



未有评级

000553.CH

价格: 人民币 11.30

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1)	3	1.2	32.9
相对新华富时 A50 指数	6	3	6.9	50.0

发行股数(百万)	594
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6712
3个月日均交易额(人民币 百万)	94
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
沙隆达集团	20.2

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

沙隆达

更上一层楼的农药龙头

沙隆达是中国农药行业的龙头公司, 产品覆盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂等几大系列, 目前公司几大产品景气度持续提升, 2014 年业绩有望保持较大增速。随着中国农化以沙隆达为平台, 整合农药资产的进程加速, 将进一步打开沙隆达与 ADAMA 的未来合作空间。公司有望成为全球农药巨头, 伴随收入和利润的上升, 其市值必然随之增长, 空间巨大。

主要发现

- 沙隆达覆盖了除草剂、杀虫剂、杀菌剂等几大品种, 拥有大吨位的主要农药品种, 如草甘膦、百草枯、乙酰甲胺磷、敌敌畏、2,4-D 等, 并且由于公司所处湖北省磷资源丰富, 前产品所需黄磷及盐等原料均可就近采购, 主要的产品原料配套, 成本低, 一体化优势明显。
- 草甘膦环保核查有利于行业竞争进一步洗牌, 龙头企业凭借技术和环保优势将脱颖而出。我们预计草甘膦将给其他农药品种很好的示范效应, 其他产品也会纳入环保进程之中。
- 随着中国农化以沙隆达为平台, 整合农药资产的进程加速, 将进一步打开沙隆达与 ADAMA 的未来合作空间。我们预计沙隆达可以借助 ADAMA 的平台, 获得其更多订单, 未来沙隆达收入和利润规模有望持续增长。
- 考虑沙隆达的主要产品乙酰甲胺磷、百草枯等量升价涨, 我们预计 2014 年公司净利将同比增长 103% 至 6.53 亿元, 每股盈利 1.1 元, 目前估值仅相当于 2014 年 10 倍预期市盈率。考虑 A 股农药行业大约 15 倍 2014 年平均市盈率, 公司明显低估, 具有较强的投资价值。

主要风险

- 产品价格大幅波动风险; 重组进程低于预期风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012	2013	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,570	1,901	2,345	3,078	4,015
变动(%)	(5)	21	23	31	30
净利润(人民币 百万)	24	53	104	321	653
全面摊薄每股收益(人民币)	0.04	0.09	0.18	0.54	1.10
变动(%)	26	121	96	209	103
全面摊薄市盈率(倍)	279.7	126.6	64.5	20.9	10.3
每股股息(人民币)	0	0	0	0.5	0.5
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	4.4	4.4

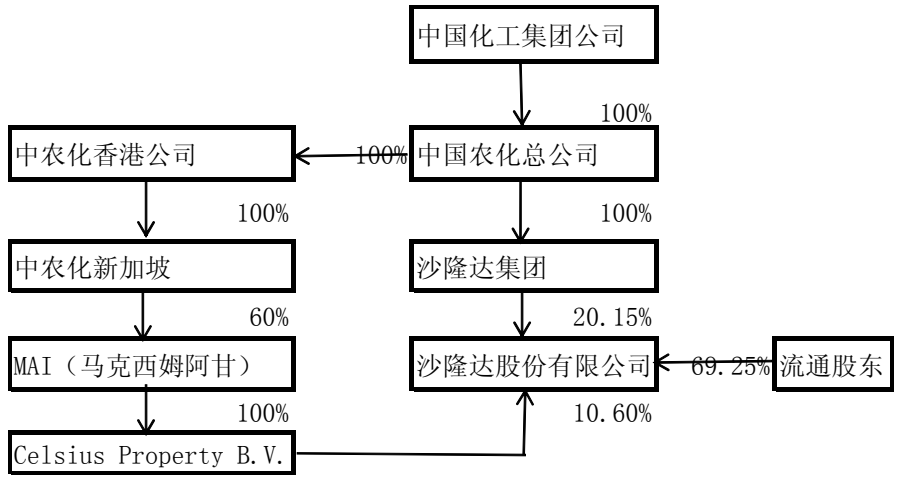
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司简介

沙隆达位于湖北省荆州市，是一家以盐化工为基础，农药为主体，精细化工为特色的大型化工企业。公司农药产销量和出口量在全国同行业名列前茅，近几年销售额位列农药行业前三甲，是中国农药行业的龙头企业。

公司控股股东为中国化工总公司，是中国化工旗下盈利能力最强的上市公司之一，是其农药产业链的主要生产企业。

图表 1. 公司股权结构图



资料来源：公司数据

公司农药品种齐全，覆盖了除草剂、杀虫剂、杀菌剂等几大品种，拥有大吨位的主要农药品种，如草甘膦、百草枯、乙酰甲胺磷、敌敌畏、2,4-D 等，并且由于公司所处湖北省磷资源丰富，前产品所需黄磷及盐等原料均可就近采购，主要的产品原料配套，成本低，一体化优势明显。特别是公司拥有较强的研发实力，能生产主要农药品种关键的中间体（这是农药行业的瓶颈，很多国内农药生产商不能实现中间体自给），较同行形成明显竞争优势。

图表 2. 公司主要产品及产业链介绍

中间体	农药品种	备注
精胺 4万吨	乙酰甲胺磷 2万吨	精胺完全配套，剩余 1.5 万吨精胺外销
双甘膦 5万吨	草甘膦 2万吨	2.8 万吨双甘膦配套生产草甘膦，剩余 2.2 万吨外销
吡啶 1万吨	百草枯 8,000 吨	2013 年底 1 万吨吡啶投产
	敌敌畏 2万吨	未开足
	2, 4-D 2万吨	未开足
	氨基甲酸酯系列 1万吨	产品包括灭多威、克百威等，产品线可互换
	烧碱 13万吨	新建 30 万吨 14 年底投产

资料来源：公司数据

环保成为中长期趋势，促进农药行业集中度提高，龙头企业竞争优势提升

由于雾霾天气、水污染、土壤污染等环境问题越来越严重，环保已成为全社会关注焦点。化工行业，特别是农药产品在生产过程中由于“三废”排放较多，成为环保治理的重点目标行业。例如草甘膦行业的龙头企业金帆达因非法倾倒废液，已被公安部立案调查，涉案高管已被抓获，这起案件公安部高度重视，并作为全国十大污染环境案之一。另外与新安股份有仓储业务的公司也涉嫌环境污染被调查。由于这些案件的警示作用，目前农药行业很多中小企业被迫停工，市场供应紧张。2013年尽管国际订单需求旺盛，但全年农药销量仅为298万吨，同比下降16%，就是因为环保等因素导致供给明显减少。

目前农药行业的龙头产品——草甘膦行业正在等待环保核查名单，核查进度有所推迟，也显示环保问题中多方力量博弈的复杂性。但我们认为开弓没有回头箭，据悉草甘膦行业标准也在制定中，显示行业生产会被进一步规范，有利于行业竞争进一步洗牌，龙头企业凭借技术和环保优势将脱颖而出。我们预计草甘膦将给其他农药品种很好的示范效应，其他产品也会纳入环保进程之中。

乙酰甲胺磷景气度持续攀升

沙隆达的优势产品：乙酰甲胺磷目前也因为海外需求旺盛、国内环保制约供给等因素，景气度不断提升。乙酰甲胺磷是高毒农药甲胺磷的低毒化替代品种，是全球第二大有机磷杀虫剂。消费地包括欧美、南美、中国、印度和非洲等。近年巴西等南美国家用吡虫啉替代甲胺磷，但产生一定抗药性，对乙酰甲胺磷需求上升，巴西年需求量在3万吨以上。供给面，印度是全球最大出口国，但受环保和原料制约，需从中国进口乙酰甲胺磷和中间体精胺，中国出口量逐年提升。由于1吨精胺产生7吨废水，污染巨大，加之生产工艺壁垒较高，因此威远生化、蓝丰生化在宁夏装置无法开启。而嘉化集团在浙江嘉兴，长三角的环保压力也导致其无法扩产，沙隆达成为精胺的真正龙头。目前国内精胺仅包括沙隆达在内的三家公司生产，寡头垄断格局明显。

图表 3. 中国乙酰甲胺磷产能统计

乙酰甲胺磷产能			
公司名称	产能 (万吨/年)	备注	有效产能
沙隆达	1.3		1.3
蓝丰生化	0.8	开工率最多5成	0.5
威远生化	0.5	停掉	0
嘉化集团	0.3		0.3
沅江赤峰	0.3	停掉	0
江门大光明	0.3	无效产能	0
产能共计	3.5		2.1

资料来源：中银国际研究

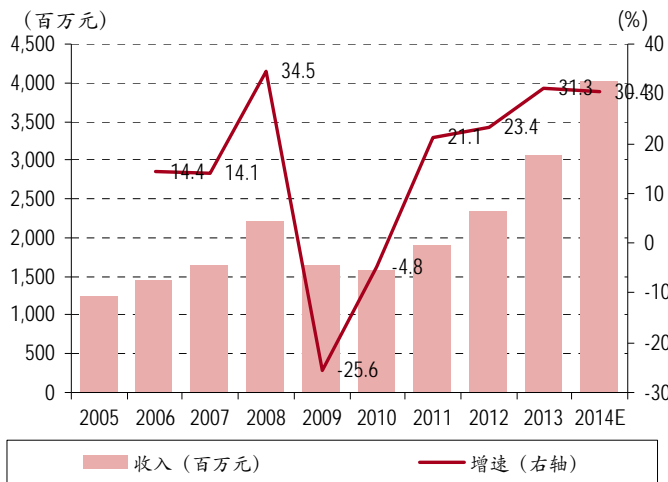
图表 4. 精胺产能统计

精胺产能			
公司名称	产能 (万吨/年)	备注	有效产能
沙隆达	4		4
蓝丰生化	1	在宁夏计划1万吨，没有开	0
威远生化	0.5	停掉	0
嘉化集团	0.5		0.5
沅江赤峰	0.8		0.8
产能共计	6.8	沙隆达一部分精胺出口	5.3

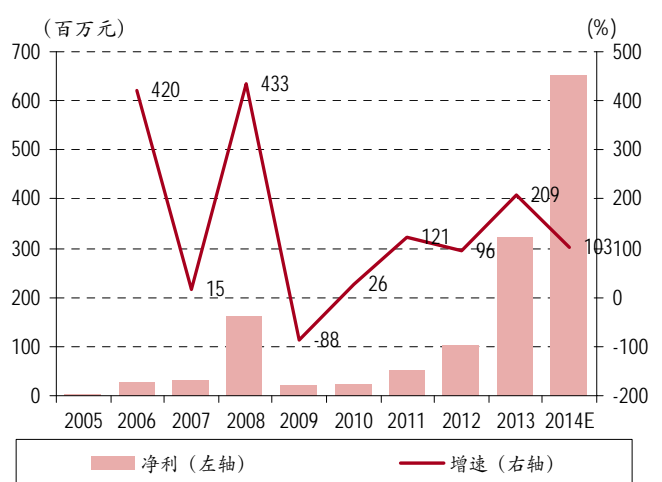
资料来源：中银国际研究

公司盈利有持续快速增长

受益于农药行业景气度提升，公司自2010年以来利润持续增长，特别是从2012年下半年开始，进入快速上升阶段。我们预计随着其主要产品乙酰甲胺磷、百草枯等量升价涨，2014年公司业绩仍有望实现高速增长。

图表 5. 沙隆达收入及增速


资料来源：中银国际研究

图表 6. 沙隆达净利及增速


资料来源：中银国际研究

图表 7. 沙隆达主要产品产能增长明细

产品名称	2013 年产能 (万吨/年)	2014 年产能 (万吨/年)	2015 年产能 (万吨/年)
乙酰甲胺磷	1.3	2	2
吡啶	0	1	1
2, 4-D	0.5	2	2
烧碱	13	13	43

资料来源：中银国际研究

图表 8. 沙隆达主要产品价格假设

产品名称	产品均价 (万元/吨)		
	2012	2013	2014E
乙酰甲胺磷	2.6	3.2	4
精胺	-	1.7	2.1
草甘膦	2.6	3.3	3.6
百草枯	1.5	2.2	3

资料来源：中银国际研究

中化加快对其旗下农药资产整合

2011年10月，中国农化完成收购MAI的60%股权。MAI主营业务为开发、生产和销售包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂在内的农化产品，在全球农药销售榜中约排在第七位，是全球农药行业的巨头。基于相关协议，中国农化将与MAI商议重组并购设想。为此，MAI拟推进收购中国农化下属农化业务相关股权或资产，其中包括中国农化间接持有的沙隆达A的20.15%股份以及中国农化下属其他部分农化业务股权或资产。

2013年中国农化启动了相关进程，10月9日MAI子公司对沙隆达B股要约收购。2014年3月12日沙隆达集团改制为有限责任公司，并且中国农化将沙隆达集团100%股权转让给其全资子公司CNAC International Company Limited即中国农化国际(香港)有限公司。3月27日再次公告：公司接中国农化通知，为筹划上述战略安排，制订未来5年发展规划的目的，中国农化及ADAMA（马克西姆阿甘的更名）已聘请相关中介机构，拟就公司的相关情况进行尽职调查。我们认为从一系列公告表明中国农化以沙隆达为平台，整合其农药资产的进程正在加速，并进一步打开了沙隆达与ADAMA的未来合作空间。

未来展望

ADAMA 2012年营业收入28.35亿美元，净利润1.23亿美元，2013年营业收入30.76亿美元，净利润1.27亿美元。其虽然盈利能力一般，但收入规模是沙隆达的数倍，伴随国外农药生产装置向中国转移的进程，我们预计沙隆达可以借助ADAMA的平台，获得其更多订单，未来沙隆达收入和利润规模有望持续增长。公司不仅已然是国内农药龙头，并且有望成为全球的农药巨头，伴随收入和利润的上升，其市值必然随之增长，空间巨大。

考虑沙隆达的主要产品乙酰甲胺磷、百草枯等量升价涨，我们预计 2014 年公司净利将同比增长 103% 至 6.53 亿元，每股盈利 1.1 元，目前估值仅相当于 2014 年 10 倍预期市盈率。考虑 A 股农药行业大约 15 倍 2014 年平均市盈率，公司明显低估，具有较强的投资价值。

图表 9、行业估值表

公司名称	代码	股价 (人民币)	总市值(亿元)	每股收益(元)		预期市盈率(倍)		2012-2014 年净 利 CAGR(%)	ROE(%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E		2012	2013E
扬农化工	600486.CH	34.17	58.8	2.24	2.6	15.3	13.1	52	9.9	16.1
新安股份	600596.CH	11.18	75.9	0.68	0.8	16.4	14.0	104	3.3	11.4
江山股份	600389.CH	36.79	72.8	1.81	2.62	20.3	14.0	296	3.6	27.8
长青股份	002391.CH	22.15	46.5	0.92	1.12	24.1	19.8	24	9.1	9.9
利尔化学	002258.CH	12.28	24.8	0.52	0.87	23.6	14.1	42	8.7	9.6
华邦颖泰	002004.CH	17.19	99.9	0.48	0.76	35.8	22.6	25	12.4	12.9
红太阳	000525.CH	14.12	71.6	0.78	1.17	18.1	12.1	44	9.6	12.2
辉丰股份	002496.CH	15.76	38.6	0.67	0.91	23.5	17.3	39	6.6	8.2
行业平均		20.5	61.1	1.0	1.4	22.1	15.9	78.3	7.9	13.5
沙隆达 A	000553.CH	11.3	67.1	0.54	1.1	20.9	10.3	137	8.3	21.0

资料来源：万得，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371