

2024年07月28日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 静待农药景气度提升，多项目推进巩固龙头地位

## —扬农化工（600486.SH）公司深度报告

### 买入（维持） 投资要点

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

liuhan@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-07-26

当前股价（元）	52.6
总市值（亿元）	214
总股本（百万股）	407
流通股本（百万股）	403
52周价格范围（元）	46.9-72.72
日均成交额（百万元）	105.96

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《扬农化工（600486）：2024Q1 盈利承压，新项目推进助力成长》2024-04-25

### 国内农药龙头，静待行业景气度提升

扬农化工在产原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别。现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，目前是全球拟除虫菊酯原药核心供应商。公司加强与大客户合作，持续扩大市场份额。近年受国内农药产能集中释放，海外库存调整等因素影响农药景气度下行导致公司业绩承压。中长期来看，全球农产品价格仍处于较好位置，人口增长及人均耕地面积的减少对农作物亩产提出了更高的要求，农药需求维持刚性增长。供给端国内环保要求日益严格也加速了落后中小产能的出清。全球农药产品价格已触底震荡，未来价格中枢将重回上升趋势。随着产业集中度提升，拥有全产业链优势的大中型企业竞争力突显，将更大程度受益于板块景气度提升。

### 新项目稳步推进，产能扩张打开盈利空间

近年来公司“优嘉”项目持续放量，优嘉四期二阶段项目 2023 年底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目。葫芦岛一期项目 2023 年底实现从室外向室内的转段作业，一阶段项目预计 2024 年将调试投产，二阶段项目正快速跟进，项目建成投产后，预计年均营业收入为 42.38 亿元。葫芦岛项目投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的效益增长点，为公司持续稳健发展奠定了坚实基础。

### 背靠先正达战略清晰，集团赋能迈向新征程

先正达集团通过并购重组成为公司的第一大股东，先正达对扬农化工提供强大的原药采购需求，推动公司先进产能扩张，并有效推动公司的技术、工艺和安全的进步。同时通过向公司分享全球的销售渠道，提升相关产品在国际市场的销售。公司预计将受益于先正达内部资源协调，借助集团全球化营销网络和品牌优势加速业务扩张。2023 年扬农化工对先正达销售占比为 25%，未来仍有较大提升空间。

### 盈利预测

考虑到公司一体化优势明显并积极扩张，粮食安全背景下农药需求的持续增长以及供给格局重塑将带动农药价格逐步回升，公司作为国内拟除虫菊酯龙头主业有望充分受益。预测公司 2024-2026 年收入分别为 130.2、151、175.8 亿元，EPS 分别为 4.12、4.86、5.68 元，当前股价对应 PE 分别为 12.8、10.8、9.3 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；大股东单一销售占比较大的风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	11,478	13,020	15,100	17,580
增长率（%）	-27.4%	13.4%	16.0%	16.4%
归母净利润（百万元）	1,565	1,675	1,976	2,306
增长率（%）	-12.8%	7.0%	18.0%	16.7%
摊薄每股收益（元）	3.85	4.12	4.86	5.68
ROE（%）	16.2%	15.4%	16.0%	16.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 农药原药行业龙头，持续扩能兑现成长.....	6
1.1、 背靠先正达，四次创业拥抱蓝海.....	6
1.2、 业绩短期承压，静待农药行业景气度修复.....	9
1.3、 股权激励彰显龙头信心.....	11
2、 粮食需求具备韧性，农药行业景气度有望筑底回升.....	12
2.1、 粮食需求具备韧性，粮食安全保障农药需求.....	12
2.2、 国内资本开支增加叠加印度产能放量，农药供给阶段性过剩.....	14
2.3、 去库周期开启，农药行业或迎来底部反转.....	17
3、 公司一体化配套完善，充分受益农药价格上涨.....	18
3.1、 杀虫剂：菊酯价格有望回升，公司龙头地位稳固.....	18
3.2、 除草剂：转基因打开增长空间，草甘膦、麦草畏具有规模优势.....	20
4、 产能扩张打开业绩增量空间.....	26
4.1、 优嘉四期达产达效，优嘉五期加快推进.....	26
4.2、 葫芦岛项目投产在即有望贡献业绩增量.....	26
5、 协同先正达，赋能公司长期发展.....	29
6、 盈利预测及评级.....	31
7、 风险提示.....	33

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	6
图表 2：公司股权结构.....	7
图表 3：公司自发设立的江苏优士化学、江苏优嘉植保及辽宁优创植保三大子公司产能情况.....	8
图表 4：公司外部收购子公司产能情况.....	9
图表 5：公司营业收入（亿元）及同比增速.....	10
图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速.....	10
图表 7：公司收入结构（亿元）.....	10
图表 8：公司毛利润结构（亿元）.....	10
图表 9：公司分产品毛利率(%).....	11
图表 10：公司期间费用率(%).....	11
图表 11：公司资本开支及在建工程维持高位(亿元).....	11
图表 12：公司现金和资产负债率情况.....	11
图表 13：激励计划考核指标.....	12
图表 14：全球食物不足率和食物不足人数居于高位.....	13
图表 15：全球人均耕地面积不断下降（公顷/人）.....	13

图表 16: 我国政策强调粮食安全 .....	13
图表 17: 全球粮食播种面积扩大(百万公顷) .....	14
图表 18: 全球农药行业市场规模不断壮大(亿美元) .....	14
图表 19: 2019 年以来农药原药产量上升(万吨) .....	15
图表 20: SW 农药板块购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(亿元) .....	15
图表 21: 2021-2023M9 农药投资形成的新产能(万吨/年) .....	15
图表 22: 2021 年印度农药出口市占率仅次于中国 .....	16
图表 23: 我国农药出口量和市场占比仍远高于印度 .....	16
图表 24: 中国氯氟菊酯进口数量(吨) .....	16
图表 25: 中国氯氟菊酯进口价格(元/吨) .....	16
图表 26: 2022 年底以来中信农药行业指数下行 .....	17
图表 27: 2022 年以来农药价格大幅下降 .....	17
图表 28: 美国农药、化肥和其他农业化学品存货(季调, 百万美元) .....	17
图表 29: 我国农药月度出口量持续上升(万吨) .....	17
图表 30: 菊酯制备产业链及下游应用 .....	18
图表 31: 2019 年全球杀虫剂销售额分布 .....	18
图表 32: 2019 年全球前十五大杀虫剂销售额(亿美元) .....	18
图表 33: 拟除虫菊酯产能分布 .....	19
图表 34: 菊酯价格逐步筑底 .....	19
图表 35: 上游中间体价格维稳 .....	19
图表 36: 全球除草剂市场份额情况 .....	20
图表 37: 全球除草剂市场按作物分布情况 .....	20
图表 38: 全球转基因作物种植面积(百万公顷) .....	21
图表 39: 全球转基因作物种类种植面积占比 .....	21
图表 40: 中央一号文件转基因作物相关政策 .....	21
图表 41: 国内转基因生物安全证书(生产应用)批准情况 .....	22
图表 42: 全球草甘膦产能(万吨) .....	22
图表 43: 全球草甘膦扩产情况(万吨) .....	22
图表 44: 中国草甘膦供应情况(万吨) .....	23
图表 45: 中国其他非卤化有机磷衍生物出口量(吨)及均价(元/吨) .....	23
图表 46: 全球草甘膦市场规模与同比增速 .....	23
图表 47: 2019 年各领域使用草甘膦用量(万吨) .....	23
图表 48: 中国草甘膦月度社会库存(万吨) .....	24
图表 49: 中国草甘膦价格(元/吨) .....	24
图表 50: 我国麦草畏产能分布(吨) .....	25
图表 51: 全球麦草畏市场销售额(亿美元) .....	25

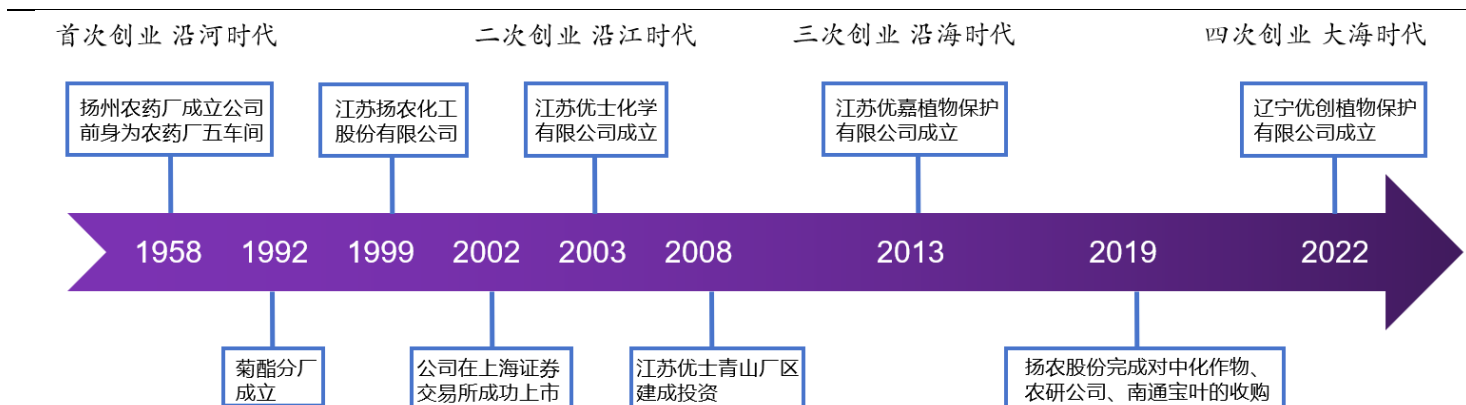
图表 52: 巴西大豆种植面积 .....	25
图表 53: 麦草畏价格下行 (元/吨) .....	25
图表 54: 优嘉四期产能 .....	26
图表 55: 吡唑醚菌酯原药(实物 98%) 价格 (万元/吨) .....	26
图表 56: 葫芦岛北方基地建设意义 .....	27
图表 57: 辽宁优创葫芦岛项目一期 .....	27
图表 58: 公司 ROIC 远高于行业均值 .....	28
图表 59: 植保产业链 .....	29
图表 60: 氟唑菌酰胺化学结构式 .....	29
图表 61: 先正达业务单元及业务构成 .....	30
图表 62: 与先正达集团的关联交易: 采购产品、接受服务 (亿元) .....	30
图表 63: 与先正达集团的关联交易: 销售产品、提供服务 (亿元, 分别按主要业务单元和关联交易种类划分) .....	31
图表 64: 公司向先正达集团销售商品金额 (亿元) .....	31
图表 65: 公司盈利预测 .....	32
图表 66: SW 农药板块市盈率(TTM, 算术平均法) .....	32
图表 67: 扬农化工 PE band .....	32

# 1、农药原药行业龙头，持续扩能兑现成长

## 1.1、背靠先正达，四次创业拥抱蓝海

扬农化工成立于 1999 年，是中国中化控股有限责任公司旗下成员企业，主营业务为农药产品的研发、生产和销售，公司立志成为“最具创新力的中国领先的农化公司”，在原药品种近 70 个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别。2019 年起，公司成为全球农化企业十强中唯一本土企业。公司始终聚焦农化主业，具有完整的研产销链条和一体化的运营体系，产品研发、生产运营、工程转化、HSE 管控等核心能力居行业领先水平。公司经过多年市场布局，与全球主要农化跨国巨头均形成紧密良好的合作，产品远销全球 80 多个国家和地区，是全球农药原药产品的核心供应商。展望未来，扬农化工将充分发挥研产销一体化优势，全力推动企业高质量发展，将公司打造成为“行业领先、受人尊重、科技驱动的创新型农化标杆企业”。

图表 1：公司历史沿革



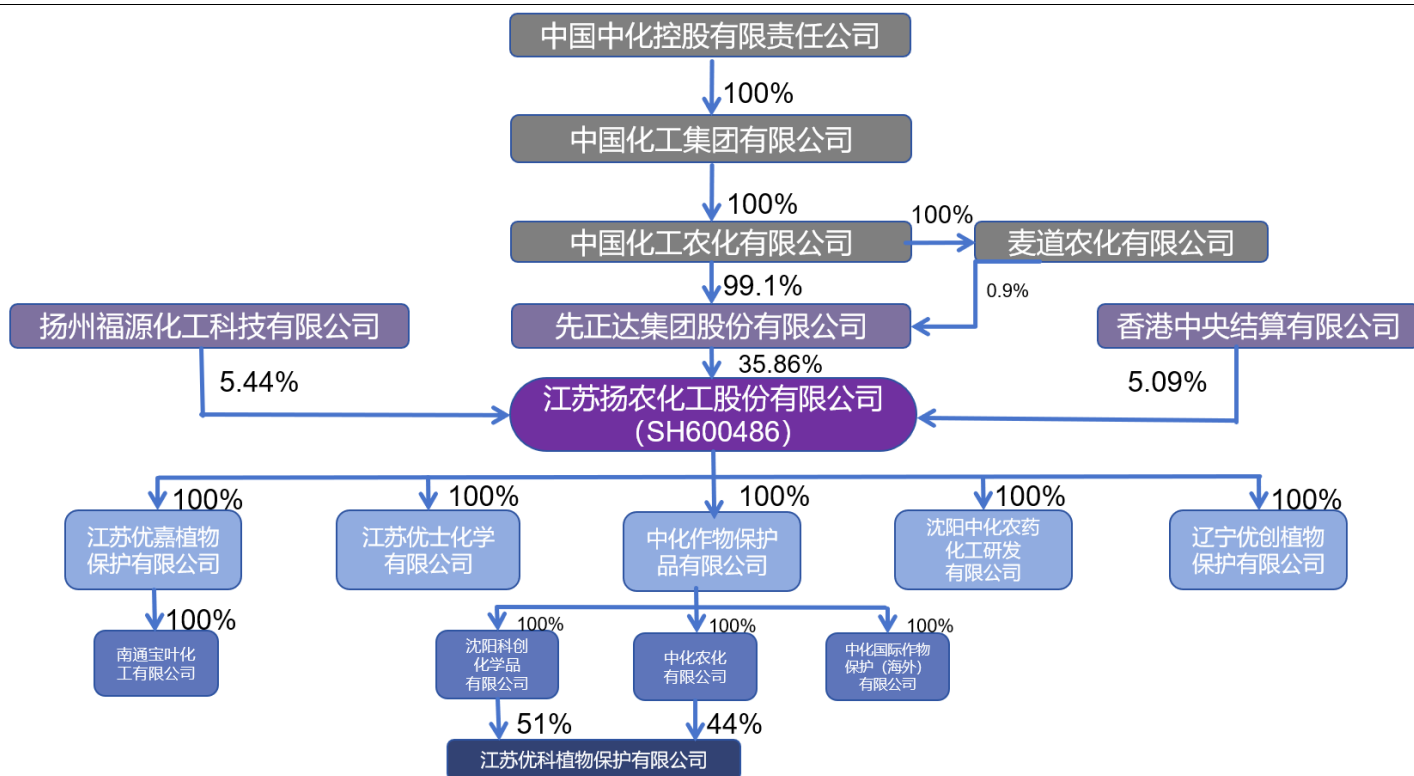
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2021 年扬农集团、先正达集团完成标的股份过户登记手续，扬农集团不再直接持有扬农化工股份，公司控股股东变更为先正达集团，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。扬农化工将与集团内成员单位持续深化合作，在技术研发、生产供应、市场渠道拓展等方面得到更多的协同机遇，特别在生产制造端凭借良好的产品质量、成本优势，将获得更多的发展机会，从而实现“研、产、销”全面布局。

公司旗下现有 5 家全资子公司，农研公司主要从事农药研发，在新农药创制上具有显著优势。江苏优士、江苏优嘉主要从事农药原药生产制造，其中江苏优嘉是国家工信部首批认定的“绿色工厂”，国家工信部智能制造示范工厂，国资委国有重点企业管理提升标杆企业，江苏省质量标杆企业，江苏省绿色发展领军企业。辽宁优创于 2022 年在辽宁省葫芦岛经济开发区设立。中化作物主要从事农药销售，专注于农药品牌分销、渠道分销及贸易业务。公司强大的研产销一体化运营能力提高了公司的市场竞争力，成为全球农化市场不可或缺的重要供应商。



图表 2：公司股权结构



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

**聚焦农化主业，打造以菊酯为核心的多元化产品格局。**公司是国家重点高新技术企业，全球拟除虫菊酯原药核心供应商，全球农化企业 10 强中唯一的中国本土企业。核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列 2023 年全国农药行业第一。菊酯产品从起初的 2 个增加到 50 多个，形成了品种齐全、技术领先的菊酯系列产品树。

公司在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约 70 个品种，总产能超 10 万吨。公司菊酯类杀虫剂产能 21535 吨/年，其中卫生菊酯产能 2600 吨/年，在国内的市场占有率约为 70%；农用菊酯产能 18935 吨/年，其中功夫菊酯和联苯菊酯产能在国内均居于首位，功夫菊酯产能 5500 吨/年，联苯菊酯产能 4600 吨/年。除草剂约 6 万吨（其中麦草畏 2 万吨，草甘膦 3 万吨），杀菌剂 1 万吨以上。公司优嘉四期二阶段项目于 2023 年 11 月底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目。葫芦岛一期一阶段项目 2024 年将调试投产，二阶段项目正快速跟进，葫芦岛项目投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的效益增长点，为公司持续稳健发展奠定了坚实基础。

图表 3：公司自发设立的江苏优士化学、江苏优嘉植保及辽宁优创植保三大子公司产能情况

公司	项目	投资金额	产品类别	产品名称	产能 (吨/年)	首批投产时间			
江苏优士化学	优士化学二期	4.5亿元	除草剂	草甘膦	30000	2012			
江苏优嘉植保	优嘉一期	6.14亿元	杀虫剂及中间体	贲亭酸甲酯	5000	2015			
				联苯菊酯	800				
	优嘉二期	19.8 亿元	杀虫剂	氟啶胺	600	2017			
				避蚊胺	50				
				拟除虫菊酯	2600				
				除草剂	麦草畏		20000		
				植物生长调节剂	抗倒酯		300		
				杀菌剂	吡唑醚菌酯		1000		
	优嘉三期	21.3亿元	杀虫剂	拟除虫菊酯类 (含中间体)	10825	2020			
				噁虫酮	50				
			杀菌剂	氟啶脲	200				
				丙环唑	2000				
			植物生长调节剂	苯醚甲环唑	1000				
				噻苯隆	200				
			优嘉四期	23.25亿元	除草剂		高效盖草能	500	2022
							杀虫剂	拟除虫菊酯	
					杀菌剂		氟啶胺	1000	
							苯醚甲环唑	3000	
	除草剂	硝磺草酮			6000				
		杀菌剂			丙环唑	2000			
杀虫剂	虱螨脲	1000							
	羧啶酯	200							
增效剂	增效剂	500							
	配套中间体	4500							
扩建项目	2.92亿元	杀菌剂	吡唑醚菌酯	3000	2025				
辽宁优创植保	葫芦岛一期	42.14亿元	除草剂	咪草烟	1500	2024			
				甲氧咪草烟	200				
				甲基咪草烟	100				
				烯草酮	5000				
				烯禾啶	250				
				莎稗磷	500				
			杀菌剂	吡氟酰草胺	500				
				啶菌噁唑	100				
			杀虫剂	氟唑菌酰羟胺	2500				
				功夫菊酯	3000				
			植物生长调节剂	双酰胺类杀虫剂 (四氯虫酰胺)	1500				
				多效唑	500				
			农药中间体	一氯吡啶	2000				
				环己二酮	2000				
三氮唑	3000								

资料来源：环评报告，政府公告，世界农化网，农药资讯网，华鑫证券研究

2019 年扬农化工完成对农研公司、中化作物的 100%股权收购。中化作物主要从事农药产品的经销和贸易业务，中化作物子公司沈阳科创主要产品包括硝磺草酮、咪草烟和吡蚜酮等。农研公司主要从事创新原药研发，拥有目前国内较为完善的新农药创制体系，建有农药国家工程中心和国内唯一的新农药创制与开发国家重点实验室。2020 年扬农化工全资子公司优嘉公司完成对南通宝叶 100%股权的收购，拓展了优嘉公司的地域发展空间。



图表 4：公司外部收购子公司产能情况

公司	类别	产品名称	产能 (吨/年)
沈阳科创	杀菌剂	烯肟菌胺	50
		啶菌恶唑	50
		氟环唑	500
		氟吗啉	50
		唑菌酯	50
		烯肟菌酯	50
		氟环唑	50
	杀虫剂	吡蚜酮	600
		乙唑螨腈	200
		四氯虫酰胺	50
	除草剂	灭草松	100
		氟氟草酯	50
		双氟磺草胺	50
		异噁草松	500
		莎稗磷	300
		吡氟酰草胺	500
		烯草酮	600
		肟草酮	200
		烯禾啶	200
		咪草烟	800
		甲氧咪草烟	100
		甲基咪草烟	100
		硝磺草酮	1400
植物生长调节剂	多效唑	200	
杀螨剂	啞螨胺	25	
	乙唑螨腈	300	
江苏优科	可湿性粉剂	锰锌. 氟吗啉、多菌灵等	6010
	水分散粒剂	氟吗啉、氟吗. 乙铝WDG等	700
	悬浮种衣剂	咪酰胺、苯醚甲环唑等	4760
	种衣剂	戊唑醇、拌福等	470
	植物营养剂	有机水溶肥、微生物菌剂等	5000
	水乳剂	啶菌恶唑、联苯菊酯等	5820
	悬浮剂	氟吗唑菌酯、四氯虫酰胺等	10500
南通宝叶	杀菌剂	代森锰锌	4000
		丙森锌	2000
		代森锌	1000
		福美双	300
	可湿粉剂		16000
	水悬浮剂		
水分散颗粒剂			

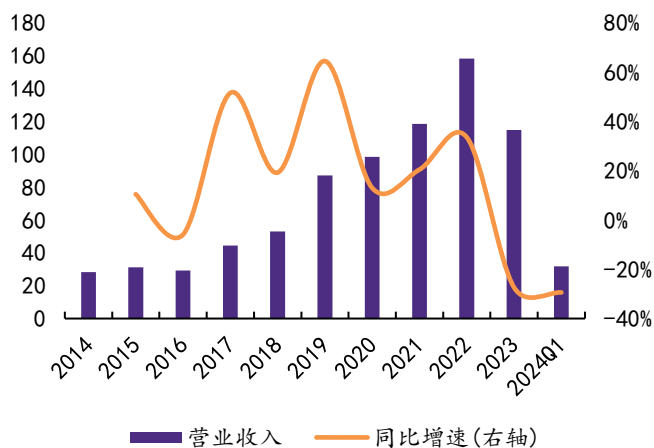
资料来源：农药市场信息，环评报告，华鑫证券研究

## 1.2、业绩短期承压，静待农药行业景气度修复

2023 年业绩承压，2024Q1 环比改善。2014-2023 年，公司营收由 28.2 亿元增至 114.78 亿元，CAGR 为 17%，归母净利润由 4.55 亿元增至 15.65 亿元，CAGR 为 15%。受农药行业景气度下行影响，公司 2023 年营业收入同比下滑 27%，归母净利润同比下滑 13%。

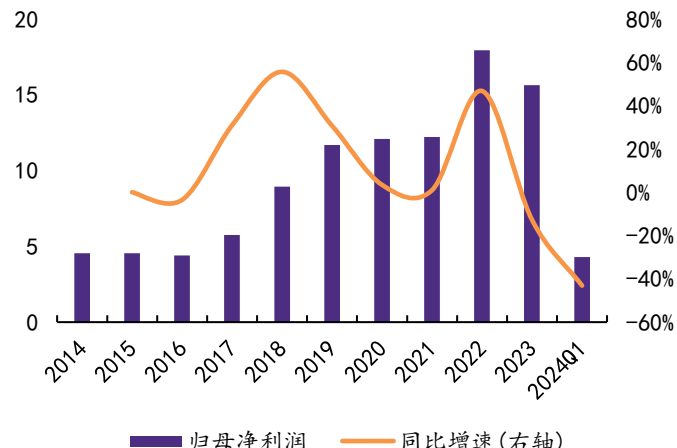
2024Q1 公司营收约 31.76 亿元，同比减少 29.43%；归属于上市公司股东的净利润约 4.29 亿元，同比减少 43.11%，环比增加 110.10%。

图表 5：公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

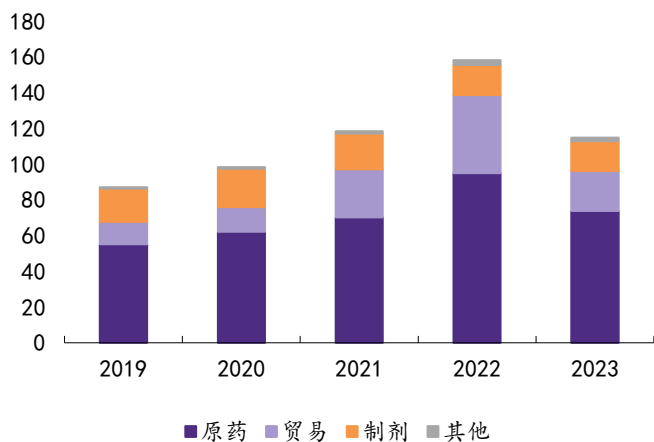
图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

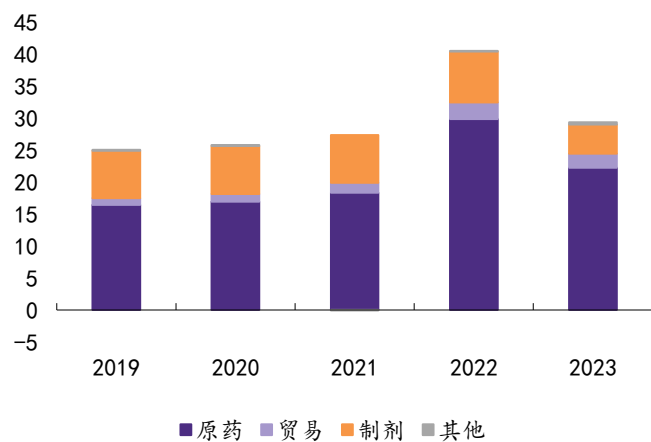
**原药业务贡献核心营业收入及利润。**公司业务主要分为农药原药、制剂、贸易及其他。从营业收入构成看，2023 年公司农药业务(原药+制剂)收入占比为 79%(其中原药业务占比 64%)，其他业务收入占比 21%。从毛利贡献来看，2023 年农药业务(原药+制剂)毛利贡献比例在 91%(其中原药业务占比 76%)，其他业务的毛利贡献为 9%。

图表 7：公司收入结构（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 8：公司毛利润结构（亿元）

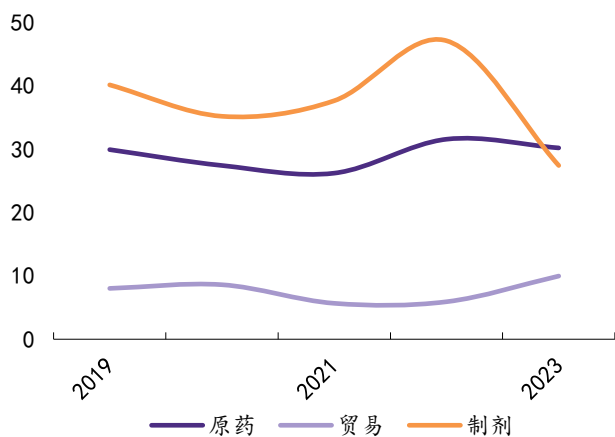


资料来源：WIND，华鑫证券研究

**成本控制出色，毛利率维持中高水平。**公司作为行业龙头，主营产品一体化程度高，降本增效成效显著。从生产降耗、能源节支、维修与辅材费管理做好多点挖潜，2019-2023 年期间费用率由 13.20%降至 9.63%。2023 年公司销售费用率为 2%，同比-0.19pcts；管理费用率为 4.5%，同比-0.82pcts；研发费用率为 3.64%，同比+0.49pcts。

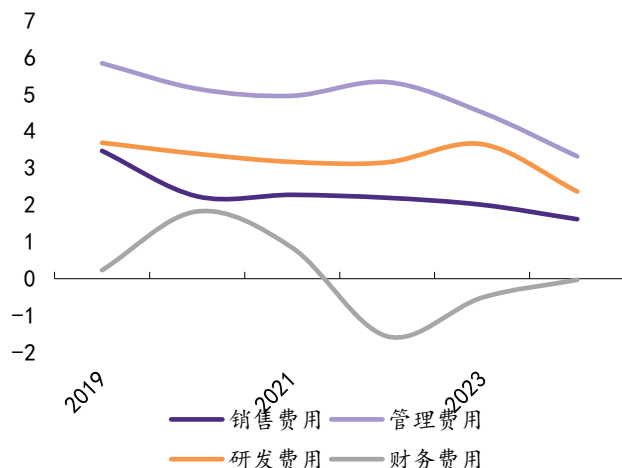
分产品来看，制剂业务具有更高的毛利率，2019-2022 年 4 年均值达到 40%，其中 2022 年达到 47%，2023 年受景气度承压影响多种农药产品价格一路下行，制剂业务毛利率回落至 27.4%，同比-20pcts。原药业务毛利率长期维持在 30%左右，成为公司盈利压舱石。

图表 9：公司分产品毛利率(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

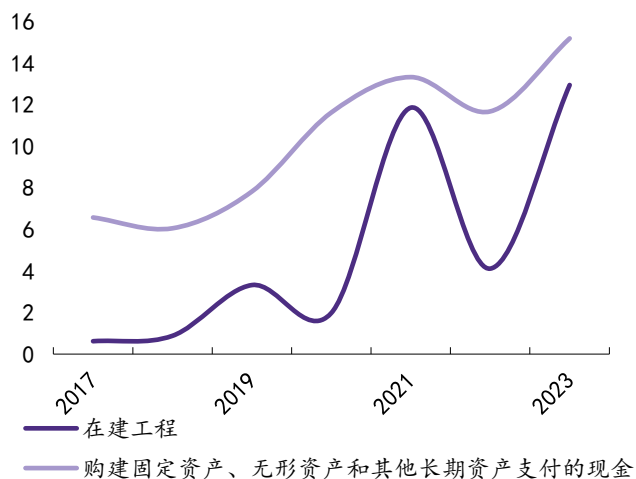
图表 10：公司期间费用率(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

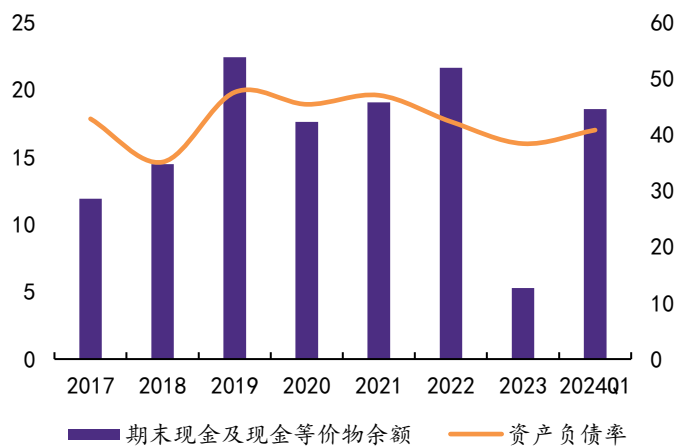
**资本开支维持高位，资产负债率健康。**公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金由 2017 年的 6.57 亿元增至 2023 年的 15.18 亿元；在建工程由 2017 年的 0.62 亿元增至 2023 年底的 12.94 亿元。公司财务风格较为稳健，资产负债率长期维持在 40% 左右的合理水平。截至 2024 年一季度末公司期末现金及现金等价物余额 18.55 亿元，环比去年四季度末增长 13.27 亿元，充沛的现金流为公司未来项目持续推进提供保障。2023 年度公司现金分红比例为 22.85%，公司自上市以来，持续进行现金分红，累计分红已达累计募集资金的 2 倍以上。

图表 11：公司资本开支及在建工程维持高位(亿元)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 12：公司现金和资产负债率情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 1.3、股权激励彰显龙头信心

公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予激励对象限制性股票 341.14 万股，占公司总股本 1.1%，其中本计划首次授予 273.14 万股，预留授予 68.00 万股；授予价格为 52.30 元/股。

上市以来首次实施激励，业绩考核条件较为温和。此次激励对象包括公司董事、高级管理人员、管理、技术关键岗位人员及业务骨干人员共计不超过 228 人。业绩考核目标为以 2021 年为基准 2023-2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，即分别为 15.04、17.29、19.89 亿元，2023-2025 年 ROE（非加权净资产收益率）分别不低于 16.3%、16.3%、17.75%，且不低于对标企业 75 分位值水平。2023-2025 年公司资产负债率分别不高于 46.62%、46.61%、46.60%。激励计划有助于充分调动员工积极性和创造性，使利益与公司长远发展更紧密地结合，防止人才流失，实现企业可持续发展。

图表 13：激励计划考核指标

	净资产收益率 (ROE)	扣非归母净利润复合增长率 (A)	资产负债率 (B)	解除限售比例
2023年	ROE ≥ 16.3%，且 ROE ≥ 对标企业75分位值水平	A ≥ 15%，且 A ≥ 对标企业75分位值水平	B ≤ 46.62%	1/3
2024年	ROE ≥ 16.3%，且 ROE ≥ 对标企业75分位值水平	A ≥ 15%，且 A ≥ 对标企业75分位值水平	B ≤ 46.61%	1/3
2025年	ROE ≥ 17.75%，且 ROE ≥ 对标企业75分位值水平	A ≥ 15%，且 A ≥ 对标企业75分位值水平	B ≤ 46.60%	1/3

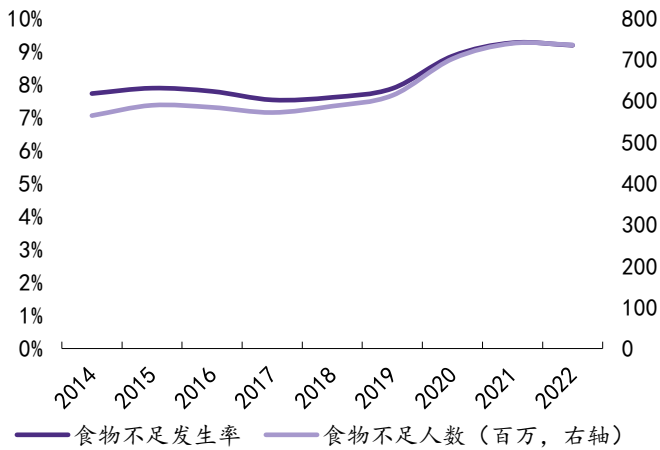
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 2、粮食需求具备韧性，农药行业景气度有望筑底回升

### 2.1、粮食需求具备韧性，粮食安全保障农药需求

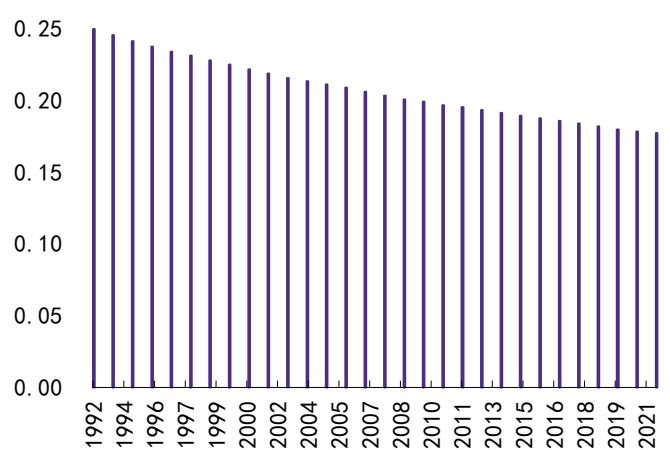
粮食终端需求具备韧性，人均耕地下降对亩产提出更高要求。根据联合国粮食及农业组织等多机构联合发布的《2023 年世界粮食安全和营养状况》报告，2022 年全世界有 6.91 至 7.83 亿人面临饥饿，人口食物不足率 9.2%，高于 2019 年的 7.9%，原因包括：（1）俄乌战争导致粮食供给下降；（2）农业投入品和能源价格持续飙升侵蚀贫困国家购买力；（3）厄尔尼诺等极端天气事件加剧粮食不安全。报告预计 2030 年仍将有近 6 亿人长期食物不足，难以在 2030 年如期实现“零饥饿”目标。展望未来，地区不稳定和极端天气因素仍无法消除，人均耕地面积下降对粮食亩产提出更高要求，粮食需求具备韧性。

图表 14: 全球食物不足率和食物不足人数居于高位



资料来源: 联合国粮农组织, 华鑫证券研究

图表 15: 全球人均耕地面积不断下降 (公顷/人)



资料来源: 世界银行, 华鑫证券研究

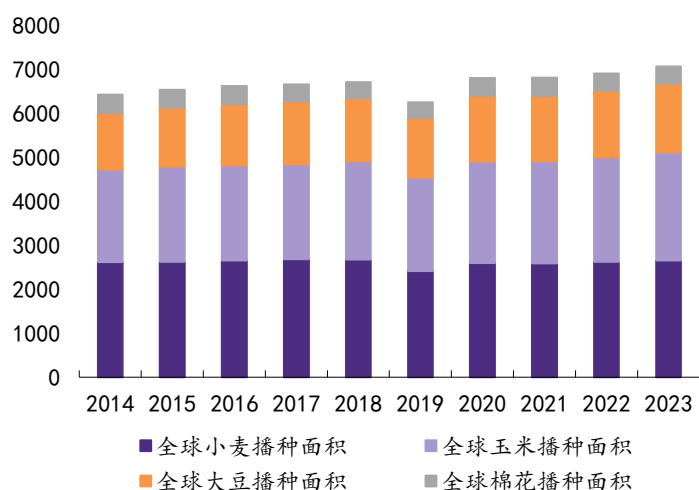
**粮食安全战略高度上升, 鼓励提升粮食种植面积带动农药需求。**根据世界银行, 2024 年粮食安全可能仍是世界面临的一项关键挑战, 并将粮食和营养安全列为需要大规模应对的八项全球挑战之一。全球粮食种植面积不断扩大和对单亩产量的更高要求形成对农药需求的有力支撑。我国高度重视粮食安全, 中央一号文件强调要加大种植者补贴力度, 稳定粮食播种面积, 把粮食增产的重心放到大面积提高单产上, 确保粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上, 有利于稳定农药产品需求。

图表 16: 我国政策强调粮食安全

文件	发布时间	主要内容
《国务院关于确保国家粮食安全工作情况的报告》	2023年9月5日	<b>加强顶层设计, 建立健全保障国家粮食安全政策体系。</b> 推动制修订土地管理法、种子法、黑土地保护法、反食品浪费法, 修订粮食流通管理条例, 制定农田水利条例、农作物病虫害防治条例。 <b>抓住耕地和种子两个要害, 提升粮食综合生产能力。</b> 统筹划定耕地和永久基本农田保护红线、生态保护红线、城镇开发边界三条控制线; 推进高标准农田建设和国家黑土地保护工程; 加快实施大中型灌区续建配套与现代化改造和新建大型灌区; 组织开展国家育种联合攻关, 基本实现粮食作物良种全覆盖; 强化化肥产供储销调控体系建设, 保障农业生产用肥用药安全等。 <b>完善政策保障, 调动地方重农抓粮和农民务农种粮积极性。</b> 健全价格、补贴、保险“三位一体”政策体系, 坚持并完善稻谷、小麦最低收购价政策等。
中央一号文件《中共中央 国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》	2024年2月3日	<b>重点强调确保国家粮食安全, 抓好粮食和重要农产品生产。</b> 稳定粮食播种面积, 把粮食增产的重心放到大面积提高单产上, 确保粮食产量保持在1.3万亿斤以上; 继续实施耕地地力保护补贴和玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策; 严格落实耕地保护制度; 加强农业基础设施建设; 强化农业科技支撑; 构建现代农业经营体系; 增强粮食和重要农产品调控能力; 持续深化食物节约各项行动。

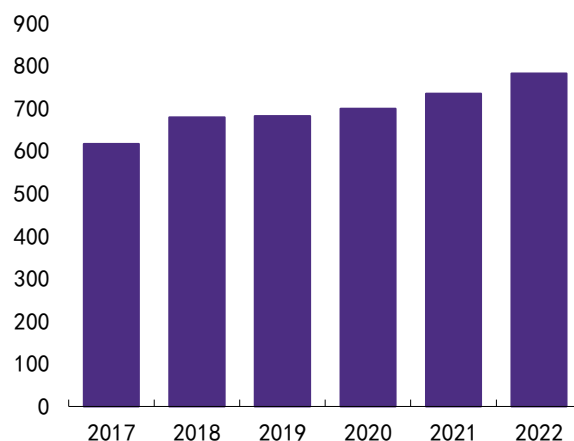
资料来源: 中国人大网, 中央政府网站, 世界银行, 华鑫证券研究

图表 17: 全球粮食播种面积扩大(百万公顷)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 18: 全球农药行业市场规模不断壮大(亿美元)



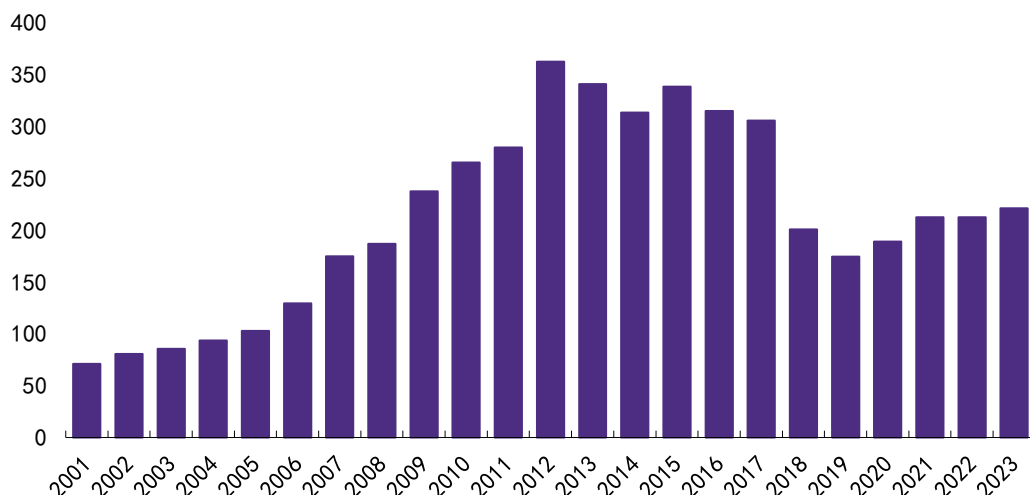
资料来源: 世界农化网, 华鑫证券研究

## 2.2、国内资本开支增加叠加印度产能放量，农药供给阶段性过剩

**农药行业投资增加造成阶段性过剩。**2014-2019年，我国通过土地、环保等政策措施严格控制资源浪费、“三废”排放量大、污染严重的农药新增产能，禁止能耗高、技术水平低、污染物处理难的农药产品的生产转移，加快落后产能淘汰。期间我国农药原药产量下滑，这是我国农药行业追求高质量发展的结果。2020年以来，随着满足复产条件企业数量的增加和新产能逐步释放，农药整体供应好转。2021-2022年，受疫情影响，农药企业开工率不足，农药供有限，叠加上游原材料涨价，最终农药价格大幅上涨带动农药市场进入高景气阶段。2023年以来，随着新冠疫情管控终结，市场预期经济强劲反弹，农药行业投资再次兴起，农药产品进入新一轮产能扩张，热点产品规划投建产能持续增长。根据世界农化网，2021-2023前三季度国内农药行业新增产能杀虫剂13.94万吨/年、杀菌剂17.84万吨/年、除草剂24.21万吨/年、中间体113.5万吨/年以及制剂53.64万吨/年。投资最热品种包括除草剂草铵膦（精草铵膦）、烯草酮；杀虫剂氯虫苯甲酰胺、啉虫脒和联苯菊酯；杀菌剂丙硫菌唑、吡唑醚菌酯。规模化产能集中释放导致阶段性供给过剩，企业竞争激烈。

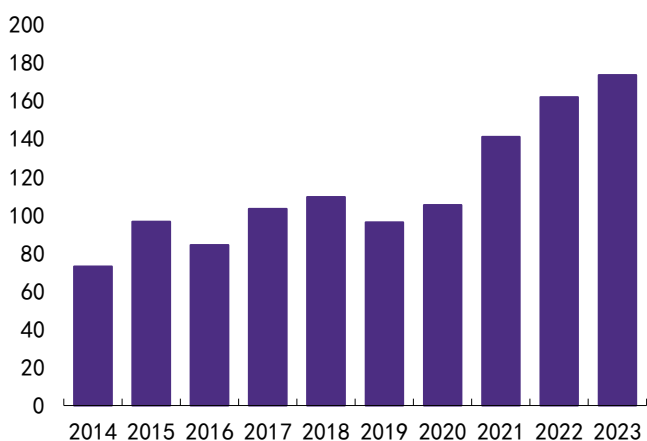


图表 19：2019 年以来农药原药产量上升（万吨）



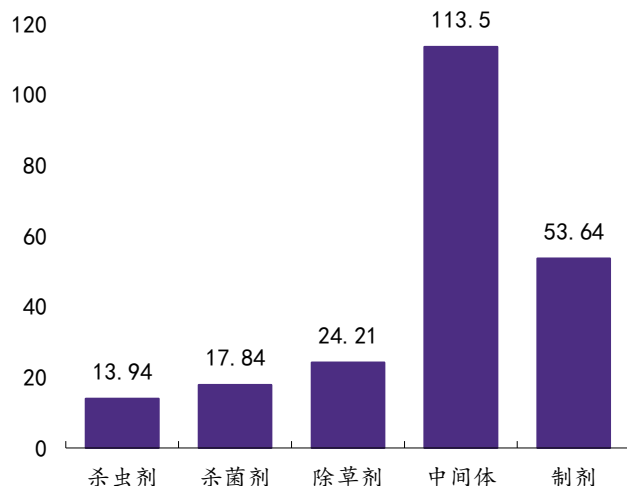
资料来源：WIND, 华鑫证券研究

图表 20：SW 农药板块购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：WIND, 华鑫证券研究

图表 21：2021-2023M9 农药投资形成的新产能（万吨/年）



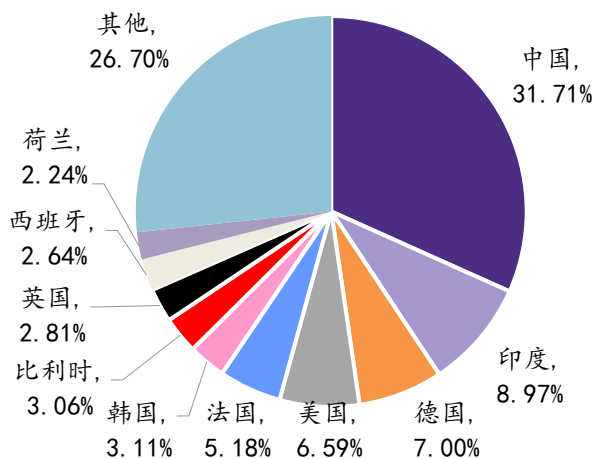
资料来源：世界农化网, 华鑫证券研究

**印度农药出口增加。**印度目前是仅次于中国的全球第二大农化产品出口大国，2021 年印度农药出口在全球农药出口中的占比达到 8.97%，其农用化学品出口从 2017-2018 财年的 26 亿美元提升至 2022-2023 财年的 55 亿美元，年复合增速达到 16%。印度农药出口崛起主要基于几点优势：第一，印度农业人口众多、耕地面积巨大、当前农化产品施用强度较低等因素吸引沙特阿美、法国道达尔、德国巴斯夫等众多国际化工巨头通过收购、并购、绿地投资等方式加快在印度扩张；第二，印度对污染和公害水平容忍度较高，环保成本相对低廉；第三，印度通过以极低成本“快速仿制”专利过期的农化产品扩张国内外市场。

**长期来看中企仍有优势。**印度农化出口阶段性增长由特殊的阶段性和结构性原因导致，但由于技术原因、环保问题等其优势在长期内并不具有可持续性。实际上，中国农化产业实力仍远强于印度，印度难以撼动中国在国际农化产业中的地位：一是我国原料、中间体、产品、下游产业链布局完善，原料品类齐全；二是我国基础设施配套完善，产业发展基础较好；三是我国精细化工合成水平高，熟练技术工人充足；四是我国企业不断加强技术创

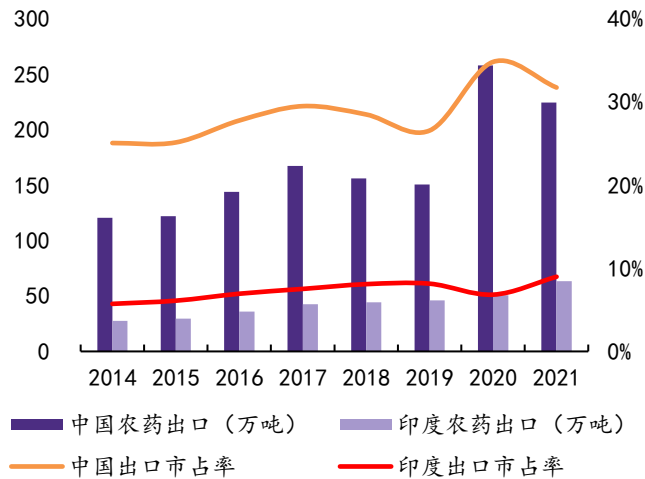
新和品牌建设，国际竞争力强劲。根据中国海关总署统计数据，2022 年我国农药出口额 209 亿美元，同比增长 38.7%，远超印度农化产品 2022-2023 财年 55 亿美元出口额。2021 年，我国农药出口在全球农药出口中的占比达到 31.71%，仍远高于印度占比 8.97%。

图表 22：2021 年印度农药出口市占率仅次于中国



资料来源：FAO，华鑫证券研究

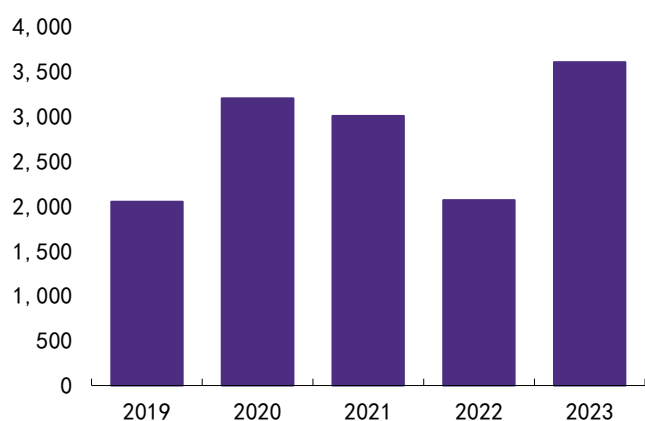
图表 23：我国农药出口量和市场占比仍远高于印度



资料来源：FAO，华鑫证券研究

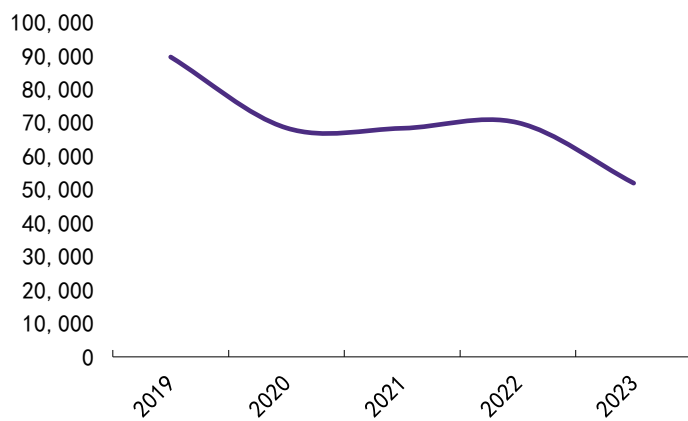
**反倾销调查申请获准，打响农药对印价格保卫战。**国家商务部决定自 2024 年 5 月 7 日起，对原产于印度的进口氯氟菊酯进行反倾销立案调查。我国进口的氯氟菊酯全部来自于印度。2019 年至 2023 年，来自于印度的申请调查产品的进口数量总体呈大幅增长趋势。2019 年至 2023 年，进口数量分别为 2049 吨、3199 吨、3003 吨、2065 吨和 3602 吨，2023 年相比 2019 年累计大幅增长近 76%。2019 年至 2023 年，氯氟菊酯进口价格总体呈大幅下降趋势，进口价格累计大幅下降了 42.07%。如果此次反倾销调查最终裁定倾销成立，将有助于为该农药品种的发展营造一个良好的竞争环境，有助于提升国内相关厂家生产积极性，恢复国内供应体系，提升产品价格。

图表 24：中国氯氟菊酯进口数量(吨)



资料来源：商务部，华鑫证券研究

图表 25：中国氯氟菊酯进口价格(元/吨)

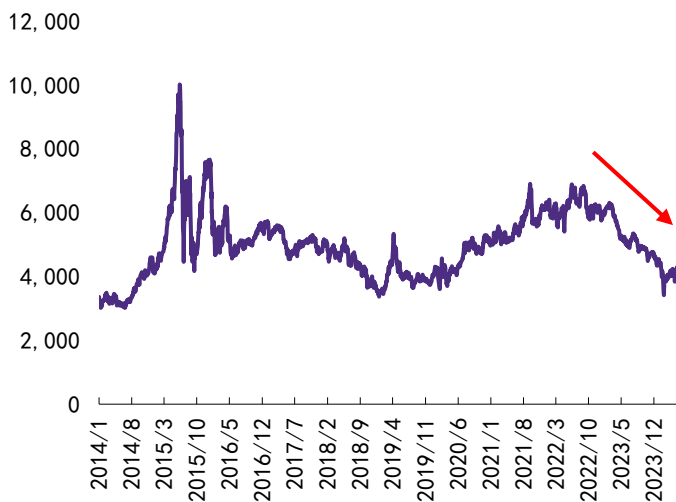


资料来源：商务部，华鑫证券研究

## 2.3、去库周期开启，农药行业或迎来底部反转

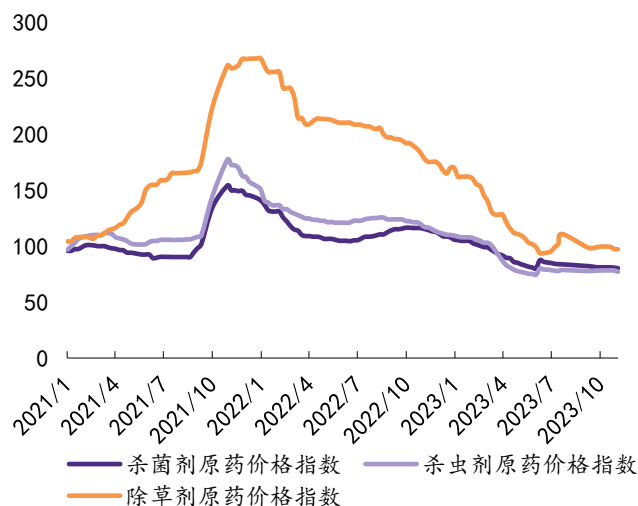
全球经济增速放缓叠加高库存导致短期农药需求萎缩，农药价格已处于历史底部。2022 年以来受疫情影响、地缘冲突加剧、海外通胀持续性超预期、美欧货币政策紧缩等因素导致全球经济增速放缓，需求萎缩。2022 年四季度以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，农药产品价格延续下行趋势，多数产品价格一路走低，目前价格已处于历史底部。

图表 26：2022 年底以来中信农药行业指数下行



资料来源：WIND，美国商务部普查局，华鑫证券研究

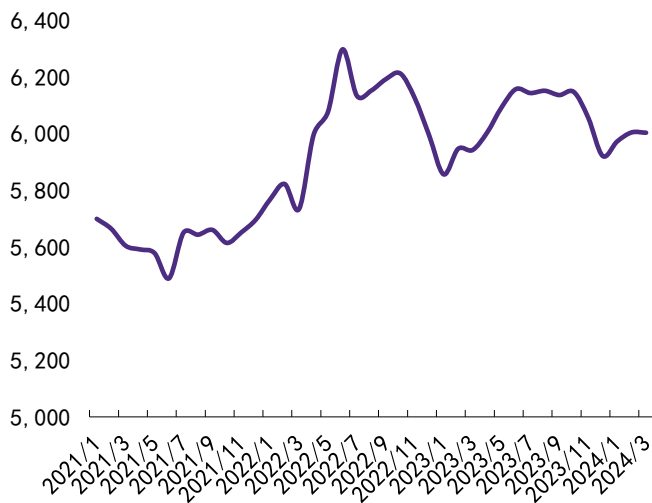
图表 27：2022 年以来农药价格大幅下降



资料来源：WIND，华鑫证券研究

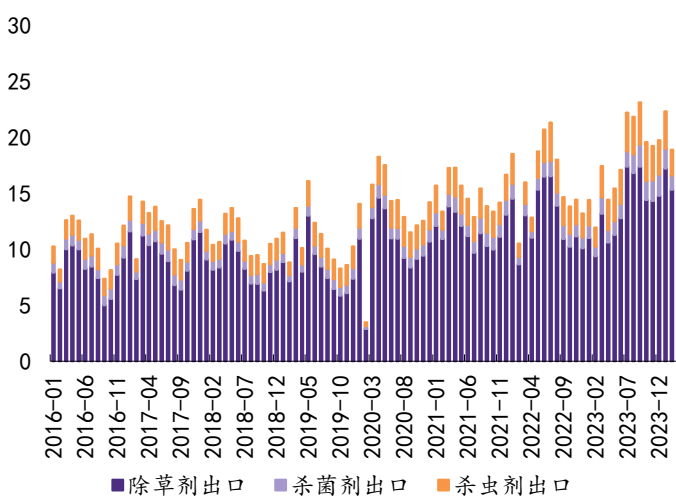
农药去库周期开启，行业有望迎来底部反转。美国 2021 年进口农药 40.92 万吨，是世界上第二大农药进口国（仅次于 2021 年进口农药 44.55 万吨的巴西），其农化库存在全球市场中具有代表性。2023 年美国整体农化库存相比 2022 年有所下降，2024 年一季度美国经历一轮去库高峰后，库存爬升趋缓，未来有望逐步回归合理水平。此外，我国生产农药量中 70%-80% 为出口导向，2023 年以来我国农药出口有所回升，2024 年随着国际市场库存的逐步消化完成，预计下半年国际市场对中国农药的进口会持续增加。

图表 28：美国农药、化肥和其他农业化学品存货（季度，百万美元）



资料来源：WIND，美国商务部普查局，华鑫证券研究

图表 29：我国农药月度出口量持续上升（万吨）



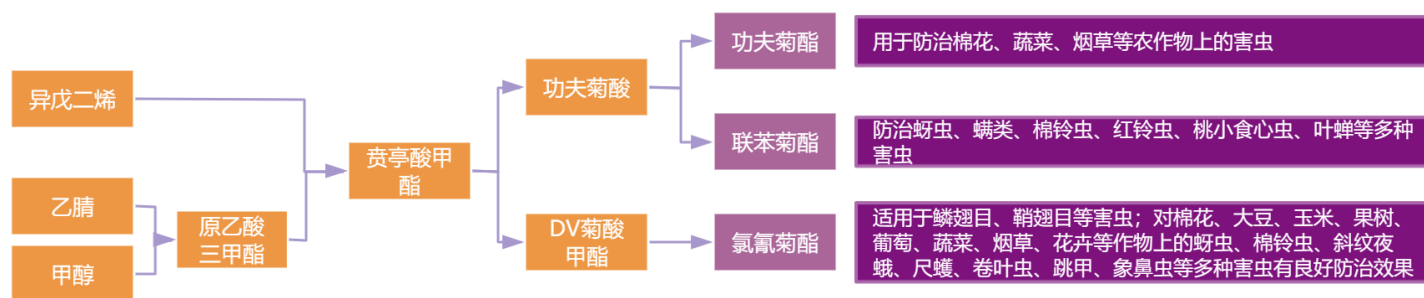
资料来源：WIND，海关总署，华鑫证券研究

### 3、公司一体化配套完善，充分受益农药价格上涨

#### 3.1、杀虫剂：菊酯价格有望回升，公司龙头地位稳固

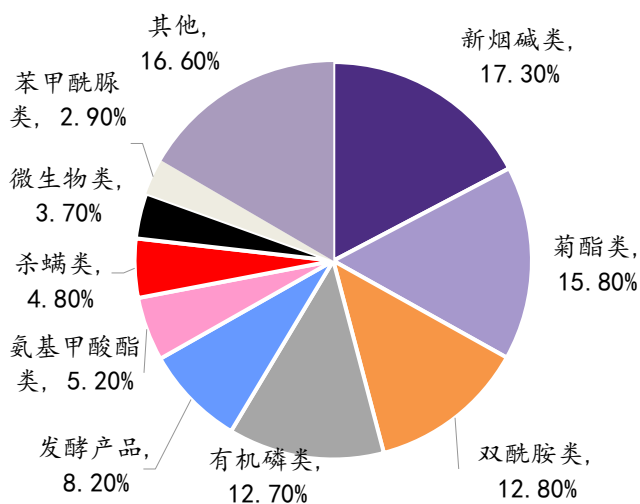
拟除虫菊酯为全球第二大杀虫剂产品，市场空间广阔。在全球食品安全和环保政策趋于严格的背景下，高效低毒的杀虫剂品种替代高毒性的杀虫剂品种将成为未来杀虫剂市场的发展趋势。杀虫剂种类繁多，目前最主要且广泛使用的杀虫剂包括新烟碱类杀虫剂、拟除虫菊酯类杀虫剂、双酰胺类杀虫剂和有机磷杀虫剂等。其中，拟除虫菊酯是一类模拟天然除虫菊酯化学结构合成的农药，为全球第二大杀虫剂产品，具有活性较高、药效迅速、杀虫谱广等特点，且持效期长、作用迅速、环境危害小。2019 年全球销量前十五大杀虫剂中菊酯类产品中上榜 4 项，分别为高效氯氟氰菊酯、氯氟菊酯、溴氟菊酯以及联苯菊酯，占 2019 年全球杀虫剂销售额的比例约为 17.9%。

图表 30：菊酯制备产业链及下游应用



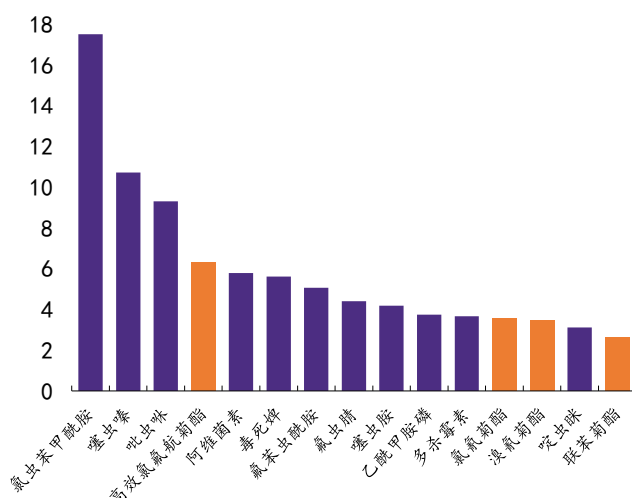
资料来源：拟除虫菊酯类农药产业链的设计，华鑫证券研究

图表 31：2019 年全球杀虫剂销售额分布



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 32：2019 年全球前十五大杀虫剂销售额（亿美元）



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

公司是国内拟除虫菊酯杀虫剂龙头和全球拟除虫菊酯原药核心供应商。公司的杀虫剂主要有拟除虫菊酯系列产品，分为卫生用药和大田用药，卫生用药主要用于室内蚊虫趋避消杀，

是公司的特色品种；大田用药主要用于蔬菜、茶叶、果树等作物的害虫防治。公司菊酯产能为国内第一，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，是国内拟除虫菊酯杀虫剂龙头和全球拟除虫菊酯原药核心供应商。公司菊酯产品具有核心竞争优势，在菊酯行业中品种最丰富、技术最全面、产业链最长，菊酯类产品品种数量排名世界前列，产能丰富，包括 5500 吨功夫菊酯（高效氯氟氰菊酯）、4600 吨联苯菊酯和 2200 吨氯氰菊酯，另外葫芦岛还有 3000 吨功夫菊酯产能在建，预计 2025 年末投产。

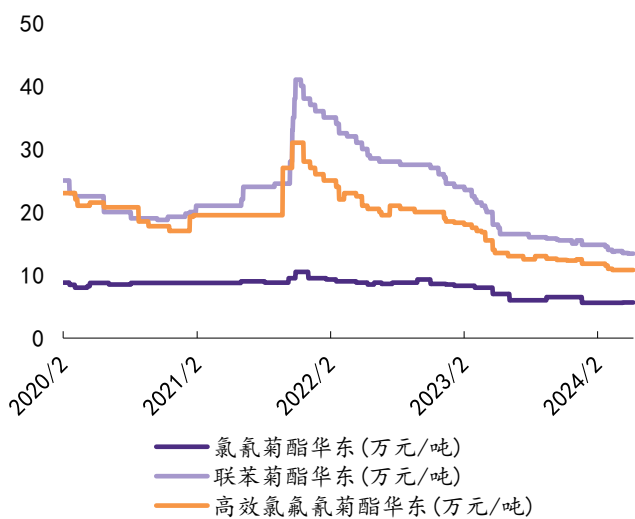
图表 33：拟除虫菊酯产能分布

品种	厂商	产能（吨）	产能占比
功夫菊酯 (高效氯氟氰菊酯)	扬农化工	5500 (另3000吨在建)	32.54%
	高新润农	3600	21.30%
	广东立威	3000	17.75%
	春江润农	2800	16.57%
	长青农化	2000	11.83%
联苯菊酯	扬农化工	4600	40.35%
	高新润农	2400	21.05%
	春江润农	2400	21.05%
	辉丰股份	1000	8.77%
	广东立威	1000	8.77%
氯氰菊酯	扬农化工	2200	59.46%
	高新润农	1500	40.54%

资料来源：百川盈孚，公司公告，华鑫证券研究

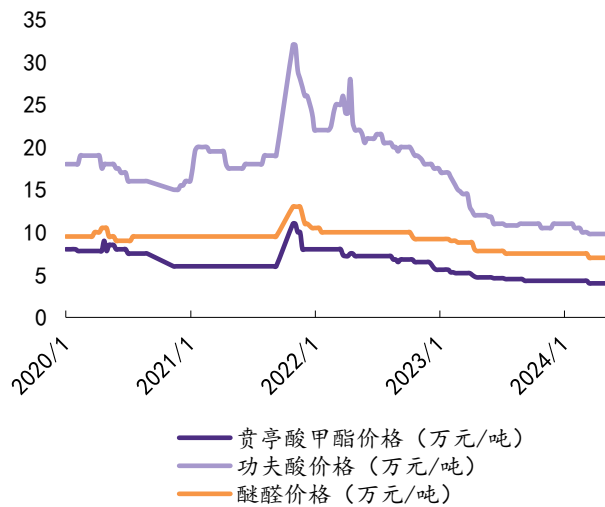
菊酯价格逐步筑底有望回升。2021 年，受安全环保、能耗双控、极端天气加剧粮食安全担忧等影响叠加基础原材料大幅涨价，菊酯及其中间体价格暴涨，2021 年 10 月底价格达到历史高位。2022 年以来，上端化工原料价格回落叠加海外去库存影响，菊酯价格一路走低，2024 年 5 月 8 日氯氰菊酯/联苯菊酯/功夫菊酯价格分别下降至 5.65/13.4/10.8 万元/吨，相比 2021 年 10 月 29 日的最高价 10.5/41.0/31.0 万元/吨同比大幅下跌 46.19%/67.32%/65.16%。目前菊酯价格已进入历史底部，走势趋于平稳，上游原料贵亭酸甲酯、功夫酸等产品价格持稳对菊酯价格形成支撑，预计未来随着逐步去库菊酯价格将逐步回升。

图表 34：菊酯价格逐步筑底



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 35：上游中间体价格维稳



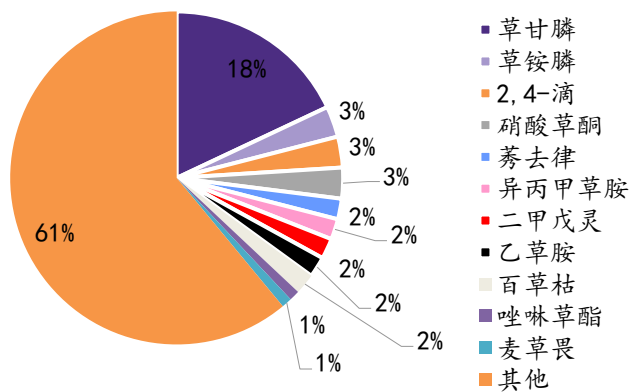
资料来源：IFIND，华鑫证券研究

公司菊酯产业链完善且技术先进，具有出色的成本优势和生产稳定性。公司能够从基础化工原料开始合成农药中间体并生产拟除虫菊酯原药，拥有一整套菊酯产业链，关键中间体均自成体系，配套完善，其中优嘉一期拥有 5000 吨关键中间体贵亭酸甲酯，优嘉四期有 4500 吨配套中间体，因此在原材料价格上涨时，公司可以免受周期波动影响，持续维持稳定生产和低成本优势。此外，公司在多项菊酯关键技术取得突破，打破跨国公司在国内市场的多年垄断，填补国内外技术空白 20 项，菊酯产品从起初的 2 个增加到 50 多个。

### 3.2、除草剂：转基因打开增长空间，草甘膦、麦草畏具有规模优势

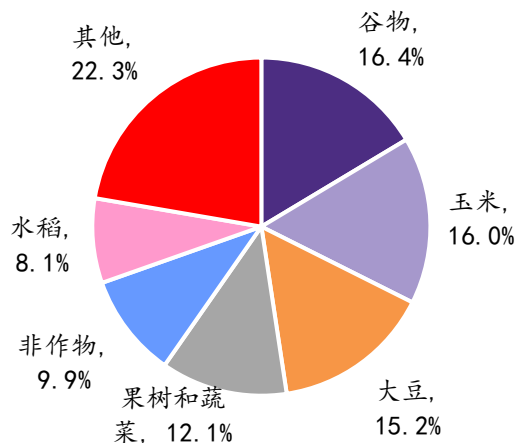
转基因作物快速推广带动除草剂需求大幅增长。除草剂行业发展历经三个阶段：第一阶段（1940 年以前），当时没有选择性、高毒低效的无机除草剂使用最为广泛；第二阶段（1945-1996 年），2,4-滴的引入标志着世界进入有选择性除草剂时期；第三阶段，转基因作物（尤其是抗除草剂性状作物）在全球范围内得到快速推广，带动非选择性除草剂需求大幅增长。2020 年全球除草剂行业市场规模为 244 亿美元，占全球农药行业的比重为 40.2%，预计 2025 年全球除草剂行业市场规模将达到 265 亿美元。从除草剂品类来看，全球使用最多的农药是草甘膦，其市占率达到 18%，其次是草铵膦，市占率为 3%，此外 2,4-D、硝酸草酮、莠去律、异丙甲草胺、二甲戊灵等也是较为常见的农药品种。从除草剂应用作物分布来看，谷物、玉米、大豆、果树和蔬菜应用分布较多，市场占比分别为 16.4%、16.0%、15.2%、12.1%。

图表 36：全球除草剂市场份额情况



资料来源：华经产业研究，华鑫证券研究

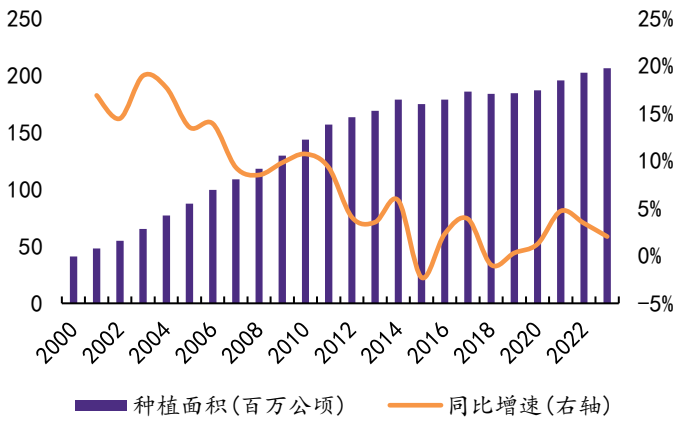
图表 37：全球除草剂市场按作物分布情况



资料来源：华经产业研究，华鑫证券研究

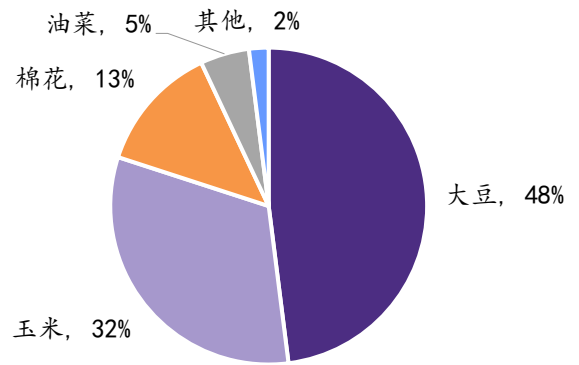


图表 38: 全球转基因作物种植面积(百万公顷)



资料来源: 世界农化网, 华鑫证券研究

图表 39: 全球转基因作物种类种植面积占比



资料来源: 华经产业研究, 华鑫证券研究

我国陆续出台转基因作物相关政策, 国内转基因作物种植面积有望提升。当前全球草甘膦使用量前五的国家中, 我国转基因作物种植面积较低, 未来增长空间很大。历年的中央一号文件多次提及转基因相关政策。此外, 2019 年以来, 我国开始颁发转基因生物安全证书, 批准一批转基因玉米、大豆和水稻等安全证书, 中国转基因作物种植面积有望开启增长, 进而带动除草剂国内需求上升。

图表 40: 中央一号文件转基因作物相关政策

时间	内容
2010	继续实施转基因生物新品种培育科技重大专项, 抓紧开发具有重要应用价值和自主知识产权的功能基因和生物新品种, 在科学评估、依法管理基础上, 推进转基因新品种产业化。
2016	加强农业转基因技术研发和监管, 在确保安全的基础上慎重推广。
2021	对育种基础性研究以及重点育种项目给予长期稳定支持。加快实施农业生物育种重大科技项目。
2022	大力推进种源等农业关键核心技术攻关, 启动农业生物育种重大项目, 加快实施农业关键核心技术攻关工程。
2023	全面实施生物育种重大项目, 加快玉米大豆生物育种产业化步伐, 有序扩大试点范围, 规范种植管理。

资料来源: 政府官网, 华鑫证券研究

图表 41：国内转基因生物安全证书（生产应用）批准情况

时间	包含性状	机构
2019	抗虫耐除草剂玉米、耐除草剂大豆	大北农、杭州瑞丰、上海交通大学
2020	耐除草剂玉米、耐除草剂大豆、转番木瓜环斑病毒复制酶基因的番木瓜	大北农、华南农业大学、中国农业科学院作物科学研究所
2021	抗虫水稻、抗虫耐除草剂玉米、耐除草剂大豆、抗虫玉米	大北农、杭州瑞丰、华中农业大学、中国农业科学院作物科学研究所、中国林木种子集团有限公司&中国农业大学
2022	耐除草剂玉米、抗虫耐除草剂玉米、抗虫大豆	杭州瑞丰、中国种子集团、中国林木种子集团有限公司&中国农业大学、隆平高科&中国农业科学院生物技术研究所
2023	抗虫耐除草剂玉米、抗虫玉米、耐除草剂玉米、耐除草剂大豆、抗虫大豆	大北农、杭州瑞丰、中国种子集团、隆平生物、浙江新安化工、中国农业科学院作物科学研究所&中国种子集团

资料来源：种业宝典，华鑫证券研究

中国是全球主要草甘膦生产国，扩产空间有限。

草甘膦（N-磷酸基甲基甘氨酸）是一种高效、低毒、安全的除草剂，是全球市场规模最大的除草剂品种，其工作原理为抑制植物氮代谢酶（EPSPS 合酶）的活性，从而让植物死亡。当前草甘膦全球产能约 115 万吨，其中海外拜耳公司产能 37 万吨，其余 78 万吨产能都集中在中国。拜耳产能均采用二乙醇胺-IDA 工艺路线，其工厂分布于美国、巴西、印度等地。国内厂商草甘膦产能以甘氨酸路线为主。兴发集团、福华化工、新安集团为我国草甘膦产能前三厂商。2019 年 10 月发展改革委修订发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，草甘膦属于国家限制新建生产装置类产品，只允许一定期限内现有生产能力上改造升级。因此草甘膦产能增幅较小，但仍有少量已淘汰产能规划重新启动。预计 2024 年全球草甘膦产能增加 3.5 万吨至 118.5 万吨，增幅 3%。

图表 42：全球草甘膦产能(万吨)

地区	厂商简称	省份	产品	产能
中国	扬农化工	江苏省	草甘膦	4
	安徽广信	安徽省	草甘膦	3
	河南红东方	河南省	草甘膦	3
	泰盛化工	湖北省	草甘膦	13
	好收成韦恩	江苏省	草甘膦	7
	南通江山	江苏省	草甘膦	7
	兴发科技	内蒙古自治区	草甘膦	10
	四川和邦	四川省	草甘膦	5
	福华通达	四川省	草甘膦	15
	新安化工	浙江省	草甘膦	8
其他	中国其他	草甘膦	3	
国外	拜耳	国外	草甘膦	37
合计	-	-	草甘膦	115

资料来源：百川盈孚，华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 43：全球草甘膦扩产情况(万吨)

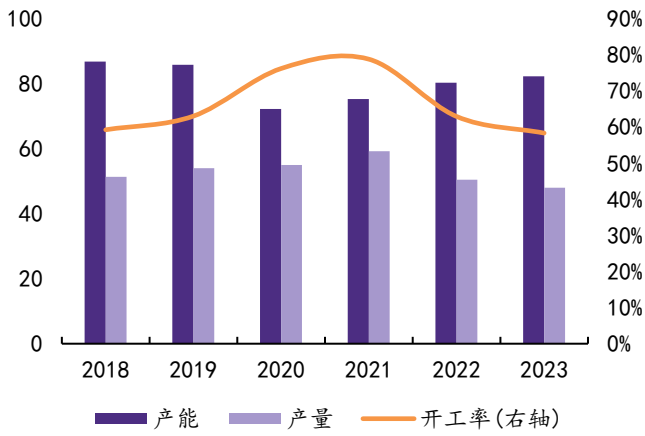
地区	企业	产能	预计投产时间
山东	山东潍坊润丰化工股份有限公司	2.5	2024年底
甘肃	兰州鑫隆泰生物科技股份有限公司	2.7原粉+0.3制剂	2024年4月投产1万吨
贵州	贵州江山作物科技有限公司	10	未知
印尼	四川和邦生物科技股份有限公司	20	2027年

资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

草甘膦行业集中度高，90%以上出口。2016 年来，我国供给侧改革的推进加上严厉的环保督察行动，多家环保不达标、产能落后的中小草甘膦生产企业陆续关停退出，2023 年我国草甘膦产能为 78 万吨，与 2009 年 103 万吨相比下滑了 25 万吨，行业集中度提高明显。草甘膦产能利用率整体持稳，2023 年草甘膦产量 48 万吨，产能利用率约 60%。我国是草甘膦生产第一大国，加上草甘膦的需求与转基因作物种植面积强相关，而目前转基因作物种植面积主要分布在美国、巴西、阿根廷、加拿大、印度等海外国家，因此国内草甘膦大量出口

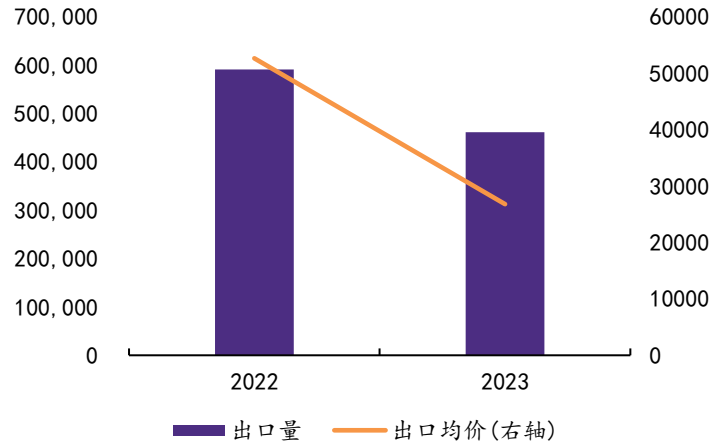
至海外市场，目前我国生产的草甘膦约 90%以上用于出口。2023 年我国其他非卤化有机磷衍生物出口量为 46 万吨，同比-22%；出口金额为 124 亿元人民币，同比-60%；出口均价为 26794 元/吨，同比-49%。

图表 44：中国草甘膦供应情况(万吨)



资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

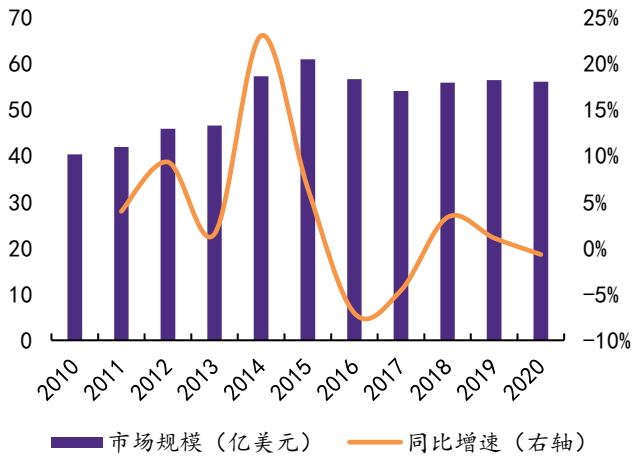
图表 45：中国其他非卤化有机磷衍生物出口量(吨)及均价(元/吨)



资料来源：海关总署，华鑫证券研究

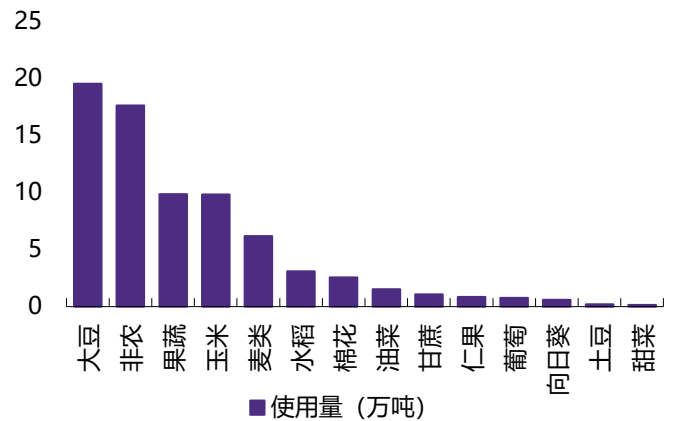
**极端天气和粮食安全推升草甘膦需求。**需求方面，全球极端天气的持续和地缘冲突加剧了全球粮食供给体系的不稳定性和不确定性，粮食安全重要性凸显，草甘膦国际需求有望增强；另一方面，我国大豆、玉米等粮食供给高度依赖进口，为满足不断增长的粮食需求，保障粮食安全问题，我国对转基因作物的需求应运而生，近年来我国的转基因产品审批明显加快。此外，我国不断增长的果园、茶园种植面积也将拉动草甘膦的需求。

图表 46：全球草甘膦市场规模与同比增速



资料来源：华经产业研究，华鑫证券研究

图表 47：2019 年各领域使用草甘膦用量(万吨)



资料来源：华经产业研究，华鑫证券研究

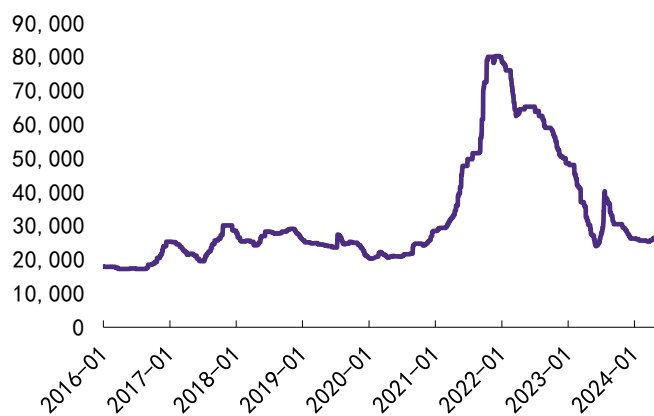
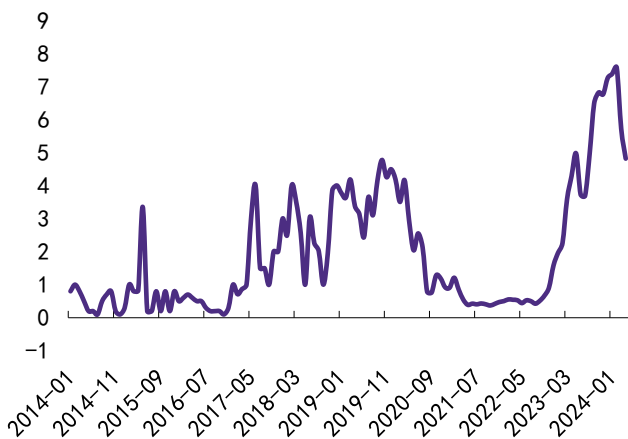
**耐草甘膦转基因种子的推广打开草甘膦的需求空间。**通过基因改造可以生产抗草甘膦的转基因作物，从而抵消草甘膦的作用，农民能够杀死杂草而不杀死庄稼。随着上世纪 90 年代开始转基因抗草甘膦作物（大豆、棉花、油菜、玉米）的发展，草甘膦的用量逐年增加。草甘膦主要原材料包括甘氨酸、甲醇、黄磷、甲醛等，中游通过草甘膦原药和其他成分生产成草甘膦制剂，下游主要应用于农业生产，特别是耐草甘膦转基因作物。

**草甘膦价格弱势下行，目前已至价格底部。**2023 年国际市场渠道库存高企，客户购买意愿

趋于谨慎；国内市场产能陆续释放，农药市场供需关系日趋宽松，产品缺乏长期价格支撑，产品价格持续走低。三季度夏季高温检修及南美需求复苏，原药价格逆势上涨。四季度刚需淡季，随着海外订单结束，市场需求转淡，草甘膦市场再次进入下行通道。目前出口订单仍较清淡，3月中旬恰逢农药展会开展，市场交投行为较少，后期南美颗粒剂订单来临或带动原药价格上涨，叠加草甘膦价格已在成本线附近徘徊，价格底部较为明确。

图表 48：中国草甘膦月度社会库存(万吨)

图表 49：中国草甘膦价格(元/吨)



资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

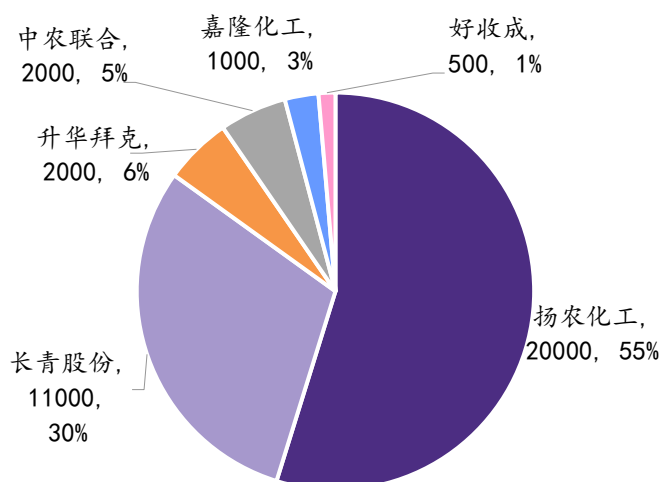
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

**公司为麦草畏全球龙头，行业格局十分稳定。**

麦草畏是一种高效低毒，具有内吸传导作用的安息香酸系列除草剂，传统应用领域为禾本科作物，可以有效控制 90 多种一年生和两年生杂草，还可以抑制 100 种多年生阔叶杂草和木本植物的生长，主要用于小麦、玉米、水稻等，也用于非耕地除草。由于麦草畏生产具备较高的技术壁垒，原料供应厂商有限，行业新进入者较少，行业总体产能扩张有序，行业集中度较高。国外麦草畏产能主要集中在巴斯夫（8000 吨）、GHARDA（1000 吨）和先正达（2000 吨）。我国共有 3.65 万吨麦草畏产能，主要以出口为主。其中公司是麦草畏全球龙头，拥有麦草畏产能 2 万吨，占比 55%。

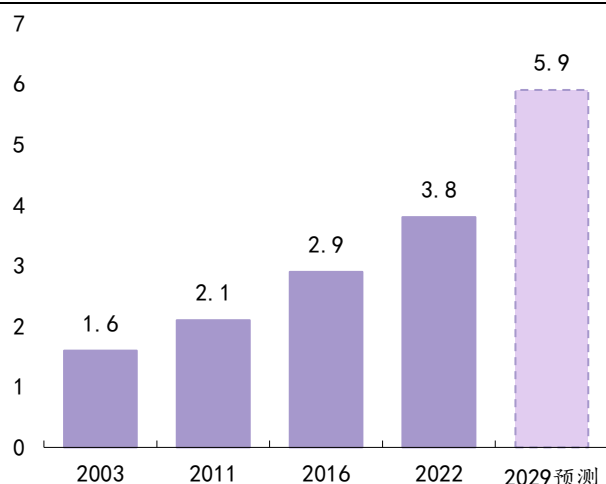
**麦草畏需求增量主要集中于转基因市场。**麦草畏传统领域需求相对稳定，其全球销售额从 2003 年的 1.6 亿美元缓慢增长至 2011 年的 2.1 亿美元，传统需求领域增量有限。2012 年以后随着转基因作物推广，麦草畏进入新的发展阶段。麦草畏需求主要集中在美国、巴西和阿根廷，美国是麦草畏最大的出口目的国，主要用于转基因作物，占到 81.2%；其次是阿根廷（比例达 8.1%）。美国、巴西、阿根廷、加拿大、印度的转基因农作物种植面积占全球转基因作物种植面积的 91%。国际农药巨头对转基因作物的大力推广以及大豆、棉花等更多新转基因品种的研发大大刺激了麦草畏的高速增长。2016 年麦草畏全球销售额 2.9 亿美元，2022 年则达到 3.8 亿美元，2016-2022 年复合增长率 4.61%。恒州博智预计 2029 年麦草畏全球销售额将达到 5.9 亿美元，2023-2029 年复合增长率 7.0%。

图表 50: 我国麦草畏产能分布 (吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

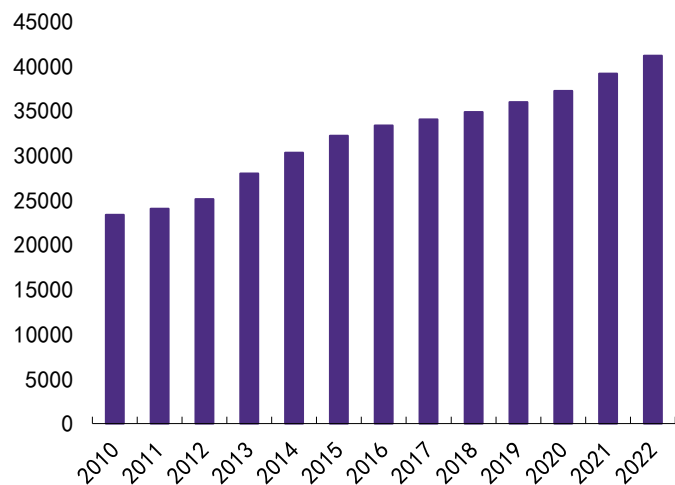
图表 51: 全球麦草畏市场销售额 (亿美元)



资料来源: 农化专利网, 恒州博智信息咨询, 华鑫证券研究

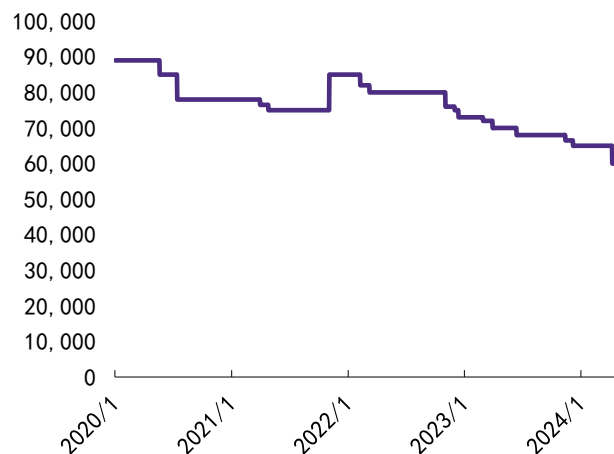
麦草畏价格进入底部, 巴西双抗转基因大豆种植空间巨大。目前麦草畏价格已下行至 6 万元/吨, 随着行业去库完成未来价格有望回升。在 2021 年种植季, 拜耳第三代转基因大豆 Intacta 2 XTend 在巴西上市, 标志着巴西正式开始种植抗麦草畏的转基因作物。该大豆可以耐受 Dicamba 除草剂以及虫害, 2022/2023 年度的播种面积约为 430 万公顷, 远高于上年的 24.3 万公顷, 将占到 2022/2023 年度巴西大豆总种植面积的约 10%。随着抗麦草畏转基因种子在巴西的推广及国内转基因批准的下达, 麦草畏产品销售前景广阔。

图表 52: 巴西大豆种植面积



资料来源: IFIND, 华鑫证券研究

图表 53: 麦草畏价格下行 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华鑫证券研究



## 4、产能扩张打开业绩增量空间

### 4.1、优嘉四期达产达效，优嘉五期加快推进

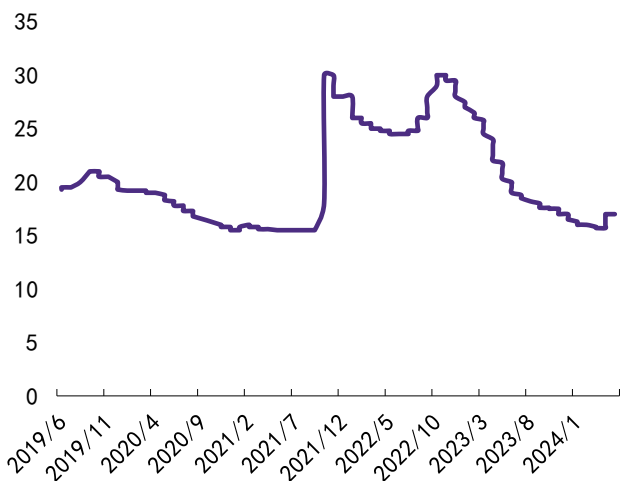
2020年6月，公司计划投资江苏优嘉植保四期项目，建设产能包括8510吨/年杀虫剂、6000吨/年除草剂、6000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂项目，项目总投资为23.3亿元，项目建设期两年。公司优嘉四期一阶段产能已于2022年投产，二阶段项目于2023年11月底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目建设。优嘉四期项目预计投产后年均营业收入29.87亿元，年均利润总额4.54亿元，年均净利润总额3.86亿元，税后IRR19.13%。按照每吨吡唑醚菌酯20万元计算，预计五期（江苏优嘉植物保护有限公司年产3000吨吡唑醚菌酯及22665吨副产品扩建项目）将为公司增加营收6亿元。优嘉四期二阶段产能2024年释放和未来五期吡唑醚菌酯新增产能投产有望进一步增厚公司利润。

图表 54：优嘉四期产能

联苯菊酯	3800	优嘉一期已有生产，扩建产能
丙氟菊酯	50	扬农股份、优嘉自研
甲氧苄氟菊酯	50	扬农股份、优嘉自研
四氟甲醚菊酯	50	扬农股份、优嘉自研
右旋胺菊酯	360	优嘉二期已有生产，扩建产能
氟啶胺	1000	优嘉一期已有生产，扩建产能
羟吡酯	200	扬农股份、优嘉自研
DV 异丙酯		扬农股份、优嘉自研
己二酸异丙酯		扬农股份、优嘉自研
硝磺草酮	6000	扬农股份、优嘉自研
丙环唑	2000	中化植保园一期已有生产，扩建产能
苯醚甲环唑	3000	中化植保园一期已有生产，扩建产能
功夫菊酯	3000	中化植保园一期已有生产，扩建产能
虱螨脲	1000	扬农股份、优嘉自研
增效剂	500	
内部配套中间体	4500	
14个副产物	51925.12	

资料来源：农药资讯网，世界农化网，华鑫证券研究

图表 55：吡唑醚菌酯原药(实物 98%) 价格 (万元/吨)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 4.2、葫芦岛项目投产在即有望贡献业绩增量

2023年，扬农化工在葫芦岛经济开发区化工园区投资年产15650吨农药原药、7000吨农药中间体及66133吨副产品项目，项目总投资42.14亿元。葫芦岛一期一阶段项目2024年将调试投产，二阶段项目正快速跟进，葫芦岛项目投产运营，将进一步优化公司产品布局，形成新的效益增长点，为公司持续稳健发展奠定了坚实基础。



图表 56: 葫芦岛北方基地建设意义

北方基地建成后，公司将拥有南北两大旗舰工厂，可大幅提高企业的生产能力，进一步满足市场需求。

公司在南方和北方各有一个旗舰工厂，可以更好地覆盖全国市场，实现公司生产力南北均衡布局，提高市场占有率和竞争力。

北方基地的建设将进一步提升公司的制造能力和技术水平，推动企业不断进行技术创新和产品升级。



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

葫芦岛项目拟建设 11 条生产线，15650 吨农药原药包括：1500t/a 咪草烟、200t/a 甲氧咪草烟、100t/a 甲基咪草烟、5000t/a 烯草酮、250t/a 烯禾啶、500t/a 莎稗磷、100t/a 啶菌恶唑、500t/a 吡氟酰草胺、500t/a 多效唑、3000t/a 功夫菊酯、2500t/a 氟唑菌酰羟胺、1500t/a 双酰胺类杀虫剂。7000 吨中间体包括：2000t/a 一氯吡啶、2000t/a 环己二酮、3000t/a 三氮唑。

图表 57: 辽宁优创葫芦岛项目一期

	农药品种	计划产能(吨/年)
除草剂	咪草烟	1500
	甲氧咪草烟	200
	甲基咪草烟	100
	烯草酮	5000
	烯禾啶	250
	莎稗磷	500
	吡氟酰草胺	500
杀菌剂	啶菌恶唑	100
	氟唑菌酰羟胺	2500
	功夫菊酯	3000
杀虫剂	双酰胺类杀虫剂（四氯虫酰胺）	1500
	多效唑	500
植物生长调节剂	多效唑	500
农药中间体	一氯吡啶	2000
	环己二酮	2000
	三氮唑	3000

资料来源：农药资讯网，华鑫证券研究

### 杀虫剂

功夫菊酯：为拟除虫菊酯类杀虫剂，在菊酯类农药品种中具有重要地位，具有极强的胃毒和触杀作用，杀虫谱广，活性较高，市场广受好评。

四氯虫酰胺：属于双酰胺类杀虫剂，为鱼尼丁受体激活剂，对水稻、蔬菜等作物上的鳞翅目害虫具有优异的防效，并对非靶标生物安全。

### 除草剂

咪草烟：属咪唑啉酮类除草剂，为选择性苗前、苗后早期除草剂，通过根、茎、叶吸收，并在木质部和韧皮部传导，积累于植物分生组织内，抑制乙酰羟酸合成酶的活性，影响氨基酸合成，从而破坏蛋白质合成。适用作物为大豆，防治稗草、狗尾草、野燕麦、马唐、刺蓼、龙葵、苋菜等。

莎稗磷：为内吸传导选择型除草剂，通过植物的幼芽和地中茎吸收，抑制细胞分裂和伸长。杂草受药后新叶不易抽出，生长停止，有时脱色，最后整株枯死。适用作物为移栽稻田，防治一年生禾本科杂草和莎草，如稗草、光头稗、千金子、碎米莎草、异型莎草、飘拂草等。

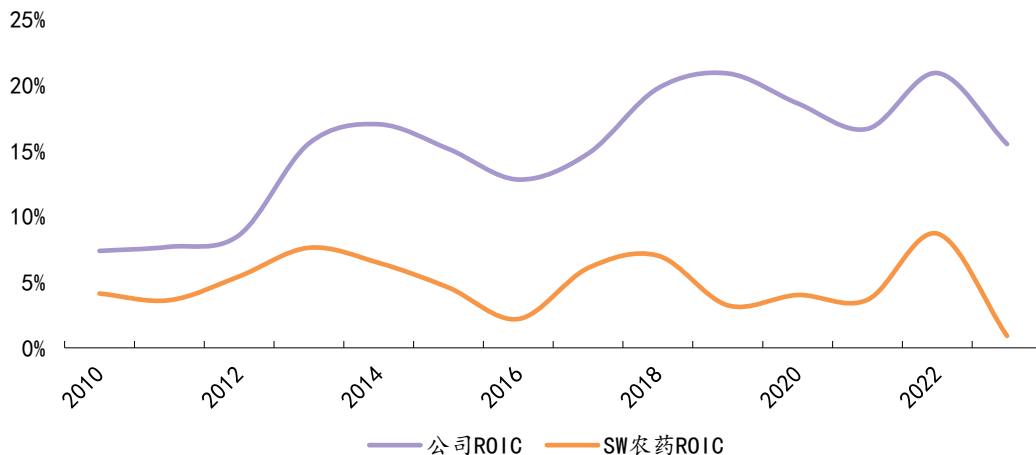
### 杀菌剂

氟唑菌酰胺：为广谱杀菌剂，用于防治小麦赤霉病、油菜菌核病等，用途广泛，是同类杀菌剂中增长最快、潜力最大的产品之一。该产品目前已在全球 50 多个国家和地区登记上市，登记作物 100 多种。是新一代琥珀酸脱氢酶抑制剂（SDHI）类杀菌剂中的重磅产品，由先正达历时 10 年、耗资 3.5 亿美元、筛选 9105 个化合物后发现，该产品于 2017 年在阿根廷上市，2020 年登陆中国市场。2021 年氟唑菌酰胺全球销售额达 3 亿美元，先正达预计其年峰值销售额将突破 10 亿美元。

啶菌噁唑：属于甾醇合成抑制剂类杀菌剂，具有保护和治疗作用，亦有良好的内吸性，对子囊菌、担子菌和半知菌引起的多种植物病害具有良好的防治效果，适用作物有番茄、黄瓜等，防治灰霉病等。

项目建成投产后，预计年均营业收入为 40.83 亿元，总投资收益率（ROI）17.16%，项目投资财务内部收益率（所得税后）15.65%。

图表 58：公司 ROIC 远高于行业均值

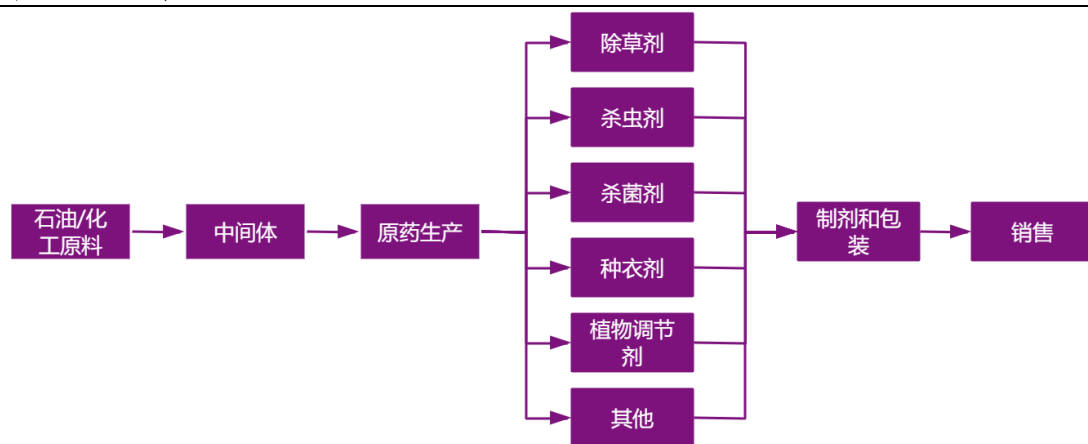


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 5、协同先正达，赋能公司长期发展

农药巨头通过创新药研发高壁垒与下游制剂环节品牌+渠道全方位打造起自身护城河。我国农药发展晚，借助全球产业转移的浪潮，承接了中游环节原药制造产能，而前端的创新药开发以及后端的制剂销售环节，由于研发进入壁垒高、全球化登记与销售网络搭建的复杂度而难以快速切入。前端与后端的高壁垒保障了全球农药巨头长期的丰厚利润，而中游原药制造环节则利润微薄，公司通过切入先正达产业链，有望借助先正达的研发优势、渠道优势、品牌优势等加快布局全产业链，提升全球竞争力。

图表 59：植保产业链

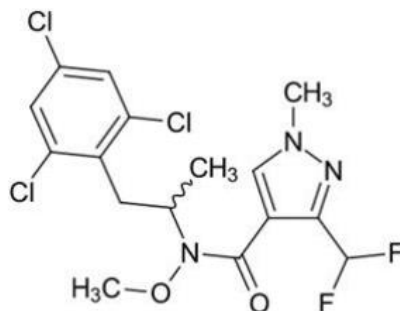


资料来源：先正达招股书，华鑫证券研究

### 技术研发协同

承接先正达专利期产品**氟唑菌酰羟胺**，实现技术协同发展。葫芦岛项目建设的 2500 吨氟唑菌酰羟胺原药产品为先正达专利期产品（专利 2029 年到期），这是先正达第一次将专利产品在中国布局，有望加速公司在农药创制领域实现跨越式发展。氟唑菌酰羟胺是先正达主营的杀菌剂之一，这种新型专利广谱杀菌剂对叶斑和白粉病具有特效，同时对葡萄孢属、菌核病和镰刀菌引起的枯萎病等难防病害具有优异的防效。该产品可用于谷类、玉米、大豆、果树、蔬菜等多种作物，是同类杀菌剂中增长最快、潜力最大的产品之一，已在包括中国、巴西、美国和加拿大在内的全球 20 多个国家与地区获得登记，先正达计划在全球市场广泛推广。先正达作为公司的控股股东，其具有的先进研发技术有望助力公司不断突破技术限制，研发更多优质产品。

图表 60：氟唑菌酰羟胺化学结构式



资料来源：世界农化网，华鑫证券研究

### 生产供应协同

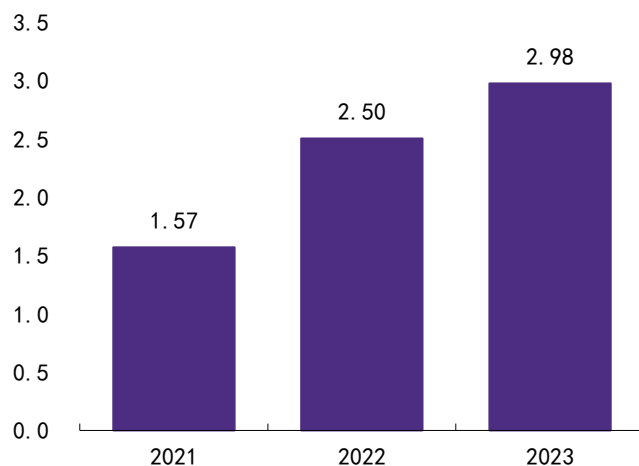
瑞士先正达和安道麦对公司提供强大的原药采购需求。先正达集团植保业务全球第一，主要依托于先正达植保、安道麦与先正达集团中国三个业务单元开展，其中中国业务单元负责植保业务的中国市场，通过将先正达植保的新化合物创制能力、安道麦的制剂复配能力和先正达集团中国的生产供应优势有机结合，形成独特的竞争优势。先正达制剂能力行业领先，先正达植保销售约 50%及安道麦销售超过 60%为制剂产品，且安道麦拥有领先的非专利化合物制剂复配能力，而公司主要经营原药业务，正好和先正达原药需求配套。此外，先正达原药采购量需求巨大而上游供应商非常分散，2022 年先正达采购原药 465.87 亿元，在植保业务原材料采购成本中占比达到 51.9%，而 2022 年先正达前五大供应商采购额仅占比 6.49%。公司被先正达收购以后，有望通过向先正达提供大量原药生产制剂塑造自身下游订单核心优势，保障需求稳定。同时，公司在原药供应上为瑞士先正达和安道麦提供有力保障，显著增加其获取高质量原材料和中间体的渠道，有效防范市场变化所带来的供应风险，继而实现整个集团的协同发展。

图表 61：先正达业务单元及业务构成

业务种类 / 业务单元	先正达植保	先正达种子	先正达集团中国	安道麦
植保业务	√		√	√
种子业务		√	√	
作物营养业务			√	
现代农业服务			-	

资料来源：先正达招股书，华鑫证券研究

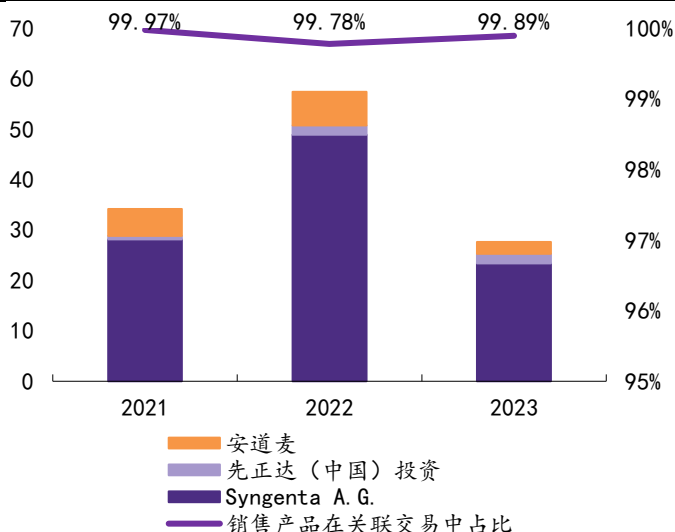
图表 62：与先正达集团的关联交易：采购产品、接受服务（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

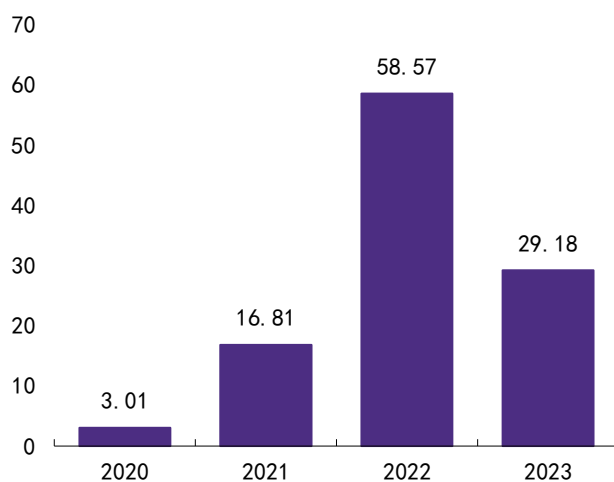
关联交易大幅增长，公司供应先正达原药优势显现。自 2021 年公司被先正达收购以来，公司和先正达集团的关联交易显著增长，业务往来更加密切。一方面，公司从先正达集团采购商品和获取劳务的业务规模稳步增长，持续获得先正达必要的产品和服务支持。另一方面，公司向先正达销售商品和提供服务的金额远高于采购商品和获取劳务的金额，主要原因在于公司向 Syngenta A.G.（先正达瑞士）和安道麦销售了大量产品，其中 2021-2023 年公司向 Syngenta A.G. 销售产品的金额分别达到 28.13/48.86/23.36 亿元，向安道麦销售产品金额分别达到 5.34/6.68/2.35 亿元。

图表 63：与先正达集团的关联交易：销售产品、提供服务（亿元，分别按主要业务单元和关联交易种类划分）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 64：公司向先正达集团销售商品金额（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 营销渠道协同

**共享全球销售网络，渠道优势明显。**先正达的植保业务在全球各主要市场均设有营销网络体系，并配备专职销售团队为客户提供专业技术服务、产品推广和市场支持。先正达下属公司向公司开放其销售渠道加快终端销售：（1）瑞士先正达向公司分享其全球的销售渠道，提升公司相关产品在国际市场的竞争力；（2）公司独家授权先正达亚太及其属地公司代理公司印度、菲律宾、泰国三国的销售业务。先正达亚太及其属地公司将向作物海外和中化农化采购农药产品，向作物海外及其属地公司支付许可费和服务费。合作协议规定先正达亚太及其属地公司第 1 年支付的许可费、服务费金额合计为 169 万美元（税前），以后每年在上一年基础上增加 4%。合作期限第一期为五年，自 2022 年 1 月 1 日起执行。五年到期后如双方均无异议，有效期每年可自动延续一年。由此可见，先正达完善和广泛的营销体系将在长期内为公司的国际客户开拓和终端销售增长赋能。

## 6、盈利预测及评级

### 主要假设：

**产品价格：**杀虫剂：粮食价格高位运行，对于农药需求较强。公司的菊酯类产品具有低毒高效的特点，且市场规模靠前，刚需属性强；公司具有一体化生产的成本优势，将长期具备盈利韧性；未来反倾销调查最终裁定倾销成立，相关产品价格获得更强支撑。除草剂：全球转基因种植面积平稳增长，转基因作物的推广仍将推动麦草畏和草甘膦的使用。随着草甘膦等产品库存回落，价格有望触底回升。农药制剂：公司积极布局农药制剂，未来公司有望提升制剂业务研发效率，结合自身原药推出更多制剂产品。

**产能投放：**葫芦岛一期项目、优嘉五期项目等均按预期进度投产。



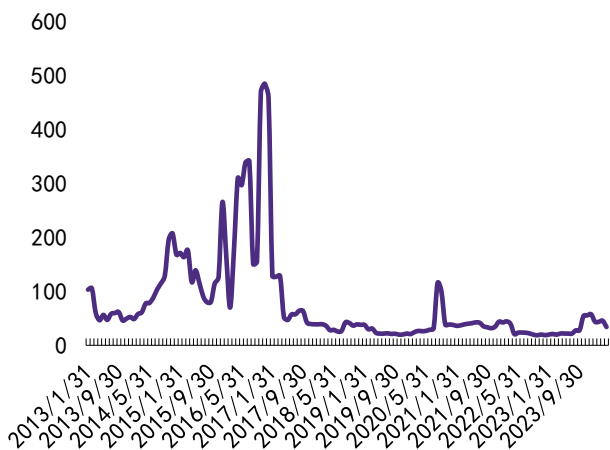
图表 65: 公司盈利预测

预测指标		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (亿元)	115	130	151	176
	YOY	-23.82%	13.27%	15.91%	16.46%
	成本 (亿元)	85	98	113	132
	毛利率	0.26	0.25	0.25	0.25
原药	收入 (亿元)	74	82	92	103
	YOY	-22.19%	10.37%	12.88%	11.96%
	成本 (亿元)	52	56	63	67
	毛利率	0.30	0.31	0.32	0.35
贸易	收入 (亿元)	22	27	33	42
	YOY	-49.07%	21.40%	22.22%	25.76%
	成本 (亿元)	20	24	30	37
	毛利率	0.10	0.10	0.10	0.10
制剂	收入 (亿元)	17	19	23	28
	YOY	-1.18%	13.37%	21.05%	21.74%
	成本 (亿元)	12	13	15	19
	毛利率	0.27	0.30	0.33	0.33
其他	收入 (亿元)	2	3	3	3
	YOY	-24.81%	29.38%	7.17%	11.52%
	成本 (亿元)	2	2	2	2
	毛利率	0.16	0.17	0.17	0.17

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

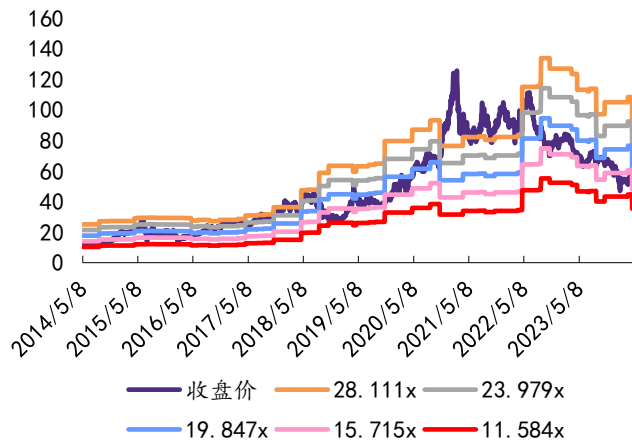
考虑到公司一体化优势明显并积极扩张, 粮食安全背景下农药需求的持续增长以及供给格局重塑将带动农药价格逐步回升, 公司作为国内拟除虫菊酯龙头主业有望充分受益。预测公司 2024-2026 年收入分别为 130.2、151、175.8 亿元, EPS 分别为 4.12、4.86、5.68 元, 当前股价对应 PE 分别为 12.8、10.8、9.3 倍, 维持“买入”投资评级。

图表 66: SW 农药板块市盈率(TTM, 算术平均法)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 67: 扬农化工 PE band



资料来源: WIND, 华鑫证券研究



## 7、风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；大股东单一销售占比较大的风险；下游需求不及预期的风险。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>11,478</b>	<b>13,020</b>	<b>15,100</b>	<b>17,580</b>
现金及现金等价物	1,763	2,878	4,045	5,342	营业成本	8,539	9,791	11,325	13,185
应收款	2,579	2,925	3,392	3,949	营业税金及附加	47	54	62	73
存货	1,590	1,833	2,120	2,468	销售费用	230	261	302	352
其他流动资产	3,144	3,566	4,136	4,815	管理费用	517	587	681	792
流动资产合计	9,075	11,202	13,693	16,574	财务费用	-58	-66	-99	-135
<b>非流动资产：</b>					研发费用	418	474	550	640
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,107	1,256	1,434	1,650
固定资产	4,106	4,550	4,534	4,346	资产减值损失	-24	-24	-24	-24
在建工程	1,196	478	191	77	公允价值变动	3	3	3	3
无形资产	641	609	577	547	投资收益	-15	-15	-15	-15
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,869</b>	<b>2,000</b>	<b>2,359</b>	<b>2,753</b>
其他非流动资产	685	685	685	685	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	6,628	6,323	5,987	5,654	减：营业外支出	5	5	5	5
资产总计	15,703	17,525	19,681	22,229	<b>利润总额</b>	<b>1,866</b>	<b>1,997</b>	<b>2,356</b>	<b>2,750</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	300	321	379	442
短期借款	361	361	361	361	<b>净利润</b>	<b>1,566</b>	<b>1,676</b>	<b>1,977</b>	<b>2,308</b>
应付账款、票据	3,708	4,275	4,945	5,757	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	1,408	1,408	1,408	1,408	<b>归母净利润</b>	<b>1,565</b>	<b>1,675</b>	<b>1,976</b>	<b>2,306</b>
流动负债合计	5,744	6,347	7,066	7,935					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	3	3	3	3	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	278	278	278	278	营业收入增长率	-27.4%	13.4%	16.0%	16.4%
非流动负债合计	281	281	281	281	归母净利润增长率	-12.8%	7.0%	18.0%	16.7%
负债合计	6,026	6,629	7,347	8,217	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	25.6%	24.8%	25.0%	25.0%
股本	406	406	406	406	四项费用/营收	9.6%	9.6%	9.5%	9.4%
股东权益	9,677	10,896	12,334	14,012	净利率	13.6%	12.9%	13.1%	13.1%
负债和所有者权益	15,703	17,525	19,681	22,229	ROE	16.2%	15.4%	16.0%	16.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>				
净利润	1566	1676	1977	2308	资产负债率	38.4%	37.8%	37.3%	37.0%
少数股东权益	1	1	1	2	<b>营运能力</b>				
折旧摊销	755	306	334	331	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
公允价值变动	3	3	3	3	应收账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
营运资金变动	69	-409	-606	-715	存货周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
经营活动现金净流量	2395	1577	1710	1930	<b>每股数据(元/股)</b>				
投资活动现金净流量	-3545	274	303	302	EPS	3.85	4.12	4.86	5.68
筹资活动现金净流量	2266	-457	-540	-630	P/E	13.7	12.8	10.8	9.3
现金流量净额	1,115	1,394	1,474	1,602	P/S	1.9	1.6	1.4	1.2
					P/B	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。