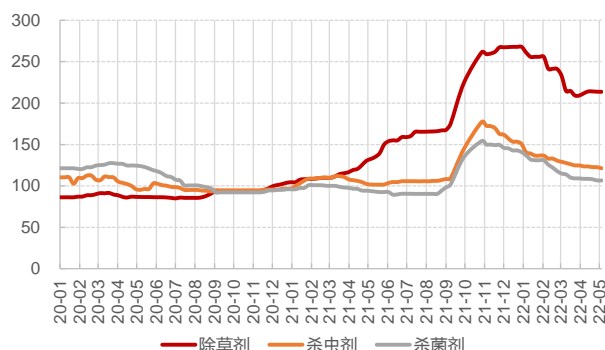
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：根据 HS 编码出口数据计算所得

图 51：我国化学农药单月产量（单位：万吨）



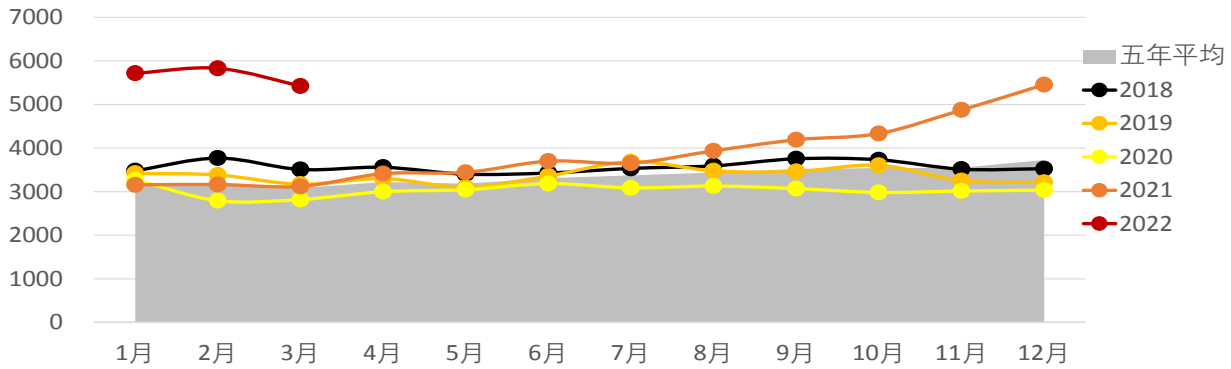
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：不同类别农药价格变化节奏不同



资料来源：中农立华公众号，天风证券研究所

图 55：出口均价维持高位（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：根据 HS 编码出口数据计算所得

#### 4. 风险提示

**新冠疫情发展情况持续恶化，全球种植进度递延：**全球疫情持续反复以及不利的天气影响等因素，可能影响全球农作物等产品的种植进度，进而影响农药的施用需求。

**地缘政治冲突使全球农药贸易受到制约：**当前俄罗斯和乌克兰的冲突仍存在较大不确定性，两国分别为化肥和谷物的生产及出口大国，地缘政治冲突会影响全球肥料和粮食的供应以及正常的贸易活动。

**农作物价格大幅波动：**国际市场环境波动以及新冠疫情反复引发对全球粮食供应的担忧，大宗农产品价格可能随之大幅波动，可能影响农化企业经营业绩。

**原材料价格大幅波动：**原材料价格波动一方面会影响企业的生产经营成本，可能给盈利水平带来负面影响；另一方面，化肥及燃料价格上涨带来农户种植成本提高，可能压缩农户种植利润，进而影响播种积极性。

**公司新增项目产能投放不及预期：**农药行业属固定资产推动型行业，在建工程/固定资产能够一定程度上体现企业未来成长性。公司新增项目产能投放不达预期可能会影响公司未来经营业绩及增速。

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com