

辉丰股份 (002496.SZ)

受益全球农药补库存趋势, 新项目奠定未来业绩增长基础

■全球农药进入补库存周期, 国内农药行业景气上行。2016年底国际巨头孟山都, 杜邦, 拜耳库存水平均已处于近年来新低, 新一轮补库存带动我国农药原药出口大幅上涨, 我国农药月度出口增速从2016年1月-3%上涨到12月28%, 农药出厂价格指数也从9月份94.8上升到年底97.2, 农药行业景气度上行。

■公司多个品种均为全球明星品种, 受益于需求增长和国内环保带来的市场集中度提升。根据世界农化网信息公司核心品种咪鲜胺, 辛酰溴苯腈, 氟环唑等全球市场规模均超过1亿美元, 公司自主开发核心技术, 成本优势显著, 下游客户为巴斯夫、拜耳、FMC在内的多个跨国企业, 受益于农药行业补库存的景气提升。同时, 国内环保政策趋严, 小厂商退出使得市场集中度逐步提升, 公司量价齐升。

■公司连续并购关键中间体, 打造全产业链优势。公司连续并购关键中间体项目, 目前已经形成咪唑-咪鲜胺, 功夫酸/联苯醇-菊酯, 氟化工-氟环唑/吡氟酰胺/氟草酯, 对羟基苯甲酸-辛酰溴苯腈, 氯代苯酚-2,4-D产业链。关键中间体的自给降低环保导致的原材料供应风险, 并且利于公司成本控制, 优势突出。

■募投草铵膦等新产品, 奠定未来业绩增长基础。公司2016年4月发行8.4亿元可转债募投5000吨草铵膦、抗倒酯、甲氧虫酰肼等项目, 预计17年年中前建成投产, 草铵膦是全球四大非选择性杀虫剂之一, 是未来替代百草枯及草甘膦的明星品种, 抗倒酯及甲氧虫酰肼均为海外畅销品种, 打造未来业绩增长点。

■员工持股承诺盈利彰显管理层信心, 剥离农一网减少亏损源。2015年8月, 员工持股购入约3000万股成本价为4.64元, 在现价附近, 且要求16-18年净利润不低于2.93、3.51和4.2亿元, 彰显管理层信心。2017年1月份剥离每年亏损2000万元以上的农一网, 带来一次性收益5700万元, 减少未来亏损源。

■投资建议: 公司为细分农药龙头, 拥有中间体-原药-制剂完整产业链, 受益于国内环保趋紧带来的供给收缩、全球农药补库存带来的量价齐升。募投5000吨草铵膦等项目未来有望成为新业绩增长点。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.13, 0.21, 0.25元, 给予买入-A评级, 12个月目标价6.5元。

■风险提示: 环保管制放松的风险、海外需求不及预期的风险等

投资评级 买入-A

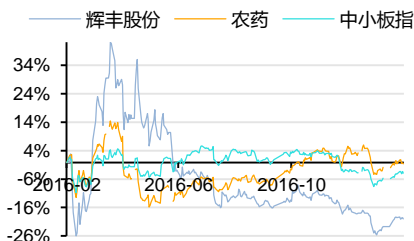
首次评级

6个月目标价: 6.5元
 股价(2017-02-17) 4.83元

交易数据

总市值(百万元)	7,281.11
流通市值(百万元)	4,344.20
总股本(百万股)	1,507.48
流通股本(百万股)	899.42
12个月价格区间	4.49/32.70元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.68	-3.37	-0.0
绝对收益	6.86	-10.06	-3.32

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
 hengkun@essence.com.cn
 010-83321058

相关报告

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,429.1	3,333.1	4,533.0	5,481.9	6,035.8
净利润	201.3	172.9	190.9	314.3	371.9
每股收益(元)	0.13	0.11	0.13	0.21	0.25
每股净资产(元)	1.35	2.09	2.19	2.35	2.54

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	36.3	42.3	38.3	23.3	19.7
市净率(倍)	3.6	2.3	2.2	2.1	1.9
净利润率	8.3%	5.2%	4.2%	5.7%	6.2%
净资产收益率	9.9%	5.5%	5.8%	8.9%	9.7%
股息收益率	0.7%	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%
ROIC	11.9%	6.5%	5.4%	8.7%	8.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 辉丰股份-国内原药细分龙头，扩张仓储促业绩增长	4
1.1. 公司是国内农药原药龙头企业.....	4
1.2. 公司不断扩张业务，积极建立完整农药产业链。.....	4
1.3. 仲汉根为公司实际控制人.....	5
2. 全球农药进入补库存时期，公司受益于行业回暖	6
2.1. 全球农药库存低位，补库存需求强烈.....	6
2.2. 公司将受益于全产业链带来综合收益.....	7
2.3. 公司品类未来增长稳定，下半年多品种涨价增厚业绩.....	8
3. 新产品未来陆续投产，奠定未来增长基础	11
3.1. 草铵膦是未来高增长性品种.....	12
3.2. 抗倒酯及甲氧虫酰胺未来潜力巨大.....	15
4. 债转股价格显著高于现价，员工持股方案显露管理层信心	16
5. 投资建议：给予买入-A 评级，12 个月目标价 6.5 元	17

图表目录

图 1：公司营业收入维持在 20%以上.....	4
图 2：公司归母净利润恢复正增长.....	4
图 3：2016 年上半年公司主要收入来源于农药和化工仓储.....	5
图 4：原药板块毛利率最高，化工仓储毛利率较低.....	5
图 5：公司毛利率净利润率水平.....	5
图 6：公司三费费率下滑.....	5
图 7：公司股权结构图.....	5
图 8：2016 第四季度孟山都库存降至 2 年最低水平.....	6
图 9：2016 年 2Q 杜邦库存同比下降 27%.....	6
图 10：拜耳库存水平也连续下降.....	6
图 11：农药出口金额增速大幅度上升.....	7
图 12：农药出口产量大幅度上升.....	7
图 13：2016 年农药价格指数进入反弹通道.....	7
图 14：公司多次并购上游关键中间体.....	8
图 15：公司依赖并购已经完成较为完整产业链.....	8
图 16：公司咪鲜胺龙头.....	9
图 17：咪鲜胺价格出现明显上升.....	9
图 18：国内咪鲜胺登记 18 种作物 38 种病菌.....	9
图 19：国内含咪鲜胺登记产品超过 265 个.....	9
图 20：抗辛酰溴苯腈植物本身也有利于市场推广.....	10
图 21：国内含咪鲜胺登记产品超过 265 个.....	10
图 22：2013 年氟环唑销售种类.....	10
图 23：2013 氟环唑销售区域划分.....	10
图 24：氟环唑全国产能分布.....	11
图 25：二氟苄醌价格变动.....	11

图 26: 公司发行债券募投项目	12
图 27: 四大非选择性除草剂市场及占比	12
图 28: 草铵膦和草甘膦市场规模对比	13
图 29: 四大非选择性除草剂市场规模	13
图 30: 草铵膦除草性能优于草甘膦	13
图 31: 百草枯带来的市场缺口	13
图 32: 2016H1 草铵膦市场价格连续走低 11 月起价格恢复上调	14
图 33: 我国草铵膦和未来规划产能	14
图 34: 抗倒酯国内注册企业较少	15
图 35: 甲氧虫酰肼注册厂家	15
图 36: 债转股价格以及员工持股价	16
图 37: PE-Band 图	17
图 38: PB-Band 图	17

1. 辉丰股份-国内原药细分龙头，扩张仓储促业绩增长

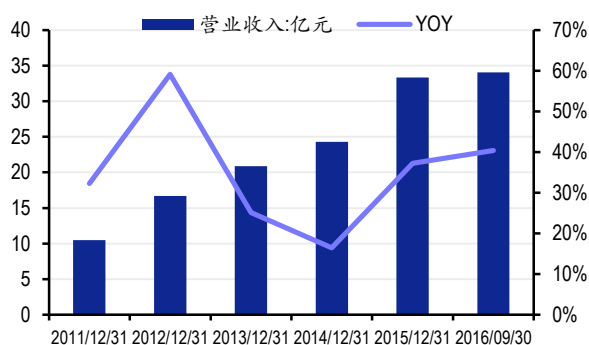
1.1. 公司是国内农药原药龙头企业

辉丰股份于 2010 年上市，是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈原药，氟环唑原药生产企业。公司具备杀虫剂，杀螨剂，除草剂，植物生长调节剂五大系列。根据公司公告，公司目前拥有 6800 吨咪鲜胺，7000 吨辛酰溴苯腈，1200 吨氟环唑原药产能，是国内具备核心知识产权的农药原药龙头企业。

1.2. 公司不断扩张业务，积极建立完整农药产业链。

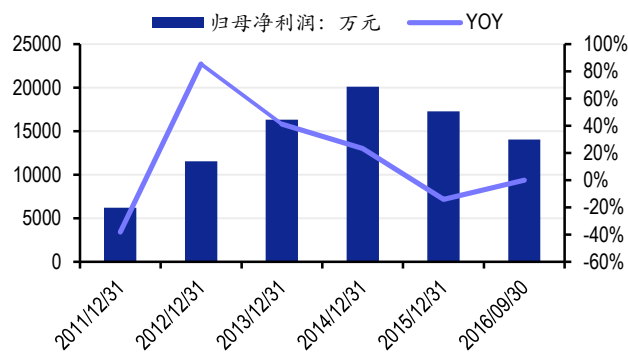
公司上市以后不断通过外延并购和自建产能来完善产业链，向上游发展农药中间体，先后并购临沂金源，盐城拜克，盐城科菲特，华通等中间体企业，深度掌握咪唑，对羟基苯甲腈，氯代苯酚，功夫酸，光气等多种农药关键中间体和原料，完成了公司全产业链控制。向下游积极开发制剂业务，利用自身原药优势向下游打通营销渠道，根据公告，目前已经拥有 18000 吨制剂产能，制剂业务也已经成为主要收入来源。同时公司本着开发一代，储备一代，构思一代的研发体系，不断丰富公司产品线，先后建成联苯菊酯，2,4-D 等多种新品生产线。目前在建项目有草铵膦，抗倒酯，甲氧虫酰肼，公司新开发多个品种单品全球市场销售额较大，极具发展潜力，奠定了未来公司业绩增长基础。

图 1：公司营业收入维持在 20% 以上



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：公司归母净利润恢复正增长



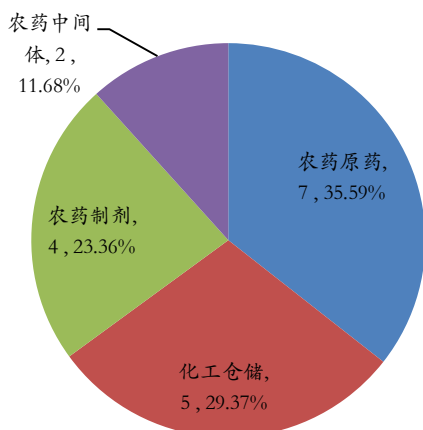
资料来源：wind，安信证券研究中心

仓储业务是公司 16 年下半年来新亮点。公司立足所在地化工产业发达，利用超募超募资金建立 50 万方仓储，开展化工品仓储业务，目前已经完成一期 30.8 万方，2016 年上半年公司仓储业务收入 5 亿元，占比 29%，实现毛利 0.2 亿元，占比 6.4%。

公司主要收入来源依然是农药业务。公司原药，制剂和中间体业务依然是主要收入来源，2016 年上半年分别收入 7 亿元，4 亿元，2 亿元，综合占比 70%。毛利分别为 1.65 亿元，0.82 亿元，0.45 亿元。综合占比达到 93%。

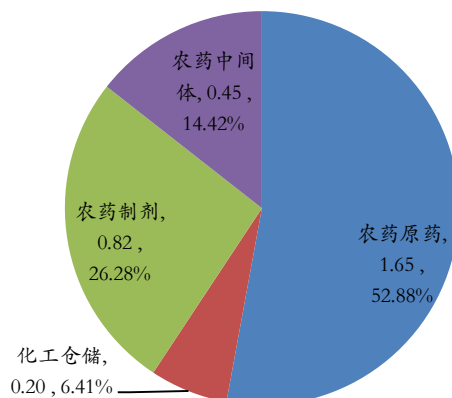
仓储业务影响利润率和三费率降低。由于仓储业务利润和费用本身特点，公司三费率和利润率均有降低，2014-2016Q(1-3)毛利率分别为 25.3%，19.5%，12.9%。公司净利润率分别为 8.1%，4.9%，4.0%。期间费用率分别为 15%，13%，9.8%。均有不同幅度下滑。

图 3：2016 年上半年公司主要收入来源于农药和化工仓储



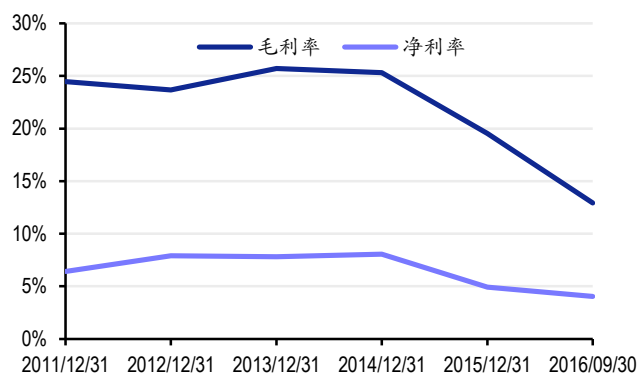
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：原药板块毛利率最高，化工仓储毛利率较低



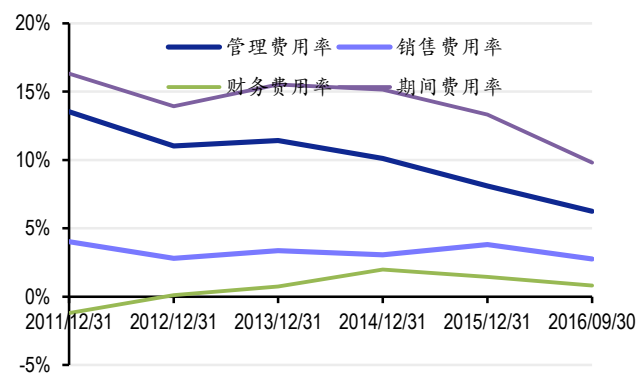
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：公司毛利率净利润率水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：公司三费率下滑

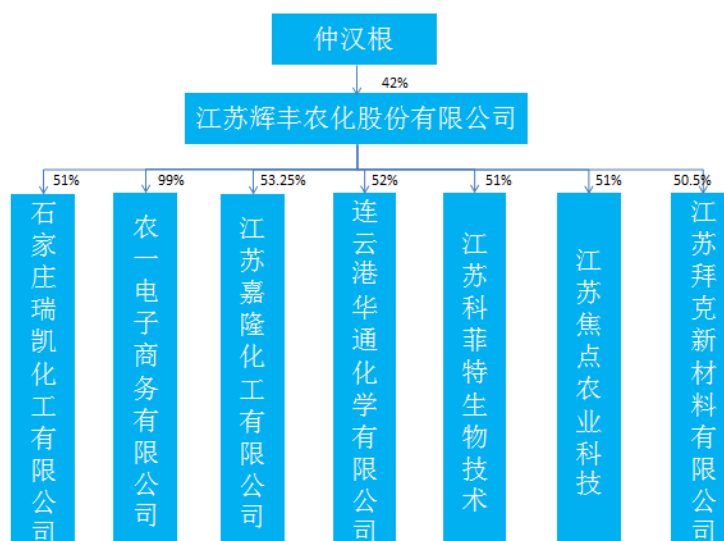


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 仲汉根为公司实际控制人

仲汉根为公司实际控制人，掌握公司 42% 股份，为公司第一大股东。仲汉根多年来一直从事农化行业的管理和经营，是公司主要的发起人及创办人。

图 7：公司股权结构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

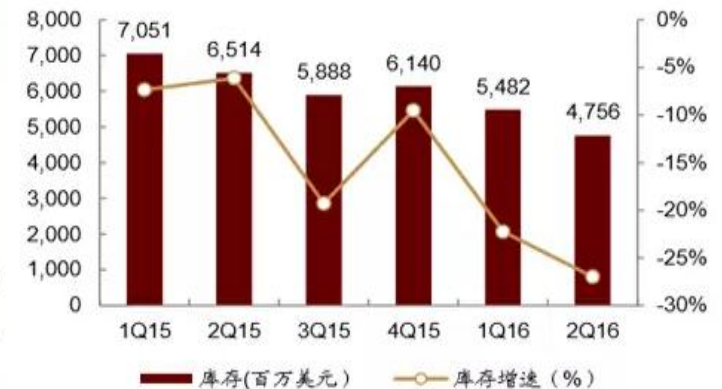
2. 全球农药进入补库存时期，公司受益于行业回暖

2.1. 全球农药库存低位，补库存需求强烈

海外巨头库存连续下降至低位，先正达库存从2013年底持续下降，2015-2016H1库存分别为43.45亿元，39.45亿元。孟山都四季度末存货32.41亿美元，创近两年来新低。杜邦2016年二季度库存下降至47.56亿美元，目前存货为2012年1月以来新低，巴斯夫2015年底存货下滑至105.91亿美元，创下四年来新低。经历两年多去库存周期后，国际农化巨头已经完成去库存，进入新一轮补库存周期。

图 8：2016 第四季度孟山都库存降至 2 年最低水平

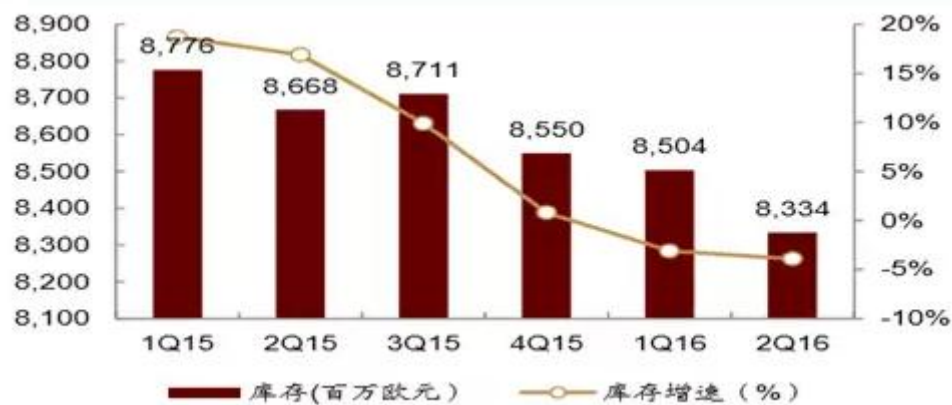
图 9：2016 年 2Q 杜邦库存同比下降 27%



资料来源：农药市场信息

资料来源：农药市场信息

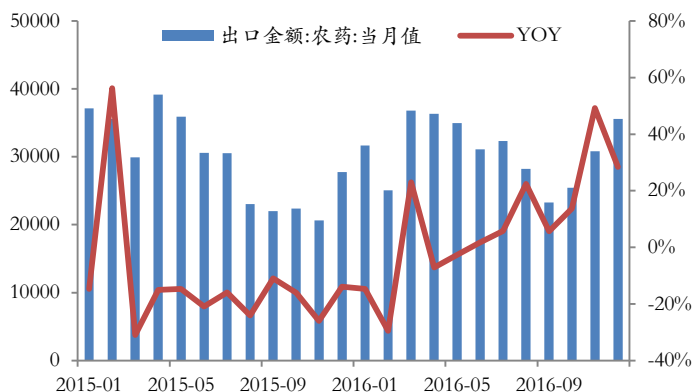
图 10：拜耳库存水平也连续下降



资料来源：农药市场信息

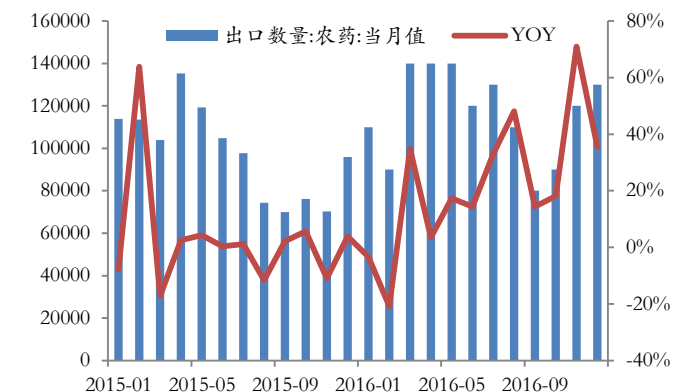
我国农药出口增速已经由负转正。从国内情况来看，2016 年 1-12 月，农药月出口数量增速均值为 22%，远高于 2015 年同期的 3%，农药出口金额月度增速均值为 8%，相比 2015 年 -12% 由负转正，由于我国农药产业在全球产业链中处于原药生产环节，因此我国原药出口上升侧面反映了海外的补库存进程。

图 11: 农药出口金额增速大幅度上升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

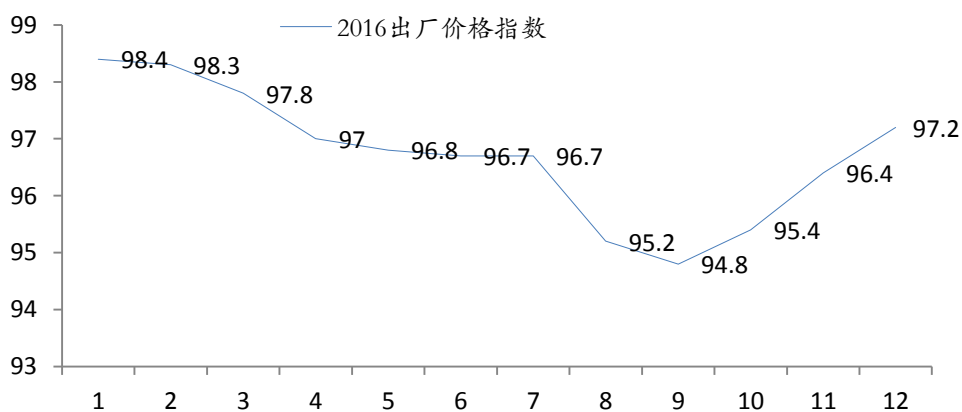
图 12: 农药出口产量大幅度上升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

农药价格指数上行。伴随农药出口好转，2016 年下半年农药价格出现整体性上升，大部分农药品种出现大幅度上涨，草铵膦价格上升达到 30%，总体农药出厂价格指数从九月份 94.8 反弹到 12 月份 97.2。

图 13: 2016 年农药价格指数进入反弹通道



资料来源: 农药市场信息

2.2. 公司将受益于全产业链带来综合收益

公司不断通过并购掌控关键农药中间体。公司通过连续并购掌控关键中间体和关键原料，已经构建完成从中间体-原药-制剂的全产业链条。例如，2011 年公司收购华通和科菲特公司，掌握了功夫酸和联苯醇生产工艺，两者为仿生拟除虫杀虫剂联苯菊酯关键中间体。除此之外，公司目前关键产品上游中间体并购已经基本完成，例如“咪唑-咪鲜胺，氟苯-环氟唑，对羟基苯甲腈-辛酰溴苯腈，光气/氯代苯酚-咪鲜胺吡氟酰草胺/2,4-D 多种农药”等中间体-原药的全产业链构建。

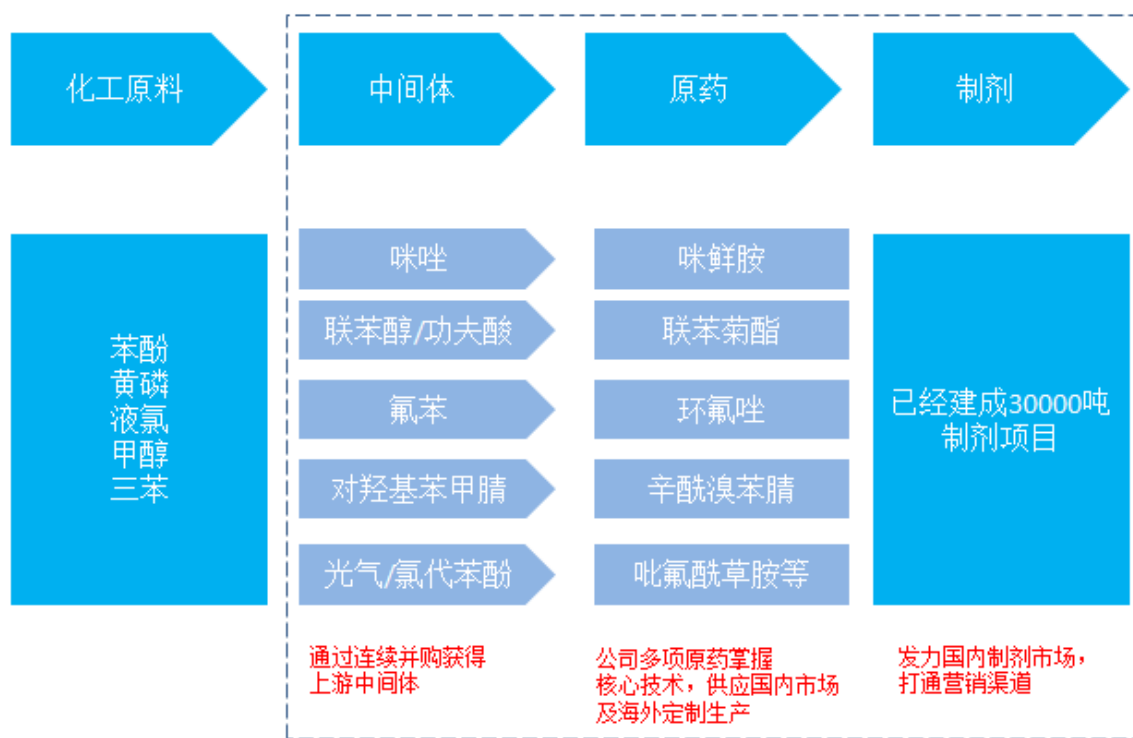
掌握关键中间体环节有利于提高整体竞争力。公司掌握关键中间体有利于提高公司抗风险能力，通过涉足中间体建设，公司一方面可以依赖上市公司技术实力和财力大大加强环保设施建设，来规避越来越严格的环保检查，另一方面可以享受下游涨价带来的全部好处。

图 14：公司多次并购上游关键中间体

日期	被并购公司	股权	投资额（万元）	产品
2011/6/15	盐城拜克	48%	3855	3000 吨对羟基苯甲腈，辛酰溴苯腈关键中间体
2011/6/15	盐城科菲特	51.22%	3000	2000 吨联苯醇工艺，联苯菊酯关键中间体
2011/6/15	设立五环化工	90%	1800	3000 吨氟苯，氟环唑中间体
2011/3/11	临沂金源化工	40%	202	3000 吨咪唑产能全球最大，咪鲜胺关键中间体
2011/10/21	连云港华通化学	52%	3445	3000 吨功夫酸，联苯菊酯关键中间体
2011/11/24	连云港致诚公司	51%	1530	2 万吨氯代苯酚，2,4-D 关键中间体
2012/12/28	江苏焦点农业	51%	1580	种子研发
2012/12/18	盐城致远化工	100%	1488	1 万吨氯代苯酚，2,4-D 关键中间体
2012/11/6	烟台塔斯曼生物技术	100%	190	生物肥料
2014/5/12	嘉隆化工	53.25%	12539	2 万吨光气，可用于多种农药关键生产环节。农药原药及制剂登记证 67 个
2014/5/5	农一网	50%	1000	电商
2015/1/13	嘉隆化工	59.43%	5075	以五环化工整体作为对价增资
2015/6/29	瑞凯化工	51%	26900	进军草铵膦新品种

资料来源：wind

图 15：公司依赖并购已经完成较为完整产业链



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 公司品类未来增长稳定，下半年多品种涨价增厚业绩

公司农药品种市场依然稳定增长：根据世界农化网信息，公司原有品种咪鲜胺，辛酰溴苯腈，二氟苄腈，吡氟酰草胺，氟环唑，均为全球农药明星品种，市场份额较大，单品全球销售额均超过 1 亿美元。随着专利保护陆续到期，未来价格降低市场空间将进一步扩大；同时全球

海外市场竞争激烈，相比跨国公司，公司原药生产成本优势将逐渐显露，预计公司原药出口将获得稳定增长。同时，公司原药品种多为高效低毒高端品种，公司也在积极开发国内制剂市场，随着我国农药市场进一步规范，高端农药份额将进一步扩大，公司国内制剂开发也将获得较大发展。

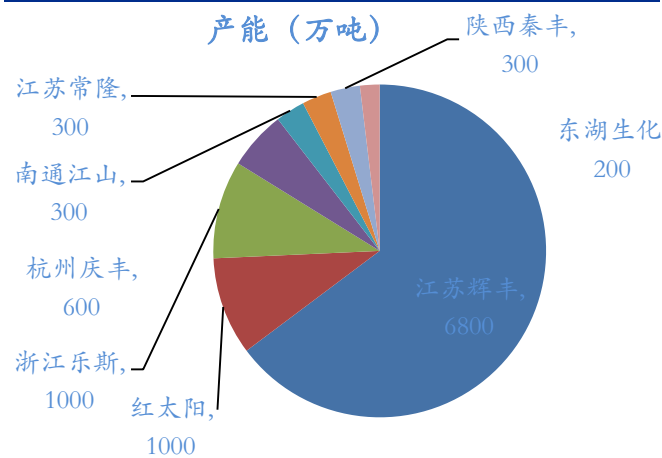
公司多个产品价格下半年涨幅明显。截止 2017 年二月份，咪鲜胺价格已经从低谷期 5.5 万元/吨上升到 5.95 万元/吨，单吨上涨 4500 元。二氟萘醌价格单吨从 16 万元上涨到 16.5 万元。

咪鲜胺：全球咪鲜胺龙头企业，国内市场开拓顺利，销售额超 3 亿元。咪鲜胺是拜耳公司的高端杀菌剂，公司公告拥有 6800 吨咪鲜胺产能，海外拜耳已经停产，转为向公司采购。公司目前是巴斯夫，拜耳的采购基地。根据世界农化网信息，2014 年，咪鲜胺全球市场销售额 1.4 亿美元，2009 年-2014 年，咪鲜胺产品全球需求复合增长率为 7%。随着海外市场的继续开拓，预计未来海外市场依然能够稳定增长。

国内市场开拓进展较快，公司立足自身原药技术成本优势，积极拓展咪鲜胺下游市场，截止 2015 年，国内含咪鲜胺登记产品已经超过 265 个，在 18 个作物和 38 种病菌上获得登记。是我国登记最广泛，最全面的杀菌剂品种之一。2014 年公司咪鲜胺制剂总销售额过亿元，总收入超过 3 亿元。随着国内开发咪鲜胺产品的公司增多，登记产品日益增多，未来咪鲜胺市场空间将会进一步扩大。

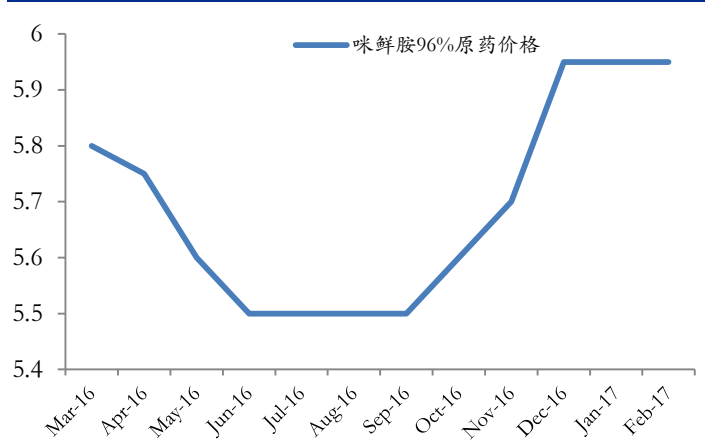
咪鲜胺价格上涨，公司利润弹性增大。由于受到补库存周期的影响，2016 年下半年至今咪鲜胺价格出现明显上涨。截止 2017 年二月份，咪鲜胺价格已经从低谷期 5.5 万元/吨上升到 5.95 万元/吨，单吨上涨 4500 元，按照公司产能 80%开工率计算，公司年化业绩预计将增厚 2448 万元。

图 16：公司咪鲜胺龙头



资料来源：农药市场信息

图 17：咪鲜胺价格出现明显上升



资料来源：卓创资讯

图 18：国内咪鲜胺登记 18 种作物 38 种病菌



图 19：国内含咪鲜胺登记产品超过 265 个



资料来源：农药市场信息

辛酰溴苯腈：根据农药市场信息，拜耳公司开发的苯腈类除草剂，被评选为 20 世纪影响最大的 8 种除草剂之一，市场规模较大，随着抗辛酰溴苯腈农作物逐步走向市场，全球需求迅速上升，全球销售额维持在 1-1.5 亿美元之间。辛酰溴苯腈虽然为专利期产品，但其合成工艺及中间体成本较难掌握，目前国内生产企业较少，目前公司公告拥有 7000 吨产能，成本上相比拜耳具备极大优势，预计未来将成为跨国公司全球生产基地。未来辛酰溴苯腈将受益于全球农药原药的产能转移。

图 20：抗辛酰溴苯腈植物本身也有利于市场推广

转基因作物	农药或种子公司	商品化地区	商品化时间
油菜	拜耳	欧洲	1995
棉花	拜耳	美国	1997
烟草	拜耳	欧洲	1997
白车轴草	CSIRO 与新瓦列斯	澳大利亚	2001

资料来源：农药市场信息

资料来源：农药市场信息

图 21：国内含咪鲜胺登记产品超过 265 个

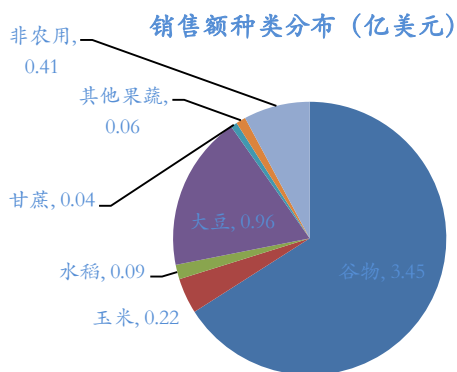
序号	公司名称	产能 (吨)
1	江苏辉丰农化股份有限公司	7000
2	浙江禾本农药化学有限公司	1500
3	江苏长青农化股份有限公司	500
4	浙江东风化工有限公司	200

资料来源：农药市场信息

氟环唑：氟环唑是巴斯夫开发的三唑类杀菌剂，在防治谷物病害上具备杰出的性能，根据世界农化网，氟环唑是 2014 年巴斯夫第二大品种，全球第八大杀菌剂，销售额达到 5.7 亿美元。2007 年-2014 年复合增速为 13%。根据世界农化网，海外只有巴斯夫有 2000 吨产能，公司依然是国内最大厂商，目前公告拥有 1200 吨产能，是国内龙头企业。

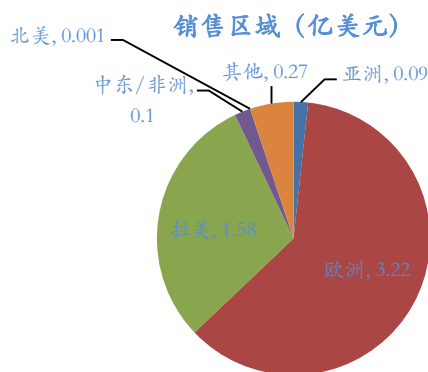
由于氟环唑本身抗病持续时间长，并且能够调节植物本身活性酶来增强抗病性能，因此未来还有较大发展空间，特别是开发 SDHI 类杀菌剂的混剂是促进氟环唑市场持续增长的重要措施。预计未来将有 10% 以上的增长率。

图 22：2013 年氟环唑销售种类



资料来源：世界农化网

图 23：2013 年氟环唑销售区域划分



资料来源：世界农化网

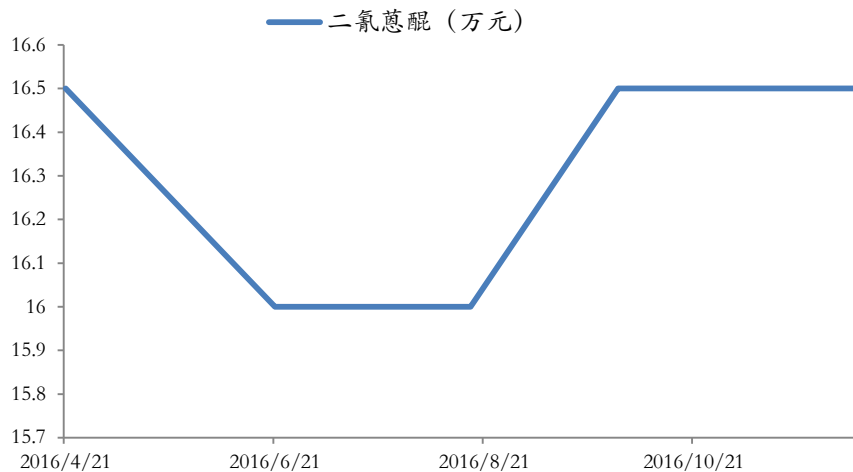
图 24：氟环唑全国产能分布

序号	公司名称	产能
1	江苏辉丰农化股份有限公司	1200
2	利尔化学股份有限公司	150
3	江苏七洲绿色化工股份有限公司	150
4	江苏飞翔化工股份有限公司	150
5	沈阳科创化学品	100
6	江苏中旗化工	100
7	上海丰农生化制品	50
8	江苏丰登农药有限公司	50

资料来源：公司公告

二氟苄醌：二氟苄醌是巴斯夫优质杀菌剂，在欧洲果蔬市场具备广泛应用，根据世界农化网信息，2011 年全球市场销售额为 0.65 亿美元，巴斯夫 0.3 亿美元。公司目前公告 1000 吨产能，是为巴斯夫定制产品，公司产能占据全球较大份额。2016 年下半年以来，二氟苄醌价格单吨从 16 万元上涨到 16.5 万元。

图 25：二氟苄醌价格变动



资料来源：卓创资讯

吡氟酰草胺：吡氟酰草胺是拜耳开发酰胺类除草剂，公司目前具备 250 吨的生产能力。根据世界农化网信息，2011 年全球销售额 1.2 亿美元，2014 年全球销售额 1.45 亿美元，预计未来将会继续增长。

以上品种均为专利已经过期，且单品过亿美元的农药品种。全球未来依然具备巨大市场潜力。公司工艺先进，相对海外成本优势显著，有望逐步替代海外产能，成为跨国公司原药生产基地。

3. 新产品未来陆续投产，奠定未来增长基础

新品种市场空间巨大，奠定未来成长基础。公司发行债券募集资金计划投入 8.2 亿元进行

5000 吨草铵膦，1000 吨抗倒酯，2000 吨甲氧虫酰肼原药项目。新品种草铵膦等未来需求空间巨大，未来投产后将成为公司新的利润增长点，奠定公司未来增长基础。

图 26：公司发行债券募投项目

项目	总投资（万元）	拟使用募集资金额度
年产 5000 吨草铵膦原药生产线技改项目	68622	68622
年产 1000 吨抗倒酯原药生产线技改项目	6550	6550
年产 2000 吨甲氧虫酰肼原药技改项目	6850	6850
合计	82022	82022

资料来源：公司公告

3.1. 草铵膦是未来高增长性品种

草铵膦将受益于百草枯禁用和草甘膦抗药性增强。草甘膦百草枯草铵膦敌草快是全球四大非选择性除草剂之一，自 2003 年以来，四大品种在全球除草剂中占比维持在 25% 以上。根据农药科学，其中草铵膦全球市场从 2003 年 1.8 亿美元上升到 2014 年 5.6 亿美元，复合增长率达到 28%。草铵膦除草性能优于草甘膦，是优质广谱除草剂，草甘膦由于大量长期使用，杂草抗药性增强，未来市场份额有望萎缩。百草枯由于对人毒性较大，目前国内已经禁用，全球也在逐步禁用中，敌草快同样毒性较强，四大除草剂只有草铵膦有望填补百草枯退出后市场空间，草铵膦有望成最大受益者。

图 27：四大非选择性除草剂市场及占比

全球除草剂市场（亿美元）	2003	2005	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014
草甘膦	29.33	34.1	47.05	49.5	40.3	41.9	45.75	56.46	57.2
草铵膦	1.8	2.72	3.3	4.5	3.65	3.95	4.2	5.1	5.6
百草枯	3.75	3.7	5.1	6.25	5.85	6.4	6.85	9.05	8.5
敌草快	0.51	0.65	1.45	1.7	1.6	1.95	1.95	2.2	2
合计	35.39	41.17	56.9	61.95	51.4	54.2	58.75	72.81	73.3
全球除草剂市场	134	160.52	161.27	197.67	193.35	216.75	231.3	259.65	264.4
4 个除草剂占比 (%)	26.4%	25.64%	35.28%	31.34%	26.58%	25.01%	25.40%	28.04%	27.72%

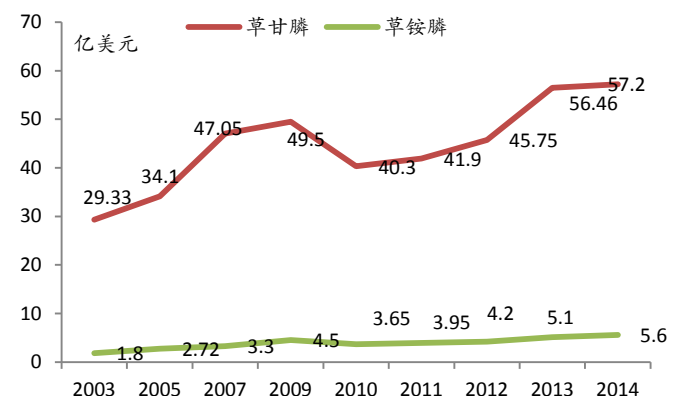
资料来源：农药科学

草铵膦除草性质优异，市场空间广阔。草铵膦是一款非常优异性能的除草剂，对于适用杂草的广谱程度，见效时间和对作物的负面影响均优于草甘膦，是未来市场空间非常广阔的除草剂品种。

百草枯禁用带来巨大市场缺口，草铵膦将成最受益品种。全球除草剂排行第二的百草枯由于对人畜毒性过大，所以导致全球越来越多的区域对其禁用，2016 年 7 月 1 日起，中国全面禁用百草枯，根据世界农化网信息，百草枯全球市场约 6-7 万吨需求量，国内约 1 万吨需求量，国内未来将有 1 万吨缺口出现。由于草甘膦本身抗性杂草过多，敌草快同样对人毒性较

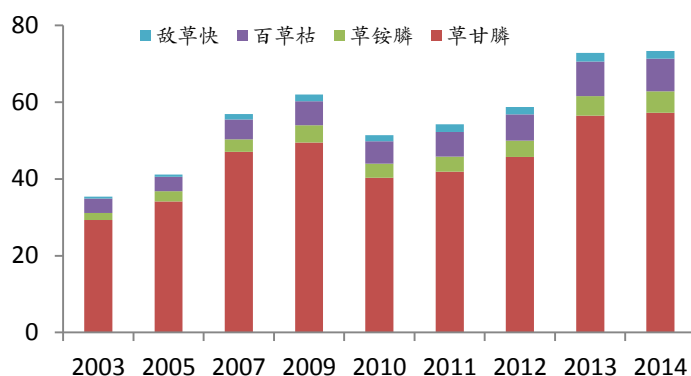
大，草铵膦凭借其优异性能，有望成为百草枯全面禁用后最受益品种。

图 28：草铵膦和草甘膦市场规模对比



资料来源：农药科学

图 29：四大非选择性除草剂市场规模



资料来源：农药科学

图 30：草铵膦除草性能优于草甘膦

	草甘膦	草铵膦
作用机理	抑制烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶,蛋白质合成受阻	膦酸类,作用机理为:积铵触杀,抑制谷氨酰胺合成
见效时间	7-10 天后才能见效	一股为 3 天(正常气温条件下)
作物影响	若药液飘移,草甘膦会杀灭作物,令作物减产绝收	草铵膦只会在接触部位产生药斑,对作物生长没有太大影响
适用范围	草甘膦一般不能用于浅根或根系暴露在外的作物如蔬菜、香菜、胡椒、葡萄、木瓜等	草铵膦几乎可用于所有作物
除草广谱	对抗性恶性杂草如牛筋草、小飞蓬等,草甘膦无效	对抗性恶性杂草如牛筋草、小飞蓬等,草甘膦无效,草铵膦有效
药后间隔	草甘膦一般药后 20-30 天才可播种移栽	草铵膦在 1-4 天即可播种移栽

资料来源：农药科学

图 31：百草枯带来的市场缺口



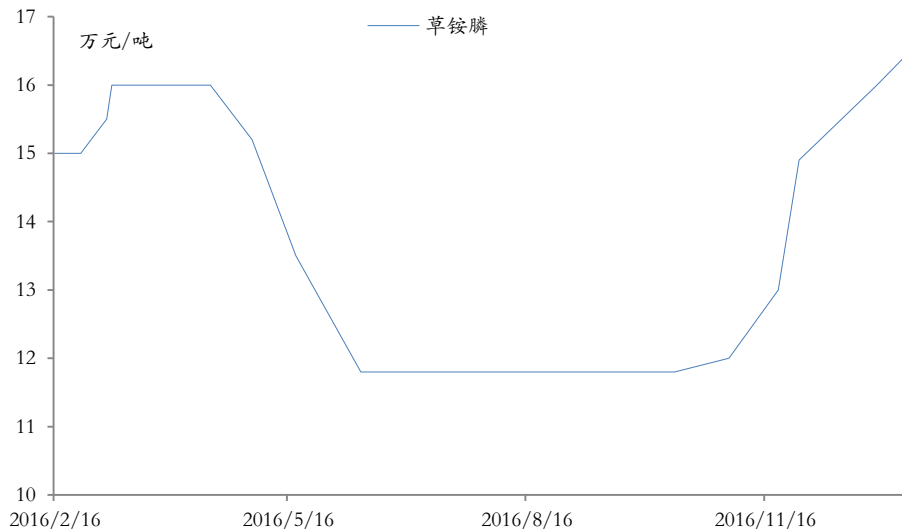
资料来源：农药科学

过去两年新增产能较多，成本大幅下降，导致价格下滑。2012 年草铵膦原药价格 25 万元/吨，产能 3000 吨。2014 年原药价格大幅上涨至 30 万元/吨，2015 年第一季度，大量中小企业投产，根据农药科学统计，仅 500 吨以上装置产能已经达到 20500 吨，草铵膦供应大幅增加，且成本大幅下降，价格下跌，到 2015 年下半年价格降低到 16 万元/吨，2016 年 6 月低点价格为 11.9 万元/吨。

环保刺激限制下，草铵膦供给端有望持续利好。国内草铵膦工艺污染较大，1 吨原药产生 60 吨废水，环境污染较大，环保趋严背景下小企业容易被限产，从而影响供给。2016 年 11 月份，环保督查趋严，部分产能关停，原药价格回暖至 13.5 万元/吨，2017 年 2 月价格已经恢复至 16 万元/吨。未来环保趋严是大趋势，小企业产能有望持续受限甚至退出，利好长期供给侧改善。

草铵膦将成公司未来爆品。草铵膦小企业成本在 15 万元左右，大企业在 10 万元以内，未来预计随着环保限制以及新建产能继续投产，小企业高成本产能将进一步被挤出，草铵膦产能将进一步集中，利好龙头企业盈利能力提高。同时草铵膦作为一种百草枯退出后的替代型品种，市场推广也在逐渐展开，未来市场空间有望进一步扩大。公司 5000 吨草铵膦建成后，势必将成为企业利润新增长点。

图 32：2016H1 草铵膦市场价格连续走低 11 月起价格恢复上调



资料来源: Wind

图 33：我国草铵膦和未来规划产能



资料来源：农药科学

3.2. 抗倒酯及甲氧虫酰胺未来潜力巨大

抗倒酯：抗倒酯为一种高效的植物生长调节剂，可以使株形紧凑粗壮，同时增加叶绿素含量和光合效率，可以提高草坪质量，降低草坪用水量。目前注册登记厂家较少，仅有先正达，迈克斯等。公司抗倒酯产品在国际市场上具备较大成本优势，主要用于出口。预计未来将成为新业绩增长点之一。

图 34：抗倒酯国内注册企业较少

序号	名称	登记证号	总含量	有效截止日
1	瑞士先正达作物保护有限公司	PD20102202	94%	2015.12.20
2	迈克斯（如东）化工有限公司	PD20111351	98%	2016.12.12
3	江苏优士化学有限公司	PD20130786	96%	2018.04.22
4	江苏辉丰农化股份有限公司	PD20140453	97%	2019.02.25

资料来源：公司公告

甲氧虫酰胺：甲氧虫酰胺是 1999 年上市的昆虫生长调节剂型杀虫剂，销售一直稳步增长，根据世界农化网消息，2011 年全球销售额跃升至 1.15 亿美元，2005 年-2011 年复合年增长率 14.9%。位列昆虫生长调节剂类杀虫剂销售额首位。2012-2015 年，其在欧洲，中国，美国的专利保护和登记资料陆续到期，专利过期利好未来市场进一步增长。

由于甲氧虫酰胺本身低毒高效及环保特点，符合国内替换高毒性农药发展趋势，预计国内市场的需求也将有巨大空间。公司海外国内并举，双足并行成就未来新盈利增长点。

图 35：甲氧虫酰胺注册厂家

序号	名称	登记证号	总含量	有效截止日
1	美国陶氏益农	PD20050206	97.60%	2015.12.20
2	浙江上虞银邦化工	PD20121618	98.50%	2017.10.30
3	山东潍坊润丰化工	PD20132248	98%	2018.11.05
4	山东联合农药工业	PD20140116	98.50%	2019.01.20
5	南京南农农药科技发展	PD20140233	98.50%	2019.01.29
6	江苏长青农化南通	PD20140881	98%	2019.04.08
7	美国默赛技术公司	PD20141330	98%	2019.06.03

资料来源：公司公告

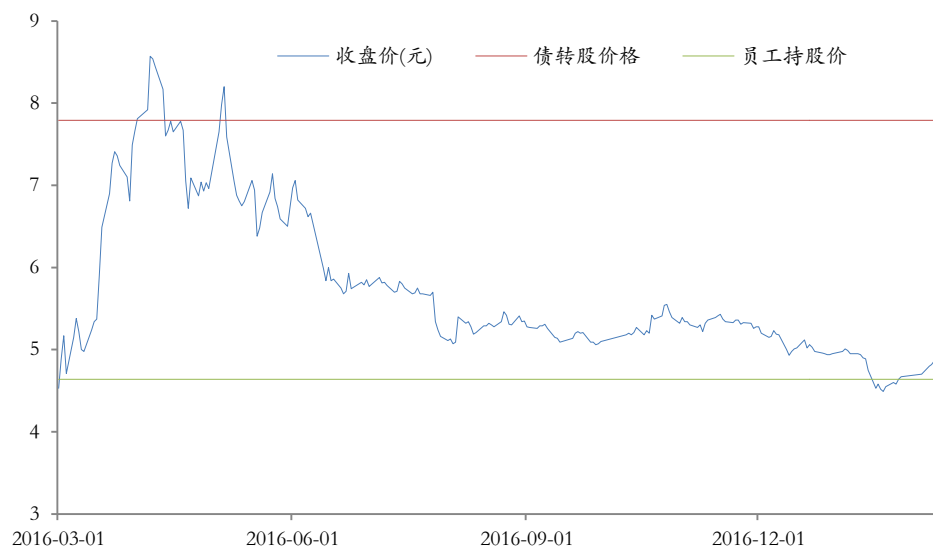
总的来看，公司新品草铵膦受益于百草枯禁用及草甘膦抗药性增强，未来有望成为爆品；抗倒酯，甲氧虫酰肼均为高端品种，市场潜力巨大；新产品的投产奠定了未来公司业绩增长基础。

4. 债转股价格显著高于现价，员工持股方案显露管理层信心

公司债转股价格凸显内在价值。2016年4月，公司发行845万张可转债，募集资金总额不超过8.45亿元用于5000吨草铵膦，1000吨抗倒酯，2000吨甲氧虫酰肼项目，2016年10月28日起，公司可转债可以以7.79元/股的价格进行债转股，目前公司股价4.86元，远低于转股价格，凸显公司良好内在价值。

员工持股凸显管理层未来发展信心。2015年8月23日，公司一期员工持股计划购买1.4亿元公司股票，购入股票除权价为4.64元，员工持股方案要求2016-2018年净利润不低于2.93亿元,3.51亿元,4.2亿元,即相对于2014年净利润增长率分别不低于44%,72.9%,106.9%。员工持股计划有利于公司提高内部治理水平，同时也凸显了管理层未来发展信心。2017年1月份剥离每年亏损2000万元以上的农一网，带来一次性收益5700万元，减少未来亏损源。

图 36：债转股价格以及员工持股价



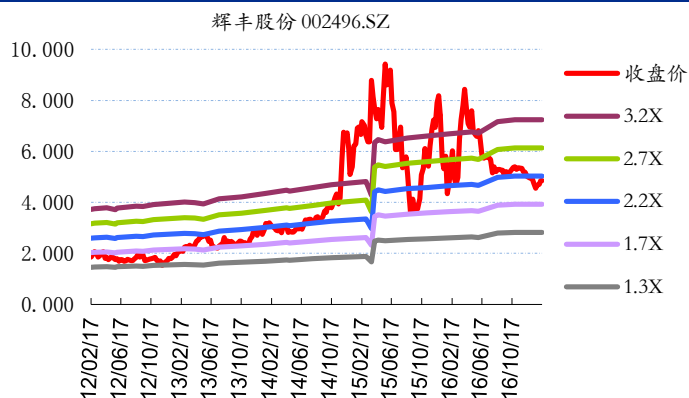
资料来源：Wind，安信证券研究中心

5. 投资建议：给予买入-A 评级，12 个月目标价 6.5 元

公司为细分农药龙头，拥有中间体-原药-制剂完整产业链，将受益于国内环保趋紧带来的供给收缩、全球农药补库存带来的量价齐升。募投 5000 吨草铵膦等项目未来有望成为新业绩增长点。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.13 元，0.21 元，0.25 元。予买入-A 评级，12 个月目标价 6.5 元。

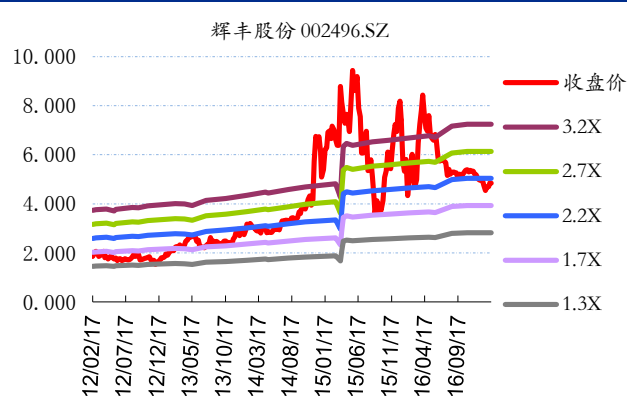
风险提示：环保管制放松的风险、海外需求不及预期的风险等

图 37: PE-Band 图



资料来源: Wind

图 38: PB-Band 图



资料来源: Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,429.1	3,333.1	4,533.0	5,481.9	6,035.8	成长性					
减:营业成本	1,813.9	2,681.7	3,749.6	4,515.6	4,938.8	营业收入增长率	16.5%	37.2%	36.0%	20.9%	10.1%
营业税费	2.6	4.5	6.3	7.0	8.1	营业利润增长率	18.8%	-18.1%	7.4%	63.8%	17.8%
销售费用	74.2	126.9	163.2	191.2	219.2	净利润增长率	23.4%	-14.1%	10.4%	64.6%	18.3%
管理费用	245.3	269.4	367.2	438.6	434.6	EBITDA 增长率	31.7%	3.2%	-8.4%	45.0%	14.1%
财务费用	48.2	47.9	29.4	26.0	19.0	EBIT 增长率	32.4%	-15.2%	-1.6%	54.7%	14.7%
资产减值损失	11.0	15.2	11.1	12.4	12.9	NOPLAT 增长率	31.7%	-18.9%	9.2%	54.7%	14.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.6%	30.3%	-3.6%	17.1%	-8.5%
投资和汇兑收益	7.8	10.5	6.3	57.0	7.0	净资产增长率	13.8%	55.7%	3.8%	6.1%	6.8%
营业利润	241.5	197.8	212.5	348.1	410.2	利润率					
加:营业外净收支	2.9	15.6	5.9	8.1	9.9	毛利率	25.3%	19.5%	17.3%	17.6%	18.2%
利润总额	244.4	213.4	218.4	356.2	420.1	营业利润率	9.9%	5.9%	4.7%	6.4%	6.8%
减:所得税	48.6	50.0	32.8	53.4	63.0	净利润率	8.3%	5.2%	4.2%	5.7%	6.2%
净利润	201.3	172.9	190.9	314.3	371.9	EBITDA/营业收入	17.6%	13.3%	8.9%	10.7%	11.1%
						EBIT/营业收入	11.9%	7.4%	5.3%	6.8%	7.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	185	198	172	148	144
						流动资产周转天数	43	57	45	47	50
						流动营业资本周转天数	292	259	242	225	222
						流动资产周转天数	292	259	242	225	222
						应收帐款周转天数	68	61	65	65	64
						存货周转天数	107	111	114	115	114
						总资产周转天数	625	583	509	451	429
						投资资本周转天数	361	363	296	261	245
						投资回报率					
						ROE	9.9%	5.5%	5.8%	8.9%	9.7%
						ROA	4.2%	2.6%	2.8%	4.3%	4.9%
						ROIC	11.9%	6.5%	5.4%	8.7%	8.5%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	3.8%	3.6%	3.5%	3.6%
						管理费用率	10.1%	8.1%	8.1%	8.0%	7.2%
						财务费用率	2.0%	1.4%	0.6%	0.5%	0.3%
						三费/营业收入	15.1%	13.3%	12.3%	12.0%	11.1%
						偿债能力					
						资产负债率	49.8%	41.4%	43.5%	43.8%	41.7%
						负债权益比	99.1%	70.7%	77.0%	77.8%	71.4%
						流动比率	0.90	1.18	1.17	1.33	1.33
						速动比率	0.53	0.66	0.59	0.63	0.67
						利息保障倍数	6.02	5.13	8.23	14.40	22.62
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.03	0.03	0.05	0.06
						分红比率	24.6%	22.9%	22.6%	23.4%	23.0%
						股息收益率	0.7%	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	195.9	163.5	190.9	314.3	371.9	EPS(元)	0.13	0.11	0.13	0.21	0.25
加:折旧和摊销	141.6	201.1	163.4	213.5	241.1	BVPS(元)	1.35	2.09	2.19	2.35	2.54
资产减值准备	11.0	15.2	-	-	-	PE(X)	36.3	42.3	38.3	23.3	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.3	2.2	2.1	1.9
财务费用	61.1	58.4	29.4	26.0	19.0	P/FCF	-22.1	-8.5	-24.8	47.6	53.9
投资损失	-7.8	-10.5	-6.3	-57.0	-7.0	P/S	3.0	2.2	1.6	1.3	1.2
少数股东损益	-5.4	-9.4	-5.3	-11.5	-14.8	EV/EBITDA	18.3	26.8	18.9	13.7	11.1
营运资金的变动	-259.9	-565.8	80.2	-384.4	183.7	CAGR(%)	15.6%	29.7%	4.4%	15.6%	29.7%
经营活动产生现金流量	148.4	-225.3	452.3	100.9	793.9	PEG	2.3	1.4	8.7	1.5	0.7
投资活动产生现金流量	-396.1	-474.4	-93.7	-393.0	-43.0	ROIC/WACC	1.2	0.6	0.5	0.8	0.8
融资活动产生现金流量	207.5	812.1	-697.7	368.0	-706.6	REP	2.3	5.0	4.0	2.2	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034