

乙酰甲胺磷产业链有望受益环保

买入 维持

目标价格：15.00 元

投资要点：

公司核心产品草甘膦、百草枯、乙酰甲胺磷行业层面上均不同程度的出现了供给的受限，产品需求稳定增长时价格大幅度提升，公司从中受益。按照目前股价，公司静态估值不到 10 倍，未来受益多种农药产品价格的上涨，建议买入，目标价 15 元。

报告摘要：

- 精胺-乙酰甲胺磷有望在环保趋紧中受益。** 供给端过去两年间印度环保政策逐渐严厉，乙酰甲胺磷部分产能退出；需求端巴西甲胺磷被禁用后退出，增加了乙酰甲胺磷需求量。国际需求转向中国采购乙酰甲胺磷原药，13 年前 10 月累计出口同比增长 16%。而目前国内产能已基本处于供需平衡点的临界状态，我们认为未来在需求增长的传导过程中，供不应求将会使得产品价格大幅上涨，产业链盈利提升。目前乙酰甲胺磷行业盈利并不强，但公司产能全球规模最大，盐、电和原材料精胺配套等方面使得吨成本较同行低 5000 元左右，具有扩产能力，未来将产能从 1.5 万吨扩张至 2 万吨。
- 百草枯产业链一方面受益于吡啶反倾销，一方面受益于政策对新增供给的禁止。** 商务部对产自印度和日本的吡啶反倾销的终裁使得进口受限制，而国内吡啶生产企业无 3-甲基吡啶配套产业链导致开工率难以提升，供求偏紧的情况下我们判断吡啶价格将维持高位。我国百草枯生产企业具备原料、技术等优势，全球百草枯产能基本集中在我国。然而目前国内百草枯开工接近满负荷。而 1745 号文规定停止批准新增百草枯母药和水剂产品的登记和生产许可，意味着国内百草枯再无新增产能。过去三年百草枯年需求增长率约为 15%，基本接近满负荷。由于农药受经济波动影响小，未来需求也将维持平稳增长。先正达在 6 月份淡季的两次提价以及之后的 3 万元/吨的大客户绝版 500 吨供应，也表明了百草枯下游需求旺盛，未来价格上涨或超出市场预期。
- 公司整体盈利向好趋势仍然存在，建议买入。** 按照目前 11.17 元价格计算，沙隆达静态估值不到 10 倍，未来将受益于草甘膦、百草枯和乙酰甲胺磷盈利的持续向好，建议买入，目标价 15 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1901.08	2345.15	3013.51	3667.26	4327.36
增长率 (%)	21.08	23.36	28.50	21.69	18.00
归母净利润(百万)	52.86	103.77	340.10	598.69	716.59
增长率 (%)	122.05	96.29	227.75	76.03	19.69
每股收益	0.09	0.17	0.57	1.01	1.21
市盈率	138.19	70.40	19.51	11.08	9.26

基础化工研究组

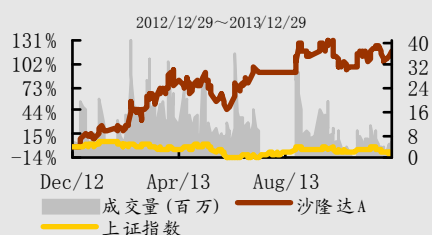
分析师：

王席鑫(S1180513060001)
Email: wangxixin@hysec.com
孙琦祥(S1180513060004)
Email: sunqixiang@hysec.com

研究助理：

袁善宸
Email: yuanshanchen@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业周报 * 基础化工行业 20131229 * 看好染料氨纶农药，布局尿素春耕》

2013/12/29

《公司动态跟踪报告 * 赞宇科技 * 表面活性剂龙头，经营有所好转》

2013/12/22

《行业周报 * 基础化工行业 20131222 * 看好染料氨纶农药、高成长新材料》

2013/12/22

《公司动态跟踪报告 * 沧州明珠 * 收购终止不改预期，隔膜催化成长》

2013/12/18

目录

一、精胺-乙酰甲胺磷产业链	4
二、环保、原材料等因素使得乙酰甲胺磷供给受限.....	4
三、乙酰甲胺磷需求相对平稳增长.....	5
四、公司分析及弹性测算	6

插图

图 1: 精胺-乙酰甲胺磷产业链	4
图 2: 2013 年前 10 月国内乙酰甲胺磷累计出口量同比增长 16%	5

表格

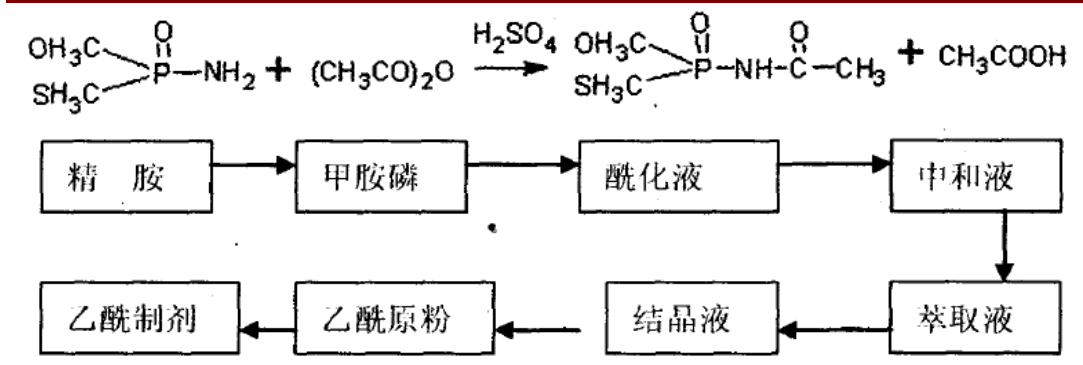
表 1: 目前国内主要的乙酰甲胺磷产能统计	4
表 2: 目前国内主要的精胺产能统计	4
表 3: 精胺、乙酰甲胺磷价格、盈利弹性分析	6

一、精胺-乙酰甲胺磷产业链

乙酰甲胺磷是一种有机磷类杀虫剂，具有低毒、广谱、内吸性强、持效期长等特点，被广泛应用于水稻、棉花、蔬菜、果树、小麦、甘蔗等作物防治稻纵卷叶螟、稻飞虱、二化螟、三化螟、叶蝉、蚜虫、菜青虫、叶螨等害虫。

乙酰甲胺磷是甲胺磷乙酰化后的产物，通常有两种不同的合成路线。一是精胺先酰化后异构化，二是精胺先异构化后酰化，目前国内企业普遍采用后一种路线。采用此工艺，反应温和，收率高，原药纯度高(达 97%)，产品的稳定性好。

图 1: 精胺-乙酰甲胺磷产业链



资料来源: 宏源证券

乙酰甲胺磷的主要原材料是精胺，占生产成本的 60%以上。我国精胺除满足国内乙酰甲胺磷需求外，还用于出口，主要出口地是印度（主要原因在于印度缺乏精胺原材料三氯化磷、甲醇、硫酸二甲脂、硫磺等，生产成本高于从中国进口精胺价格）。

二、环保、原材料等因素使得乙酰甲胺磷供给受限

全球乙酰甲胺磷生产集中在我国和印度，2011 年国内乙酰甲胺磷生产企业为 11 家，主要产能集中在湖北、江苏和浙江，目前生产规模较大的包括沙隆达、浙江嘉化、蓝丰生化等。此外，前几年还有威远生化、山东华阳、广东大光明、台湾兴农和上海悦联也有乙酰甲胺磷生产，但部分规模较小、部分仅为采购原药进行制剂加工。国内产能多在 2009 年新增，之后两年时间由于盈利能力并不显著，产能基本没有增长。

表 1: 目前国内主要的乙酰甲胺磷产能统计

厂商	产能: 吨
蓝丰生化	8000
沙隆达	15000
浙江嘉化集团	7000

资料来源: 宏源证券

国内精胺生产多配套于乙酰甲胺磷企业，但也有部分生产企业仅具备乙酰甲胺磷产能，而所需精胺通过外购方式解决。

表 2: 目前国内主要的精胺产能统计

厂商	产能: 吨
蓝丰生化	15000

沙隆达	40000
沅江赤峰	5000
浙江嘉化集团	15000

资料来源：宏源证券

2013 年来，乙酰甲胺磷价格出现上涨，盈利回升，但我们草根调研了解到目前乙酰甲胺磷企业不具备扩产的条件，主要原因有两点：一是精胺供给紧张，价格也在上涨，无精胺配套的乙酰甲胺磷企业不具备竞争优势；二是环保政策严厉，例如江浙地区园区的污水排放量指标固定，企业无扩产能力。

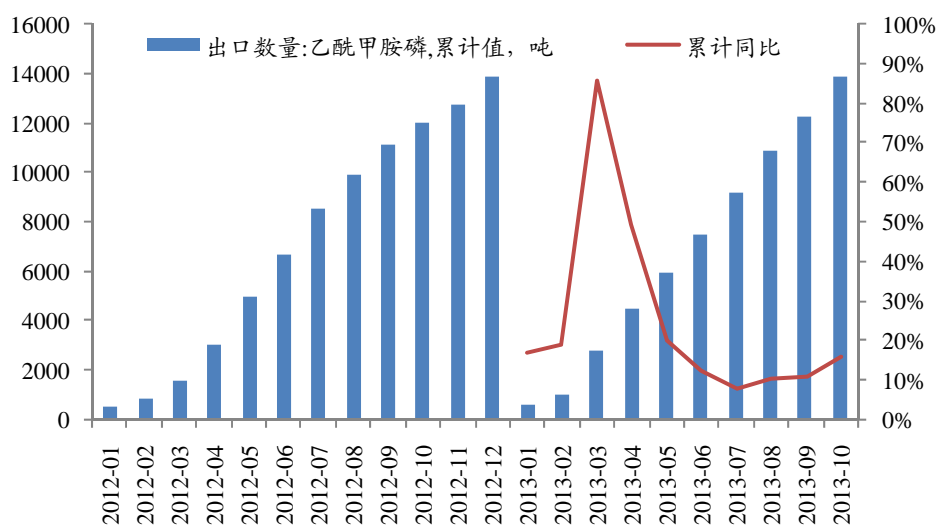
三、乙酰甲胺磷需求相对平稳增长

2007 年之前，有机磷杀虫剂占国内杀虫剂市场的 70%，而甲胺磷又占据国内有机磷农药 70% 的市场。与甲胺磷相比，乙酰甲胺磷的生产成本较高，使得市场应用推广较慢。由于甲胺磷属于剧毒农药，我国在 2008 年 1 月 9 日发布了禁止生产、流通和使用的通知。甲胺磷推出国内市场后，乙酰甲胺磷作为替代品种，应用受到重视，需求快速增长。虽然乙酰甲胺磷较甲胺磷成本高，但与毒死蜱等相比优势却很明显；此外乙酰甲胺磷的广谱性、持效期长和对环境友好性也使得优势突出；另外一个重要原因是乙酰甲胺磷可以对原有甲胺磷生产装置改造后加以利用，对已有甲胺磷生产能力的企业而言节省了固定资产投入。

除国内外，2009 年巴西将高毒性的甲胺磷禁用，也为全球乙酰甲胺磷市场年新增替代需求 2-3 万吨。

印度环保政策逐渐严格（这一点也可以从染料行业的出口到印度的 H 酸价格大幅上涨得到佐证），2011 年后印度乙酰甲胺磷生产受限制，需求开始向国内转移，经过两年的时间，目前更多的从印度采购的制剂企业转向国内，受此影响我国 2013 年前 10 月的出口同比有较大提升。

图 2：2013 年前 10 月国内乙酰甲胺磷累计出口量同比增长 16%



资料来源：宏源证券

乙酰甲胺磷是替代甲胺磷而生的，作为有机磷杀虫剂，目前还没有替代品，未来需求将会稳定增长。

四、公司分析及弹性测算

公司具备 4 万吨精胺、1.5 万吨乙酰甲胺磷生产能力，其中精胺 2 万吨外售，2 万吨用于乙酰甲胺磷的生产。公司乙酰甲胺磷全球规模最大，盐、电和原材料精胺配套等方面使得吨成本较同行低 5000 元左右，具有行业话语权。由于行业需求旺盛，乙酰甲胺磷供不应求，公司低成本优势使得盈利能力较强，未来产能或将从 1.5 万吨提升至 2 万吨。

目前精胺价格约为 2.1 万元/吨，乙酰甲胺磷价格在 3.7-3.8 万元/吨。根据前述分析，我们认为精胺价格有望突破 3 万元/吨，乙酰甲胺磷价格将会上涨至 4 万元/吨以上。弹性方面，目前公司精胺每上涨 1000 元对应提升公司年化 EPS 为 0.025 元，乙酰甲胺磷弹性为 0.019 元。公司未来盈利将会随着草甘膦、百草枯和乙酰甲胺磷显著提升，建议投资者买入。

表 3: 精胺、乙酰甲胺磷价格、盈利弹性分析

产品	外售产能: 万吨	股本: 亿股	产品价格年化上涨 1000 元增加 EPS
精胺	2	5.94	0.025
乙酰甲胺磷	1.5	5.94	0.019

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王席鑫: 基础化工行业分析师。五年化工行业研究经历, 两年化工行业内工作经历, 2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

孙琦祥: 基础化工行业分析师。三年化工行业研究经历, 三年化工实体资讯和贸易工作经历。2013 年加盟宏源证券研究所。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

袁善宸: 基础化工行业研究员。南开大学理学学士、会计硕士, 一年化工行业研究经验。2013 年加盟宏源证券研究所, 所在团队获新财富最佳分析师第三名。

机构销售团队

		姓名	手机号	座机号	邮箱
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
	银行/信托				

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。