

菊酯草甘膦涨价, 麦草畏迎增长窗口期

■全球农药市场有望迎来复苏, 主要海外巨头进入补库存周期: 历史上油价与全球农药市场增速高度相关, 目前油价处于上行周期, 全球粮价有反弹迹象, 全球农药市场曙光望现。国际巨头库存历史低位, 补库存带动我国农药月度出口增速大涨, 根据统计局数据达20%以上。

■环保有望成为农药景气提高的一条主线: 2016 环保大幕全面拉开, 中央三次下派环保督查组, 农药大省江苏山东开启“进区入园”工程, 环保全面收紧, 农药小产能及重污染中间体开工不足, 价格指数显著上涨。2017 年中央督查升级为全覆盖, 地方进一步整治削减化工园区, 环保驱动有望成为农药长期主线。

■公司菊酯草甘膦产量国内领先, 涨价带来巨大业绩弹性: 根据公告, 公司菊酯产量万吨级别, 是国内唯一能够实现全产业链菊酯龙头, 卫生菊酯市占率 70%, 草甘膦 3 万吨产能。供需改善农药价格普涨, 全产业链受益较大。草甘膦去年底以来涨幅 6000 元/吨, 功夫菊酯及联苯菊酯涨价近 30%, 随着公司长单调价逐步完成, 二季度有望释放业绩弹性。

■麦草畏进入增长窗口期, 2 万吨新产能将成主要增长点。EPA 去年底批准孟山都麦草畏制剂, 耐麦草畏作物体系成型。转基因种子推广带动麦草畏迎来增长窗口期。麦草畏价格目前底部, 未来有上涨可能。公司现有 5000 吨产能, 2 万吨新产能预计 17 年中投产将成国内龙头, 预期麦草畏将成未来业绩主要增长点。

■投资建议: 农药市场复苏叠加补库存带来需求上升, 环保限制供给有望成为国内农药长期景气主线, 农药价格上涨背景下公司 3 万吨草甘膦 1 万吨菊酯业绩弹性巨大; 2 万吨麦草畏预计年中完工将成新增长点。预计 2016-2018 年 EPS1.42, 1.95, 2.16 元, 对应 PE27/19/17。给予买入-A 评级。6 个月目标价 58.5 元。

■风险提示: 环保放松, 小厂复工, 麦草畏推广幅度低于预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,820.5	3,114.1	2,914.2	3,439.6	3,792.3
净利润	454.7	455.1	439.1	603.0	670.7
每股收益(元)	1.47	1.47	1.42	1.95	2.16
每股净资产(元)	8.77	10.12	11.00	12.56	14.24

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	25.6	25.5	26.5	19.3	17.3
市净率(倍)	4.3	3.7	3.4	3.0	2.6
净利润率	16.1%	14.6%	15.1%	17.5%	17.7%
净资产收益率	16.7%	14.5%	12.9%	15.5%	15.2%
股息收益率	0.4%	1.2%	0.7%	1.0%	1.3%
ROIC	53.6%	42.2%	38.8%	22.0%	18.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价: **58.5 元**
股价 (2017-03-29) **36.23 元**

交易数据

总市值(百万元)	11,227.64
流通市值(百万元)	11,227.64
总股本(百万股)	309.90
流通股本(百万股)	309.90
12 个月价格区间	22.20/38.81 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.44	-7.94	49.55
绝对收益	-4.05	-3.46	59.13

衡昆

分析师

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

张汪强

报告联系人

zhangwq1@essence.com.cn

姬静远

报告联系人

jjy@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 扬农化工—老牌菊酯巨头，麦草畏新产能再起航	4
1.1. 公司实际控制人为中化集团.....	6
2. 全球农药市场有望迎来复苏	6
2.1. 油价回升有望推动 2017 农药市场实现正增长.....	6
2.2. 全球农药巨头迎来补库存周期.....	7
2.3. 环保趋严是未来农药景气度提高的一条主线.....	8
2.4. 供需格局好转，价格已经进入上行通道.....	10
3. 公司菊酯原药巨头，享受涨价带来高盈利弹性	10
4. 麦草畏奠定未来增长基础	12
4.1. 耐麦草畏作物体系建立，麦草畏迎来增长窗口期.....	12
4.2. 规划 30 亿农药项目，新产能铸就未来成长.....	15
5. 盈利预测及投资建议	15
5.1. 盈利预测假设条件.....	15
5.2. 投资建议：给予买入-A 评级，目标价 58.5 元.....	16

图表目录

图 1：公司主要经营自己配套中间体的原药.....	4
图 2：公司营业收入.....	5
图 3：公司净利润情况.....	5
图 4：公司主要收入结构为杀虫剂和除草剂.....	5
图 5：公司主要归母净利来源于杀虫剂和除草剂.....	5
图 6：公司毛利率和净利润率.....	5
图 7：公司三费率.....	5
图 8：中化集团为公司实际控制人.....	6
图 9：原油价格与粮食价格以及全球农药市场增幅高度相关.....	7
图 10：先正达库存处于 13 年以来低位.....	8
图 11：多家农化巨头库存下滑.....	8
图 12：农药出口金额增速大幅度上升	8
图 13：农药出口产量大幅度上升	8
图 14：环保大幕全面拉开.....	9
图 15：受到环保影响草甘膦开工企业数字大幅下滑.....	9
图 16：2016 年农药价格指数进入反弹通道	10
图 17：全球菊酯类杀虫剂市场 03-14 复合增长率 11.5%.....	11
图 18：全球菊酯类杀虫剂达到 19%.....	11
图 19：公司完成全产业链构建.....	11
图 20：草甘膦开工企业数大幅下滑.....	12
图 21：草甘膦价格出现大幅上行.....	12
图 22：麦草畏适用于禾本科植物.....	13
图 23：草甘膦和麦草畏复配剂型有望成为主流.....	14
图 24：全球大豆棉花和水稻将带来 1.3 万吨需求.....	14
图 25：孟山都预测未来美国抗麦草畏大豆将达到 8 千万英亩.....	14

图 26: 麦草畏全球产能分布	15
图 27: PE-Band.....	16
图 28: PB-Band.....	16
表 1: 公司主要历史沿革.....	4
表 2: 国际农药巨头对 2017 年农药市场看法较为乐观.....	7
表 3: 近年来所颁布涉及农药环保条例	10
表 4: 公司自上市以来不断投产新品及中间体	12
表 5: 目前麦草畏多数情况下使用在禾本科植物.....	13
表 6: 耐麦草畏作物系统已经建成	14
表 7: 几种主要麦草畏工艺	15

1. 扬农化工—老牌菊酯巨头，麦草畏新产能再起航

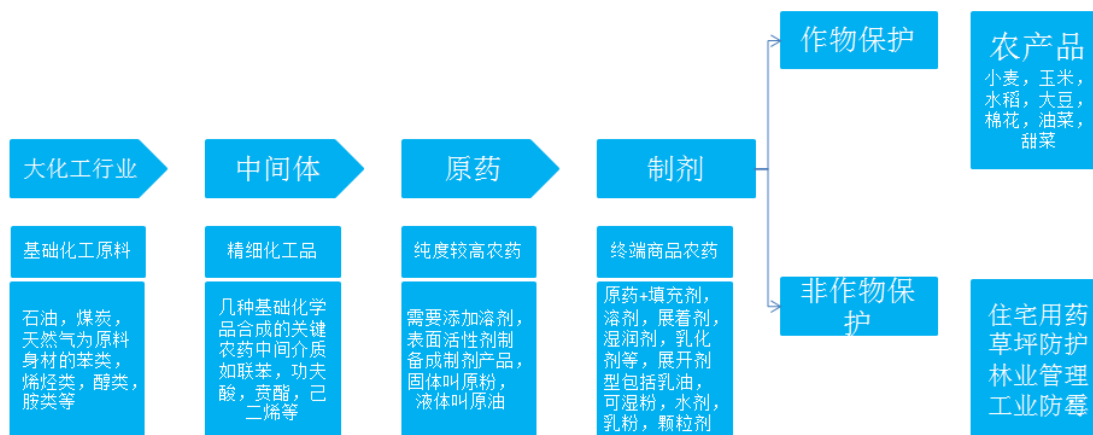
公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，拟除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国同类农药行业第一，公司主营业务为农药产品的生产、销售，产品主要分为杀虫剂、除草剂和杀菌剂。公司的杀虫剂主要是拟除虫菊酯产品，公司的除草剂主要有草甘膦和麦草畏两个品种，公司主要经营农药原药，客户主要是下游制剂企业。

表 1：公司主要历史沿革

日期	历史沿革
1999	江苏省人民政府批准设立扬农化工股份有限公司，将扬农集团及其下属原菊酯分厂投入股份公司
2002	扬农化工在上海证券交易所上市
2003	设立浙江优士分公司，打造菊酯及中间体平台
2006	股权分置改革
2006	增发 3000 万股，投资多个菊酯及中间体，建设 1000 吨麦草畏原药产能
2007	优士 1 万吨草甘膦项目建成
2009	增发 1800 万股，募集 4.5 亿元，3 万吨草甘膦项目
2013	设立优嘉子公司，开展如东一期；建设 5000 吨麦草畏，600 吨氟啶胺项目开工
2015	如东二期 3500 吨杀虫剂，25000 吨除草剂，1200 吨杀菌剂开工

资料来源：公司公告

图 1：公司主要经营自己配套中间体的原药



资料来源：cnki, 安信证券研究中心

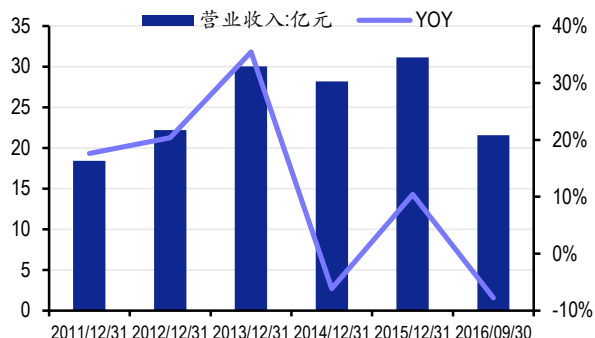
公司是老牌菊酯巨头。公司 90 年代即开始储备菊酯关键技术，并不断扩张生产线，目前无论技术工艺，产能，产品品牌上均为国内一流国内菊酯巨头。公司注重自主研发，储备技术丰富，根据公告，目前已经具备了 60 个菊酯品种技术。公司多年来不断利用储备技术建设中间体新生产线，目前已经成为国内唯一一家完成从化工原料到中间体再到生产拟除虫菊酯的菊酯企业，菊酯带来年收入达 15 亿元。

公司不断丰富产品线，未来麦草畏项目将成公司新增长点。除菊酯之外，公司不断扩张生产线，根据公告，2009 年公司启动 3 万吨草甘膦项目，成为国内主要草甘膦生产商。2014 年公司建成 5000 吨麦草畏产能，成为公司新的增长点，目前公司正在建设 2 万吨麦草畏项目，产能建成后有望成为全球最大的麦草畏生产企业，麦草畏将成为未来公司新增长点。

2016 年四季度归母净利润增 7.4%。2016 年由于农药行业整体性波动，前三季度收入及归母净利润下滑，但从全年来看，下滑幅度逐步收窄，根据业绩快报，预计 2016 年全年归母净利润增幅为-3.5%。四季度归母净利润 1.45 亿元，相比 2015 年同期同比增幅 7.4%，季度增

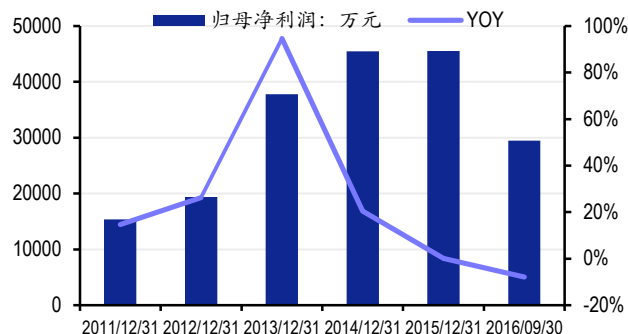
长已经由负转正。

图 2: 公司营业收入



资料来源: Wind

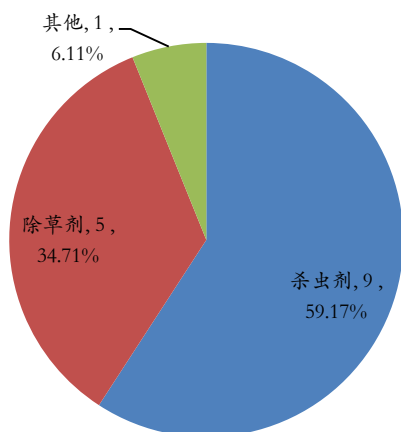
图 3: 公司净利润情况



资料来源: Wind

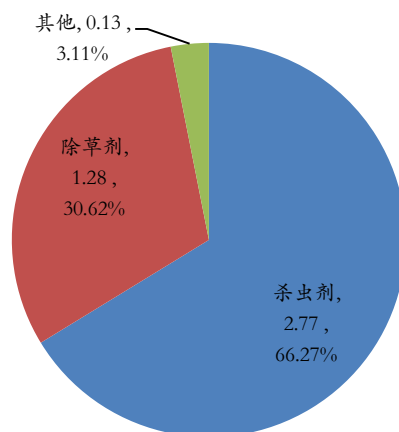
公司主要收入来源为杀虫剂和除草剂。公司主要收入来源是杀虫剂和除草剂，菊酯是公司主要杀虫剂品种，盈利能力较强，收入和利润占比达 59%和 66%。其次为除草剂，公司目前除草剂来源主要为 3 万吨草甘膦和 5 千吨麦草畏，目前除草剂主要收入和归母净利润占比分别为 35%和 31%。

图 4: 公司主要收入结构为杀虫剂和除草剂



资料来源: Wind

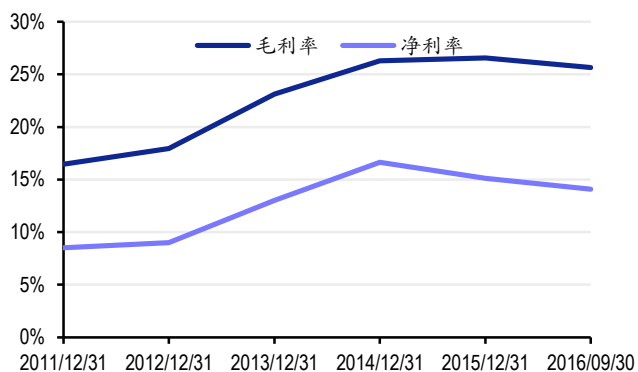
图 5: 公司主要归母净利润来源于杀虫剂和除草剂



资料来源: Wind

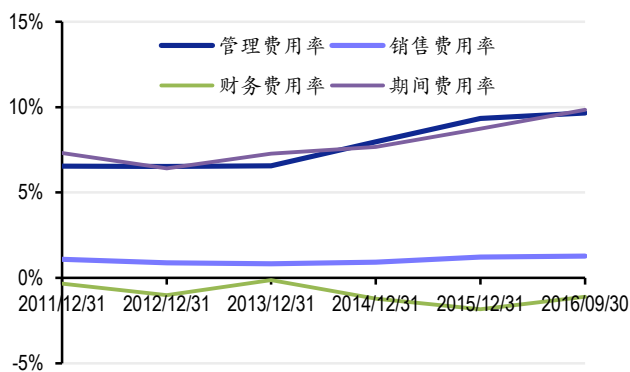
公司盈利情况已经出现明显好转。2016 年前三季度，由于农药价格处于低谷期，公司前三季度利润率出现下滑，但四季度预计利润率会有明显回升，根据业绩快报测算，2016 年全年净利润率 15%，较前三季度 13.6%提高了 1.4 个百分点。业绩改善幅度明显。

图 6: 公司毛利率和净利润率



资料来源: Wind

图 7: 公司三费费率

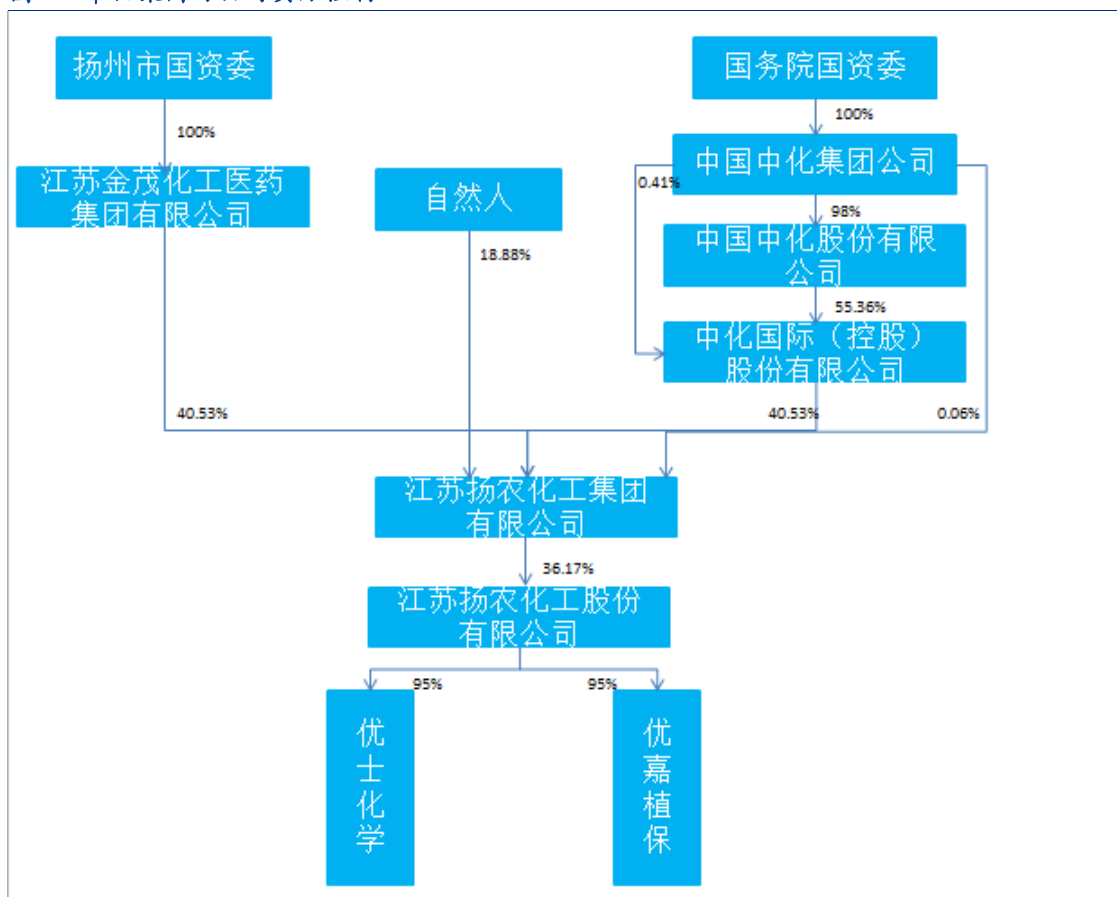


资料来源: Wind

1.1. 公司实际控制人为中化集团

中化集团是公司实际控制人。公司原有控股股东为扬州市国资委，根据公告，2012 年中化集团通过购买和增资获得 40.53% 扬农集团股份，2014 年扬州国资委旗下金茂集团转让扬农集团 0.06% 股权，中化集团实际掌握扬农集团 40.59% 股权，成为扬农集团第一大股东，并因此成为扬农化工实际控制人。

图 8：中化集团为公司实际控制人



资料来源：Wind

2. 全球农药市场有望迎来复苏

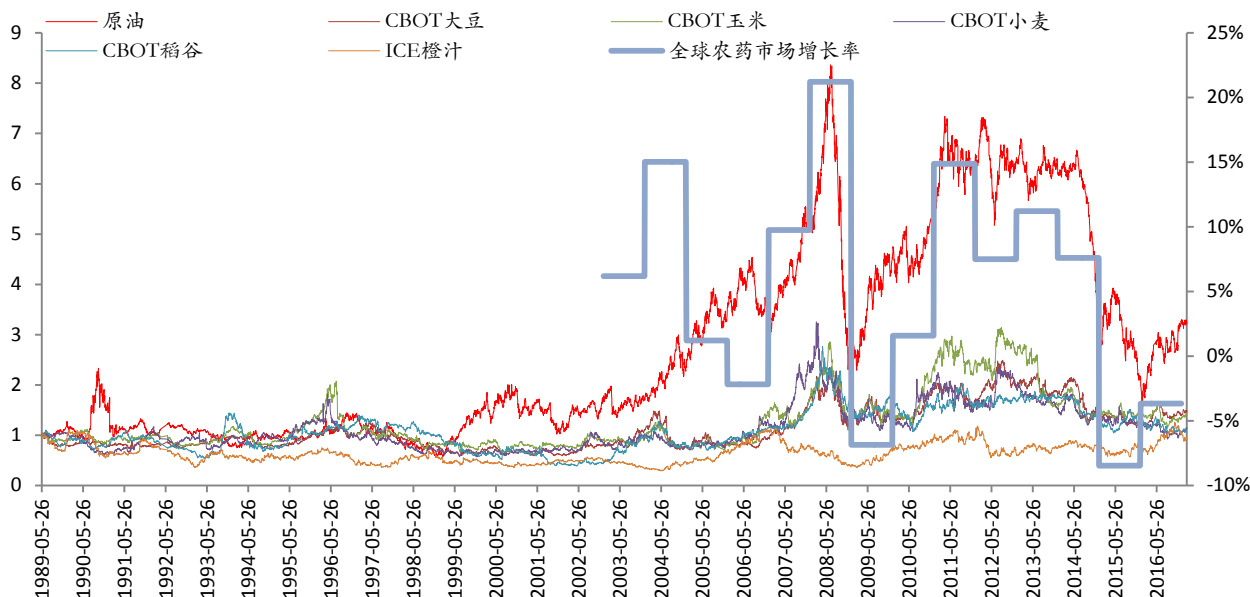
2.1. 油价回升有望推动 2017 农药市场实现正增长

油价驱动粮食价格，粮价驱动农药市场。由于原油与生物乙醇是替代品，原油价格上涨驱动生物乙醇需求上涨，增加粮食需求，推高粮价。原油作为粮食生产中机械燃料以及农资原料，会从成本端推动粮食价格。粮食价格决定农业收入及盈利性，从而影响农药销售。根据 Phillips McDougall 公司观点，影响农药市场的首要因素即为粮食价格及农业收入。粮食价格是全球农药市场关键决定因素。

油价周期与全球农药市场高度相关。由于油价影响粮价并且影响农药市场，因此，全球农药市场增速与原油价格变化高度相关。根据 Phillips McDougall 数据，从 2003 年至今，全球农药市场增速最高的三年分别为 2004 年 (+15%)，2008 年 (21%)，2011 年 (15%)；均属于高油价时期以及粮食价格高点。同样，全球农药市场低谷处于 2006 年 (-2.2%)，2009 年 (-6.9%)，2015 年 (-8.5%)。除去 2006 年由于全球转基因大幅应用导致农药使用水平下滑之外。2009 年和 2015 年均属于油价粮价低谷时期，其中 2009 年油价跌破 50 美金，2016 年一季度油价低点达到了 27 美元，粮食价格也均处于低点。因此从历史来看，油价周期与

全球农药市场增长高度相关。

图 9：原油价格与粮食价格以及全球农药市场增幅高度相关



资料来源：Wind, Phillips McDougall, 安信证券研究中心

2017 全球农药市场大概率迎来复苏。1、油价处于上行周期，原油市场依然处于再平衡进程，OPEC 限产主动管理油价利好供给收缩，目前油价依然处于上行周期。**2、粮价 5 年颓势有望反弹**，大宗粮食价格已经连续 5 年下滑，部分粮食价格目前已经出现明显回升，CBOT 连续期货大豆价格 2017 年一季度同比上升 18%，玉米期货价格同比微增，但比 2016 年内低点已经上升了 21%。橙汁相对于去年同期上升了 32%。**3、2016 年全球农药实际已恢复增长**，PhillipsMC 报告全球农药市场降幅-3.7%，达到 499 亿美元，相对 2015 年-8.5%降幅有大幅减缓。根据 Phillips 预测，在考虑实际通胀和货币原因之后，实际的 2016 年农药市场增长接近 1%。2017 年原油价格依然将处于上行周期，在农产品价格有明显上升，原油价格依然处于上升通道情况下，2017 年全球农药市场大概率迎来复苏。

表 2：国际农药巨头对 2017 年农药市场看法较为乐观

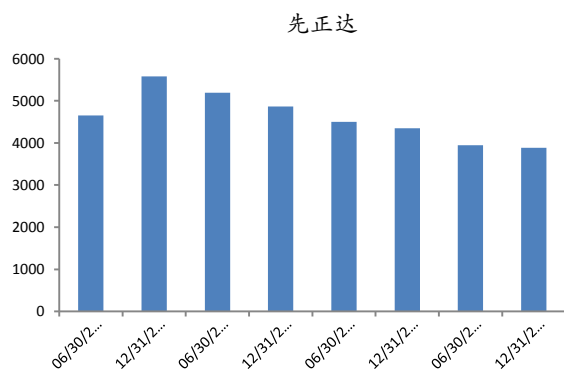
公司	对 2017 自身业绩预期	对 2017 年行业判断	理由
拜耳	看好	看好	库存/使用比例停止增长；农民种子投资增加；大豆玉米价格上行
陶氏	看好	未来将依然承担压力	粮食价格依然低于历史水平
先正达	看好	稳定	依然面临压力但能维持稳定，中长期复合增长率 3%

资料来源：bloomberg, 安信证券研究中心

2.2. 全球农药巨头迎来补库存周期

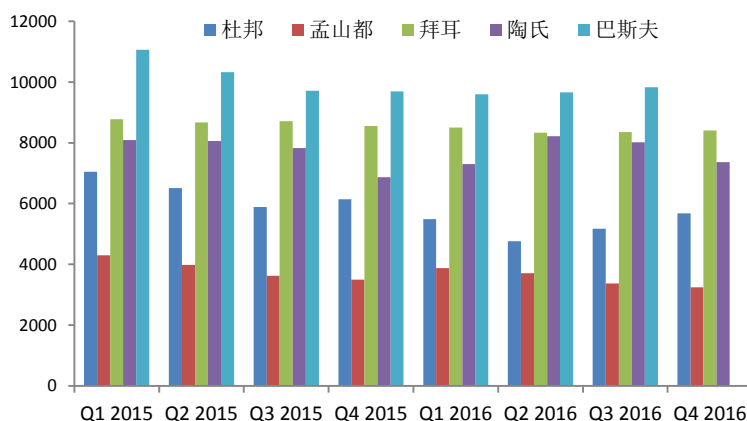
农药巨头库存处于低位。由于 2015-2016 年全球农药市场连续衰退，农药巨头经历了连续的去库存过程。先正达库存已经连续四年下滑，2016 年四季度已经达到 38.84 亿美元。孟山都四季度库存依然处于历史低位 32.41 亿美元，相较 2015 年一季度降低了 10.5 亿美元。杜邦在 2016 年二季度达到了库存低点 47.56 亿美元，三季度和四季度出现了明显的补库存现象，库存达到了 56.73 亿美元。巴斯夫一季度库存近期低位，二季度三季度也处于补库存状态 (96.02-98.27 亿美元)。

图 10: 先正达库存处于 13 年以来低位



资料来源: Bloomberg

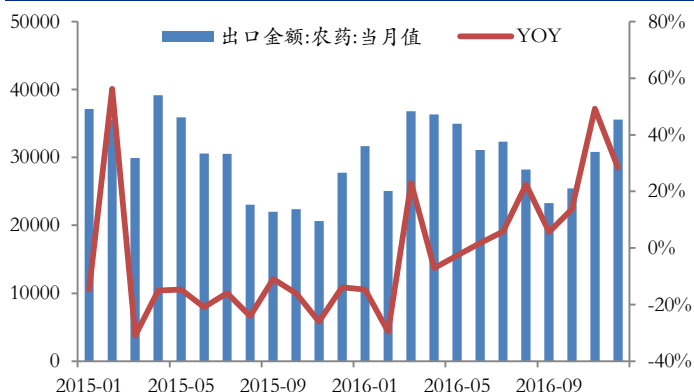
图 11: 多家农化巨头库存下滑



资料来源: Bloomberg

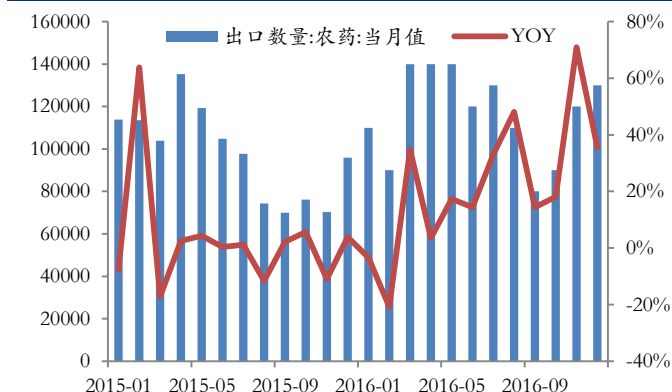
补库存周期驱动我国农药出口量大增。由于补库存周期到来，海外需求大幅上涨，带动我国农药出口在 2016 年下半年出现大幅上升。根据海关数据，2015 年-2016 年农药月度出口金额增速一路回升，从-20%上升到 40%；同期农药出口数量增幅也从 2015 年低点的-20%上升到 60%。

图 12: 农药出口金额增速大幅度上升



资料来源: Wind

图 13: 农药出口产量大幅度上升



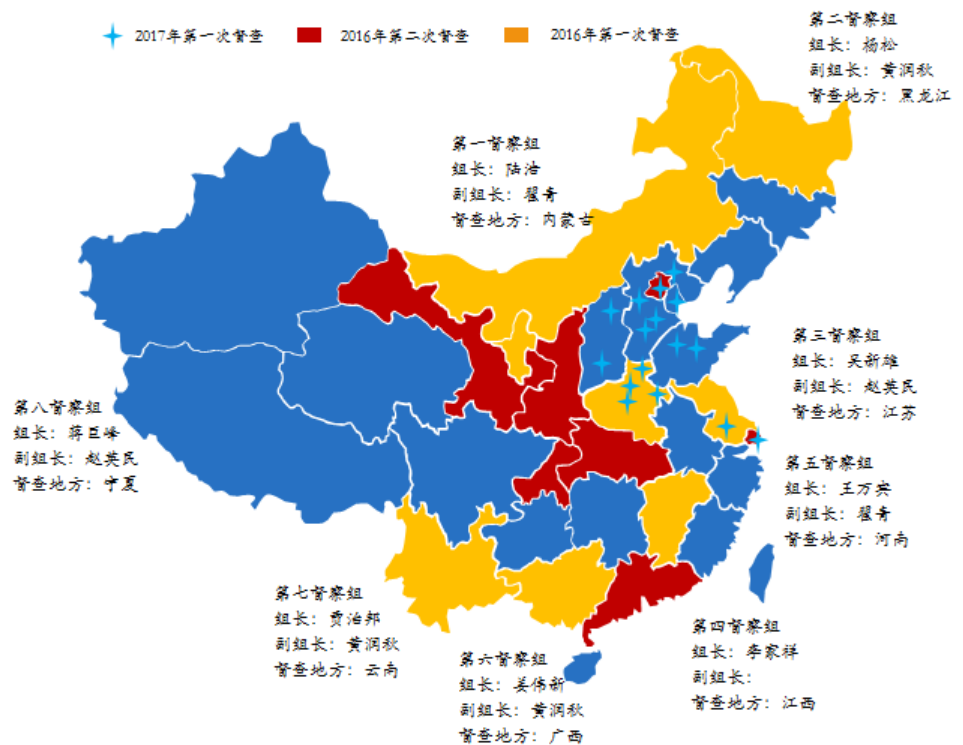
资料来源: Wind

2.3. 环保趋严是未来农药景气度提高的一条主线

环保收紧有望成为未来长期发展大趋势。国内污染情况日趋严重，政府出于环保压力关停高污染企业，农药本身高污染，高三废属性首当其冲。污染不达标小产能被迫停产，行业供给改善，带来行业景气度提高，将成为未来农药行业景气向上长期逻辑。

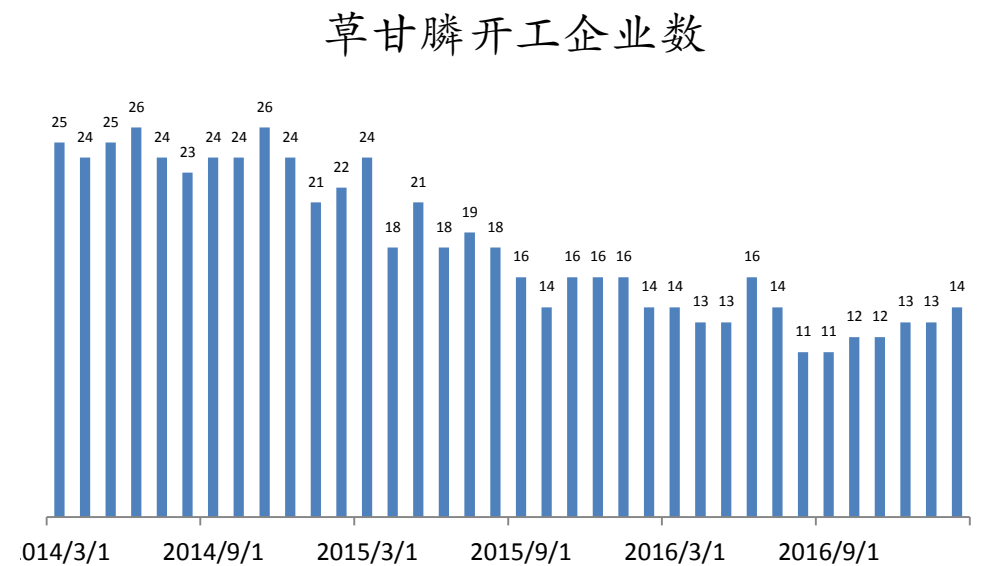
环保督查常态化，利好行业供给收缩。自从 2015 年通过《环境保护督查方案》明确督查常态化以来，2016 年已经开启两轮督查，共督查 15 个省市，2017 年环保部长表态实现督查全覆盖，并亲自率队对六省市开启 2017 年首轮督查。督查常态化有利于打击环保不达标小产能，利好行业供给收缩。

图 14：环保大幕全面拉开



资料来源：农药工业协会，安信证券研究中心

图 15：受到环保影响草甘膦开工企业数字大幅下滑



资料来源：农药工业协会

农药行业未来将日趋规范，龙头企业迎来良好供给格局

农药管理条例颁布，建立农药全程可追溯体系。2017年2月8日，《农药管理条例》颁布，农药行业完全归属农业部管理，并且要求农药生产使用建立全程可追溯体系，农药企业摆脱以往“政出多头”管理难题，并且全流程可追溯将极大提高农药行业生产使用规范性。

“进区入园”提高环保门槛，利好行业格局改善。从长效机制上看，目前各个地方也在寻求能够长期强化污染治理措施，根据农药协会消息，山东江苏两地计划将化工企业“进区入园”，并且山东计划撤销44个化工园区。占比近30%。江苏计划2018年前将太湖保护区内化工

企业全部搬迁关停。进区入园利好环保监管，进一步压缩小产能，有利于长期行业格局改善。总体上看，环保目前已经成为政府重要关注点，环保将构成农药供给端长期压制，从而成为行业长期景气的一条主线；行业格局好转，龙头企业将率先受益。

表 3：近年来所颁布涉及农药环保条例

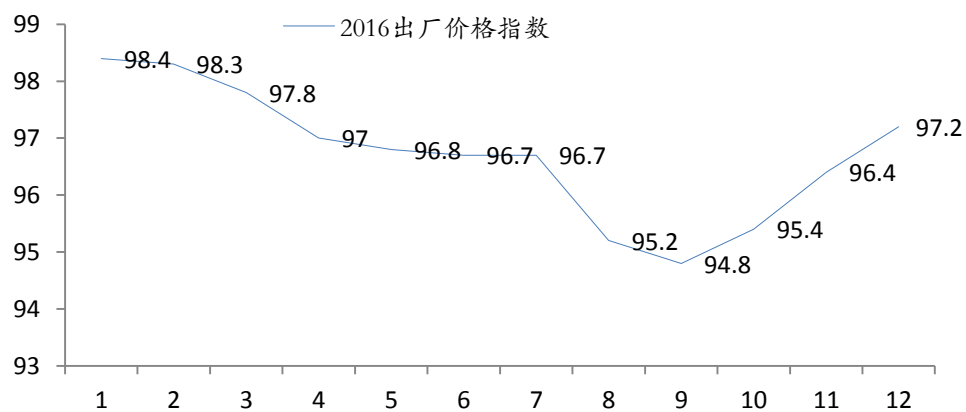
日期	条例
2013	《大气污染防治行动计划》，推进非有机溶剂型涂料和农药等产品创新，减少生产和使用过程中挥发性有机物排放。
2013	《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》偷排三吨入刑
2014	《新环境保护法》，违法排污“按日计罚”，“上不封顶”，生产，使用国家明令禁止生产，使用的农药，除以行政拘留
2015	《水污染防治行动计划》，专项整治包括农药等十大重点行业
2015	《环境保护综合名录》，包括双高产品名录，对产品明确规范
2016	《土壤污染防治行动计划》严格控制林地，草地，园地的农药使用量，禁止使用高毒，高残留农药，防治农药包装废弃物污染，控制农业污染，到 2020 年，全国主要农作物农药使用量实现零增长。
2016	《十三五农药工业发展专项规划》，农药原药企业数量减少 30%，“三废”排放量减少 50%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%
2017 年 2 月 8 日	《农药管理条例通过》；农药生产使用归农业部统一管理，建立农药全程可追溯机制，健全处罚制度

资料来源：环保局网站，农业部网站，安信证券研究中心

2.4. 供需格局好转，价格已经进入上行通道

由于海外补库存，国内环保刺激供给收缩，农药价格已经出现大幅上涨，农药价格出厂指数已经从 2016 年最低点 94.8 恢复到 12 月底 97.2。未来环保持续维持紧张状态，农药价格有望持续高位。

图 16：2016 年农药价格指数进入反弹通道



资料来源：农药市场信息

3. 公司菊酯原药巨头，享受涨价带来高盈利弹性

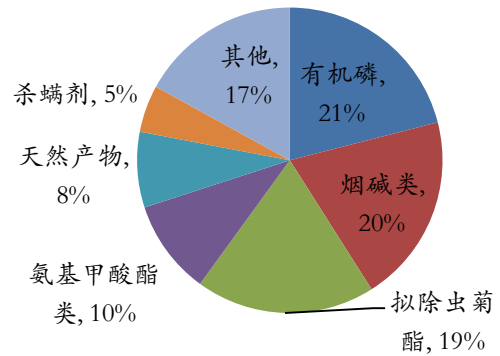
菊酯类杀虫剂全球市场维持较快增长。菊酯类杀虫剂主要开发于上世纪 80 年代，有效成分来源于植物除虫菊。菊酯类杀虫剂是杀虫剂历史上“里程碑”之一，根据 cnki，它的用量相比之前有机磷类杀虫剂下降了 1-2 个量级。而且对于人和动物毒性大幅降低。根据世界农化信息，从 2003 年到 2014 年，拟除虫菊酯类杀虫剂全球市场份额从 13 亿美元上升到 31.56 亿美元，复合增长率 11.5%。全球菊酯类杀虫剂占比达 19%，在中国，菊酯杀虫剂市场份额也已经达到 12% 以上。

图 17: 全球菊酯类杀虫剂市场 03-14 复合增长率 11.5%



资料来源: 世界农化

图 18: 全球菊酯类杀虫剂达到 19%



资料来源: 世界农化

公司菊酯中间体配套完整, 将享受全部涨价收益。公司国内菊酯龙头, 研发能力极强, 根据年报公司依赖研发开发菊酯新品 60 种, 突破上游中间体工艺, 完成关键中间体配套, 是国内唯一从化工原料到下游产品全产业链菊酯企业。根据市场调研去年年底以来, 市场菊酯价格上涨 20%-30%, 公司全产业链将因此获得全额涨价收益。

图 19: 公司完成全产业链构建



资料来源: 世界农化

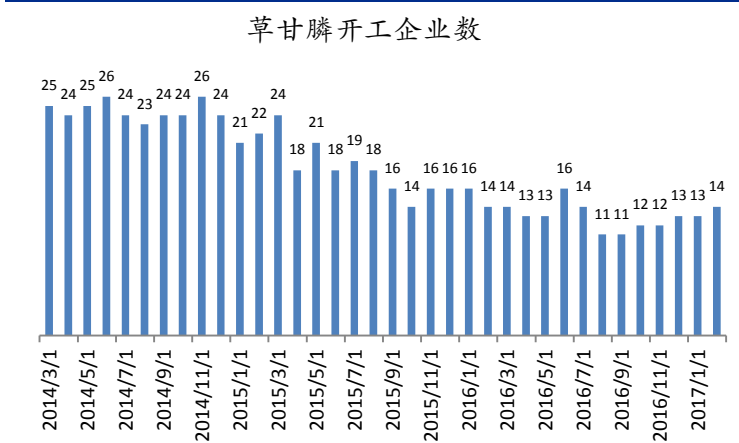
表 4：公司自上市以来不断投产新品及中间体

日期	项目	产能
2001	高效拆分剂装置技改项目	150 吨/年
	己二烯生产装置	300 吨/年
	联苯菊酯生产装置技改项目	50 吨/年
	氟氯菊酯技改项目	100 吨/年
2004	联苯菊酯	200 吨/年
	右旋反式氯丙炔菊酯	50 吨/年
2006	三氟氯菊酸/高效氟氯菊酯	500 吨/年
	贲亭酸甲酯及 Dv 酰氯技改扩建项目	2400 吨/年
	麦草畏	1000 吨/年
	二溴菊酸及溴氯菊酯	100 吨/年
2013	三氯甲基碳酸二甲酯	2000 吨/年
	麦草畏	5000 吨/年
	联苯	800 吨/年
	氟啶胺	600 吨/年
2015	贲酯	1500 吨/年
	杀虫剂	3550 吨/年
	除草剂	25000 吨/年
	杀菌剂	1200 吨/年

资料来源：公司公告

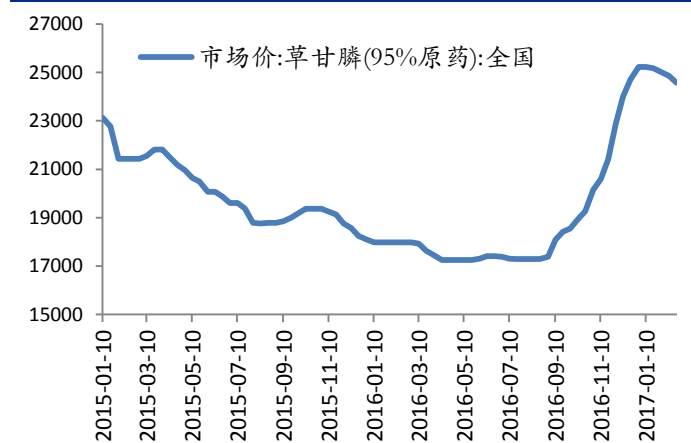
草甘膦长协销售价逐步接轨市场，业绩弹性将逐步体现。公司拥有三万吨草甘膦产能，农药协会统计，由于行业去产能叠加环保趋紧，草甘膦开工企业数从 2014 年最高 26 家下滑到 2016 年 11 家。供需逐步改善情况下，去年十月份起，草甘膦价格出现较大幅度上涨，单吨价格从谷底 18000 元上涨到 24000 元。公司草甘膦采取长协模式，价格协定一季度一次，相对波动性较小，未来长协价格调整逐步接轨市场价，业绩弹性将逐步体现。

图 20：草甘膦开工企业数大幅下滑



资料来源：农药工业协会

图 21：草甘膦价格出现大幅上行



资料来源：Wind

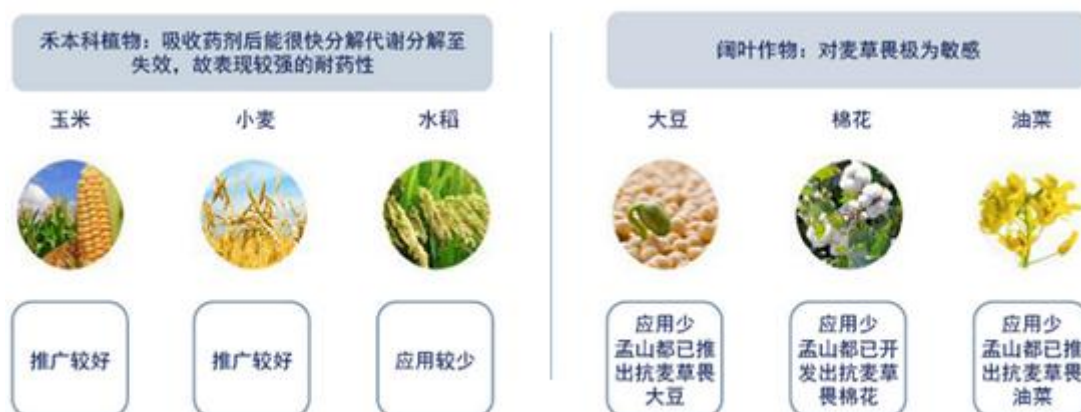
4. 麦草畏奠定未来增长基础

4.1. 耐麦草畏作物体系建立，麦草畏迎来增长窗口期

根据农药科学，麦草畏由美国威尔斯科尔化学公司于 1965 年开发，在室温下抗氧化，不易分解，在碱酸中稳定，200 度高温下分解。内吸作用较强，对阔叶杂草有较高的杀草选择性，持续时效性强，对禾本科植物无效，故被广泛用于小麦，玉米，谷子，高粱等作物田防除杂草。该剂在长期使用后，未见对杂草产生抗性，施入土壤后 24h 内既被微生物分解，对环境

无害。

图 22：麦草畏适用于禾本科植物



资料来源：世界农化，安信证券研究中心

表 5：目前麦草畏多数情况下使用在禾本科植物

禾本科植物：吸收药剂后能很快代谢分解使之失效，故表现较强的耐药性	玉米	麦草畏推广较好
	小麦	麦草畏推广较好
	水稻	多处于试验阶段-理论上普及率有望不断提高
阔叶植物：对麦草畏极为敏感	大豆	应用很少-Xtend 和 Engenia 有望打开市场空间
	棉花	应用很少-孟山都研发抗麦草畏棉花
	油菜	应用很少

资料来源：cnki，安信证券研究中心

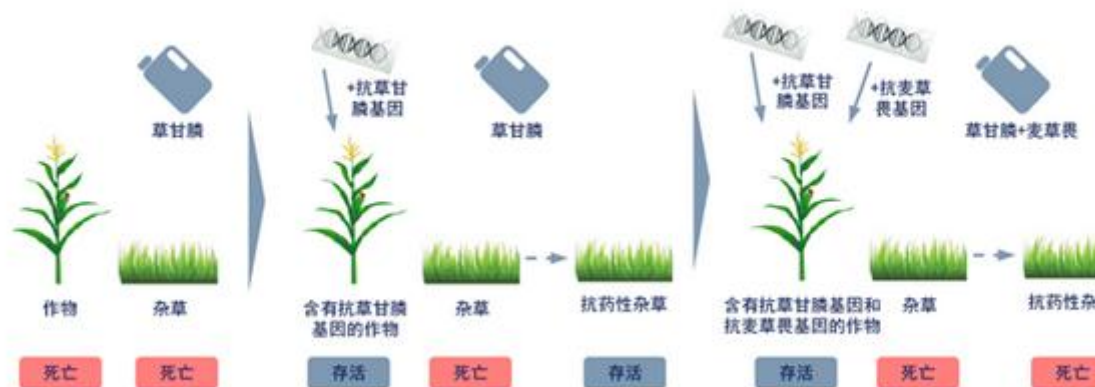
麦草畏已经进入过亿元大品种除草剂行列；凭借优异的除草性能，根据华通纵横数据，麦草畏在全球的销售额从 2003 年既已达到 1.6 亿美元，到 2009 年全球销售额为 1.9 亿美元，随着部分跨国公司抗麦草畏转基因品种出现，麦草畏开始出现加速增长，2015 年全球销售额 2.9 亿美元，2009 年-2015 年复合增长率 6.7%。

麦草畏进入增长窗口期，有望加速成长为大宗除草剂；麦草畏过去主要用于玉米小麦等禾本科植物，随着大豆，棉花等转基因植物逐步推向市场，未来麦草畏市场空间有望翻倍。2016 年美国环保署 EPA 批准了孟山都耐麦草畏和草甘膦 Roundup Ready Xtend 大豆产品，并批准了孟山都 XtendiMax 和巴斯夫 Engenia 麦草畏除草剂，孟山都耐麦草畏除草剂作物系统已经正式形成，根据孟山都公司预计，仅抗麦草畏大豆未来美国有 8000 万英亩，全球有 2-2.5 亿英亩空间，在此推动下未来麦草畏将成为能与草甘膦比肩的大宗除草剂。

根据世界农化网信息，目前全球主要经济作物小麦玉米占比 56.5%，棉花，大豆，水稻占比达到 43.4%。目前麦草畏需求量 1.7 万吨，未来大豆水稻棉花有望新增需求 1.3 万吨。

从草甘膦混配的角度看未来麦草畏新增需求有望达到 4 万吨；草甘膦作为全球第一大农药品种，抗性已经越发严重，草甘膦与麦草畏的复配剂是解决抗性最佳方案，刺激麦草畏需求大增，未来假设 15%比例草甘膦参与复配，复配比例 1:3 计算，麦草畏新增需求有望达到 4 万吨。

图 23: 草甘膦和麦草畏复配剂型有望成为主流



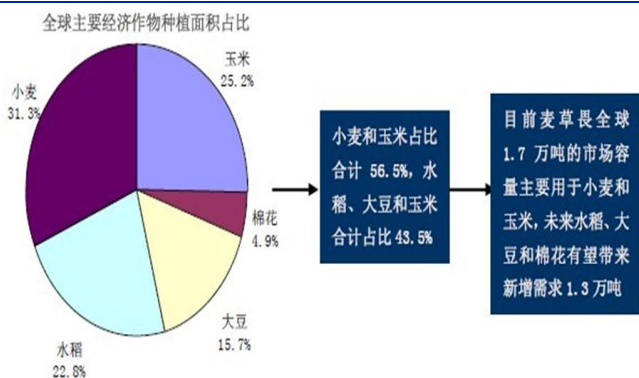
资料来源: 世界农化, 安信证券研究中心

表 6: 耐麦草畏作物系统已经建成

时间	公司	事件
2012.03	孟山都	推出耐麦草畏大豆 (Roundup Ready2 Xtend)
2012.04	孟山都, 巴斯夫	孟山都和巴斯夫合作开发的低挥发性麦草畏制剂 (商品名 Engenia)
2012.11	孟山都	孟山都耐麦草畏大豆获加拿大登记批准
2013.03	孟山都	耐麦草畏棉花 (Bollgard II Xtend Flex)
2013.04	孟山都, 杜邦	杜邦获得孟山都在美国和加拿大地区的大豆技术专利
2015.01	孟山都	美国 USDA 解除对孟山都耐麦草畏大豆和棉花的管制
2015.05	孟山都	推出两款转基因油菜, 其中一款为耐麦草畏油菜
2015.06	孟山都	欧洲 EFSA(食品安全局) 对孟山都耐麦草畏大豆给出积极安全评价
2015.07	孟山都	加拿大有害生物管理局批准了麦草畏除草剂 Xtendimax
2016.02	孟山都	中国政府批准抗麦草畏大豆
2016	孟山都	EPA 批准了孟山都能够耐麦草畏和草甘膦的 Roundup Ready Xtend 大豆
2016.12	孟山都, 巴斯夫	EPA 批准了孟山都 XtendiMax 除草剂, 巴斯夫 Engenia 除草剂, 均为麦草畏除草剂

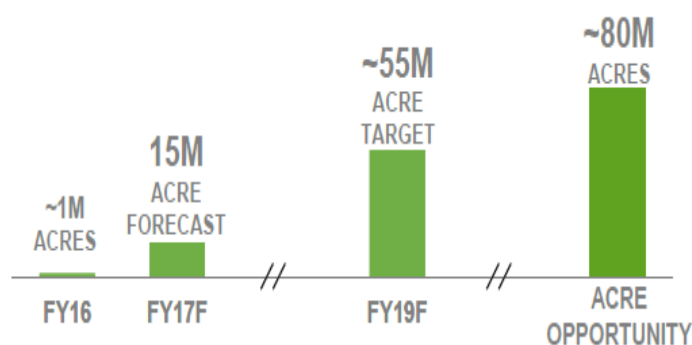
资料来源: 公司公告, 世界农化网

图 24: 预计全球大豆棉花和水稻将带来 1.3 万吨需求



资料来源: 世界农化网

图 25: 孟山都预测未来美国抗麦草畏大豆将达到 8 千万英亩



资料来源: Bloomberg

麦草畏供给格局较好, 利好公司新产能释放。

麦草畏工艺和原料都较难得到, 因此原药产商较少, 行业整体供给格局相对良好。根据农药快讯, 我国麦草畏原药产能较大的是长青股份 5000 吨; 升华拜克 2000 吨; 扬农股份 5000 吨。海外只有巴斯夫和先正达近万吨, 孟山都 2016 年规划 9 亿美元麦草畏项目预计 19 年投

产。公司 2015 年提前布局 2 万吨产能，采用低污染二氯苯法，环保背景下工艺优势明显，预计 2017 年中建成后将成为全球主要麦草畏供应商。我们预计公司产能将逐步释放，满足海外需求增长。

表 7：几种主要麦草畏工艺

生产工艺	原料	工业化合成	优点	缺点
三氯苯水解/羧化/甲基化法	2,5-二氯-4-溴苯酚	适合	工艺路线短，方法简单	水解步骤副反应较多，随着六六六禁用，原料供应可能受限制
二氯苯胺重氮化水解/羧化/甲基化法	2,5-二氯苯胺	适合	原料易得，反应收率较高	二氯苯法三废较少
二氯苯酚羧化/甲基化法	2,5-二氯苯酚	适合	-	原料为三氯苯法和二氯苯法中间体，供应可能受限

资料来源：cnki

图 26：麦草畏全球产能分布



资料来源：世界农化

总的来说，公司麦草畏将受益于抗麦草畏转基因植物的推广，未来增长空间确定；新产能释放以后将成为公司未来主要盈利增长点。

4.2. 规划 30 亿农药项目，新产能铸就未来成长

根据公告，与 2 万吨麦草畏同期，公司 2015 年规划 3500 吨杀虫剂，1200 吨杀菌剂，计划投资 30 亿元，我们认为公司杀虫剂大概率是菊酯新品，用于替代老厂区拆迁卫生菊酯产能，根据公司以往先自主研发后投产经验，杀菌剂应为公司技术成熟新品种。未来新项目推出以后，未来将会成为公司新的增长点。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测假设条件

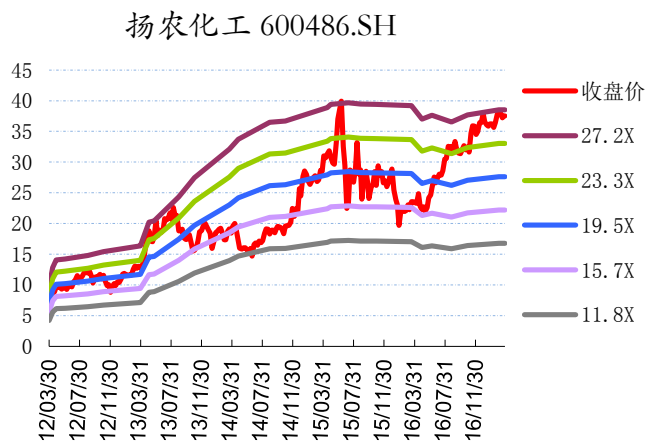
- 1、菊酯价格维持目前水平，未来略有上涨，毛利水平持稳。
- 2、新建麦草畏产能 17 年中起逐步放量。
- 3、草甘膦价格目前水平稳定，公司长单二季度调回市场价。
- 4、麦草畏价格未来两年维持现有水平并略有上升，毛利 17 年回升。

5.2. 投资建议：给予买入-A 评级，目标价 58.5 元

全球农药 17 年有望复苏，目前跨国公司补库存带动需求，草甘膦菊酯价格均明显上涨。公司 3 万吨草甘膦，菊酯全产业链国内唯一，利润弹性巨大。孟山都耐麦草畏作物体系建立，麦草畏迎来增长窗口期，2 万吨麦草畏预计 17 年中完工将释放利润。预计 2016-2018 年 EPS1.42, 1.95, 2.16 元，对应 PE27/19/17。给予买入-A 评级。6 个月目标价 58.5 元。

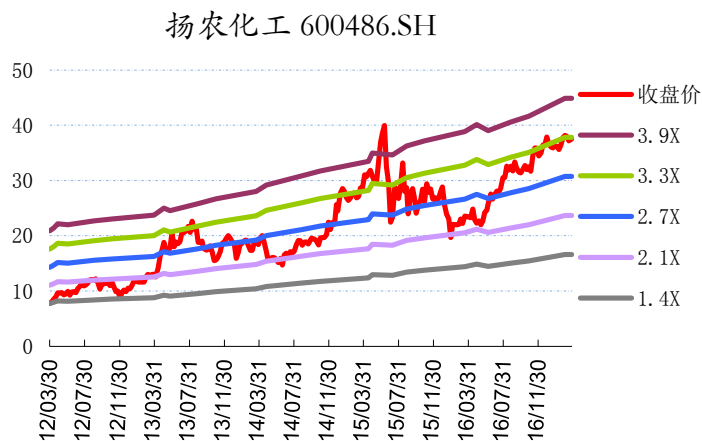
风险：环保放松，小厂复工，麦草畏推广幅度低于预期。

图 27: PE-Band



资料来源：wind

图 28: PB-Band



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	2,820.5	3,114.1	2,914.2	3,439.6	3,792.3	成长性					
减:营业成本	2,078.8	2,286.8	2,145.9	2,396.7	2,659.5	营业收入增长率	-6.1%	10.4%	-6.4%	18.0%	10.3%
营业税费	10.2	7.5	8.7	10.3	10.7	营业利润增长率	16.5%	4.6%	-7.2%	37.6%	11.3%
销售费用	26.1	38.3	35.0	38.4	44.8	净利润增长率	20.4%	0.1%	-3.5%	37.3%	11.2%
管理费用	224.5	291.0	291.4	309.6	303.4	EBITDA 增长率	6.6%	6.0%	-9.6%	58.0%	20.3%
财务费用	-34.4	-57.1	-45.1	-9.0	-5.3	EBIT 增长率	10.0%	0.5%	-5.7%	48.6%	12.0%
资产减值损失	3.2	27.2	13.3	14.6	18.3	NOPLAT 增长率	8.8%	-2.1%	-3.0%	48.6%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.4%	5.5%	162.2%	35.1%	8.2%
投资和汇兑收益	32.7	49.6	63.8	48.7	49.4	净资产增长率	18.6%	15.7%	8.9%	14.3%	13.5%
营业利润	544.9	570.0	528.8	727.7	810.3	利润率					
加:营业外净收支	8.0	-0.6	5.0	5.0	5.0	毛利率	26.3%	26.6%	26.4%	30.3%	29.9%
利润总额	552.9	569.3	533.8	732.7	815.3	营业利润率	19.3%	18.3%	18.1%	21.2%	21.4%
减:所得税	83.9	98.9	80.1	109.9	122.3	净利润率	16.1%	14.6%	15.1%	17.5%	17.7%
净利润	454.7	455.1	439.1	603.0	670.7	EBITDA/营业收入	23.3%	22.3%	21.6%	28.9%	31.5%
						EBIT/营业收入	18.1%	16.5%	16.6%	20.9%	21.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	91	100	122	140	177
货币资金	1,702.0	1,122.8	680.7	550.3	606.8	流动营业资本周转天数	-8	-14	72	130	120
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	376	318	348	328	297
应收帐款	346.9	554.2	542.4	573.3	526.7	应收帐款周转天数	43	52	68	58	52
应收票据	150.4	250.3	242.9	258.0	263.4	存货周转天数	23	31	38	34	33
预付帐款	70.9	60.7	81.0	86.0	84.3	总资产周转天数	507	518	584	548	555
存货	212.4	321.4	299.5	344.0	347.6	投资资本周转天数	116	119	237	342	371
其他流动资产	533.1	170.3	1,306.0	1,306.0	1,306.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.7%	14.5%	12.9%	15.5%	15.2%
持有至到期投资	71.1	1,000.0	-	-	-	ROA	10.9%	10.1%	9.5%	11.0%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	53.6%	42.2%	38.8%	22.0%	18.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	782.9	955.5	1,015.0	1,654.5	2,074.0	销售费用率	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%
在建工程	288.2	3.4	403.4	701.7	600.8	管理费用率	8.0%	9.3%	10.0%	9.0%	8.0%
无形资产	94.9	151.1	146.3	141.5	136.7	财务费用率	-1.2%	-1.8%	-1.5%	-0.3%	-0.1%
其他非流动资产	55.0	67.7	76.2	68.1	64.1	三费/营业收入	7.7%	8.7%	9.7%	9.9%	9.0%
资产总额	4,307.8	4,657.4	4,793.4	5,683.3	6,010.4	偿债能力					
短期债务	-	-	-	226.1	166.0	资产负债率	35.1%	30.5%	26.5%	29.2%	24.0%
应付帐款	1,007.5	829.2	747.1	780.9	755.7	负债权益比	54.1%	44.0%	36.1%	41.2%	31.6%
应付票据	356.2	422.3	369.6	372.8	354.6	流动比率	2.00	1.76	2.51	2.04	2.19
其他流动负债	142.6	156.7	140.5	147.8	152.7	速动比率	1.86	1.53	2.27	1.82	1.95
长期借款	-	-	-	115.9	-	利息保障倍数	-14.83	-8.99	-10.73	-79.56	-150.62
其他非流动负债	6.4	14.5	15.0	15.0	15.0	分红指标					
负债总额	1,512.6	1,422.7	1,272.1	1,658.5	1,444.0	DPS(元)	0.17	0.45	0.25	0.38	0.49
少数股东权益	77.3	98.1	112.8	132.6	154.9	分红比率	11.4%	30.6%	17.3%	19.8%	22.6%
股本	258.2	309.9	309.9	309.9	309.9	股息收益率	0.4%	1.2%	0.7%	1.0%	1.3%
留存收益	2,383.9	2,735.7	3,098.6	3,582.4	4,101.5						
股东权益	2,795.1	3,234.7	3,521.3	4,024.8	4,566.3						

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	469.0	470.4	439.1	603.0	670.7	EPS(元)	1.47	1.47	1.42	1.95	2.16
加:折旧和摊销	145.8	182.9	145.2	275.2	390.2	BVPS(元)	8.77	10.12	11.00	12.56	14.24
资产减值准备	3.2	27.2	-	-	-	PE(X)	25.6	25.5	26.5	19.3	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.7	3.4	3.0	2.6
财务费用	-7.9	-19.9	-45.1	-9.0	-5.3	P/FCF	85.9	29.1	-9.1	-376.3	62.6
投资损失	-32.7	-49.6	-30.8	-37.7	-39.4	P/S	4.1	3.7	4.0	3.4	3.1
少数股东损益	14.3	15.3	14.7	19.8	22.3	EV/EBITDA	9.2	10.1	17.5	11.6	9.4
营运资金的变动	55.0	8.9	-1,273.9	-51.1	0.7	CAGR(%)	9.9%	13.8%	5.1%	9.9%	13.8%
经营活动产生现金流量	553.5	245.3	-750.8	800.1	1,039.2	PEG	2.6	1.9	5.2	1.9	1.3
投资活动产生现金流量	-348.8	-797.7	430.8	-1,162.3	-660.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-64.4	-46.9	-122.1	231.7	-322.1	REP					

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