



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

行业开工率大幅反弹，草甘膦步入消费淡季

农药行业定期报告

2018年04月16日

郭荆璞 化工行业首席分析师
李皓 行业分析师
葛韶峰 研究助理



证券研究报告

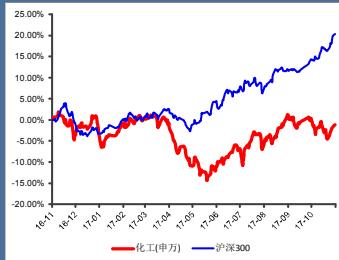
行业研究——专题报告

化工行业——农药



上次评级：看好，2018.03.16

化工行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号: S1500515070002

联系电话: +86 10 83326852

邮箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《农药行业研究定期报告—开工率维持高位，草甘膦与甘氨酸价格小幅回落》2017.12

《农药行业研究定期报告—2018年草甘膦行业将维持较高景气度，草甘膦价格继续上涨》2018.01

《化工行业研究定期报告—草甘膦价格跟随甘氨酸回落》2018.02

《化工行业研究定期报告—春节因素导致行业开工率骤降》2018.03

行业开工率大幅反弹，草甘膦步入消费淡季

农药行业定期报告

2018 年 04 月 16 日

本期内容提要:

- ◆ 我们统计的国内草甘膦行业装置数量为 19 套，总产能 74.5 万吨。
- ◆ **2017 年草甘膦市场回顾。**根据百川资讯统计，2017 年我国共生产草甘膦 50.48 万吨，2016 年为 50.51 万吨，产量基本持平，以年平均有效产能 78 万吨计算（(年初有效产能+年末有效产能)/2），行业平均开工率达到 64.7%。其中，2017 年大厂产量为 43 万吨，小厂产量为 7.5 万吨，2016 年大厂与小厂产量分别为 44.6 万吨和 5.9 万吨，小厂的产量占比由 2016 年的 11.7% 提高到 2017 年的 14.9%，也验证了行业景气上行周期中，小厂出货量及开工率均在上行。
- ◆ **草甘膦行业开工率追踪：**2018 年 03 月，草甘膦行业平均开工率 74.8% (+18.9 ppt., 月环比, 下同), TTM 开工率 63.8% (+0.4 ppt.)。大厂(产能在 5 万吨及以上的企业)开工率 79.4% (+13.6 ppt.), TTM 开工率增加至 70.1% (+0.2 ppt.)；小厂开工率 60.0% (+36.0 ppt.), TTM 开工率增加至 42.6% (+1.1 ppt.)。
- ◆ **草甘膦 3 月均价环比降低。**目前，草甘膦价格为 24500 元/吨 (95% 原粉华东地区价格)，相比上月同期下降 500 元/吨，较前期有了一定幅度的下跌，主要原因为甘氨酸等原料价格回落同时草甘膦逐渐步入消费淡季所致。甘氨酸价格小幅上涨至 11650 元/吨，IDAN 价格下降至 11750 元/吨，黄磷价格下降至 16500 元/吨，草甘膦企业生产成本下降。另一方面，随着草甘膦步入消费淡季，草甘膦月均价环比有所下降，2018 年 3 月草甘膦华东市场均价为 24839 元/吨，相比上月同期增加 10.5%，月均价环比下降 1.0%。
- ◆ **2018 年草甘膦行业将维持较高景气度。**草甘膦行业洗牌进展顺利，供求关系正在发生逆转，价格反弹时产能不会大规模释放，开工率提升将是主要的供给增量，而小厂出货量及开工率的波动性，是草甘膦价格周期波动的主要驱动力。目前草甘膦开工率已处历史高位，2018 年行业几乎没有新增产能，仅江西金龙预计新增 3 万吨，其他均不确定性较大，需求方面，受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响，草甘膦需求仍在增长，预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面，环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸，环保持续高压下，甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”，供给缩减下价格将维持高位，从而对草甘膦成本形成强有力的支撑。
- ◆ **风险因素：**转基因作物种植面积增速不达预期；小厂开工率迅速提升；天气因素。

目 录

| | |
|---------------|----|
| 投资聚焦: | 2 |
| 一、信息动态 | 5 |
| 1、公司信息 | 5 |
| 2、行业信息 | 5 |
| 3、其他农药 | 6 |
| 4、农业信息与农产品动态 | 9 |
| 二、市场分析 | 10 |
| 1、全球市场 | 10 |
| 2、国内市场 | 10 |
| 3、原材料供应与价格 | 10 |
| 4、供给判断 | 11 |
| 三、投资建议 | 15 |
| 江山股份 (600389) | 16 |
| 新安股份 (600596) | 18 |
| 扬农化工 (600486) | 20 |
| 和邦生物 (603077) | 22 |
| 四、风险因素 | 24 |

图 目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 草甘膦行业开工率 (右图为 TTM 数据) | 2 |
| 图表 2: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据) | 3 |
| 图表 3: 草甘膦华东市场价格 | 4 |
| 图表 4: 国内草甘膦月平均价格及同比环比涨幅 | 4 |
| 图表 5: 草甘膦价差 | 4 |
| 图表 6: 国内外农产品价格 | 9 |
| 图表 7: 草甘膦主要原料 (甘氨酸/IDAN、黄磷、甲醛) 价格 | 10 |
| 图表 8: 草甘膦开工企业数变化情况 | 11 |
| 图表 9: 草甘膦总企业数变化情况 | 11 |
| 图表 10: 修正的草甘膦行业开工率 | 12 |
| 图表 11: 中国草甘膦实际有效产能、年化总产量及累积开工率 | 12 |
| 图表 12: 草甘膦各路线开工率 (右图为 TTM 数据) | 13 |
| 图表 13: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据) | 14 |
| 图表 14: 国内草甘膦上市公司情况一览表 | 15 |

投资聚焦：

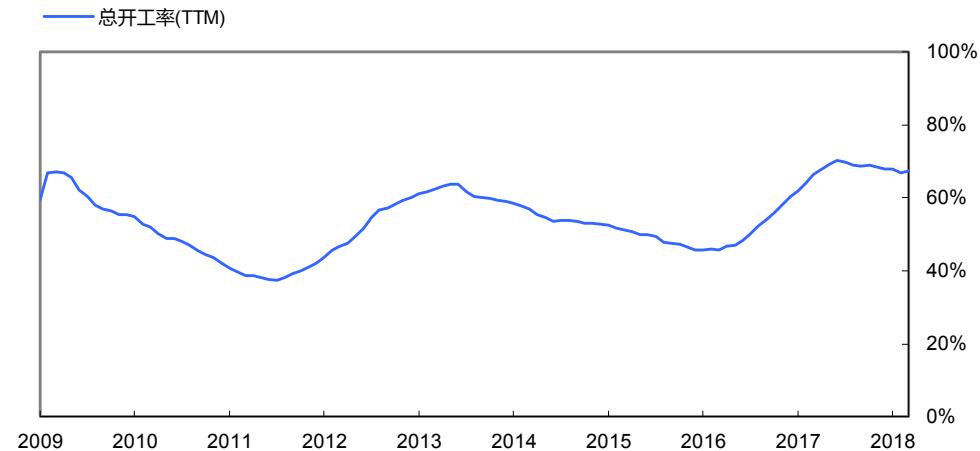
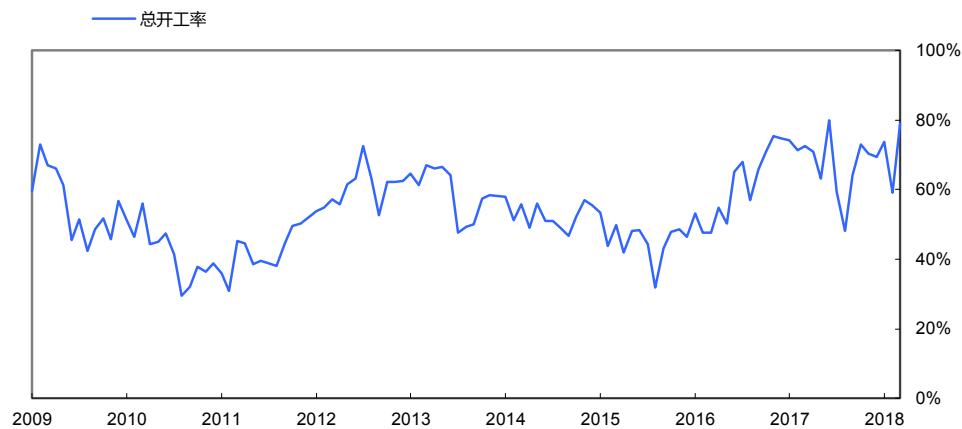
我们统计的国内草甘膦行业装置数量为 19 套，将好收成韦恩产能修正至 7 万吨之后，目前总产能为 74.5 万吨。

2017 年草甘膦市场回顾。根据百川资讯统计，2017 年我国共生产草甘膦 50.48 万吨，2016 年为 50.51 万吨，产量基本持平，以年平均有效产能 78 万吨计算 ((年初有效产能+年末有效产能)/2)，行业平均开工率达到 64.7%。其中，2017 年大厂产量为 43 万吨，小厂产量为 7.5 万吨，2016 年大厂与小厂产量分别为 44.6 万吨和 5.9 万吨，小厂的产量占比由 2016 年的 11.7% 提高到 2017 年的 14.9%，也验证了行业景气上行周期中，小厂出货量及开工率均在上行。

2018 年 03 月，草甘膦行业平均开工率 74.8% (+18.9 ppt., 月环比，下同)，TTM 开工率 63.8% (+0.4 ppt.)。大厂 (产能在 5 万吨及以上的企业) 开工率 79.4%(+13.6 ppt.)，TTM 开工率增加至 70.1% (+0.2 ppt.)；小厂开工率 60.0% (+36.0 ppt.)，TTM 开工率增加至 42.6% (+1.1 ppt.)。

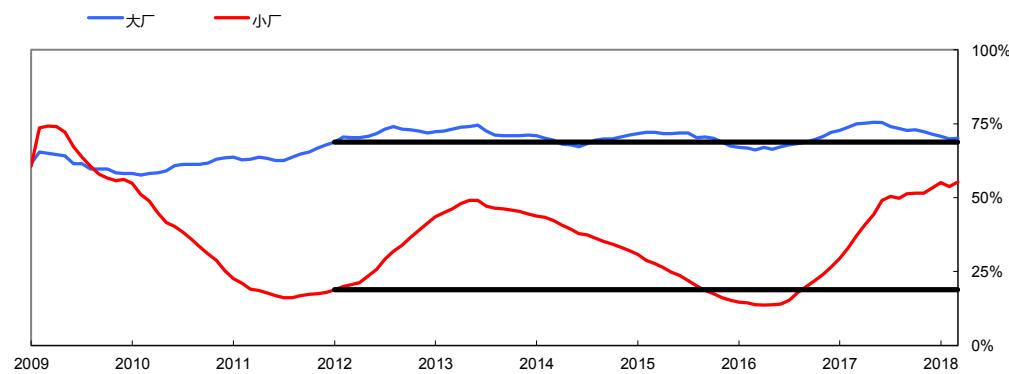
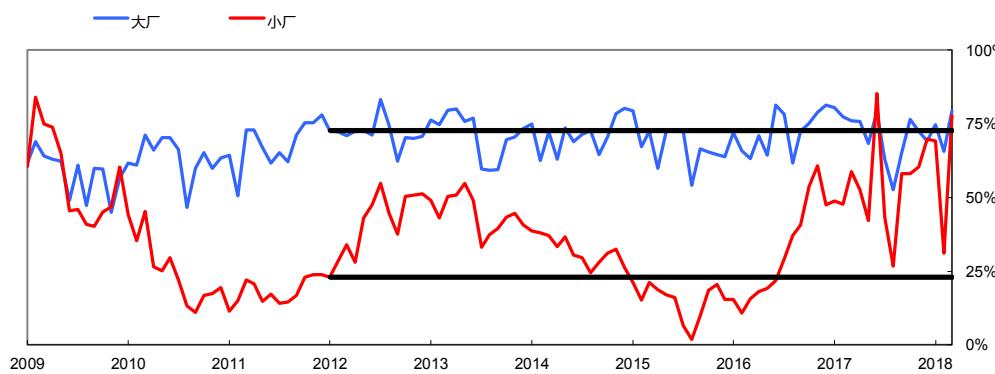
我们在报告《20161206 草甘膦有没有又一春》中提到，草甘膦行业洗牌进展顺利，供求关系正在发生逆转，价格反弹时产能不会大规模释放，开工率提升将是主要的供给增量，而小厂出货量及开工率的波动性，是草甘膦价格周期波动的主要驱动力。目前草甘膦开工率已处历史高位，2018 年行业几乎没有新增产能，仅江西金龙预计新增 3 万吨，其他均不确定性较大，需求方面，受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响，草甘膦需求仍在增长，预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面，环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸，环保持续高压下，甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”，供给缩减下价格将维持高位，从而对草甘膦成本形成强有力的支撑。**2018 年草甘膦行业将维持较高景气度。**

图表 1：草甘膦行业开工率（右图为 TTM 数据）



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

图表 2：草甘膦企业开工率（右图为 TTM 数据）

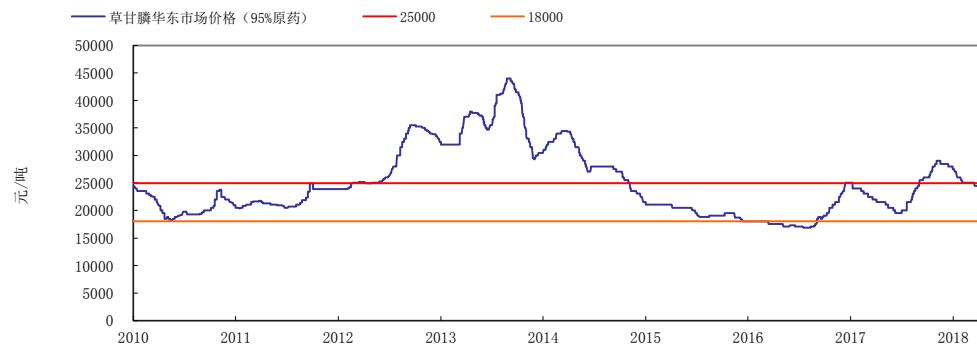


资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

目前草甘膦价格为 24500 元/吨 (95%原粉华东地区价格)，相比上月同期下降 500 元/吨，较前期有了一定幅度的下跌，主要原因为甘氨酸等原料价格回落同时草甘膦逐渐步入消费淡季所致。甘氨酸价格小幅上涨至 11650 元/吨，IDAN 价格下降至 11750 元/吨，黄磷价格下降至 16500 元/吨，草甘膦企业生产成本下降。另一方面，随着草甘膦步入消费淡季，草甘膦月均价

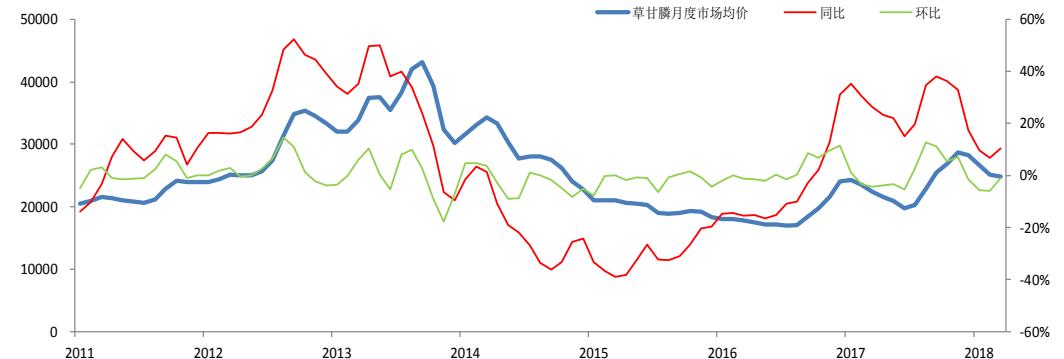
环比有所下降，2018年3月草甘膦华东市场价格为24839元/吨，相比上年同期增加10.5%，月均价环比下降1.0%。

图表3：草甘膦华东市场价格



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

图表4：国内草甘膦月平均价格及同比环比涨幅



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

草甘膦价格上涨以来，价差改善明显，目前甘氨酸法50%开工率下即可实现盈利，IDAN法由于IDAN价格相对甘氨酸较为稳定，近期随着IDAN价格的小幅下跌，价差小幅扩大，目前IDAN法100%开工下接近盈利。

图表5：草甘膦价差



甘氨酸法价差=草甘膦-甘氨酸-黄磷-甲醛

资料来源：信达证券研发中心、百川资讯



IDAN法价差=草甘膦-IDAN-黄磷-甲醛

请阅读最后一页免责

IDA法100%开工
率下接近盈利

//www.cindasc.com

一、信息动态

1、公司信息

消息称拜耳收购孟山都获美国司法部批准

来源：世界农化网

据《华尔街日报》报道，知情人士称，德国制药与农化巨头拜耳以 625 亿美元收购美国转基因巨头孟山都的交易已获得美国司法部批准，3月 21 日，欧盟委员会有条件地批准了拜耳拟收购孟山都的交易。

2、行业信息

2022 年全球农用微生物制剂销售额将达 60.1 亿美元 将在欧洲率先取代化学合成农药

来源：世界农化网

2017 年全球农用微生物制剂的销售额约为 30.9 亿美元，预计到 2022 年将达到 60.1 亿美元，复合年增长率为 14.21%。微生物制剂对全球农业和环境的贡献是此类产品销量增长的主要原因。相比化学农药，微生物制剂的靶标更专一。

2017 年，北美洲微生物制剂的市场占有量全球最大，而在接下来的 5 年中，欧洲将会成为发展最快的市场。预计微生态制剂将有可能在欧洲取代化学合成农药，因为化学农药受到法规的限制越来越多。新烟碱、草甘膦和百草枯的禁用令预计将会促进欧洲微生物制剂产业的发展。

发展农用微生物制剂的限制因素是产品保质期和田间药效期较短，产品储存条件严苛。微生物制剂的保质期仅为 6-24 个月，而普通农药为 2-4 年。

全球微生物制剂市场主要被一些大供应商占据，例如德国巴斯夫、德国拜耳、美国孟山都、，美国 BioWorks、美国陶氏杜邦、瑞士先正达和美国 Certis。新兴的供应商有美国 Marrone Bio Innovations, 荷兰科伯特、美国爱利思达、美国 Valent BioSciences 和意大利意赛格。

阿根廷 2017 年农化品消耗量增至 380 万吨 近七成依赖进口

来源：世界农化网

IES 咨询公司数据显示，2017 年阿根廷的农化品消费量增至 380 万吨，较前几年 360 万吨数量有所增加。其中，69.5 % 的产品是进口的。

关于农药使用以及是否禁用草甘膦的争论并未影响阿根廷农药用量。农化品的进口额达 18.5 亿美元，较 2016 年的 18.2 亿美元增长 1.5%。草甘膦采购量减少，进口除草剂增幅达 30.7%，进口额达 4 亿美元，氮肥进口量占农化品进口总量的 39.5%，下降 5.5%，为 7.29 亿美元。进口农化品数量合计 260 万吨，较 2016 年的 280 万吨减少 6.7%。其中，29.8% 来自中国，24.1% 来自美国，来自巴西、俄罗斯的产品分别占比 7.5%、6.2%。

3、其他农药

我们对其他农药重点关注与草甘膦密切相关的 2,4-D、麦草畏、草铵膦，与部分上市公司有关的吡啶-百草枯、氯代吡啶除草剂，另外重点关注烟碱类和菊酯类杀虫剂。

相关上市公司包括：

扬农化工（麦草畏、菊酯类）、长青股份（麦草畏、烟碱类吡虫啉）、利尔化学（草铵膦、氯代吡啶类）、威远生化（草铵膦）；红太阳（吡啶-百草枯）、沙隆达 A（百草枯）。

红太阳 2017 年度经营评述：利润指标“爆发增长”，力争成为“独角兽”企业

来源：世界农化网

2017 年，红太阳公司实现营业收入 49.74 亿元，比上年同期增长 40.61%；实现归属于母公司股东净利润 6.98 亿元，较上年同期增长 4.52 倍。其中农药产品销量 22.70 万吨，同比增长 15.90%，毛利率 32.07%，同比增长 13.34 个百分点。

吡虫啉、啶虫脒原药价格上涨受益 海利尔 2017 年度净利 2.86 亿同比增长 96%

来源：世界农化网

海利尔 2017 年实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 54.98%；实现归属母公司净利润 2.86 亿元，同比增长 95.58%。公司现有产能吡虫啉 2500 吨、啶虫脒 1200 吨和中间体 CCMP2500 吨，中间体可完全实现自给，具有中间体和原药一体化优势。2017 年度，农药市场需求整体回暖，同时受国家环保政策的影响，公司主要产品吡虫啉原药、啶虫脒原药价格上涨明显，公司受益。

先达上市后发布首份年报：净利润实现两位数增长 将加快葫芦岛生产基地建设

来源：世界农化网

山东先达为选择性除草剂细分行业龙头，烯草酮、烯酰吗啉原药产量位居全国第一；异噁草松原药、咪草烟原药的产量均位居全国第二。2017年山东先达实现营业收入11.19亿元，比上年同期增长29.25%；实现归属于母公司股东净利润1.10亿元，较上年同期增长12.09%；实现扣非归母净利润1.02亿元，较上年同期增长9.86%。2018年公司将加快辽宁葫芦岛生产基地建设进度，其中一期项目建设内容为6,000吨原药及10,000吨制剂，年内计划完成制剂、原药及公用工程主体建设。

2017年我国17个新农药获登记 生物源农药数量首次超过化学农药

来源：世界农化网

2017年国内有17个新农药（共计30个产品）登记，其中杀虫剂6个，杀菌剂5个，除草剂2个，植物生长调节剂4个。有12个原药/母药同时带制剂登记，占新农药的71%。所有新农药毒性均为低毒或微毒，所有剂型均为对环境友好。新品种不仅有特色，而且风险相对较小，不少还是专利产品。从农药类别看，10个生物源农药（杀虫剂2个、杀菌剂4个、植物生长调节剂4个）占新农药的59%，首次超过新化学农药的数量，说明我国生物源农药正在蓬勃发展。

12个国内创制产品占新农药的71%，境外仅占29%，标志着我国农药的研发制造能力已达较高水平，尤其是9个国内生物源农药，占创制新农药的75%。

印度农药生产者协会要求禁止进口原药未获登记的农药制剂产品

来源：世界农化网

近日，印度农药生产商要求相关部门下达指令，不允许进口未获原药详情或活性成分登记的农药制剂产品。印度小型和中型农药生产商协会主席说道：“联合国粮农组织/世界卫生组织和其他农业大国和地区，例如美国、澳大利亚、巴西、中国和欧洲，都要求在登记制剂前要先对农药原药进行登记。”印度每年进口约1600亿卢比的农药，而本地市场的需求量高达2500亿卢比。

2017年巴西进口近8000吨吡虫啉

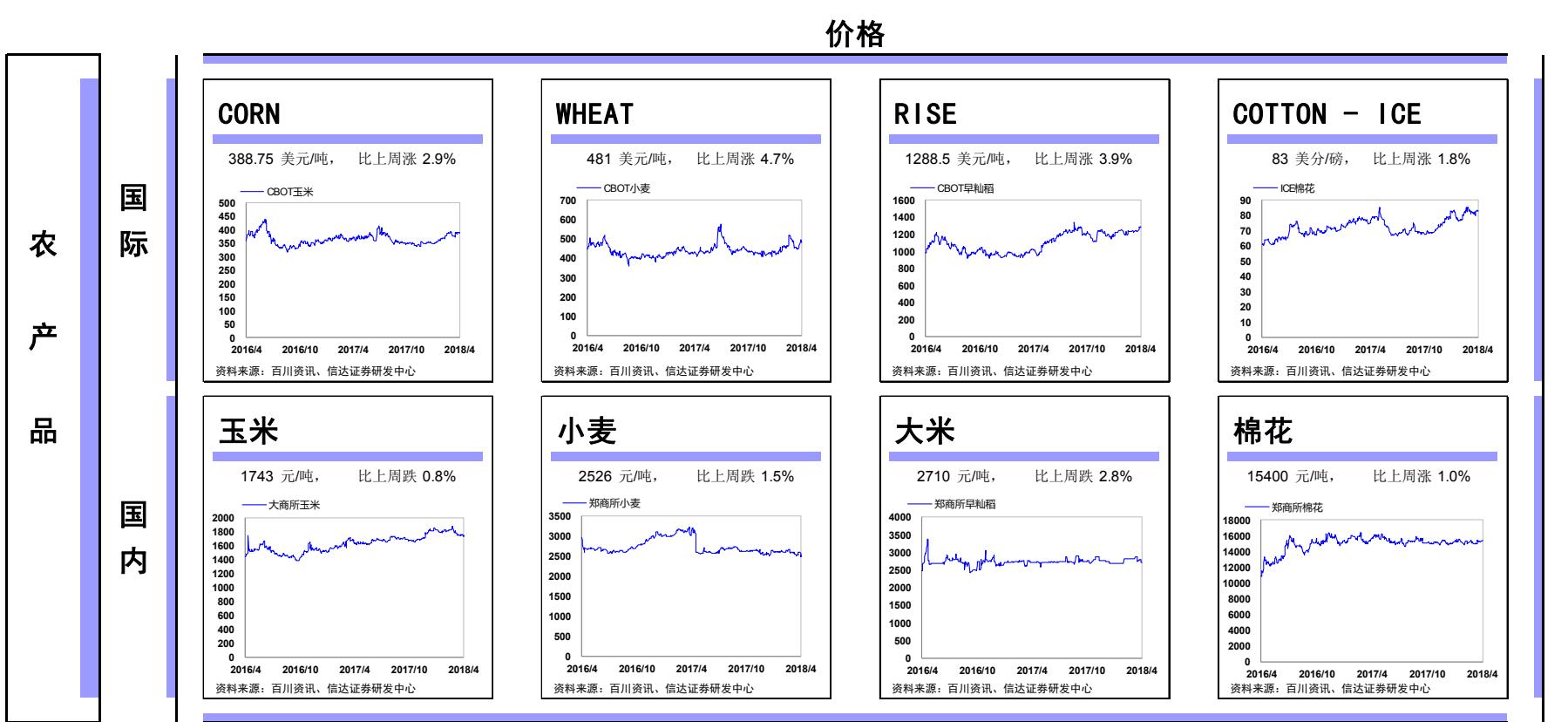
来源：世界农化网

2017 年，巴西进口吡虫啉数量达到 7,900 吨，与 2016 年进口量相当。去年下半年巴西吡虫啉进口量达到 5,200 吨，较 2017 年上半年吡虫啉进口量增长 42.3%。巴西吡虫啉的主要进口国仍为中国，去年下半年从中国进口该产品数量达 2,600 吨，占比 50%以上，第二大进口国为印度，进口数量达 1,500 吨，从德国进口 945 吨，占比 18%。

4、农业信息与农产品动态

2018年3月，主要粮食价格持平。

图表 6：国内外农产品价格



资料来源：百川资讯、信达证券研发中心

二、市场分析

1、全球市场

草甘膦主要的市场在国外。受益于农化巨头开始主动补库存，同时南美等地气候因素较佳，预计 2018 年草甘膦需求同比上升。

2、国内市场

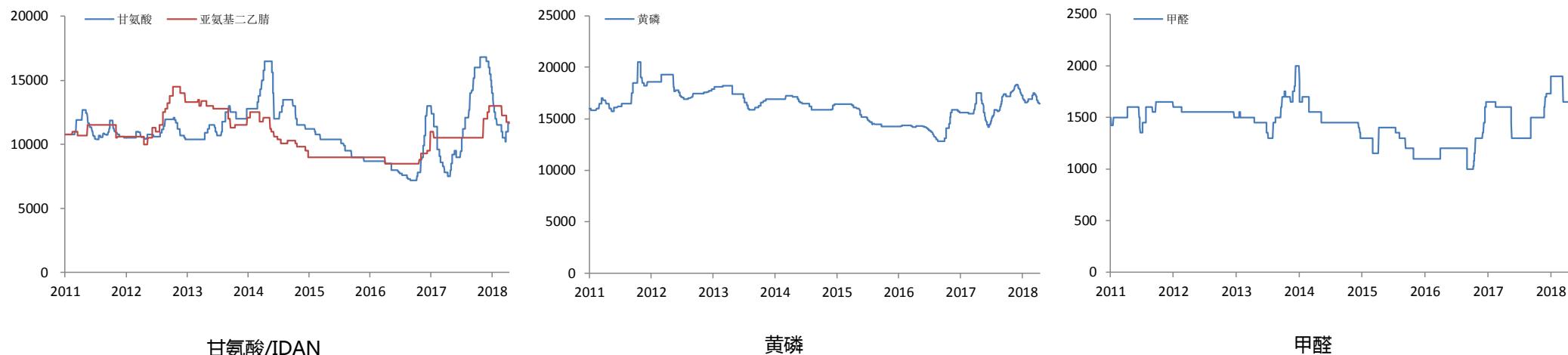
行业洗牌进展顺利，草甘膦供求关系正在发生逆转，价格反弹时产能不会大规模释放，开工率提升将是主要的供给增量，2018 年草甘膦仍将维持较高景气。

生产企业开工率自 2016 年 2 月以来在波动中上行，目前维持高位。草甘膦价格持续上涨，除了行业供求因素影响，原料端甘氨酸因环保导致供应紧张价格大涨也带来了产品价格的推涨。

3、原材料供应与价格

草甘膦主要原材料中，由于环保监管影响边际减弱，甘氨酸供应增加，价格近期小幅回落，目前为 11650 元/吨，黄磷价格小幅下降至 16500 元/吨，IDAN 价格小幅下降至 11750 元/吨。

图表 7：草甘膦主要原料（甘氨酸/IDAN、黄磷、甲醛）价格

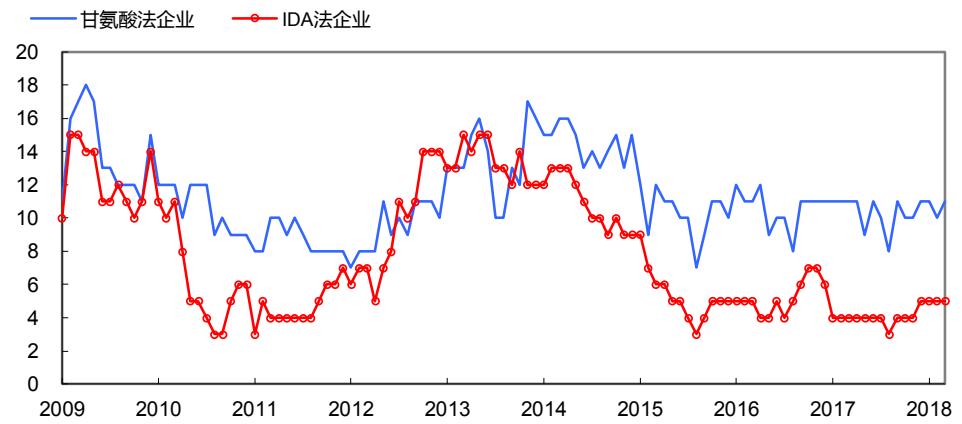
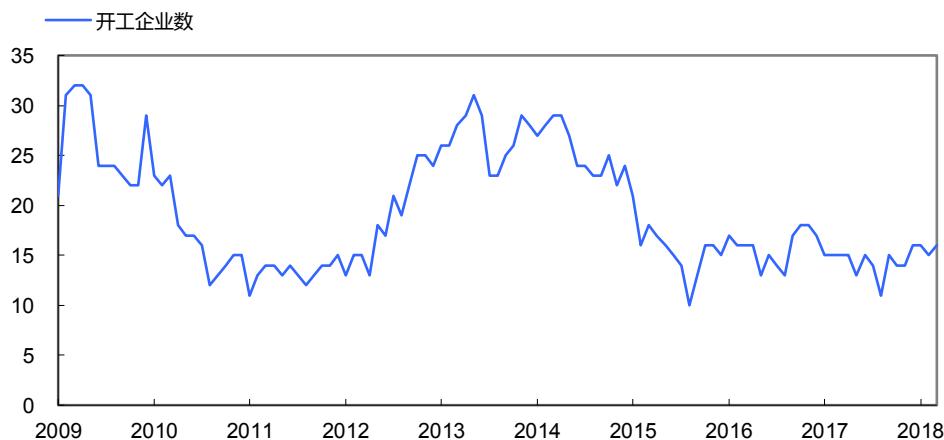


资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

4、供给判断

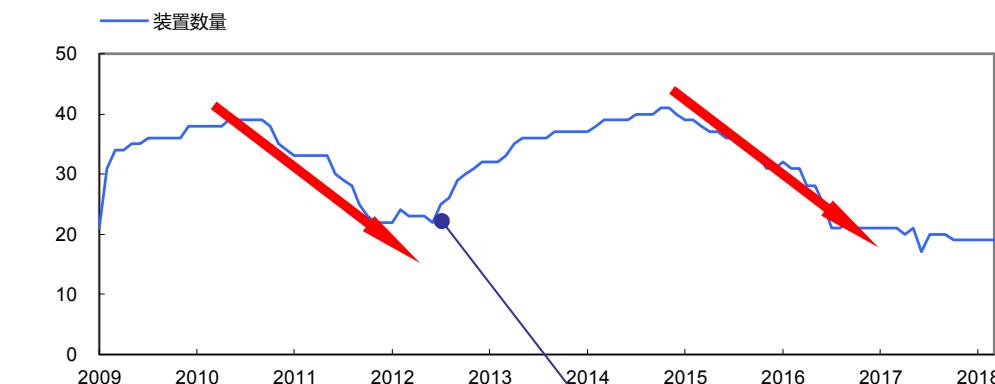
2018 年 3 月开工的草甘膦装置为 **16 套**，较上月增加一家，其中甘氨酸法 11 套，IDA 法 5 套。我们以停止外售草甘膦超过 18 个月作为企业退出的标准，则目前仍然在产以及能够恢复生产的装置共计 **19 套**，其中甘氨酸法 11 套，IDA 法 8 套（江山股份同时拥有 2 条工艺路线）。

图表 8：草甘膦开工企业数变化情况



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

图表 9：草甘膦总企业数变化情况



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

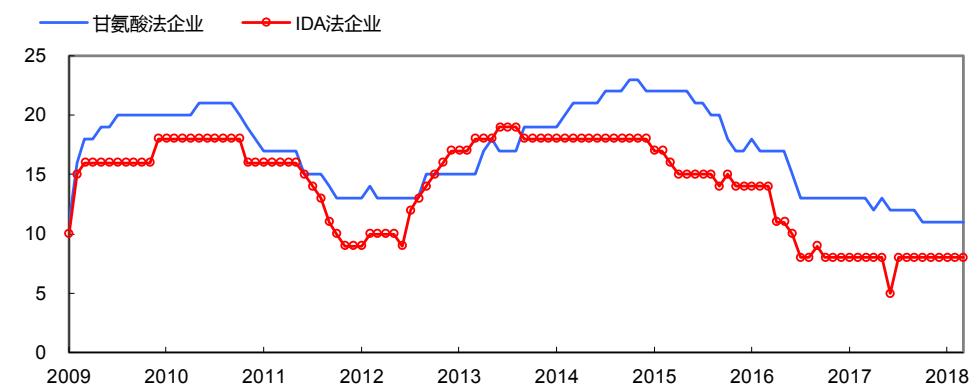
两轮周期均有近半数企业被淘汰

在修正企业数量和装置存续的基础上，测算行业产能与开工率。截至 2018 年 4 月，我国草甘膦的实际总产能约为 74.5 万吨/年，低于名义总产能 89 万吨/年，更低于市场普遍认识的~100 万吨/年的估计产能。

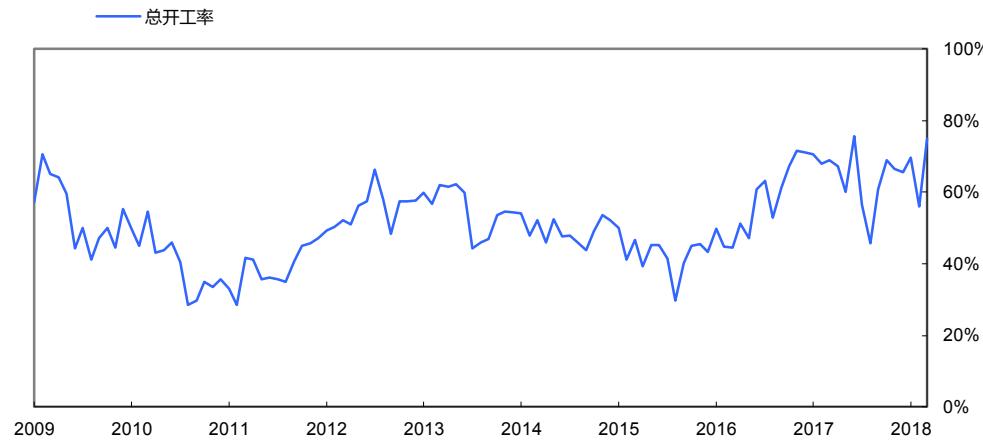
经过修正，2018 年 3 月草甘膦行业的平均开工率为 74.8% (+18.9 ppt.)，12 个月滚动平均开工率为 63.8% (+0.4 ppt.)，相对于 2016 年初的最低水平，均出现了明显的上升。

12 个月滚动开工率在 2016 年 2 月开始回升，至 2017 年 6 月持续上升，近期在环保约束约束下，滚动开工率维持高位小幅波动。

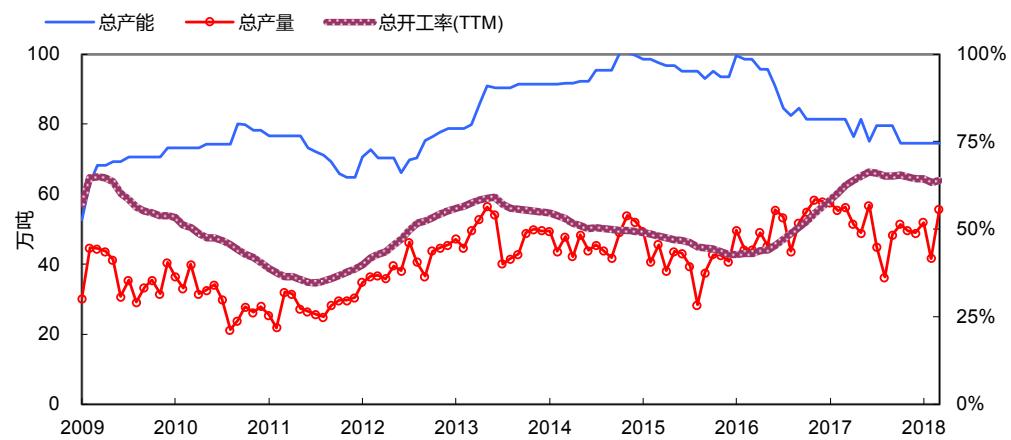
图表 10：修正的草甘膦行业开工率



图表 11：中国草甘膦实际有效产能、年化总产量及累积开工率



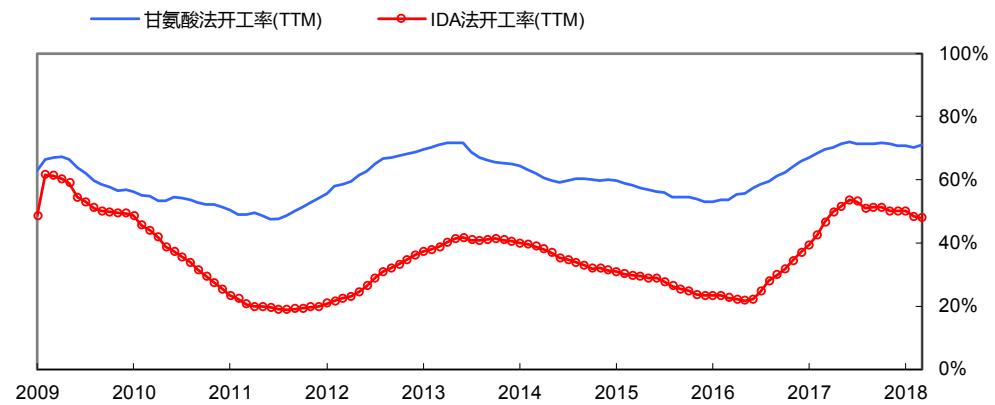
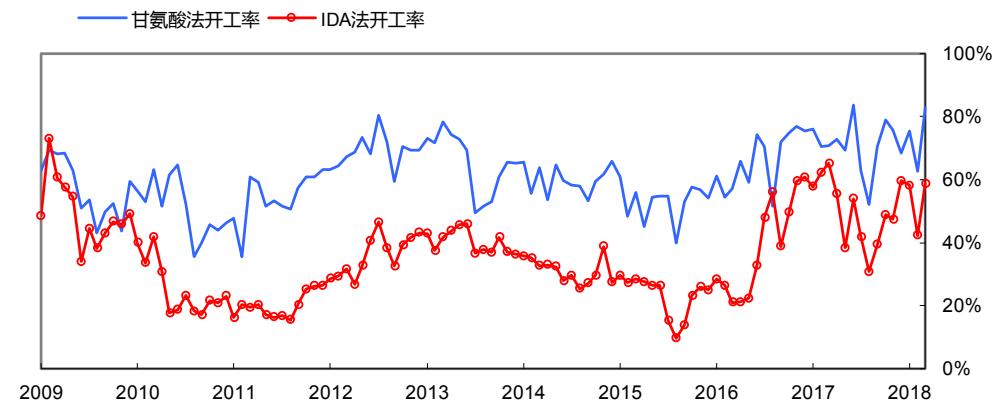
资料来源：信达证券研发中心、百川资讯



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

目前甘氨酸法开工率 82.7%(+20.1 ppt.), IDA 法开工率 58.8%(+16.5 ppt.)。12 个月滚动平均以后，甘氨酸法开工率上升至 71.1%(+0.9 ppt.), IDA 法开工率下降至 47.9%(-0.5 ppt.)。

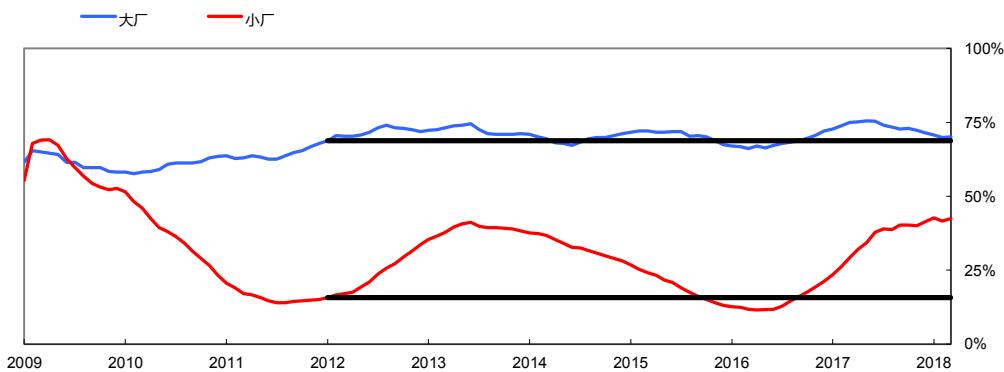
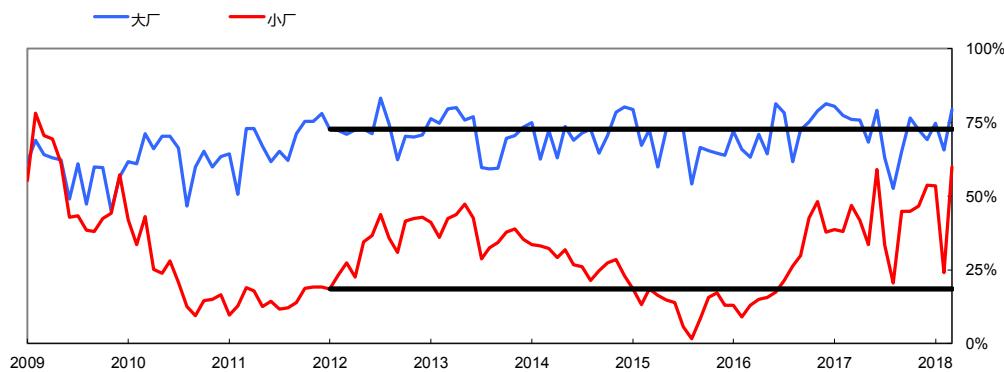
图表 12: 草甘膦各路线开工率 (右图为 TTM 数据)



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

大厂(产能在5万吨及以上的企业)开工率79.4%(+13.6 ppt.), TTM开工上升至70.1%(+0.2 ppt.); 小厂开工率60.0%(+36.0 ppt.), TTM开工率增加至42.6%(+1.1 ppt.)。

图表 13: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据)



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

三、投资建议

A股市场上控制有草甘膦权益产能的公司共8家，我们重点跟踪新安股份（“增持”）、扬农化工（“买入”）、和邦生物（“买入”）、江山股份（“增持”）以及兴发集团（无评级）。

图表 14：国内草甘膦上市公司情况一览表

| | 总市值 | 权益产能 | EPS(TTM) | 股价 | 总股本 | 弹性 | 弹性 |
|-------|-------|------|----------|-------|-------|------|-------|
| | 亿元 | 万吨 | 元/股 | 元/股 | 亿股 | 吨/万股 | 吨/百万元 |
| 新安股份 | 98.6 | 8 | 0.75 | 13.96 | 7.06 | 1.1 | 8.1 |
| 江山股份 | 52.2 | 7 | 0.44 | 17.57 | 2.97 | 2.4 | 13.4 |
| 兴发集团 | 91.4 | 9.8 | 0.53 | 15.09 | 6.06 | 1.6 | 10.7 |
| 和邦生物 | 180.2 | 5 | 0.06 | 2.04 | 88.31 | 0.1 | 2.8 |
| 扬农化工 | 150.0 | 4 | 1.78 | 48.40 | 3.10 | 1.3 | 2.7 |
| 广信股份 | 74.7 | 3 | 0.69 | 16.07 | 4.65 | 0.6 | 4.0 |
| 沙隆达 A | 365.8 | 2 | 0.63 | 14.95 | 24.47 | 0.1 | 0.5 |
| 华信国际 | 122.8 | 1.2 | 0.20 | 5.39 | 22.78 | 0.1 | 1.0 |

资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：股价为2018年04月13日收盘价

比较而言，新安股份、兴发集团单位市值对应草甘膦产能较大，其他业务中有机硅也处于底部反转之中，是我们首选的股票；同时，兴发集团由于具有一体化产业链将充分受益于甘氨酸和草甘膦价格的上涨；江山股份受到草甘膦价格波动影响产生的业绩弹性大，估值空间较大，但风险也相对较高。扬农化工其他业务（麦草畏和拟除虫菊酯类杀虫剂）更加出色，业绩和估值受草甘膦波动影响而产生的风险较小。

江山股份 (600389)

- **产品售价上涨，盈利能力增强。** 2017年上半年，公司实现营收 17.23 亿元，同比下降 46.63%，主要由于子公司贸易业务收入减少所致，剔除贸易业务，公司实现营收 17.09 亿元，同比增长 11.04%。分业务板块看，公司农药板块实现营收 11.47 亿元，同比增长 4.40%，双敌产品、草甘膦产品、酰胺类产品均实现不同程度的增长，除草剂和杀虫剂上半年平均售价同比分别增加 17.06% 和 5.93%；氯碱板块上半年实现营收 2.15 亿元，同比增长 37.23%，得益于烧碱价格上涨，公司上半年氯碱产品销售均价同比增加 28.57%；化工板块及蒸汽板块上半年分别实现营收 1.95 和 1.41 亿元，同比增长 19.21% 和 24.33%。整体来看，受产品平均售价上涨影响，公司上半年毛利率同比增长 9.74 个百分点至 13.54%，盈利能力显著提高。
- **草甘膦行业景气上行，公司拥有较大弹性。** 草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已经下降至 75.2 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态，2017年上半年甘氨酸法平均价差为 9249 元/吨，而上年同期平均价差为 6329 元/吨，企业盈利大幅改善。受近期第四批环保核查进驻四川、浙江等草甘膦生产大省影响，草甘膦行业整体开工率自 7 月份以来处于低位，导致目前库存水平较低，预计随着 9 月份草甘膦消费旺季来临，草甘膦价格将再次进入上涨通道。公司拥有草甘膦产能 7 万吨（甘氨酸法产能 3 万吨/年，IDAN 法产能 4 万吨/年），受草甘膦价格影响产生的业绩弹性较大。公司采用两种工艺生产，降低了原材料价格波动带来的风险，同时，利用两条工艺路线的互补，通过循环利用、清洁生产工艺改造，大幅度降低了草甘膦的生产成本。
- **氯碱、化工和蒸汽板块提供业绩支撑。** 除草甘膦外，公司还经营酰胺类除草剂、杀虫剂、基础化工及化工中间体产品以及热电蒸汽等其他业务，以上业务营业收入和毛利率基本稳定，为公司提供了有效的业绩支撑，降低了由于草甘膦价格变化带来的业绩波动。此外，公司为一体化的有机磷农药生产企业，从上游电厂、水厂、氯碱化工到下游农药原药、制剂等业务均有所涉及，可自行生产部分原料，降低了公司的生产成本。
- **背靠央企化工巨头中化集团，其拥有较强的农药研发实力。** 公司第一大股东中化国际为中化集团旗下企业。中化集团是唯一经营化肥、种子、农药三大农业投入品的央企，农药品种经营规模位居国内前列，涵盖产品研发、原药生产、制剂加工及分装、产品登记、品牌营销等产业链各环节，专利农药开发国内领先，下属的沈阳化工研究院、浙江省化工研究院为两大国家级农药研发平台，拥有国内领先的农药创制能力。
- **盈利预测及评级：** 我们预计公司 2017-2019 年摊薄的 EPS 分别达到 0.75 元、1.23 元和 1.54 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：** 原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。
- **相关研究：**《20170824 江山股份(600389)：产品价格显著上涨，推动公司业绩同比大幅增长 1486.92%》《20180131 江山股份(600389)：2017 年业绩大增，公司进入新一轮扩张期》

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,677.21 | 4,751.49 | 3,752.30 | 4,028.10 | 4,531.80 |
| 增长率 YoY % | -10.04% | 77.48% | -21.03% | 7.35% | 12.50% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 10.57 | 52.38 | 224.00 | 364.13 | 457.23 |
| 增长率 YoY% | -94.76% | 395.52% | 327.64% | 62.56% | 25.57% |
| 毛利率% | 10.15% | 6.77% | 16.70% | 20.46% | 21.47% |
| 净资产收益率 ROE% | 0.81% | 3.93% | 15.15% | 20.63% | 21.02% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.05 | 0.18 | 0.75 | 1.23 | 1.54 |
| 市盈率 P/E(倍) | 494 | 100 | 23 | 14 | 11 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.0 | 3.8 | 3.3 | 2.7 | 2.2 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 04 月 13 日收盘价

新安股份 (600596)

- **草甘膦与有机硅景气持续，一季度业绩超出预期。**公司主营草甘膦和有机硅两大行业。受益主要产品价格大幅上涨影响，公司业绩大幅增长。其中，农化板块实现营收 30.19 亿元，同比增加 0.16%，毛利率 12.05%，同比增加 1.81 ppt.，草甘膦原药和制剂均价同比分别上涨 28.98%、15.90% 至 2.14、1.45 万元/吨；有机硅板块实现营收 35.50 亿元，同比增加 14.25%，毛利率 24.21%，同比增加 4.84 ppt.，DMC、生胶、107 胶和混炼胶均价分别同比上涨 53.05%、51.86%、51.24% 和 47.19% 至 1.75、1.97、1.91 和 2.09 万元/吨。受公司产能搬迁影响，公司 17 年农药（折原药）和有机硅（折 DMC）销量同比分别下滑 12.27% 和 23.18%，但价格上涨推动公司整体营收同比增长 6.97% 至 72.76 亿元，毛利率同比增长 4.7 ppt. 至 17.95%。公司期间费用率相对稳定，同比增长 1.08 ppt. 至 13.50%，由于处置可供出售金融资产，公司取得投资收益 2.38 亿元，最终实现归母净利 5.33 亿元，扭亏为盈。此外，在有机硅销售淡季，公司预计 2018 年第一季度实现归母净利润 2.5 亿元至 2.7 亿元，扣非归母净利润 2.44 亿元至 2.64 亿元，相比 17 年四季度，环比增加大幅 357% 至 394%，超出市场预期。
- **草甘膦项目搬迁完成，淡季价格仍维持相对高位。**公司 2016 年 7 月启动对 3 万吨草甘膦原药生产装置由白南山园区至建德市马南高新技术产业园的整体搬迁工作，受此影响，公司 2017 年草甘膦产能利用率同比下滑至 64.06%。截至 2017 年 9 月，新厂相关生产装置已完成搬迁并进入试生产阶段，目前草甘膦 8 万吨产能已经释放。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已下降至 74.5 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态。近期，行业进入消费淡季叠加原材料成本支撑减弱导致草甘膦华东市场（95% 原药）价格较 17 年 10 月 2.95 万元/吨的高位有所下滑，最新报价为 2.45 万元/吨，同比仍有 11% 的增长。
- **有机硅行业景气持续，进一步扩产巩固龙头地位。**公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年有机硅单体项目 2017 年 10 月进入试生产阶段，目前已按设计产能运行，公司有机硅单体产能达到 34 万吨，折合 DMC 产能约 17 万吨。同时，公司 10 月在镇江启动有机硅二期项目建设，拟形成 15 万吨/年有机硅单体、0.5 万吨/年含氢硅油、5 万吨/年生胶、5 万吨/年 107 胶等产能，其中单体预计 2019 年 12 月投产，生胶/107 胶预计 2018 年 12 月投产，届时公司有机硅单体产能将达 49 万吨/年，行业龙头地位进一步巩固。受前几年行业不景气影响，有机硅行业产能出清，供应紧张导致产品价格自 2017 年中以来持续上涨，目前华东市场 DMC 价格已上涨至 3.05 万元/吨，行业进入景气周期。
- **加速“制造+服务”战略转型。**公司是国内草甘膦及有机硅龙头企业，作为集有机硅材料和作物保护为一体的平台型上市公司，公司加速推进“制造+服务”战略转型，由产品的供应商转向应用技术服务商。通过转变商业模式，向现代服务型企业转型，以满足客户需求为出发点，从创造供给转向创造需求。2017 年，公司继续发力农业服务和有机硅终端的两大新兴业务，通过兼并合作方式，快速扩张农业服务版图，通过产能搬迁及新建，有效提升现有产能及产品生产技术水平。**盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 1.54 元、1.81 元和 2.02 元，维持“增持”评级。

- **风险因素:** 原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。
- **相关研究:**《20171031 新安股份(600596):草甘膦、有机硅售价显著上涨,第三季度业绩同比大幅增长 335%》《20180411 新安股份(600596): 草甘膦、有机硅景气持续, 一季度业绩超出预期》

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,802.49 | 7,276.47 | 9,827.36 | 10,067.36 | 11,484.36 |
| 增长率 YoY % | -7.41% | 6.97% | 35.06% | 2.44% | 14.08% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 77.56 | 532.74 | 1,090.56 | 1,275.90 | 1,425.40 |
| 增长率 YoY% | -129.07% | 586.87% | 104.71% | 16.99% | 11.72% |
| 毛利率% | 13.25% | 17.95% | 26.89% | 28.64% | 28.21% |
| 净资产收益率 ROE% | 1.94% | 12.51% | 21.93% | 20.96% | 19.16% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.11 | 0.75 | 1.54 | 1.81 | 2.02 |
| 市盈率 P/E(倍) | 127 | 19 | 9 | 8 | 7 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.45 | 2.19 | 1.81 | 1.47 | 1.21 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 04 月 13 日收盘价

扬农化工 (600486)

- **除草剂业务量价齐升，推动公司盈利显著增长。**公司前三季度实现营业收入 31.47 亿元，同比增长 45.80%，归母净利润 4.07 亿元，同比增长 38.20%，毛利率为 26.51%，同比增加 0.87 个百分点，受汇兑损失增加影响，公司前三季度财务费用 5,772.94 万元，同比增加 8131.43 万元，期间费用率增长 1.74 个百分点至 11.58%。公司前三季度除草剂业务实现营业收入 13.49 亿元，占 2016 年全年除草剂营收的 131.09%，产销量分别为 3.67 和 3.56 万吨，平均售价同比增长 51.95% 至 3.79 万元/吨。杀虫剂业务实现营业收入 14.34 亿元，占 2016 年全年杀虫剂营收的 87.74%，产销量分别为 0.86 和 0.88 万吨，平均售价同比增长 1.03% 至 16.33 万元/吨。
- **草甘膦价格持续上涨，麦草畏进入快速放量期。**公司除草剂业务主要有草甘膦和麦草畏两个品种。目前拥有草甘膦产能 3 万吨，并采用长协定价，可部分平滑草甘膦市场价格的波动。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已经下降至 75.2 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态，价格同比显著增加，10 月 24 日，草甘膦华东市场(95% 原药)价格达到 2.8 万元/吨，同比增加 36.59%，2017 年前三季度 IDA 法平均价差为 9359 元/吨，同比增加 40.08%，企业盈利大幅改善。预计随着四季度采暖季来临，“2+26”城市环保限产将使甘氨酸价格继续维持高位，成本支撑下，公司 IDA 法草甘膦盈利将得到持续改善。
- **如东二期 1 万吨麦草畏产能于 2017 年 4 月投产，公司麦草畏产能增加至 1.5 万吨，麦草畏销量的大幅增长成为公司业绩增长的新亮点。**2017 年麦草畏价格中枢有所下降，目前华东地区麦草畏价格维持在 10 万元/吨左右，与 2015 年 14-15 万元/吨的价格水平相比有较大幅度的下滑，即便如此，公司麦草畏业务仍旧维持较高盈利能力。麦草畏未来的需求增量主要来自于二代转基因作物中耐麦草畏作物的推广，应用方向为与草甘膦复配。随着 2016 年 11 月美国环境保护署(EPA)批准孟山都麦草畏制剂 XtendiMax 在美使用，麦草畏开始步入加速推广期。孟山都近期发布 2017 年度财报，2017 年 Roundup Ready 2 Xtend 大豆美国种植面积超过 2000 万英亩，预计 2018 年种植面积将超过 4000 万英亩，照此趋势将轻松实现其 2019 年的 5500 万英亩种植面积目标。同时，孟山都上调了 Bollgard II XtendFlex 棉花种植面积预期为超过 600 万英亩。据此测算，我们预计 2019 年全球麦草畏需求将增加至 3.5~5.0 万吨，公司作为麦草畏的主要生产厂家将进一步放量期。
- **菊酯价格近期持续上涨，或将进一步提振公司四季度业绩。**公司杀虫剂业务主要是拟除虫菊酯，公司菊酯价格稳定，且销售情况良好，对公司业绩形成了比较强的支撑。我们判断农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势，公司是目前国内唯一的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。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业企业相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。受上游中间体功夫酸、联苯醇价格上涨以及部分菊酯装置停车影响，功夫聚酯价格自 7 月底进入上涨通道，华东地区出厂价由 15.5 万元/吨上涨至目前 23.0 万元/吨，预计短期内价格将维持高位，公司四季度业绩或将因此进一步提振。

- **如东三期项目有望成为未来业绩增长保证。**如东一期项目 2014 年底顺利投产，实现了较好的收益；如东二期项目多个产品生产装置 2017 年上半年陆续投产，业绩增量贡献明显；4 月，公司公告将建设如东三期项目，包括 11,475 吨/年杀虫剂、1,000 吨/年除草剂和 3,000 吨/年杀菌剂等产品，预计建设期 3 年，建成投产后，年均营收 15.41 亿元，保证了公司业绩的持续增长。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别达到 1.96 元、2.48 元和 2.83 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**草甘膦开工率持续上升、麦草畏抗性种子推广不达预期、新业务消耗现金头寸。
- **相关研究：**《20171024 扬农化工 (600486)：除草剂业务量价齐升，公司业绩有望持续改善》

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,114.13 | 2,928.97 | 3,834.99 | 4,612.49 | 5,029.99 |
| 增长率 YoY % | 10.41% | -5.95% | 30.93% | 20.27% | 9.05% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 455.09 | 439.26 | 608.77 | 770.10 | 877.78 |
| 增长率 YoY% | 0.09% | -3.48% | 38.59% | 26.50% | 13.98% |
| 毛利率% | 26.57% | 24.82% | 27.40% | 28.96% | 29.19% |
| 净资产收益率 ROE% | 15.55% | 13.35% | 16.53% | 17.89% | 17.11% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.47 | 1.42 | 1.96 | 2.48 | 2.83 |
| 市盈率 P/E(倍) | 33 | 34 | 25 | 19 | 17 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.8 | 4.4 | 3.8 | 3.2 | 2.7 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 04 月 13 日收盘价

和邦生物 (603077)

- **业绩大幅回升，毛利率提升显著。** 2016 年公司实现营业收入 34.63 亿元，同比增加 20.96%，归母净利润 3.18 亿元，同比增加 32.50%，扣非后归母净利润 2.90 亿元，同比增加 60.06%，主要系碳酸钠、氯化铵、玻璃、双甘膦及当年投产的草甘膦产品价格均有不同程度的上涨。2016 年公司实现销售毛利率 23.87%，同比上升 1.94 个百分点。受主要产品价格上涨影响，2017 年一季报公司实现营业收入 9.28 亿，同比增加 38.34%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.72 亿元，同比增长 220.81%，实现销售毛利率 32.41%，同比大幅上升 9.25 个百分点。
- **各项业务盈利向好，农药业务取得突破。** 公司当前业务包括 110 万吨联碱、13.5 万吨双甘膦、46.5 万吨智能玻璃、210 万吨折盐卤水、5 万吨草甘膦。2016 年，公司各产品联碱、玻璃、双甘膦、草甘膦均处于景气回升周期，盈利均有所好转。其中，联碱业务实现营业收入 14.29 亿元，同比增加 11.84%，销售毛利率 16.00%，同比上升 0.45 个百分点，双甘膦业务实现营业收入 12.81 亿元，销售毛利率 21.71%，同比下降 8.87 个百分点。玻璃业务实现营业收入 6.89 亿元，销售毛利率 20.06%，同比增加 4.85 个百分点。以色列 STK 生物农药 TIMOREX GOLD (田梦金) 2016 年 11 月在中国获得农药登记，并于 2017 年 2 月投放中国市场；新开发水产运输类、水产养殖类 2 类鱼用生物兽药，已投放南美市场，并积极在全球各地开展登记实验。2016 年公司农药板块实现营业收入 3.93 亿元，同比增加 318.24%，毛利率 31.05%，同比增加 2.70 个百分点。此外，公司 5 万吨/年草甘膦项目于 7 月投产，实现营业收入 2.78 亿元，毛利率 3.19%。
- **新项目建设顺利，坚定看好公司转型方向。** 强大的执行力是公司核心竞争力的主要来源，这使得公司具有完整的引进、消化、吸收、成功运营新项目的能力，双甘膦即是一个很好的案例。公司通过变革、创新，调整结构、核心业务转型，主营业务转向生物农药及其未来的其他生物产品、互联网+、高附加值的精细化工、智能、环保、新材料等高端产品，已形成平台型、技术转化型、国际化公司的发展模式。目前，公司 5 万吨/年蛋氨酸项目正在建设过程中，项目投产后，将有效填补国内供给缺口；高性能碳纤维项目获得定增批文并发行成功。
- **盈利预测、估值及投资评级：** 按照公司送转后股本计算，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别达到 0.08 元、0.09 元、0.11 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：** 双甘膦、草甘膦价格下滑；天然气涨价幅度超预期；蛋氨酸项目进度不及预期；电子商务项目推进不顺利。
- **相关研究：** 《20170509 和邦生物 (603077)：各项业务盈利向好，一季度业绩大幅提升》

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,862.64 | 3,462.55 | 4,788.46 | 5,660.95 | 6,140.93 |
| 增长率 YoY % | 30.97% | 20.96% | 38.29% | 18.22% | 8.48% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 239.87 | 317.81 | 718.07 | 807.18 | 928.01 |
| 增长率 YoY% | -64.29% | 32.50% | 125.94% | 12.41% | 14.97% |
| 毛利率% | 21.93% | 23.87% | 26.83% | 28.88% | 29.65% |
| 净资产收益率 ROE% | 4.35% | 3.80% | 6.65% | 7.00% | 7.48% |
| 摊薄每股收益 EPS(元) | 0.03 | 0.04 | 0.08 | 0.09 | 0.11 |
| 市盈率 P/E(倍) | 75 | 57 | 25 | 22 | 19 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.3 | 0.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 04 月 13 日收盘价

四、风险因素

转基因作物种植面积增速不达预期；小厂开工率迅速提升；天气因素。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-63570071 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678569 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------|-----------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入：股价相对强于基准 20% 以上； | 看高：行业指数超越基准； |
| | 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。