

# 展望10年后的中国农化行业：“先正达集团”的成立有望成为破解我国农药行业“大而不强”的契机

## ——农化行业系列报告

2020年04月22日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

分析师	罗四维 电话：010-66554047 邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
分析师	刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110002

### 投资摘要：

“大而不强”是我国本土农药行业（不包括收购获得的先正达和安道麦）的典型特征。“大”是指我国在农药的核心成分（原药）上的产量占据全球总产量的一半以上，是大部分农药原药产品的主要生产地。“不强”是指我国农药行业在产业链上基本没有定价权，农药行业本身的盈利情况主要“仰人鼻息”。“仰人鼻息”是没有定价权的表现，而没有定价权背后的本质原因在于我国本土企业在产业链中的弱势地位。

“先正达集团”的成立，预计将为破解我国农药行业“大而不强”的局面提供契机。要想从根本上扭转我国农药行业“仰人鼻息”的局面，核心在于两点，第一是建立销售渠道开拓终端市场，第二是依靠专利创制药实现产品创新。但在目前的国内农化行业生态下，我国农药行业难以通过内生的方式实现跨越式发展，因此由央企主导的跨境收购成为可行的模式。

展望十年后的中国农化行业发展愿景，我们预计“先正达集团”将引领国内产业实现跨越式发展，并助力中国农业实现数字化。

- **创制药研发环节：**我们预计原“先正达股份”的创制药部门，将进一步持续研发推出新的农药品种，尤其是适合于我国生态环境的新型农药品种，保持甚至扩大在创制药领域的优势。
- **原药生产环节：**我们预计会更多地借助扬农化工等国内优质原药生产企业。扬农化工等本土原药龙头的生产优势、成本优势和管理优势，预计可以成为“先正达集团”实现降本增效的重要方式。
- **制剂销售环节：**我们预计“外部优化整合，内部降维打击”是可行的发展路径。在全球销售网络下，原“先正达股份”和安道麦的全球销售网络有望进行深度融合，进一步强化在全球格局下的渠道优势和成本优势。“先正达集团”的数字化模式可以对目前国内终端销售极度分散的格局进行降维打击，实现我国农化产业的跨越式发展。
- **农业数字化：**我们认为“先正达集团”可以采用“借船出海”的策略，利用中化化肥完善的国内化肥销售网络推广农药，打造“种、药、肥”一站式解决的销售渠道，并以此为依托，最终实现我国农业的数字化。

**投资策略：**推荐受益于“先正达集团”资源整合预期的国内农药原药生产龙头**扬农化工**、全球非专利型农药巨头**安道麦**，建议关注中化化肥、荃银高科。

**风险提示：**全球农药市场区域化竞争加剧；“先正达集团”内部资源整合进度低于预期。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2018A	2019A/E	2020E	2021E	2018A	2019A/E	2020E	2021E		
扬农化工	2.89	3.56	4.36	5.54	25.80	20.94	17.09	13.45	4.63	强烈推荐
安道麦 A	0.98	0.59	0.72	0.80	10.71	17.93	14.61	13.15	1.13	强烈推荐
中化化肥	0.07	0.09	n.a	n.a	10.37	7.75	n.a	n.a	0.57	未评级
荃银高科*	0.16	0.26	0.36	0.56	77.94	47.96	34.47	22.38	7.86	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所 注：标\*公司采用 wind 一致预期

## 目 录

1. 我国本土农药行业“大而不强”	4
2. 破解之道：拓展渠道+产品创新，“先正达集团”的成立有望成为契机	7
3. 展望十年后的中国农化行业：“先正达集团”引领，实现跨越式发展	8
3.1 创制药研发环节：原“先正达股份”持续研发	9
3.2 原药生产环节：借助国内优质原药生产企业	9
3.3 制剂销售环节：外部优化整合，内部降维打击	10
3.4 农业数字化：借助中化化肥网络打造“种、药、肥”一站式解决的销售渠道	11
4. “先正达集团”旗下精兵良将汇集	13
4.1 先正达股份：全球第 2 大农药公司、第 3 大种子公司	14
4.2 安道麦：全球非专利型农药巨头	15
4.3 扬农集团：国内最优秀的原药生产企业之一	17
4.4 中化化肥：中国最大的“产供销一体化”综合型化肥企业	18
4.5 荃银高科：“育繁推一体化”的种业区域龙头	20
5. 投资策略	21
6. 风险提示	21
相关报告汇总	21

## 插图目录

图 1：农药产业链附加值微笑曲线	4
图 2：全球农药行业格局可分为 3 个梯队	4
图 3：全球农药行业前 10 大企业	5
图 4：亚太地区农药市场全球占比约 30%（2018 年）	6
图 5：我国农药出口依存度高达 70%左右	6
图 6：“先正达集团”旗下主要资产	7
图 7：全球农药行业格局从“二极”走向“三极”	8
图 8：2019 年先正达在全球新登记或上市的农药品种	9
图 9：中国原药生产端优势强	10
图 10：安道麦和先正达各销售区域占比	10
图 11：国内农药制剂公司集中度极低	11
图 12：中化化肥的分销网络覆盖中国 95%的耕地面积	12
图 13：先正达股份十大畅销农药产品	14
图 14：先正达股份营收结构及增速	14
图 15：先正达股份净利润及增速	14
图 16：先正达股份分地区营收结构	14
图 17：先正达股份毛利率水平	14
图 18：先正达股份农药业务收入结构（2019 年）	15
图 19：先正达股份农药业务分地区收入结构（2019 年）	15

图 20: 先正达股份种子业务收入结构 (2019 年)	15
图 21: 先正达股份种子业务分地区收入结构 (2019 年)	15
图 22: 安道麦的全球市场份额逐年提升	16
图 23: 安道麦 EBITDA 利润率持续提升	16
图 24: 安道麦高端差异化产品占比不断提升	16
图 25: 安道麦在中国市场的销售增长情况	16
图 27: 安道麦新的产品注册登记数量	16
图 28: 扬农集团和扬农化工的主要农药产品	17
图 29: 扬农化工营收结构及增速	17
图 30: 扬农化工净利润及增速	17
图 31: 扬农化工产品销量	18
图 32: 扬农化工产品毛利率水平	18
图 33: 中化化肥营收及增速	19
图 34: 中化化肥净利润及增速	19
图 35: 中化化肥营收业务结构 (2019 年)	20
图 36: 中化化肥毛利率水平	20
图 37: 荃银高科营收结构及增速	20
图 38: 荃银高科净利润及增速	20
图 39: 荃银高科营收业务结构 (2018 年)	21
图 40: 荃银高科主要产品毛利率水平	21

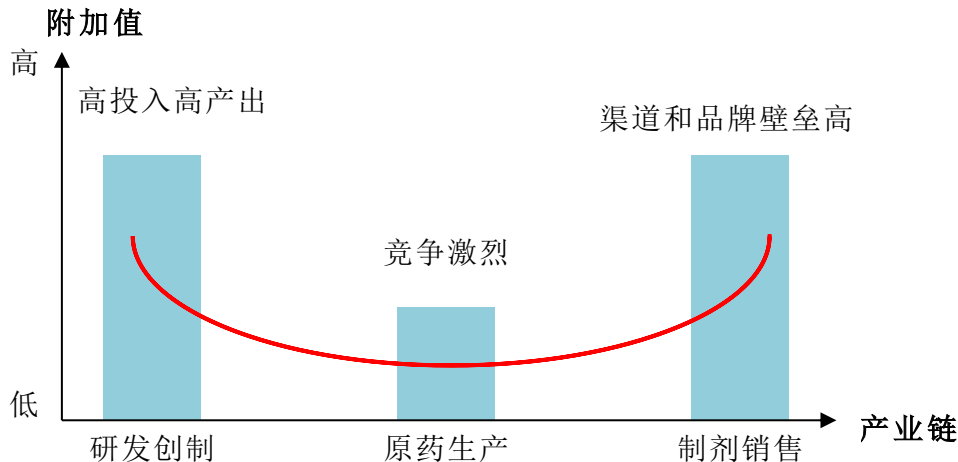
## 1. 我国本土农药行业“大而不强”

农业可以看做是以土地为介质，使用种子、农药、化肥，产出农产品的生产过程，其中农药在提升农产品产量和降低病虫害过程中发挥着关键作用。

农药行业的核心包括创制药研发推广、原药生产、制剂销售三个环节，其中：

- **创制药环节**天生具有很强的技术壁垒和资金壁垒，具有高投入高产出；
- **销售体系**在建设初期效果一般，没有较强壁垒，但是一旦形成完善的销售网络后，则可具有很强的渠道壁垒和品牌壁垒；
- **原药生产环节**处于产业链中游，且由于产品品种繁多且生产企业数量巨大，竞争较为激烈。

图 1：农药产业链附加值微笑曲线

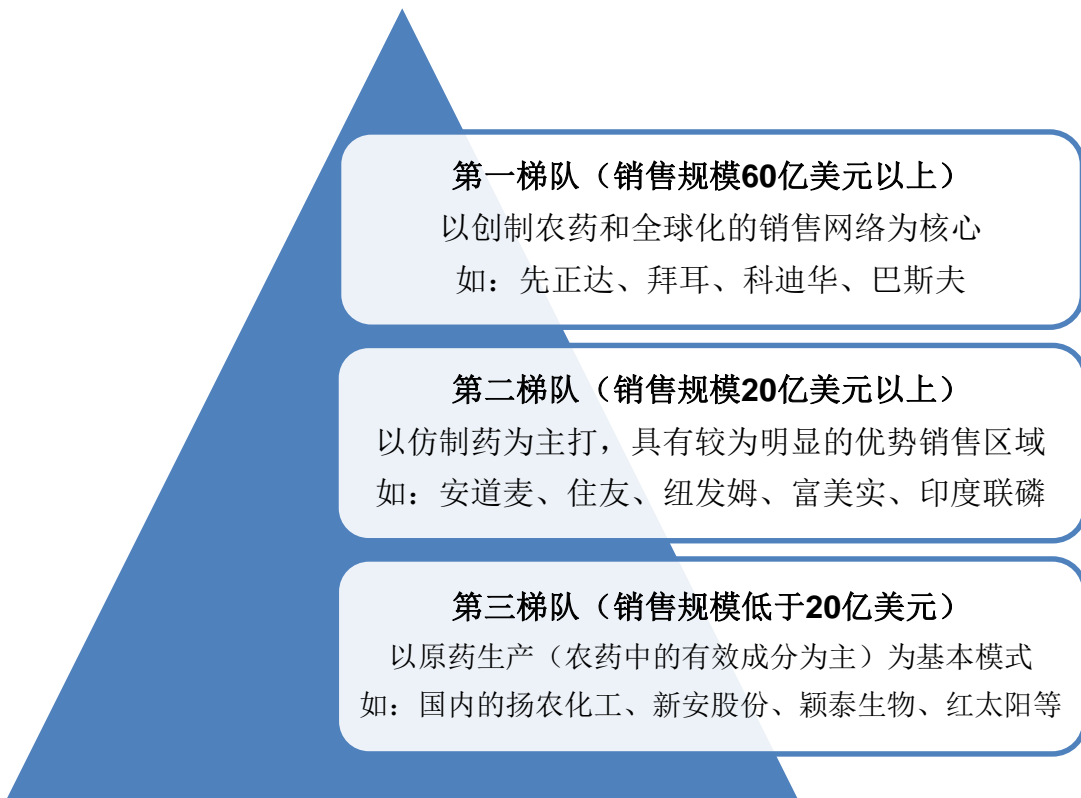


资料来源：东兴证券研究所

农药行业按照销售规模和主要环节的盈利贡献度，可分为三个梯队。其中：

- **第一梯队**：以创制农药和全球化的销售网络为核心，其农药营收规模在 60 亿美金以上，同时具备全球化销售网络，包括先正达、拜耳、科迪华、巴斯夫，CR4 约为 61.6%。
- **第二梯队**：以仿制药为主打，具有较为明显的优势销售区域，其农药营收规模在 20 亿美金以上，主要包括安道麦、日本住友、澳大利亚纽发姆、美国富美实、印度联合磷化物公司（包括其 2019 年收购的爱利思达），CR10 约为 91.6%。
- **第三梯队**：以原药生产（农药中的有效成分为主）为基本模式，其农药营收规模低于 20 亿美金，主要为第一梯队和第二梯队进行供货，包括国内的扬农化工、新安化工、颖泰生物、红太阳等企业。

图 2：全球农药行业格局可分为 3 个梯队



资料来源：东兴证券研究所

图 3：全球农药行业前 10 大企业

各公司农化业务销售额 (百万美元)	2018年	2017年	2013年	2018/2017 YoY	2013~2018年 CAGR	2018年全球 市场份额	备注
拜耳(Bayer)	11,703	9,103	10,418	28.6%	2.4%	20.3%	收购孟山都，2018年6月完成交割
先正达(Syngenta)	10,413	9,739	11,413	6.9%	-1.8%	18.1%	被中国化工集团收购，2017年6月完成交割
巴斯夫(BASF)	7,048	6,421	6,942	9.8%	0.3%	12.2%	收购了拜耳剥离的种子业务及草铵膦业务（与拜耳收购孟山都事宜相关）
科迪华农业科学(Corteva)	6,294	6,035	n.a.	4.3%	n.a.	10.9%	陶氏与杜邦合并，2017年9月完成，其农业科学子公司科迪华（业务包括种子和农药）于2019年6月从陶氏杜邦公司完成拆分独立上市
富美实(FMC)	4,285	2,531	2,146	69.3%	14.8%	7.4%	收购了杜邦剥离的大部分杀虫剂业务（与杜邦与陶氏合并事宜相关）
安道麦(ADAMA)	3,617	3,259	2,876	11.0%	4.7%	6.3%	2011年被中国化工集团收购，2017年与沙隆达完成合并，登陆A股市场；收购了先正达剥离的部分农药业务（与中国化工集团收购先正达事宜相关）
住友化学 (Sumitomo Chemical)	2,538	2,492	2,020	1.8%	4.7%	4.4%	持有Nufarm 23%股权
纽发姆(NuFarm)	2,448	2,379	2,297	2.9%	1.3%	4.3%	收购了Adama和Syngenta旗下欧洲业务的农药产品（与中国化工集团收购先正达事宜相关）；收购了FMC公司欧洲业务
印度联磷(UPL)	2,357	2,172	1,607	8.5%	8.0%	4.1%	收购Arysta，2019年2月完成交割，预计2019年的合并销售额将超过ADAMA，成为全球规模最大的非专利型农药公司
爱利思达生命科学 (Arysta LifeScience)	2,039	1,897	1,501	7.5%	6.3%	3.5%	已被UPL收购

资料来源：Phillips McDougall，东兴证券研究所

“大而不强”是我国本土农药行业（不包括收购获得的先正达和安道麦）的典型特征。

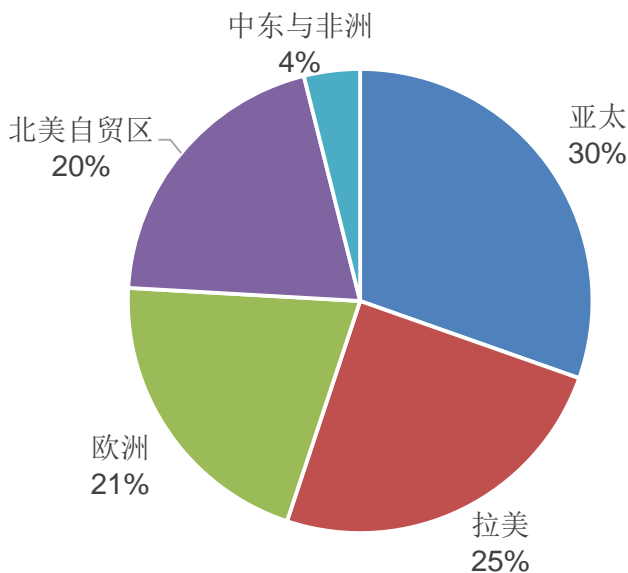
- “大”是指我国在农药的核心成分（原药）上的产量占据全球总产量的一半以上，是大部分农药原药产品的主要生产地。
- “不强”是指我国农药行业在产业链上基本没有定价权，农药行业本身的盈利情况主要“仰人鼻息”。

“仰人鼻息”是没有定价权的表现，而没有定价权背后的本质原因在于我国本土企业在产业链中的弱势地位。虽然我国生产了全球一半以上的农药原药，但是由于我国本土农药企业在全世界没有销售渠道，而本土内的消费量预计只占全球的15%，因此农药行业严重依赖出口，出口依存度高达70%左右。所以，具有海外销售渠道的第一梯队和第二梯队的农化企业，在大部分情况下都是我国本土农药企业的重要客户而非竞争对手。

在价格产生方面：

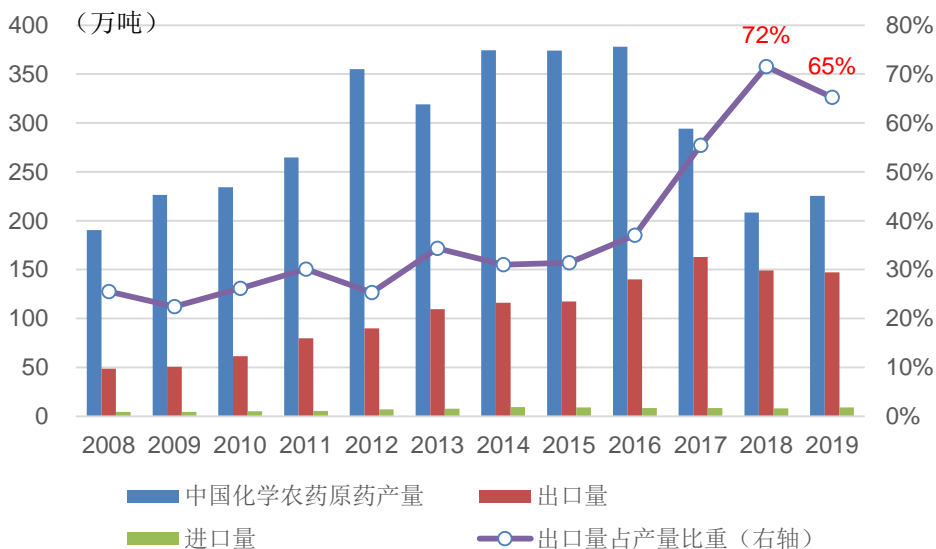
- 对于草甘膦等万吨级别以上的大品类农药原药产品，其价格主要靠中国企业间拼杀成本产生；
- 而百吨级的细分类农药原药产品大部分则由国外第一梯队和第二梯队委托加工，主要按照成本加成的方式定价。

图 4：亚太地区农药市场全球占比约 30%（2018 年）



资料来源：Phillips McDougall，东兴证券研究所

图 5：我国农药出口依存度高达 70%左右



资料来源：Wind，东兴证券研究所

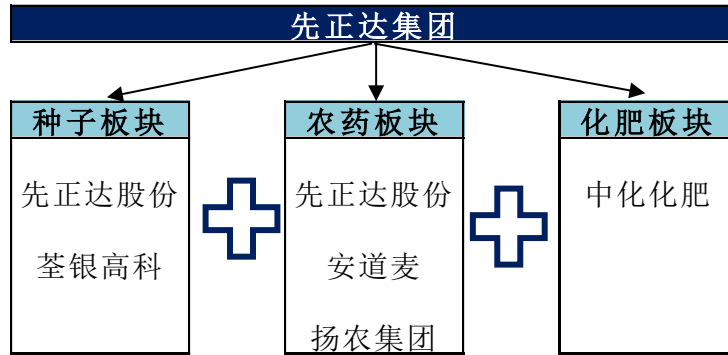
## 2. 破解之道：拓展渠道+产品创新，“先正达集团”的成立有望成为契机

要想从根本上扭转我国农药行业“仰人鼻息”的局面，核心在于两点，第一是建立销售渠道开拓终端市场，第二是依靠专利创制药实现产品创新。

但在目前的国内农化行业生态下，我国农药行业难以通过内生的方式实现跨越式发展，因此由央企主导的跨境收购成为可行的模式。2020 年 1 月，中化集团和中国化工集团宣布将各自旗下的农化资产予以整合，成立“先正达集团股份有限公司”，即“先正达集团”，旗下核心资产包括原来属于中国化工集团的先正达股份公司 100% 的股份和安道麦股份有限公司的 74% 股份，以及原来属于中化集团 52% 的中化化肥股份，39% 的扬农集团股份等。

“先正达集团”业务涵盖农化板块农药、化肥、种子、数字农业全流程，其中农药板块产值约千亿，是最为重要的板块。先正达集团的成立，进一步理顺了 SAS 联盟（中化农业、安道麦、先正达）内的协同合作机制，预计将成为我国农业现代化数字化的主导力量，为破解我国农药行业大而不强的局面提供了契机。

图 6：“先正达集团”旗下主要资产



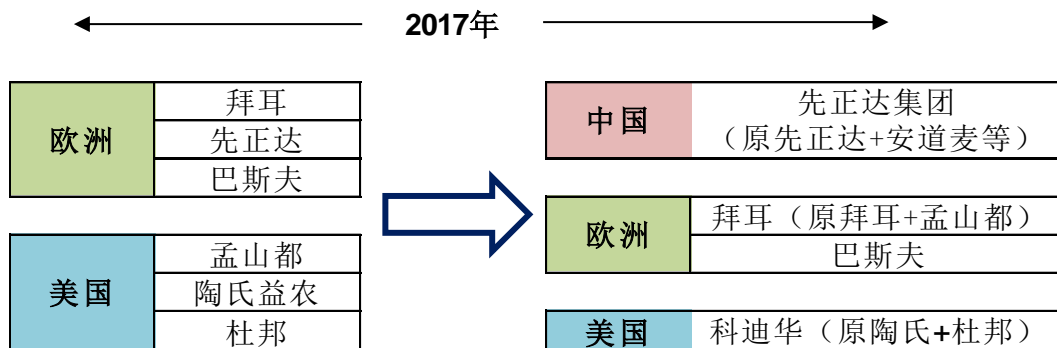
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

“先正达集团”的形成，有望带动我国农化产业的大发展。按照2019年销售收入，“先正达集团”位居全球农药行业榜首，是名副其实的第一梯队企业。目前农化行业景气度较低，且国际经济环境不稳定增强，为我国农药产业逆势而上提供了难得机遇。

全球农药行业格局从“美欧二极”走向“美欧中三极”：

- **2017年之前为“美欧”双极主导：**纵观全球农药行业近二十多年的历程，自1997年金融危机后到2017年陶氏杜邦合并前，国际农化行业发展平稳，呈现**美欧双极主导**的稳定格局。农化行业发展主要由拜耳、先正达、巴斯夫、孟山都、陶氏益农和杜邦引领，其中拜耳、先正达和巴斯夫为**三家欧洲公司**，孟山都、陶氏益农和杜邦为**三家美国公司**。
- **2017年之后变为“美欧中”三极鼎立：**但是进入2013年后，由于农产品价格长期低迷，需求不振导致农化行业利润水平显著下滑，六大巨头先后进行了一系列超级并购。2017年，陶氏益农和杜邦合并成立了科迪华，而先正达则于同年被中国化工集团收购，次年，孟山都被拜耳收购，此后，全球农化行业的势力版图正式由美欧两极转变为**美（科迪华）、欧（新拜耳、巴斯夫）、中（先正达）**三极鼎立的格局。

图7：全球农药行业格局从“二极”走向“三极”



资料来源：东兴证券研究所

### 3. 展望十年后的中国农化行业：“先正达集团”引领，实现跨越式发展



展望十年后的中国农化行业发展愿景，我国预计先正达集团将引领中国农化产业实现跨越式发展，并助力中国农业实现数字化。

我们仍从创制药研发、原药生产、制剂销售这三个环节进行分析预判，并对中国农业数字化发展做出展望。

### 3.1 创制药研发环节：原“先正达股份”持续研发

在创制药研发环节，我们预计原“先正达股份”的创制药部门，将进一步持续研发推出新的农药品种，尤其是适合于我国生态环境的新型农药品种，保持甚至扩大在创制药领域的优势。

图 8：2019 年先正达在全球新登记或上市的农药品种

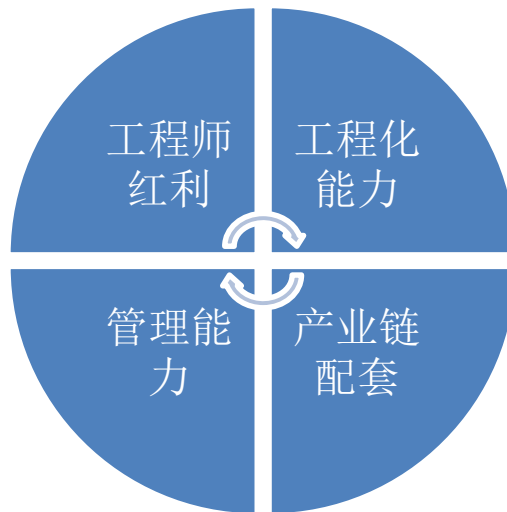
商品名	有效成分	应用作物	国家	状态
<b>除草剂</b>				
Callisto	甲基磺草酮	小麦和大麦	澳大利亚	登记
Premazor Turbo	草甘膦+氟苯醚草胺	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Zetrola	噁草酸	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Acuron Flexi	氟吡草酮+硝磺草酮+精异丙甲草胺	玉米	加拿大	上市
Tavium Plus VaporGrip	麦草畏+精异丙甲草胺	大豆和棉花	美国	登记
Axial Bold	唑啉草酯+噁唑禾草灵	谷类作物	美国	上市
Tavium plus VaporGrip	精异丙甲草胺+麦草畏	大豆	加拿大	登记
<b>杀菌剂</b>				
Switch One	咯菌腈	园艺作物	西班牙	上市
Posterity	氟唑菌酰羟胺	草坪	美国	登记
Orondis Gold	精甲霜灵+氟噻唑吡乙酮	马铃薯	加拿大	上市
Miravis Ace	氟唑菌酰羟胺+丙环唑	小麦	美国	上市
Saltro	氟唑菌酰羟胺	大豆	美国	登记
美甜	氟唑菌酰羟胺+苯醚甲环唑	小麦和油菜	中国	上市
<b>杀虫剂</b>				
剑心	氯虫苯甲酰胺	草坪和甘薯	中国	登记
Affirm	甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Agrimec	阿维菌素	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Evure	氟胺氰菊酯	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Karate Zeon	高效氯氟氰菊酯	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Trigard	灭蝇胺	观赏植物和园艺花卉	西班牙	上市
Advion WDG	茚虫威	-	美国	上市
Durivo	噻虫嗪+氯虫苯甲酰胺	咖啡	巴西	上市
<b>种子处理剂</b>				
CruiserMaxx Vibrance	噻虫嗪+咯菌腈+氟唑环菌胺+精甲霜灵	马铃薯	美国	上市

资料来源：世界农化网，东兴证券研究所

### 3.2 原药生产环节：借助国内优质原药生产企业

在原药生产端，我们预计会更多地借助扬农化工等国内优质原药企业。扬农化工等本土原药龙头的工程化优势、成本优势和管理优势，预计可以成为先正达集团实现降本增效的重要方式，因此由其承担更多先正达集团体系内的原药供应，是强强联合的自然选择。

图 9：中国原药生产端优势强



资料来源：东兴证券研究所

### 3.3 制剂销售环节：外部优化整合，内部降维打击

在制剂销售环节，我们预计“外部优化整合，内部降维打击”是可行的发展路径。

- **外部优化整合：**是指在全球销售网络下，原先正达和安道麦的全球销售网络有望进行深度融合，进一步强化在全球格局下的渠道优势和成本优势。

图 10：安道麦和先正达各销售区域占比

各区域销售业绩 (百万美元)	安道麦		先正达	
	销售额	占比	销售额	占比
拉丁美洲	1,022	25.6%	3,450	32.6%
欧洲、中东、非洲	-	-	2,665	25.2%
欧洲	1,030	25.8%	-	-
印度、中东、非洲	526	13.2%	-	-
北美	786	19.7%	2,534	23.9%
亚太（除中国）	319	8.0%	1,385	13.1%
中国	314	7.9%	300	2.8%
其他地区	-	-	254	2.4%
销售额合计	<b>3,997</b>	<b>100%</b>	<b>10,588</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **内部降维打击：**国内销售网络中，制剂企业以地方性的小企业为主，集中度极低。2019年，预计我国农药行业销售额在500亿元左右，但年收入仅7亿元的农药制剂公司就可以进入到我国农药制剂销售前十名，仅为先正达的百分之一。农药终端销售区段极度分散过去是阻碍我国农药行业发展的一个难题，

但我们认为，但随着先正达集团的成立，其数字化模式可以对目前国内终端销售极度分散的格局进行降维打击，实现我国农化产业的跨越式发展。

图 11：国内农药制剂公司集中度极低

排名	公司	2018年销售额（亿元）	全国市占率
1	深圳诺普信农化股份有限公司	26.36	5.27%
2	广东中迅农科股份有限公司	12.92	2.58%
3	广西田园生化股份有限公司	12.37	2.47%
4	苏州富美实植物保护剂有限公司	11.31	2.26%
5	江苏龙灯化学有限公司	11.24	2.25%
6	巴斯夫（中国）有限公司	10.24	2.05%
7	宁波三江益农化学有限公司	9.58	1.92%
8	侨昌现代农业有限公司	8.11	1.62%
9	重庆树荣作物科学有限公司	7.56	1.51%
10	广西易多收生物科技有限公司	7.08	1.42%
前10名合计		116.77	23.35%
前50名合计		243.42	48.68%
先正达股份有限公司		农药销售额99.50亿美元	

资料来源：中国农药工业协会，东兴证券研究所

### 3.4 农业数字化：借助中化化肥网络打造“种、药、肥”一站式解决的销售渠道

**农业数字化是农业发展的大趋势。**农业数字化的本质是运用卫星、无人机等高科技手段，并借助互联网和大数据监测作物、害虫、土壤和天气条件，通过海量的数据分析，提出如何合理配置使用农药和化肥的解决方案，从而达到降低投入、提高产出的效果。例如，如何快速、高效、准确地除掉种植过程中遇到的杂草，一直是农民在种植中的痛点。

目前，农民或农资店主发现田间出现杂草后，只能通过电话或专程请教本地专家等方法来“问诊”，不光费时费力，更经常因为沟通有误或者专家水平有限而蒙受大量损失。但通过农业数字化，农民只需要拿出手机拍一张照片提交系统，系统便可以通过图像识别及对比，瞬间便可诊断并给出解决方案，比如应该施用哪种品种的农药，并给施用量和使用方法。未来，更有望通过无人机定期巡检自动拍照的方式，完全实现全流程的数字化操作。此外，通过卫星监测蝗虫规模变化和迁移路径等模式，进行提前防备；通过分析土壤大数据，实现非均匀播种等模式也已经日趋成熟。

**农业数字化是行业第一梯队企业争相竞逐的制高点。**智慧农业可以有效降低成本，提升收益，是农业发展的大趋势，是第一梯队的农药企业都在大力发展的业务模式，也为未来的核心竞争领域，从信息采集能力和推广能力的角度来看，目前拜耳和先正达集团具有领先优势。

- **拜耳：**旗下的 Climate FieldView 数字化农业平台现已在全球超过 20 个国家上市，全球现已有约 4000 万公顷（5.7 亿亩）的农田数据连接到 FieldView 平台，并且使用人数持续增加。拜耳的优势主要来自于其收购的孟山都在农业数字化上的先发优势。早在 2012 年，孟山都就凭借自身在转基因种子上的优势，推出了“一体化农田耕作系统”，并于同年收购了精准播种公司（Precision Planting），可以通过分析土壤

大数据，实现非均匀播种。次年，孟山都以又收购了给农民提供天气保险的美国气象公司（The Climate Corporation），此后又陆续收购了土壤传感器公司 640 Labs、农业技术共享平台 Yield Pop、和提供土壤分析 SaaS 服务的 Solum 等。

- **先正达集团：数字农业业务板块主要由来自中化集团旗下的中化农业（智农系统、慧农系统）、先正达本身及其于 2019 年收购的来自东欧的 Cropio 集团组成。**此次收购之后，全球使用先正达数字化工具管理的农田合计将超过 4,000 万公顷，未来预计先正达集团将在国内大力推广其农业的数据化平台。

“先正达集团”有望助力中国农业实现数字化。与国外农场以集约化规模生产模式为主不同，我国的农业依然以散户经营为主，而且对于品牌的认知度较低，因此在我国单独构建起能够深入田间地头的销售网络成本高收益低，这也是导致我国农药制剂供应端格局极度分散的本质原因。但是，我们认为，先正达集团可以采用“借船出海”的策略，利用中化化肥完善的国内化肥销售网络推广农药，打造“种”“药”“肥”一站式解决的销售渠道，并以此为依托，最终实现我国农业的数字化。

图 12：中化化肥的分销网络覆盖中国 95%的耕地面积

△ 中化化肥网络布局图



△ 中化化肥山东分公司网络布局图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 4. “先正达集团”旗下精兵良将汇集

#### 4.1 先正达股份：全球第2大农药公司、第3大种子公司

先正达股份有限公司 (Syngenta A.G.) 是世界领先的农业公司，是全球第2大农药公司、第3大种子公司，农药和种子的全球市场份额分别为18.1%和5% (2018年数据)。2019年先正达的销售收入达到135.82亿美元，其中农药/种子的销售收入分别为101亿美元/31亿美元，占比分别为74%/23%。

2017年6月中国化工集团完成对先正达公司的收购，收购金额达到430亿美元。中国化工对先正达的收购将能够填补专利农药和种子领域空白，对提高我国农业竞争力、保障粮食安全将起到积极作用。

先正达拥有行业内最广泛的产品组合，围绕水稻、玉米、大豆、谷物、多种大田作物、特种作物、蔬菜、甘蔗八大核心作物，产品包含植物保护、种衣剂、种子及性状。先正达总部位于瑞士巴塞尔，在全球90多个国家设有分支机构，员工达2.8万人。

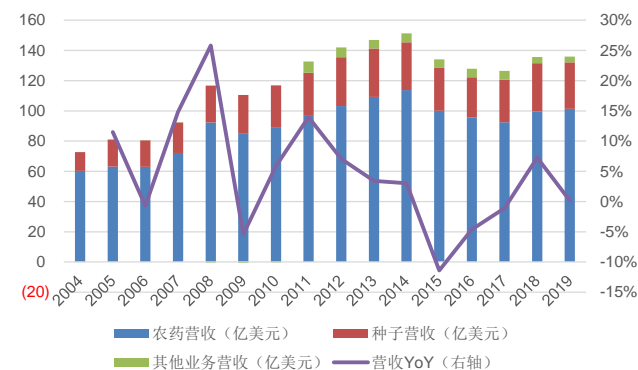
**风险提示：**集团内资源整合进度不及预期。

图 13：先正达股份十大畅销农药产品

排名	产品 (商品名)	通用名	产品类型	2015年销售额 (亿美元)	主要应用作物
1	Amistar	啞菌酯	甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂	13.00	大豆、谷物、果蔬
2	Actara/Cruiser	噻虫嗪	新烟碱类杀虫剂	10.05	玉米、大豆、果蔬、水稻
3	Callisto	硝磺草酮	三酮类除草剂	6.10	玉米、甘蔗
4	Dual	异丙甲草胺	酰胺类除草剂	5.45	玉米、大豆、棉花
5	Axial	唑啞草酯	苯基吡唑啞类除草剂	4.00	谷物
6	Touchdown	草甘膦	氨基酸类除草剂	3.95	非选择性
7	Gramoxone	百草枯	联吡啞类除草剂	3.73	非选择性
8	Karate	高效氯氟氰菊酯	拟除虫菊酯类杀虫剂	3.65	大豆、果蔬、谷物
9	Ridomil	甲霜灵	酰胺类杀菌剂	3.40	果蔬、玉米、马铃薯、葡萄
10	Vertimec	阿维菌素	抗生素类杀虫剂	2.80	果蔬、棉花、梨果
小计				56.13	
前10大产品占当年公司农药总销售额的比重				53.70%	

资料来源：中国农药网，东兴证券研究所

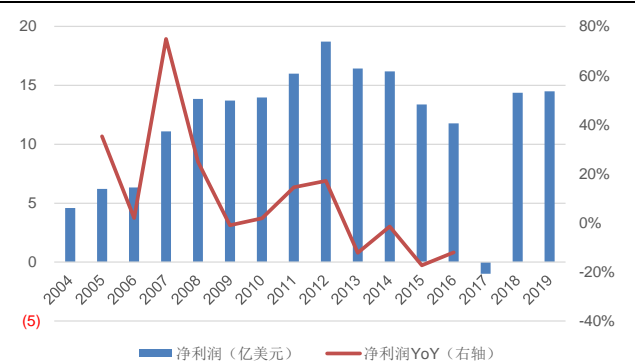
图 14：先正达股份营收结构及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

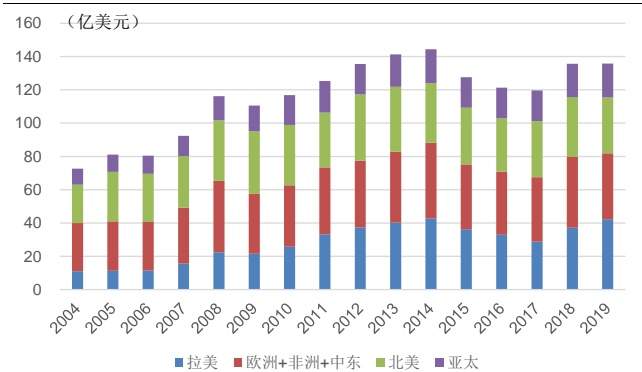
图 16：先正达股份分地区营收结构

图 15：先正达股份净利润及增速

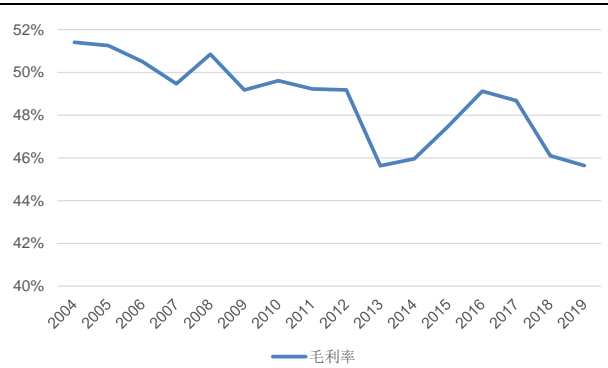


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

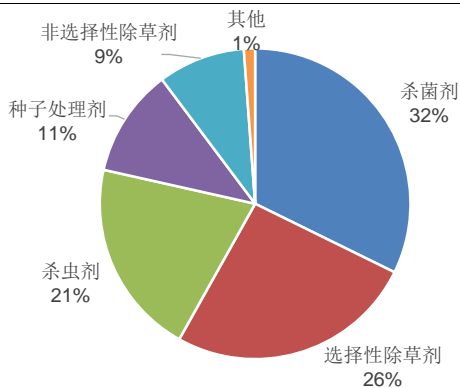
图 17：先正达股份毛利率水平



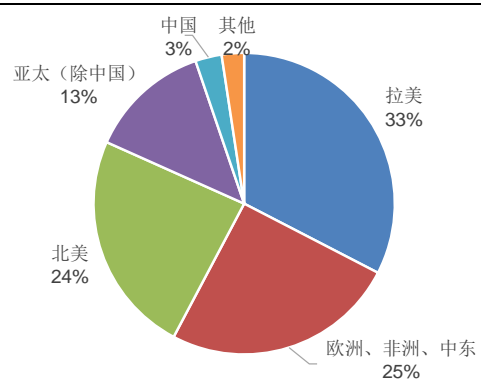
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 18：先正达股份农药业务收入结构 (2019 年)**


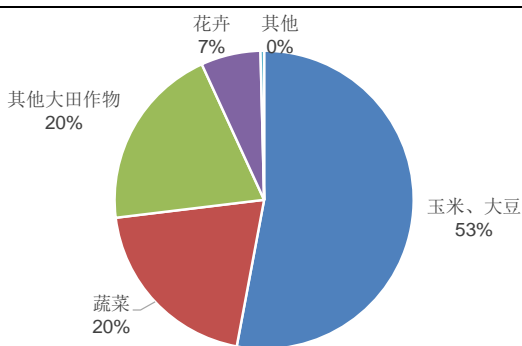
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 19：先正达股份农药业务分地区收入结构 (2019 年)**


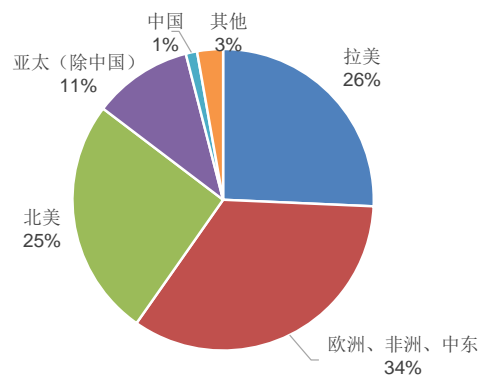
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 20：先正达股份种子业务收入结构 (2019 年)**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 21：先正达股份种子业务分地区收入结构 (2019 年)**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4.2 安道麦：全球非专利型农药巨头

安道麦是全球非专利型农药巨头，2019 年销售额达到 39.97 亿美元。按照 2018 年销售额计算，安道麦在全球农药行业中排名第 6 位（前 5 位均为专利型公司），市占率约为 6.3%。

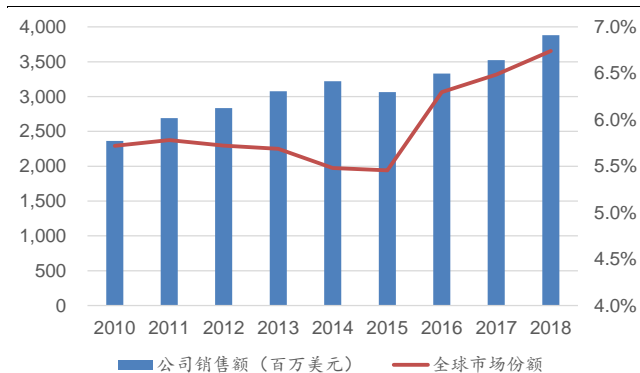
2011年中国化工集团收购安道麦60%股权，并于2016年继续收购剩余40%股权，2017年安道麦与沙隆达（国内重要的农药原药生产企业，是中国化工集团子公司）完成合并，是当时唯一一家“立足中国、联通世界”的作物保护领军公司。

安道麦业务贯穿完整产业链，可充分利用各个环节的专业储备，从每个环节创收价值。

- **研发：**拥有超过180名研发人员，建有3大化学研发中心（分别建在以色列、中国南京、印度）。
- **产品开发：**拥有超过150名化学家及农技学家，有5座制剂实验室（分别位于以色列、中国、印度、巴西及美国）。
- **登记：**在超过100个国家具备登记能力，目前在全球拥有约5600张登记证。
- **生产：**在全球建有6大合成生产基地、16座制剂生产厂。
- **销售：**在超过35个国家拥有本土团队，包括所有重点农业市场。

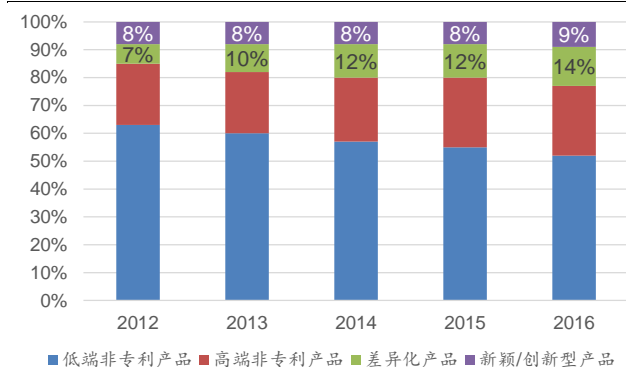
**风险提示：**集团内资源整合进度不及预期。

图 22：安道麦的全球市场份额逐年提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 注：2016-2018年数据为沙隆达合并后备考数据

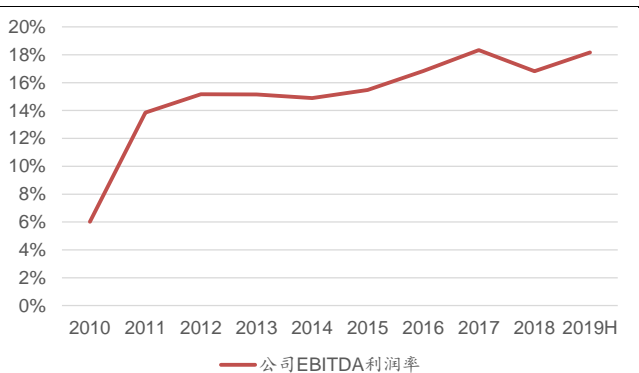
图 24：安道麦高端差异化产品占比不断提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

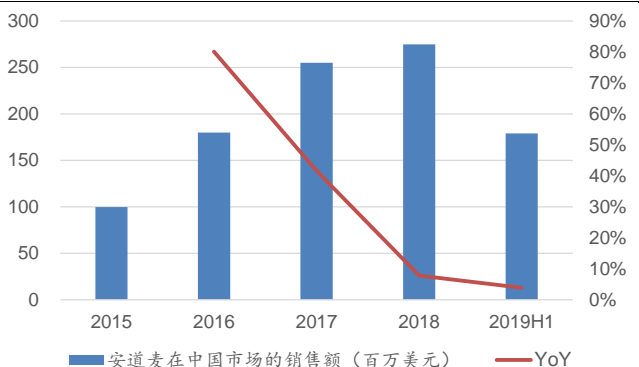
图 26：安道麦每年新增各类登记数量（包括对旧登记证的更新）

图 23：安道麦 EBITDA 利润率持续提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 注：2016-2018年数据为沙隆达合并后备考数据

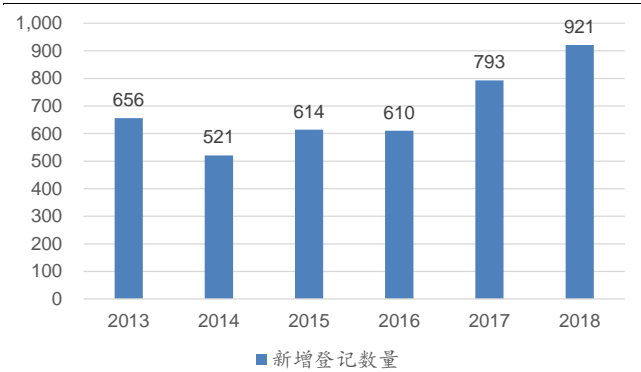
图 25：安道麦在中国市场的销售增长情况



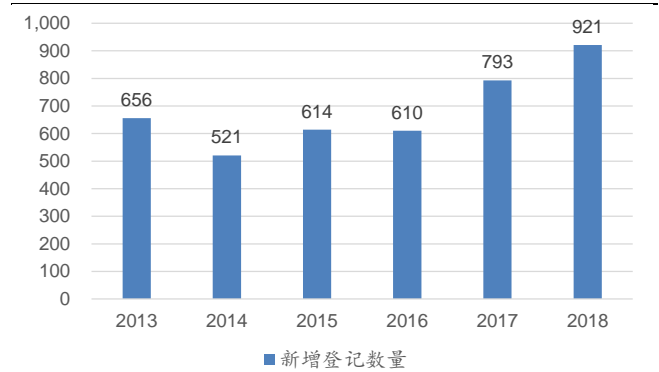
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27：安道麦新的产品注册登记数量





资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 4.3 扬农集团：国内最优秀的原药生产企业之一

扬农集团是生产农药、氯碱、精细化工产品的大型农药、化工企业。扬农集团产品包括三大系列（拟除虫菊酯系列、农药系列、基础化工产品系列）六十多个品种，现已形成以菊酯为特色、农药为主导、氯碱为基础的产品精细化、多元化格局。扬农集团建有工程设计院、化工研究所、博士后科研工作站，产品开发与技术转化能力强。

扬农集团控股的扬农化工是国内最优秀的农药原药生产企业之一，拥有高效的工程化能力、领先的农药原药生产制造能力和研发能力、高标准的环保安全能力。扬农化工的拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国同类农药行业第一，是目前国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业，产业链配套完整。

扬农化工目前拥有 3 大原药生产基地：扬州基地（优士化学）、南通基地（优嘉植保、宝叶化工）、沈阳基地（沈阳科创）。扬农化工的杀虫剂产品主要是拟除虫菊酯，除草剂产品主要有草甘膦和麦草畏、杀菌剂产品主要有氟啶胺和吡唑醚菌酯。2019 年 9 月底扬农化工完成对中化国际旗下中化作物和农研公司的收购，内部整合后将完善扬农的“研产销”一体化产业链布局。

**风险提示：**集团内资源整合进度不及预期。

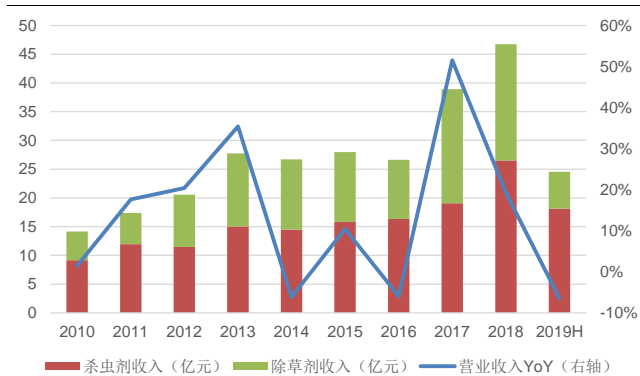
图 28：扬农集团和扬农化工的主要农药产品

主要农药原药产品	扬农集团	扬农化工
杀虫剂	拟除虫菊酯、三氯杀螨醇、氟铃脲、氟啶脲、啉虫脒、吡虫啉	拟除虫菊酯
除草剂	苯磺隆、高效氟吡甲禾灵	草甘膦、麦草畏
杀菌剂	甲基硫菌灵、多菌灵、苯醚甲环唑、丙环唑	氟啶胺、吡唑醚菌酯

资料来源：公司公告，公司网站，东兴证券研究所

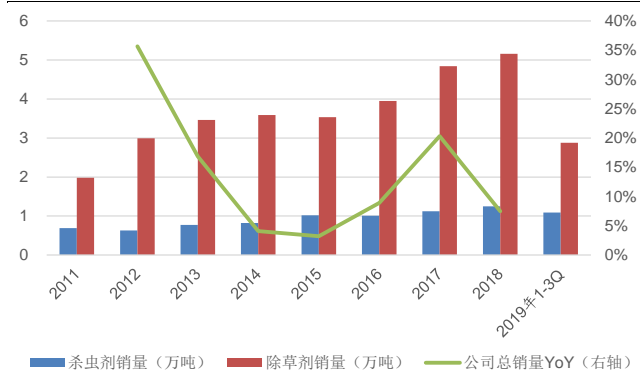
图 29：扬农化工营收结构及增速

图 30：扬农化工净利润及增速

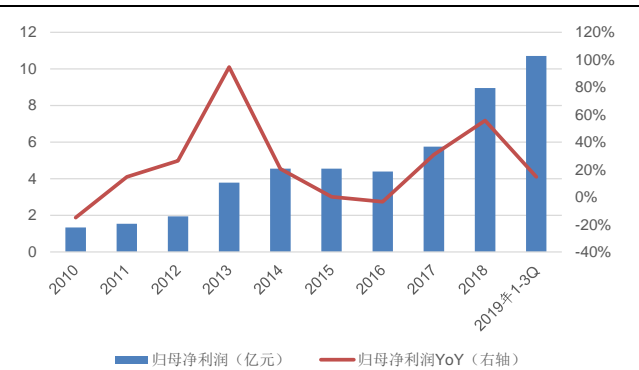


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：扬农化工产品销量

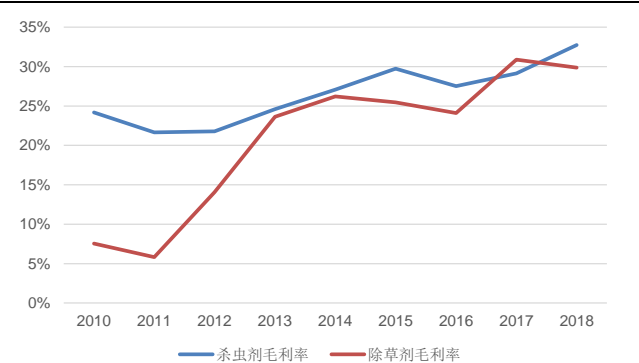


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 32：扬农化工产品毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 4.4 中化化肥：中国最大的“产供销一体化”综合型化肥企业

中化化肥是中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业，涵盖资源、研发、生产、分销、农化服务全产业链。中化化肥实行“以分销为龙头，向产业链上下游延伸”的发展战略，已经形成以化肥生产、采购及分销为主，上下游一体化协同发展的运营模式，在上游资源、生产板块、国际业务、分销网络、物流配送、农化服务、科技创新等方面具有核心优势。

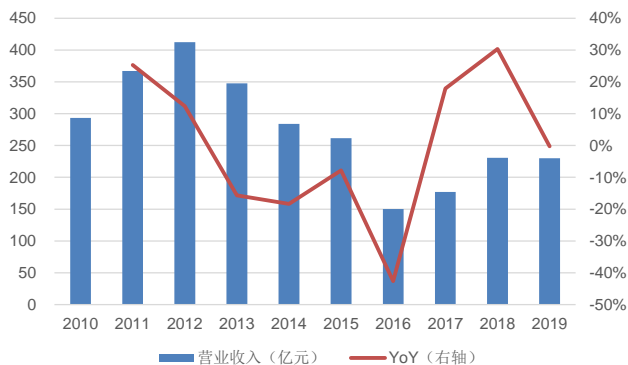
- **上游资源：**2012年1月，公司全资收购云南寻甸龙蟒磷化工有限公司（现更名为中化云龙化工有限公司），获取了3亿吨优质磷矿资源，一举成为国内拥有磷矿资源最多的企业之一。同时，公司还拥有60万吨/年磷矿采选能力，是目前国内可以生产30万吨/年符合国际标准的饲料级磷酸一二钙/磷酸二氢钙的企业，并已取得在欧盟和美国的相关认证。
- **生产板块：**中化化肥控股生产企业7家，参股7家。其中，氮肥生产企业3家、磷肥及磷化工生产企业6家、复合肥生产企业3家、钾肥生产企业1家、新型肥料生产企业1家。所有生产企业化肥年产能超过1000万吨，合理分布在资源地和消费市场。中化化肥是中国生产化肥品种多而齐全的生产商，产品涵盖各种氮肥、磷肥、钾肥、复合肥及配方肥、微肥、缓控释肥、有机肥、生物肥及其他新型肥料。

- **国际业务：**中化化肥携逾 60 年国际贸易经验和实力，与国际上主要化肥供应商保持着良好的战略合作关系，形成了包括议价能力、市场份额和品牌效应在内的较强的市场地位，是我国领先的化肥进口商，对满足国内短缺的优质化肥资源需求、调剂余缺发挥着重要作用。
  - **在钾肥进口方面，**中化化肥凭借多年国际贸易的实力地位，与加拿大钾肥公司（canpotex）、约旦钾肥公司（apc）、白俄罗斯钾肥公司（bpc）等国际主要钾肥供应商建立了长期的战略合作关系，对于缓解中国钾肥资源短缺、弥补国内钾肥市场缺口、稳定国内农用、工业用钾肥供应发挥着关键作用。在国际钾肥高度垄断、供应商限产保价、价格不断上涨的背景下，中国始终保持着全球钾肥“价格洼地”地位。对此，中化化肥发挥了重要的建设性作用。
  - **在磷肥进口方面，**中化化肥长期独家代理摩洛哥、突尼斯磷酸二铵进口，不仅将两个产品推广、培育成国内磷肥市场的精品，同时也为平衡双边贸易、维护国家外交经济关系做出了突出贡献。
  - **在复合肥进口方面，**中化化肥与挪威 yara 建立了长期战略合作关系，连续 20 多年独家代理 yara 复合肥进口，为农民提供高效的复合肥高端产品，打造了中国进口复合肥市场第一品牌，形成较高的品牌知名度和较强的市场影响力。
- **分销网络：**中化化肥建设了国内覆盖范围广泛的化肥分销网络，不仅提供化肥、农药等农业投入品，还同时提供农化服务。仅化肥产品年经营量已超过 1600 万吨，是中国规模大、产品齐全、科技服务能力强的农资分销网络。该网络拥有 18 家分公司、8500 余家销售门店、1.1 万余家客户及 1200 余名基层农业技术人员，覆盖了中国 95% 的耕地面积。
- **物流配送：**中化化肥打造了一支 700 余人的专业物流管理服务队伍，拥有的 600 家分拨库与配送库，构成了支撑分销网络的级差型仓储网络，具有超过 400 万吨化肥存储能力，初步完成了“安全、便捷、低成本”的一体化农资物流体系的搭建。
- **农化服务：**中化化肥凭借遍布全国主要农业县的自建分销网络，除了发挥农资供应、物流配送的功能外，还积极打造“农化知识传播、现场服务指导、测土配方施肥服务”为主要职能的三位一体农化服务体系。
- **科技创新：**中化化肥已形成了包含管理架构、创新平台和团队、制度机制、科技投入等要素的科技创新体系，建立了 1 家磷复肥企业研究中心和 3 家省级企业技术中心。同时，正在筹备成立氮肥研究中心和作物营养与保护研究中心。年均科技投入超过 1 亿元，主要用于企业生产工艺的节能降耗改进，重大关键技术的攻关、新型肥料研发、科技服务和推广等。

**风险提示：**集团内资源整合进度不及预期。

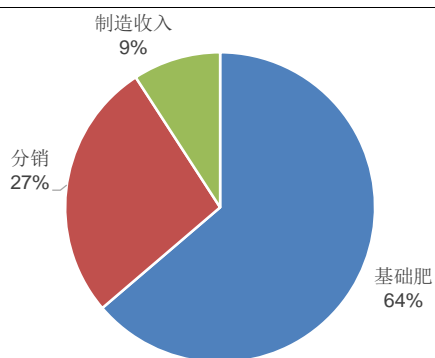
图 33：中化化肥营收及增速

图 34：中化化肥净利润及增速

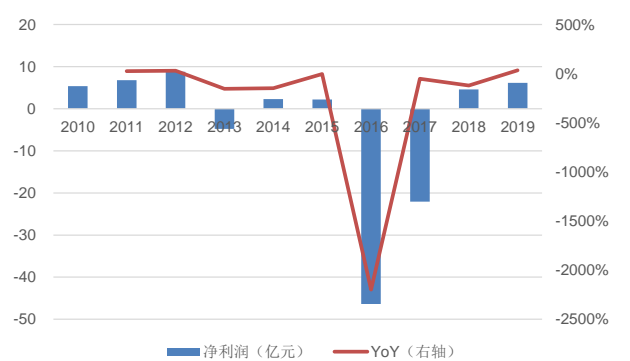


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 35：中化化肥营收业务结构（2019 年）

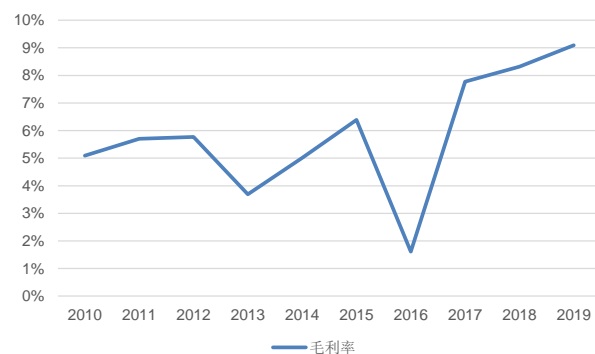


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 36：中化化肥毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 4.5 荃银高科：“育繁推一体化”的种业区域龙头

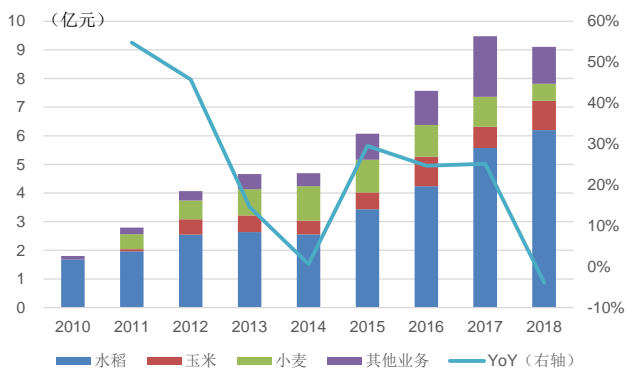
荃银高科是“育繁推一体化”的高科技种业企业，安徽省农业产业化龙头企业。公司是首批获农业部颁证的农作物种子“育繁推一体化”企业、国家高新技术企业、安徽省农业产业化龙头企业，是农业部和地方政府重点支持的种业企业之一，被中国种子协会认定为“中国种业信用明星企业”。公司农作物种子综合实力居全国第三位，其中杂交水稻种子业务居全国第二位，海外业务居国内同行业前列。

公司一直坚持走“以科研为源头、以市场为导向、产学研相结合、育繁推一体化”的种业技术创新之路，目前公司主要产品为杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花、油菜、瓜菜等农作物种子，销售区域覆盖华东、华中、华北、东北、西南、西北等国内主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区。

**风险提示：**集团内资源整合进度不及预期。

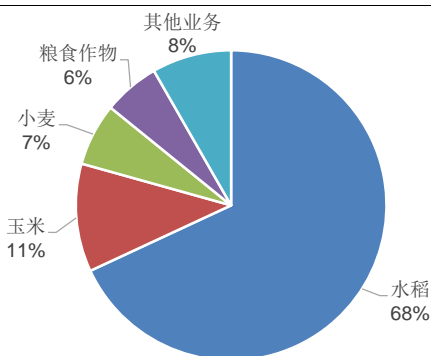
图 37：荃银高科营收结构及增速

图 38：荃银高科净利润及增速

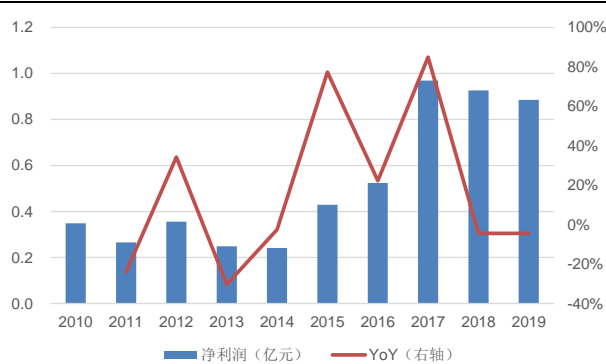


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 39：荃银高科营收业务结构（2018年）

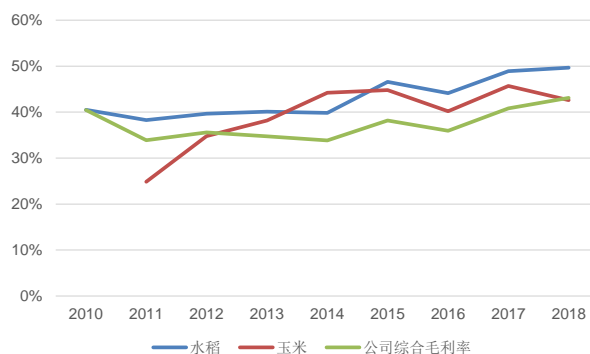


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 40：荃银高科主要产品毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 投资策略

推荐受益于“先正达集团”资源整合预期的国内农药原药生产龙头扬农化工、全球非专利型农药巨头安道麦，建议关注中化化肥、荃银高科。

## 6. 风险提示

全球农药市场区域化竞争加剧；先正达集团内部资源整合进度低于预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
------	----	----

报告类型	标题	日期
公司深度报告	安道麦 A(000553)：全球非专利农药龙头，构筑坚实经营护城河	2019-08-26
行业深度报告	农药行业：国内环保趋严缩供给，海外补库增需求，共促行业景气回升	2017-06-05

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

### 刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526