

系列报告之二：原药为基， 两化添翼

扬农化工 (600486)

从优嘉三期、四期项目看公司原药业务未来成长之路

复盘公司历史，公司历来是依靠原药业务的坚实发展维持公司经营体量和市值的快速增长。如今，优嘉三期逐步进入高负荷生产状态、优嘉四期项目规划稳步推进，未来几年中三期、四期有望接力投产，逐年抬升公司营收和业绩中枢，推动公司新一轮内生增长。

优嘉三期、四期项目以菊酯杀虫剂为核心，其中大部分产品均为新品种，且仍然保持全部技术路线自有，保留后期延展新产品和改良技术工艺的空间。此外，优嘉三期项目新增/扩建配套核心中间体菊酸甲酯、DV 酰氯、醚醛、贲亭酸甲酯，对压低生产成本和保障稳定供应有重要意义。我们认为在行业供给端扩能，对菊酯价格中枢形成压制的背景下，公司凭借上述优势仍有望维持其在菊酯类原药的领先身位，获取长期超额收益。

两化融合，先正达集团助力公司向综合性农药龙头迈进

6 月，由中化农业、先正达、安道麦等公司组建而成的先正达集团中国正式宣布成立。新成立的先正达集团将成为中国最大的植保产品供应商和综合服务提供商。从业务领域来看，收购中化作物成为公司提供向制剂领域拓展的关键机遇、农研公司开拓公司在创制药领域布局，先正达集团有望持续助力公司向综合性农药龙头迈进。

从渠道来看，公司有望与先正达集团建立更紧密的原药供应关系；此外中化作物在全国多地海外销售子公司，有望持续助力公司后续制剂业务海外渠道拓展。

盈利预测和投资建议

当前时点，我们仍然重点推荐扬农化工，主要原因包括：1、公司作为行业龙头有望借内生外延持续走出独立成长路径；2、公司菊酯、麦草畏价格位于底部区间，改善预期强烈；3、全球植保市场有望越过复苏拐点。

我们维持公司 2020、2021、2022 年归母净利润预测分别为 11.78、15.82、19.01 亿元，对应 PE 30X、23X、19X，维持买入评级。

风险提示

资本开支或产能扩建不及预期；相关产品产能扩张过快或市场需求萎缩

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执业编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2020 年 11 月 26 日

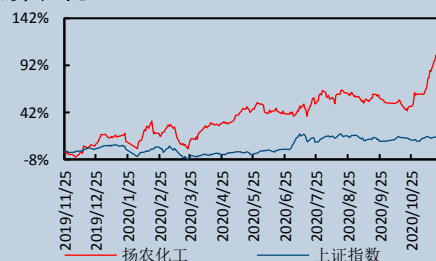
当前股价：119.6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	40.13/35.96	27.29/26.29	108.84/90.5
12 月最高/最低价 (元)			123.66/54.1
总股本 (万股)			30,989.89
流通 A 股 (万股)			30,989.89
总市值 (亿元)			370.64
流通市值 (亿元)			370.64
近 3 月日均成交量 (万股)			316.76
主要股东			
江苏扬农化工集团有限公司			36.17%

股价表现



相关研究报告

- 20.10.26 【中信建投化学制品】扬农化工 (600486):淡季业绩短期承压,产品价格与优嘉三、四期有望接力成长
- 20.08.24 【中信建投化学制品】扬农化工 (600486):以量保价业绩微降,优嘉三期投产在即
- 20.04.28 【中信建投化学制品】扬农化工 (600486):原药产能一体化发力 Q1 业绩超

目录

从优嘉三期、四期项目看公司原药业务未来成长之路.....	1
三期四期接力，驱动全新增长	1
坚持自有工艺，产品高速迭代	5
加强原料自给，构筑竞争壁垒	9
两化融合，先正达集团助力公司向综合性农药龙头迈进.....	11
整合以中化作物为代表的优质资产，发力制剂与原研药.....	12
后续有望探索多种合作渠道，有效扩展产品销售渠道.....	13
盈利预测和投资建议	14
风险提示	16

图表目录

图 1: 公司固定资产及在建工程（上图，亿元）与市值（下图，亿元）复盘对比.....	2
图 2: 优嘉每一期项目所对应的新增菊酯类产品（万元/吨）	5
图 3: 行业主要企业累计取得的菊酯类杀虫剂原药登记证书数量.....	6
图 4: 卫生菊酯下游需求结构	7
图 5: 中国家用杀虫剂（气雾剂、蚊香等）销售额（亿元）	7
图 6: 贲亭酸甲酯和菊酯价格（万元/吨）	10
图 7: 草铵膦价格（万元/吨）	11
图 8: 公司股权结构（2020 年 5 月）	12
图 9: 中化作物业务分拆	13
图 10: 中化作物股权结构	13
图 11: 公司部分产品价格走势其一（万元/吨）	14
图 12: 公司部分产品价格走势其二（万元/吨）	14
图 13: 公司部分产品价格走势其三（万元/吨）	14
图 14: 全球作物保护市场规模合计（亿元）	15
表 1: 优嘉四期项目（中化植保产业园二期项目）厘清.....	3
表 2: 优嘉各期项目产能对照（吨/年，不包含中间体和副产物）	3
表 3: 优嘉各期项目投资额及建设完成时点.....	5
表 4: 优嘉三期、四期项目大单品及中型单品.....	6
表 5: 公司三期、四期项目部分小单品情况.....	7
表 6: 优嘉三期项目技术来源	8
表 7: 优嘉四期项目技术来源	8
表 8: 菊酯杀虫剂关键配套中间体	9
表 9: 贲亭酸甲酯物料平衡	9
表 10: 公司目前主要制剂产能分布	12
表 11: 预测和比率	15

从优嘉三期、四期项目看公司原药业务未来成长之路

三期四期接力，驱动全新增长

历史上，公司多次做出在关键时点做出战略选择，驱动公司维持中高速增长，且均与公司原药项目资本开支有关。

第一轮原药项目，为优士化学一期、二期项目，投资 9 亿元，于 2008 年左右投产，项目分为两大主要产品菊酯（二溴菊酯、秀氯菊酯、功夫菊酯及配套中间体）和草甘膦。前者确立了公司在菊酯领域的布局方向以及坚持自主研发和一体化布局的优秀传统；后者则是顺应国内除草剂走向海外市场大势。

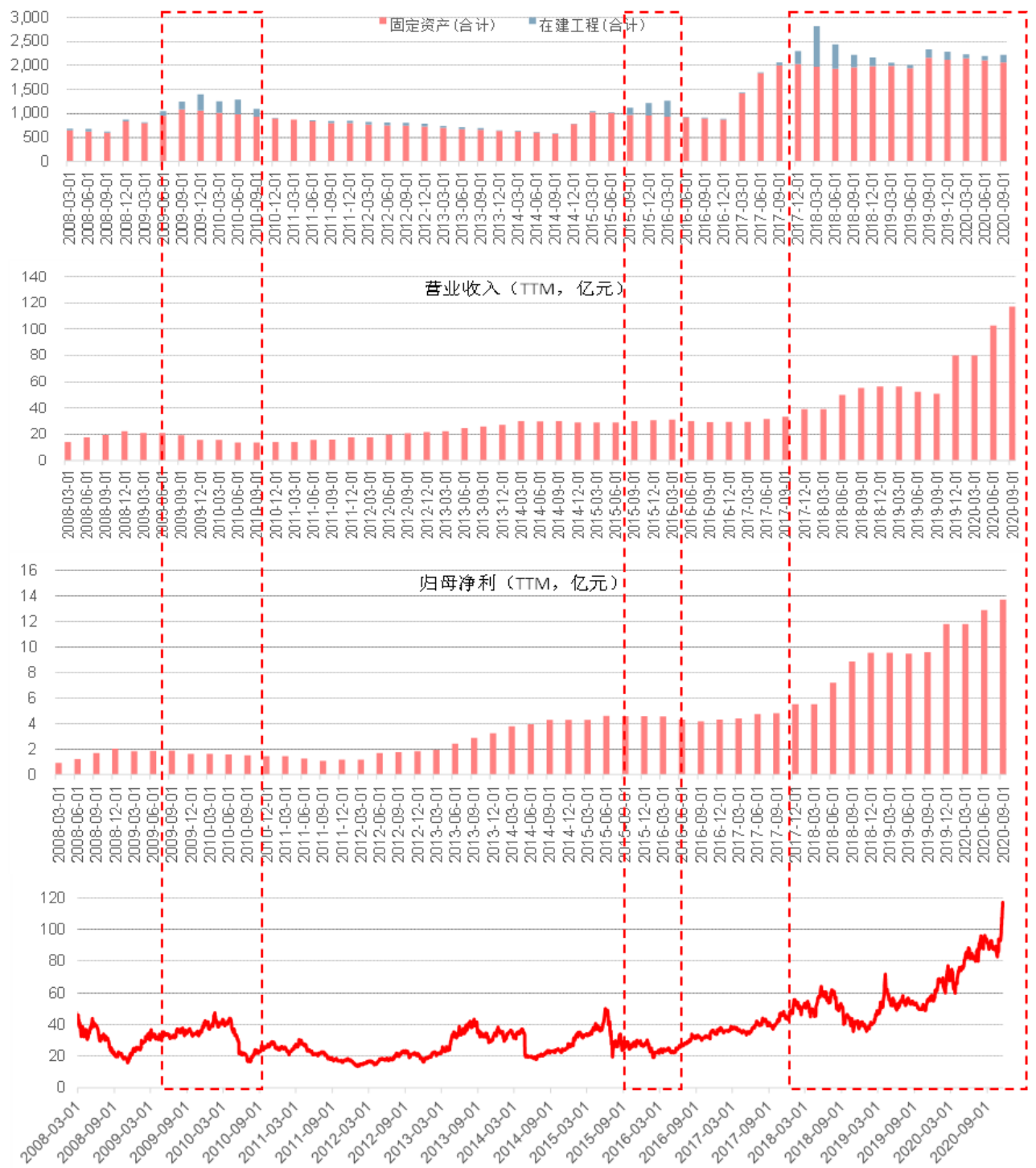
第二轮原药项目，为南通优嘉一二期，一二期完成合计 2 万吨麦草畏项目建设，成为公司在除草剂领域另一大布局方向；同时开始迈向精细化工做细做精菊酯多元化产品，并建成合计超过 3000 吨卫生菊酯，在卫生菊酯领域同样确立领先地位。

第三轮项目，即布局优嘉三、四期，三期四期项目分别在 2018、2019 年披露完整项目建设方案，属于**如今，公司优嘉三期、四期项目承接公司原药板块的扩建升级，三四期接力投产，有望成为驱动公司未来 3-5 年成长的最主要力量——**

当前优嘉三期进入试生产调试已有 3 个月，逐步进入高负荷运行，开始贡献业绩增量。8 月初，官方渠道宣布优嘉三期项目已进入试生产调试阶段。目前已三月有余，公司历来以接近 100%符合进行新项目试生产调试阶段，可以推测三期项目已逐步进入高负荷运行状态。

优嘉四期方面目前已获得环评受理。2018 年 10 月 13 日，扬农化工发布公司公告，其控股子公司优嘉公司计划投资一批重大项目，包括 3,800 吨/年联苯菊酯、1,000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羟哌酯农药，项目报批总投资估算值为 43,027 万元，项目建设期暂定为 2 年。因为是在优嘉公司三期项目后的规划项目，当时被称为是优嘉四期项目。2020 年 4 月 28 日，扬农化工发布公司公告，其控股子公司优嘉公司计划投资一批重大项目，包括 8,510 吨/年杀虫剂、6,000 吨/年除草剂、6,000 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。该项目实际上是公司优嘉四期规划项目（或称中化植保产业园二期项目）的完整版，如下表，第二次公布的项目基本完全包含了第一次公布的产能扩建规划。

图 1：公司固定资产及在建工程（上图，亿元）与市值（下图，亿元）复盘对比



资料来源：Wind，中信建投

表 1：优嘉四期项目（中化植保产业园二期项目）厘清

种类	产品	第一批宣布的四期项目（吨/年）	第二批宣布的四期项目（吨/年）
杀虫剂/杀螨剂	联苯菊酯	3800	3800
	卫生菊酯	120	
	功夫菊酯		3000
	丙氟菊酯		50
	甲氧苄氟菊酯		50
	四氟甲醚菊酯		50
	右旋胺菊酯		360
	拟除虫菊酯合计	3920	7310
	虱螨脲		1000
	羟哌酯		200
	合计	3920	8510
杀菌剂	苯醚甲环唑		3000
	丙环唑		2000
	氟啶胺	1000	1000
	合计	1000	6000
除草剂	硝磺草酮		6000
	合计		6000
增效剂	合计		500
配套中间体	合计		4500
副产物	合计		51925
合计		5000	5000

数据来源：相关环评文件，中信建投

表 2：优嘉各期项目产能对照（吨/年，不包含中间体和副产物）

类型	产品	一期	二期	三期	四期
杀虫剂-农用菊酯	氯氟醚菊酯		250		
	氯稀炔菊酯		50		
	右旋反式氯丙炔菊酯		50		
	氯菊酯		300		
	氟硅菊酯		50		
	四氟苯菊酯		100		
	右旋稀丙菊酯		700		
	Es-生物稀丙菊酯		180		
	右旋反式稀丙菊酯		100		
	S-生物稀丙菊酯		10		
	生物稀丙菊酯		10		
	炔丙菊酯		150		
	富右旋反式炔丙菊酯		50		

	胺菊酯		100	
	右旋胺菊酯		200	360
	右旋苯醚菊酯		100	
	右旋烯炔菊酯		100	
	炔咪菊酯		100	
	氯氟菊酯（原油）			700
	氯氟菊酯（原粉）			100
	高效氯氟菊酯（苯油）			4000
	功夫菊酯		2500	3000
	四氟醚菊酯		20	
	四溴菊酯		20	
	溴氰菊酯原粉		50	
	苯氰菊酯		100	
	百树菊酯		100	
	氯氟苯菊酯		30	
	氟丙菊酯		5	
	丙氟菊酯			50
杀虫剂-卫生菊酯	联苯菊酯	800		3800
	甲氧苄氟菊酯			50
	四氟甲醚菊酯			50
杀虫剂-其他	氟啶胺	600		
	避蚊胺		50.4	
	噁虫酮			50
	虱螨脲			1000
	羟哌酯			200
除草剂	麦草畏		20000	
	高效盖草能			500
	硝磺草酮			6000
增效剂/调节剂	抗倒酯		300	
	噻苯隆			200
杀菌剂	吡唑醚菌酯		1000	
	丙环唑			2000
	氟啶脲			200
	苯醚甲环唑			1000

数据来源：各期项目环评，中信建投

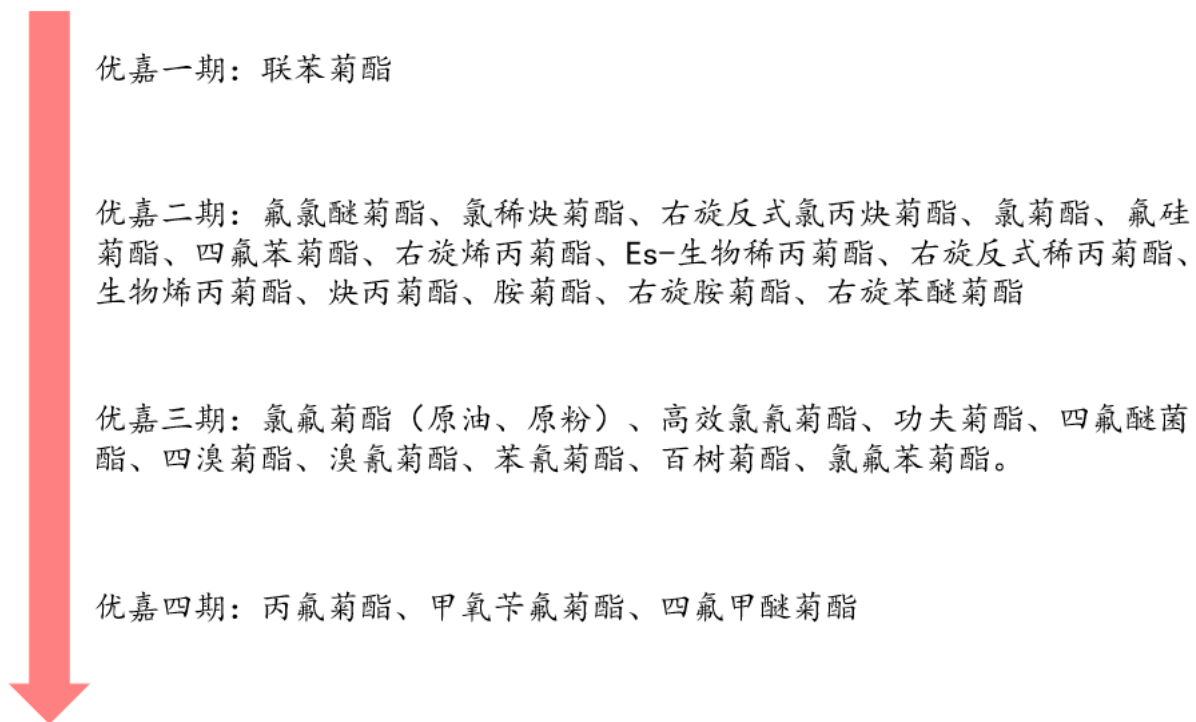
表 3：优嘉各期项目投资额及建设完成时点

项目	项目总投资（亿元）	新增菊酯杀虫剂产能（吨/年）	开始建设时间	建成投产时间
优嘉一期	6	800	2006	2008
优嘉二期	20	2600	2014	2015
优嘉三期	21	10825	2018	2020
优嘉四期	23	7310		

数据来源：各期项目环评，中信建投

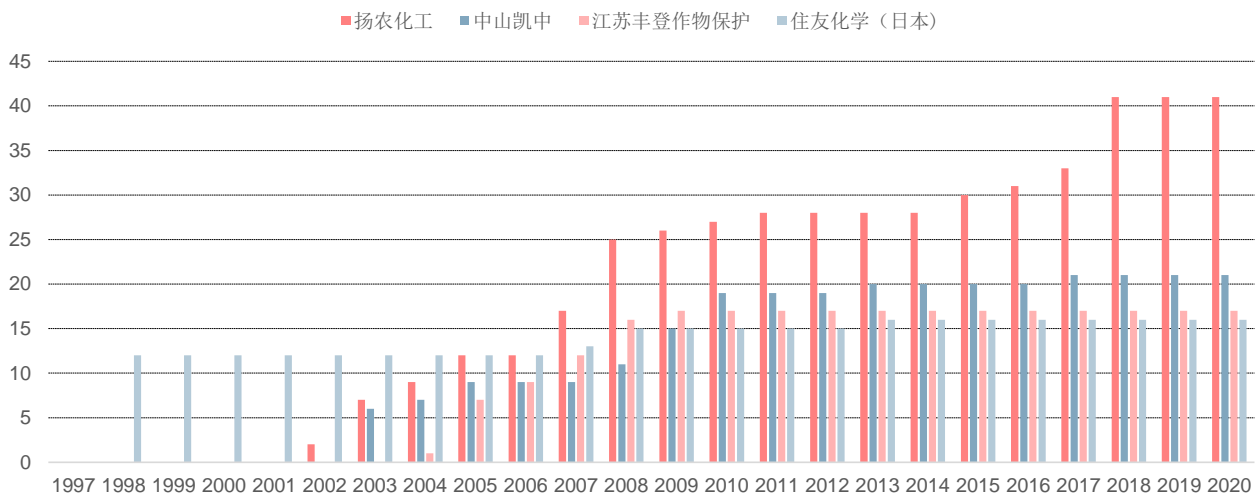
坚持自有工艺，产品高速迭代

从三期、四期产品明细来看，很明显看到除了均以菊酯为核心外，大多数产能扩建集中在新型菊酯产品。事实上，优嘉一至四期项目始终保持以新类别为核心的产能扩展，如下图，优嘉三期新产品聚焦氯氟菊酯原油、氯氟菊酯原粉、高效氯氟菊酯、功夫菊酯等此前没有的新菊酯产品；优嘉四期除功夫菊酯外，又扩展甲氧苄氟菊酯、四氟甲醚菊酯等新型卫生菊酯产品，继续推进公司产品结构迭代。

图 2：优嘉每一期项目所对应的新增菊酯类产品（万元/吨）


资料来源：中农立华，中信建投

实际上，从登记证数量看，扬农在菊酯领域技术储备在十余年前完成反超，且近年来领先优势越来越大。下图中我们梳理了各主要企业近年来累计取得菊酯类杀虫剂原药登记证书数量，可以看到起初我国内地只有住友化学作为老牌菊酯研发、生产领先企业有菊酯类杀虫剂产品登记，而 2002 年起扬农化工凭借自主研发快速反超，2007 年完成反超，且登记证数量至今仍维持第一。且 2018 年，扬农化工一次性完成 8 种菊酯原药的登记，目前累计登记种类已达到 41 种，在行业内一骑绝尘，领域优势愈发明显。

图 3：行业主要企业累计取得的菊酯类杀虫剂原药登记证书数量


资料来源：中国农药信息网，中信建投

大单品方面，三期、四期项目扩建菊酯杀虫剂三大核心产品；除草剂、杀菌剂以新扩成熟产品为主。从全球市场来看，菊酯杀虫剂三大最主流产品功夫菊酯、氯氰菊酯、联苯菊酯。扬农在这三大产品有比较丰厚的技术储备，其中功夫菊酯（即高效氯氟氰菊酯）、联苯菊酯均为公司目前已有产品（分别在优士化学一二期项目、优嘉四期有布局）。

而在除草剂、杀菌剂、杀螨剂领域，可以看到公司三期、四期项目主要产能均集中在近年市场需求向好、技术工艺较为成熟的大单品方面，包括硝磺草酮、苯醚甲环唑、丙环唑、虱螨脲。其中苯醚甲环唑、丙环唑产品市场较为成熟，主要是承接集团退出的产能。硝磺草酮（在全球范围内替代磺草酮）和虱螨脲则属于近年来市场需求较好的单品。

表 4：优嘉三期、四期项目大单品及中型单品

产品名称	对应项目	全球市场销售额（亿美元）
功夫菊酯（高效氯氟氰菊酯）	优士化学项目、优嘉三期、优嘉四期	6.08
氯氰菊酯（原油、原粉）	优嘉三期	4.65
联苯菊酯	优嘉一期、优嘉四期	2.48
硝磺草酮	优嘉四期	7.8
苯醚甲环唑	优嘉三期、优嘉四期	3.3
丙环唑	优嘉三期、优嘉四期	3.85
虱螨脲	优嘉三期	2.05

数据来源：各期项目环评，农药信息网等，中信建投（备注：全球市场销售额为约数）

小单品方面，公司是国内菊酯新单品研发先锋。公司菊酯小单品集中于菊酯杀虫剂，并且如下表，主要的新单品基本都是扬农化工自主研发、国内仅有极少数或仅有扬农化工有注册登记。特别是公司收购宝叶化工之后进一步减少了行业内潜在的竞争对手（宝叶同样是国内菊酯领域技术储备较丰厚的企业，如四氧醚聚酯国内原本有扬农、宝叶两家有登记）。

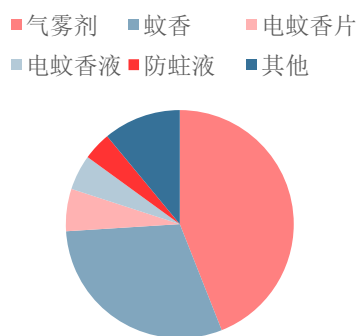
表 5：公司三期、四期项目部分小单品情况

产品名称	国内现有登记证数量（如为 1 代表仅有扬农有登记）
四氟醚菊酯	1
四溴菊酯	1
溴氰菊酯	10
苯氰菊酯	1
氟丙菊酯	2
氯氟苯菊酯	1
甲氧苄氟菊酯	2
四氟甲醚菊酯	2
噁虫酮	1
避蚊胺	7

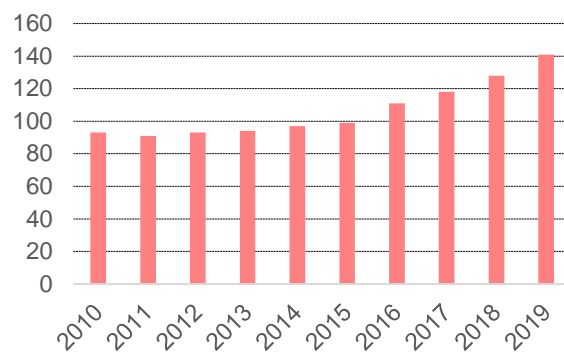
数据来源：各期项目环评，农药信息网等，中信建投（备注：全球市场销售额为约数）

四期项目抢占卫生菊酯新高地。优嘉四期项目中，在全部拟除虫聚酯产品，卫生菊酯占比明显提升，包括 3800 吨联苯菊酯、50 吨甲氧苄氟菊酯、50 吨四氟甲醚菊酯。其中联苯菊酯为最主要的卫生菊酯产品，甲氧苄氟菊酯、四氟甲醚菊酯则为新品。无论从全球和国内来看，伴随人们生活品质和对环境清洁、景观植物要求逐步提高，卫生消杀用杀虫剂增速明显快于农用。也因此。公司四期项目在卫生菊酯的重点布局契合市场需求方向，有望抢占新高地。

此外，实际上新杀虫剂单品噁虫酮同样也为卫生用杀虫剂产品，主要应对已对菊酯产生抗性的害虫，并可与公司菊酯类产品复配增强其适用性、延长其生命周期。

图 4：卫生菊酯下游需求结构


资料来源：中农立华，中信建投

图 5：中国家用杀虫剂（气雾剂、蚊香等）销售额（亿元）


资料来源：中农立华，中信建投

同时，从公司三期、四期项目看，主要产品基本均实现技术自有——部分产品技术来源于集团，部分产品技术来源优士化学，其余主要均来自于前期自研工艺技术投入工业化生产。

表 6：优嘉三期项目技术来源

产品	技术来源
氯氰菊酯原油	
高效氯氰菊酯苯油	
功夫菊酯原粉	
菊酸甲酯	
噁虫酮	
噻苯隆	优士化学
四氟醚菊酯	
四溴菊酯	
DV 酰氯	
溴氰菊酯	
氟丙菊酯	
高效氯氰菊酯原粉	
高效氯氰菊酯原粉	
右旋苯醚氧菊酯	扬农化工
氯氟苯菊酯	
丙环唑	
氯代苯乙酮	
氟啶脲	扬农集团
高效盖草能	
苯醚甲环唑	

数据来源：各期项目环评，中信建投

表 7：优嘉四期项目技术来源

产品	技术来源
联苯菊酯	一期现有产能
氟啶胺	
右旋胺菊酯	二期已有产能
丙环唑	
苯醚甲环唑	三期已有产能
功夫菊酯	
四氟醚菊酯	
四溴菊酯	
DV 酰氯	扬农股份、优嘉自研
溴氰菊酯	
氟丙菊酯	

氯代苯乙酮

氟啶脲

高效盖草能

苯醚甲环唑

数据来源：各期项目环评，中信建投

自有技术工艺对原药企业而言意义重大：**1、保留持续根据市场需求研发新产品能力：**持续的产品研发创新能力对应适应市场新需求是必要的，从历史上看，各类农化新产品或技术工艺一旦在国内取得技术突破，技术扩散难以避免，大量新上产能可能让原本优质细分赛道变得拥挤，扎实的产品研发和产品登记储备是公司转换产品结构的必需；**2、保留后续工艺改良、压降成本的空间：**对于已经存在一定烈度竞争的产品，自有工艺赋予公司潜在的工艺优化空间，起到压降成本或提高工艺稳定性和收率的作用。举例而言，近年来伴随行业产能扩张，草铵膦市场竞争愈发激烈，而利尔化学凭借对草铵膦的工艺革新，有望大幅压低草铵膦完全成本，在行业内备受关注。

加强原料自给，构筑竞争壁垒

三期项目拟大幅补充公司菊酯中间体配套，特别是**贲亭酸甲酯**。贲亭酸甲酯是菊酯生产的核心中间体。原计划由优嘉一期集中配套，实际建成 1500 吨，而后续 3500 吨则随三期项目扩建。5000 吨贲亭酸甲酯全部建成后，将覆盖公司一至三期几乎全部联苯菊酯、右旋反式氯丙炔菊酯、氯菊酯、氯氟醚菊酯等产品所需的贲亭酸甲酯。

除此之外，三期项目还预计增加配套菊酸甲酯、DV 酰氯、醚醛（含苯醚醛、氟醚醛）配套，均为菊酯上游核心中间体，进一步增强公司中间体自给。

表 8：菊酯杀虫剂关键配套中间体

装置	合计配套产能	对应产品
贲亭酸甲酯	5000（一期、三期）	联苯菊酯、右旋反式氯丙炔菊酯、氯菊酯、氯氟醚菊酯、四氯苯菊酯、氯稀炔菊酯、氯氰菊酯原油、氯氰菊酯原粉、百树菊酯
醚醛（苯醚醛、氟醚醛）	2259, 72	功夫菊酯等
菊酸甲酯	2000（三期）	烯丙菊酯、丙炔聚酯、苜蓿菊酯、胺菊酯、甲醚菊酯、炔咪菊酯、苯醚菊酯等
DV 酰氯	1200（三期）	氯菊酯、氯氰菊酯、高效氯氰菊酯、戊烯氯菊酯、氯氰菊酯原油、氯氰菊酯原粉、百树菊酯等

数据来源：各期项目环评，中信建投

表 9：贲亭酸甲酯物料平衡

装置	生产（吨/年）	消耗（吨/年）
贲亭酸甲酯装置合计	5000	
一期-联苯菊酯		81.7
二期-右旋反式氯丙炔菊酯		185.2
二期-氯菊酯		292.4
二期-氯氟醚菊酯		203.7

请参阅最后一页的重要声明

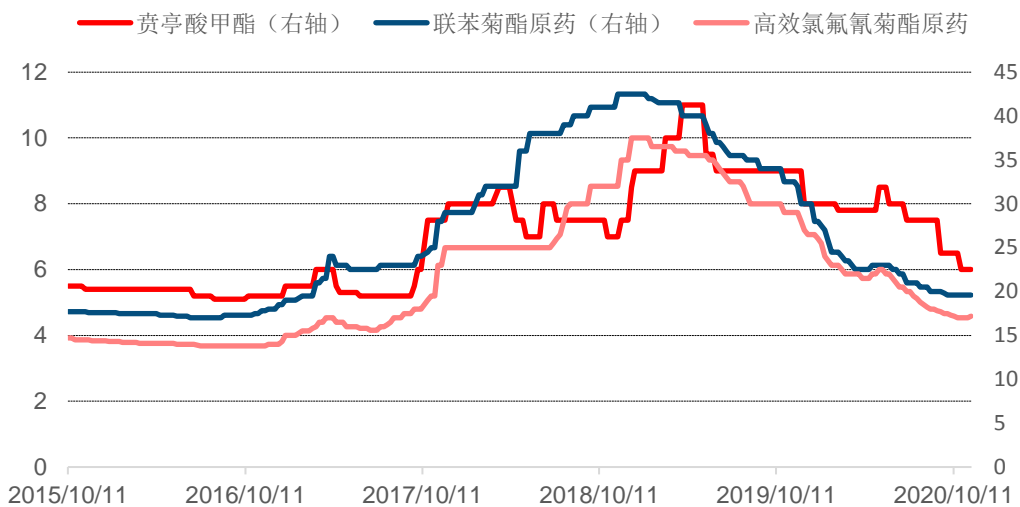
二期-四氯苯菊酯		87.2
三期-功夫菊酯		1356.8
三期-氯氰菊酯原油		291.1
三期-氯氰菊酯原粉、苯油		562.6
三期-百树菊酯		47
合计	5000	5000

数据来源：各期项目环评，中信建投

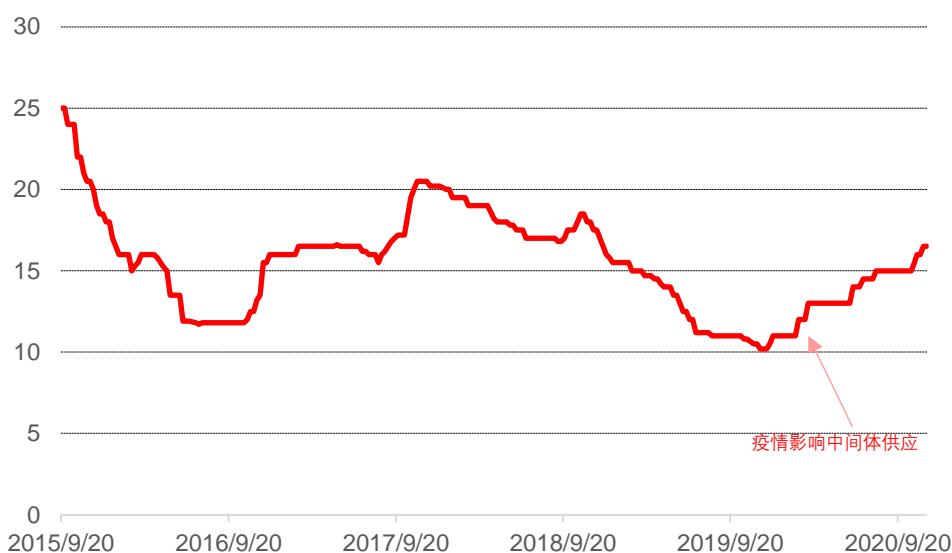
区别于大宗化学品，对农药企业而言，中间体自给不但意味着压低成本，更在于保障稳定供应。近年来农药市场不乏核心中间体左右对应品种价格走向的情况：以菊酯为例，18 年末到 20 年初，由于核心中间体**贲亭酸甲酯**的供应出现问题（环保导致部分供应商关停），成为下游菊酯（以及贲亭酸甲酯）价格飙升的主要原因，菊酯类产品价格普遍达到 30 万元/吨以上的历史峰值。彼时，菊酯生产企业中几乎只有自供贲亭酸甲酯的扬农可以实现稳定生产，并得以获取高额利润。

又如今年，由于疫情冲击，湖北地区草铵膦的含磷中间体（甲基二膦酸二乙酯）出现供应缩减，并持续至今。草铵膦价格自春节后一路攀升至高点，并在近期再度开始涨价。

图 6：贲亭酸甲酯和菊酯价格（万元/吨）



资料来源：中农立华，中信建投

图 7：草铵膦价格（万元/吨）


资料来源：中农立华，中信建投

两化融合，先正达集团助力公司向综合性农药龙头迈进

“两化”融合进行时，致力于联手打造农化巨头先正达集团，扬农化工有望持续获得集团优质资源倾斜。2020 年 1 月，中国化工集团拟将其持有的先正达股份公司 100% 的股份划转至先正达集团；同时，先正达集团也拟受让中国中化集团下属农业板块的主要资产。此举旨在进一步深化国企改革、优化资源配置，这也是两化进一步加强合作的重要举措。两化目前持续整合其农用资产，欲将先正达集团打造成集种子、农药、化肥于一体的农业生产服务平台。2020 年 1 月 5 日，扬农集团的股东中化集团、中化浙江化工分别与先正达集团签订《股权划转协议》，中化集团将其持有的扬农集团 0.04% 的国有股权、中化浙江化工将其持有的扬农集团 39.84% 的国有股权无偿划转至先正达集团。截至 2020 年 5 月，中国化工集团通过其全资子公司中国化工农化集团持有先正达集团 99% 的股权，并间接持有扬农化工集团 39.88% 的股权；中国中化集团则通过其控股子公司中化国际间接持有扬农化工集团 21.28% 的股权。

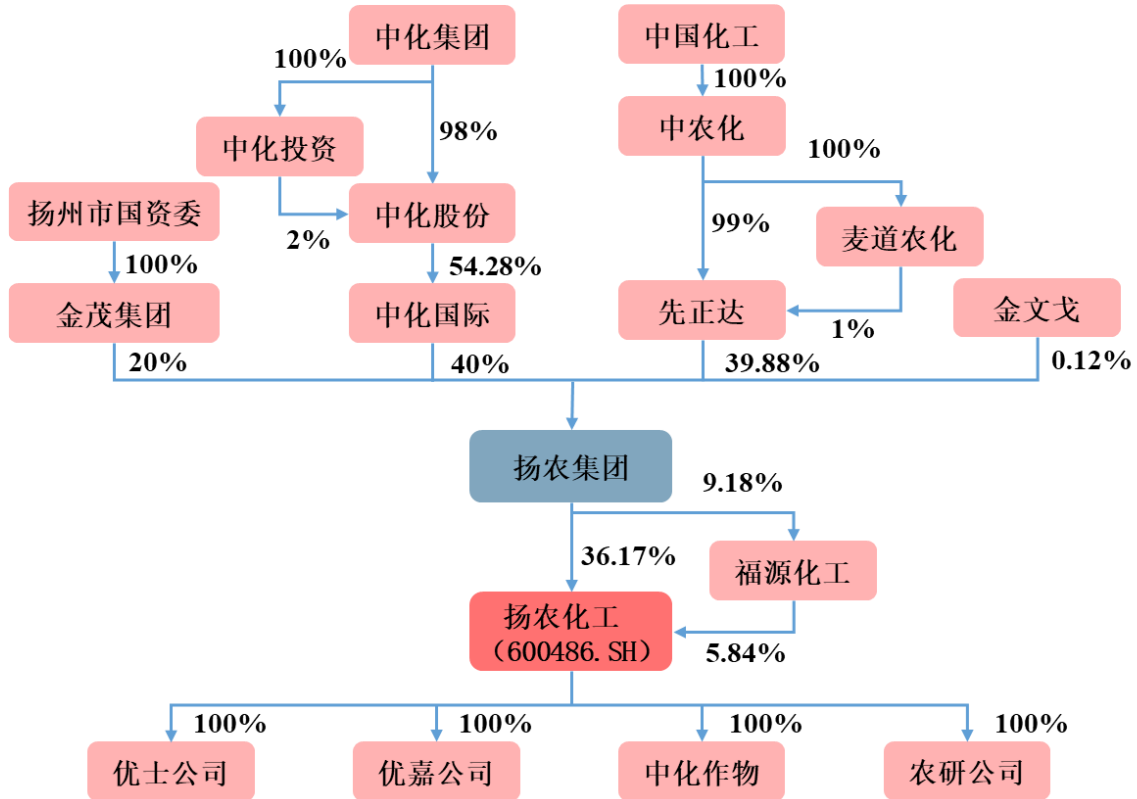
6 月 19 日，由中化农业、先正达、安道麦等公司组建而成的先正达集团中国正式宣布成立。新成立的先正达集团中国将包括植保、种子、作物营养和 MAP 及数字农业四大业务单元，是中国最大的农业投入品供应商以及领先的现代农业综合服务平台运营商。在中国拥有员工近 14000 名，2019 年销售额达 56 亿美元。

作为先正达集团全球四大业务单元之一，先正达集团中国拥有广泛的产品与服务，涵盖了从植保产品、原药供应到作物育种、作物营养，以及 MAP 现代农业技术服务和智慧农业服务平台，在中国市场位居植保行业第一、化肥行业第一、种业第二的地位，占全球作物用农药市场份额 26.8%，跃居全球第一，形成“种子、农药、化肥”现代化、一体化农业服务产业链。

扬农化工控股股东变更实施后，两化内重要的农化资产将集中在先正达集团（包含先正达-创制药及种子、安道麦-非专利农药、扬农化工-非专利及创制农药、荃银高科-种子、中化化肥-化肥等）。扬农化工控制权的

变更，将有利于公司与先正达集团内其他农化企业进行协同，助力公司获得更多更好的资源倾斜，发展更加多元化。

图 8：公司股权结构（2020 年 5 月）



资料来源：公司公告，中信建投

整合以中化作物为代表的优质资产，发力制剂与原研药

制剂方面，外延并购以中化作物为代表的优质资产是助力公司制剂业务扩张的关键。虽然是上下游关系，但制剂业务与原药业务不仅在工艺上差别很大（后者主要是精细化工工艺，前者则主要是物理混配），在销售渠道及扩展方面也截然不同。公司在制剂领域的自有技术和渠道储备历来并不足够，例如纵观公司优嘉一至四期项目，几乎仅有原药而没有制剂产能。在此背景下，外延并购中化作物（以及宝叶化工也有一部分制剂业务）是向制剂领域延伸的不二选择。

表 10：公司目前主要制剂产能分布

项目主体	产品	产能
中化作物-南通科技	制剂（液体）	1620 升
中化作物-南通科技	制剂（固定）	1250 吨
宝叶化工	悬浮剂	2000
宝叶化工	水分散粒剂	1000
宝叶化工	可湿性粉剂	13000

数据来源：相关公司公告，中信建投

股东，公司与先正达及安道麦有望逐渐开启深度合作，加强集团内部的农药采购，乃至原药研发、生产领域的技术合作。

盈利预测和投资建议

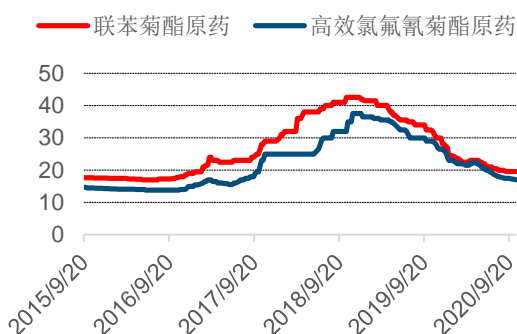
当前时点，我们仍然重点推荐扬农化工，主要原因包括——

1、公司作为行业龙头有望走出独立成长路径：如本文所述，我们长期看好公司在原药领域实现持续内生增长，以及借力两化和先正达集团外延整合行业优质资产，走出独立中长期成长路径。

2、公司价格位于底部区间，改善预期强烈：近期大量化工品价格快速反弹，而相对的农药由于此前的淡季和行业产能扩张仍处于价格的相对低点，公司菊酯类杀虫剂、以及麦草畏除草剂两类产品基本均在历史底部区间，后续向上改善预期强烈。

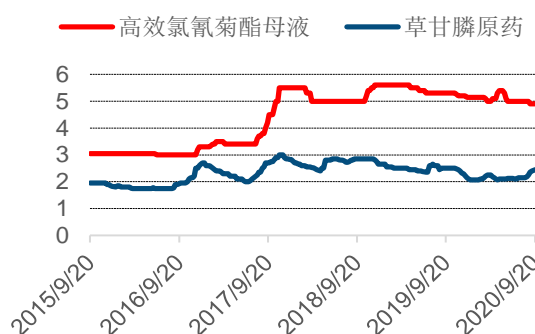
3、全球植保市场有望越过复苏拐点：全球来看，2019 年各地极端气候频发，对全球植保产品需求形成压力；2020 年又赶上全球疫情肆虐，同样对全球需求构成利空。而 2021 年疫情造成的不利影响有望边际改善，全球植保市场有望越过复苏拐点，重回增长。

图 11：公司部分产品价格走势其一（万元/吨）



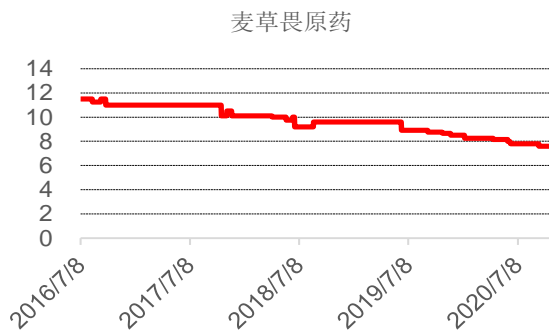
资料来源：中农立华，中信建投

图 12：公司部分产品价格走势其二（万元/吨）



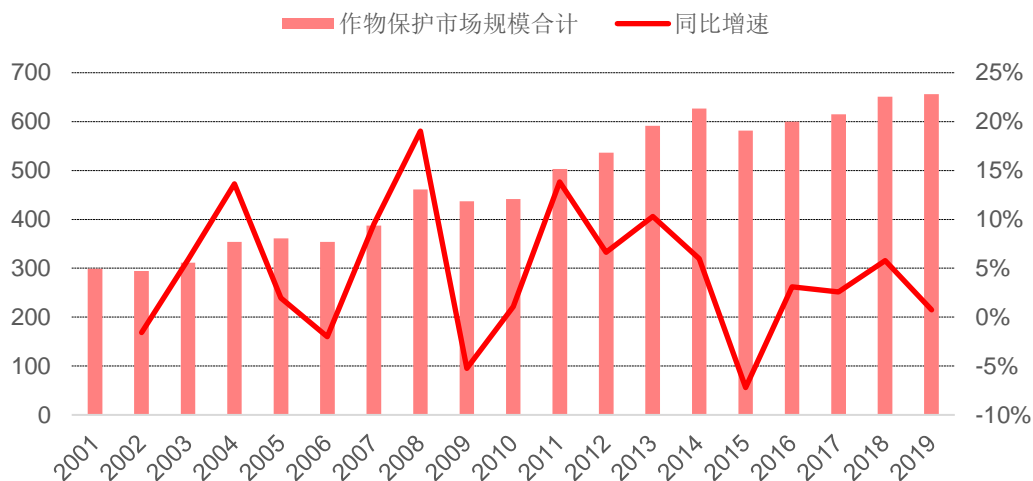
资料来源：中农立华，中信建投

图 13：公司部分产品价格走势其三（万元/吨）



资料来源：中农立华，中信建投

图 14：全球作物保护市场规模合计（亿元）



资料来源：Phillips McDougall，中信建投

我们维持公司 2020、2021、2022 年归母净利预测分别为 11.78、15.82、19.01 亿元，对应 PE 30X、23X、19X，维持买入评级。

表 11：预测和比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	5,290.73	8,701.47	9,897.16	13,442.37	16,721.86
主营收入增长率	19.21%	64.47%	13.74%	35.82%	24.40%
净利润（百万元）	895.38	1,169.77	1,178.29	1,582.20	1,901.27
净利润增长率	55.73%	30.65%	0.73%	34.28%	20.17%
ROE	19.35%	23.14%	23.02%	25.76%	26.91%
EPS（元）	2.889	3.775	3.8	5.11	6.14

P/E	40.04	30.65	30.44	22.67	18.86
P/B	7.75	7.09	7.00	5.84	5.08

数据来源: Wind, 中信建投

风险提示

资本开支或产能扩建不及预期；相关产品产能扩张过速或市场需求萎缩

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 邓天泽： 人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:杨洁
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海
 证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk