

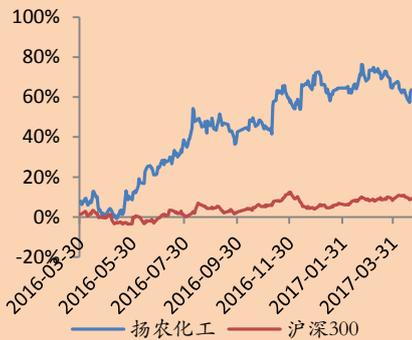


扬农化工（600486）首次

投资评级：增持

报告日期：2017-04-26

股价走势：



研究员：宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人：蒋园园

0551-65161837

联系人：李超齐

0551-65161591

## 新动能，麦草畏起航

主要观点：

### □ 产能+技术，国内菊酯龙头地位稳固

公司做为国内菊酯（杀虫剂）龙头，16年杀虫剂实现营收16.35亿元，占比57%，产品毛利率为27.53%。拟除虫菊酯是公司传统核心产品，产品涵盖卫用菊酯和农用菊酯，产能分别为4000吨、5000吨，做为国内菊酯龙头，菊酯产品保持较高市占率，卫用、农用菊酯市占率分别为70%、30%。优嘉公司（如东基地）实施的2600吨卫用拟除虫菊酯项目正在建设中，预计17年年底建成，建成后公司菊酯产能位居全球前列。随着新产能逐步释放，未来市占率有望进一步提高。

### □ 草甘膦采用IDA生产工艺，环保优势凸显

公司草甘膦产能为3万吨，采用国际主流的IDA生产工艺，属于环境友好型，具有污染低、收率高的优势，公司做为国内少数几家采用IDA工艺生产草甘膦的企业，具有环保和成本优势。近年来，国内环保政策趋严，从中央到地方环保部门监管、执法力度不断加大，双重压力倒逼国内落后产能退出市场，IDA法替代国内主流甘氨酸生产工艺已是趋势。2013年环保部开展草甘膦环保核查工作，公司是第一批通过草甘膦环保核查企业之一，环保达标，为长期稳定生产奠定基础。同时16年以来环保部共开展了三批次环保督查，短期内部分化工企业停产、限产，导致原材料供应紧张带动草甘膦价格上涨，公司受益；长期看利于行业供需改善。

### □ 耐麦草畏转基因作物加速推广，扩产正当时

目前美国、加拿大、欧洲、巴西等国均已对耐麦草畏转基因作物及麦草畏制剂产品解除管制、表达积极意向，相关产品将于17年陆续推向市场，其中孟山都17年计划在美推广种植1800万英亩，包括1500万英亩RR2X大豆和300万英亩BIIXF棉花，到19年RR2X种植面积要达到5500万英亩，将有效带动麦草畏需求量增长。公司现有麦草畏产能5000吨，国内第一、全球第二，目前如东二期2万吨麦草畏项目正在加紧推进，预计17年上半年建成，建成后麦草畏产能2.5万吨/年，位居全球第一。目前华东地区麦草畏价格为99000元/吨，随着耐麦草畏转基因作物加速推广，麦草畏需求量或将快速增长带动其价格上涨，增厚公司业绩。

### □ 国企改革预期高，农药板块整合空间大

公司实际控制人为中化集团，是国内领先的化工产品综合服务商，最大的农业投入品和现代农业服务一体化运营企业，综合实力国内领先。中化旗下种子、化肥、农服均设有二级公司进行统一管理，唯独农药业务无二级公司进行统一管理。中化旗下农药公司众多，业务存在重合，资源需重新配置，其中扬农化工、江山股份、禾田化工是农药原药、制剂生产企业；扬农化工做为中化旗下最优质的农药资产，凭借丰富的产品线，雄厚的研发技术，在激烈的市场竞争中巩固了龙头地位，产品毛利率维持在较高水平，盈利能力持续增强。有望在未来的国企改革中发挥重要作用，改革预期值得期待。

### □ 风险提示

麦草畏种子推广不及预期，国企改革低于预期

# 目 录

1 公司概况 .....	4
1.1 公司介绍 .....	4
1.2 业绩稳步增长 .....	4
1.3 中化入主扬农，为实际控制人 .....	6
2 菊酯龙头地位巩固，构筑安全边际 .....	7
2.1 全球杀虫剂市场规模稳步上升 .....	7
2.2 产能优势显著，市占率或将提高 .....	9
3 除草剂产品蓄势待发 .....	10
3.1 除草剂是全球最大农药类型 .....	10
3.2 草甘膦行业触底回暖，价格上涨 .....	10
3.3 产能减少，开工率稳步提升 .....	11
3.4 环保政策趋严，利于龙头企业 .....	12
3.5 麦草畏应用前景广阔 .....	13
3.6 如东基地建设打开成长新空间 .....	14
4 国企改革预期高，农药整合空间大 .....	16
附录：财务报表预测 .....	18

## 图表目录

图表 1 公司发展重要事件.....	4
图表 2 2015 国内农药企业前五强.....	4
图表 3 2009-2016 公司营收及增速.....	5
图表 4 2009-2016 公司净利润及增速.....	5
图表 5 2009-2016 公司国内外营收及占比.....	5
图表 6 人民币汇率走势.....	5
图表 7 2009-2016 公司产品毛利率.....	6
图表 8 公司股权结构.....	7
图表 9 全球杀虫剂销售额及占比.....	8
图表 10 2014 年全球主要杀虫剂产品销售额占比.....	8
图表 11 部分国家和地区对新烟碱类农药产品使用规定.....	8
图表 12 国内果园面积.....	9
图表 13 公司菊酯类产品分类.....	9
图表 14 公司现有杀虫剂产能.....	9
图表 15 全球除草剂销售额及占比.....	10
图表 16 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比.....	10
图表 17 2013-2017.4 华东地区草甘膦价格走势.....	11
图表 18 2016-2017.4 华东地区草甘膦价格及价差走势.....	11
图表 19 2016 年国内草甘膦产能情况.....	11
图表 20 2012-2016 国内草甘膦企业开工率.....	12
图表 21 2011-2016 国内草甘膦产量 (吨).....	12
图表 22 国内环保督查事件.....	12
图表 23 麦草畏对作物的适用性.....	13
图表 24 耐麦草畏作物及产品推广进程.....	14
图表 25 孟山都对 RR2X 计划在美推广种植面积.....	14
图表 26 全球麦草畏产能.....	15
图表 27 如东基地投资建设的项目.....	15
图表 28 2013-2017.3 麦草畏价格走势.....	16
图表 29 中化旗下农药板块情况.....	16

## 1 公司概况

### 1.1 公司介绍

公司成立于1999年，是国内以除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司，经过多年的发展，形成以拟除虫菊酯（杀虫剂）为核心，麦草畏、草甘膦（除草剂）产品协同发展的产品格局。以优士和优嘉两家子公司为支撑，形成仪征、如东两大生产基地，尤其是如东基地的建设，为公司长远发展奠定基础。

图表 1 公司发展重要事件

日期	重要进程
1999	以发起设立方式成立扬农化工股份有限公司
2002	上交所上市
2003	设立江苏优士化学有限公司
2006	股权分置改革
2006	定增 3000 万股，建设 1000 吨/年麦草畏原药等项目，由优士公司实施。
2009	募集 4.5 亿元，建设 3 万吨/年草甘膦原药，由优士公司实施。
2012	公司决定江苏省如东县沿海经济开发区投资设立江苏优嘉植物保护有限公司。
2013	投资 6.1 亿元，建设 5000 吨/年贵亭酸甲酯、5000 吨/年麦草畏等项目，由优嘉公司实施。
2015	投资 30 亿元，建设 3550 吨/年杀虫剂、25000 吨/年除草剂和 1200 吨/年杀菌剂，由优嘉公司实施。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司综合实力属于国内农药第一梯队。15 年国内农药销售额突破 30 亿元的企业只有 4 家，公司实现销售额 30.5 亿元，排名由 14 年第八位上升至第四位，位次提升明显。2016 年，公司被 AGROW（世界农作物保护新闻）杂志评为全球最佳供应商，连续两年跻身世界农化企业前二十强，公司品牌在行业内的影响力进一步提升。随着公司如东基地的建设，整体实力将显著提升。

图表 2 2015 国内农药企业前五强

15 年排名 (14)	公司	15 年销售额(亿元)	14 年销售额(亿元)	变化率 (%)
1 (3)	南京红太阳	35.45	35.47	-0.06
2 (1)	新安化工	33.98	28.05	-10.7
3 (2)	华邦颖泰	33.33	37.37	-10.81
4 (8)	扬农化工	30.5	28.2	8.16
5 (4)	润丰化工	29.12	30.97	-5.97

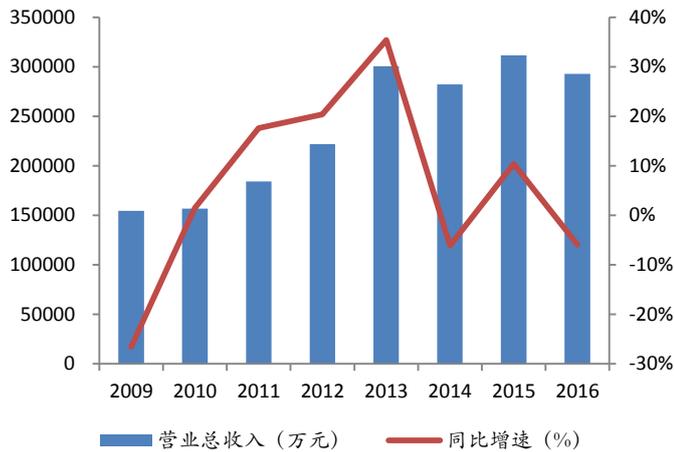
资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 1.2 业绩稳步增长

公司经营良好，业绩实现稳步增长。09-16 年公司营收、净利润年均复合增长率 (CAGR) 分别为 9.58%、15.89%，保持两位数增速，处于较高水平。13—16 年因农药行业产能过剩，行业持续低迷，公司业绩出现小幅下滑。

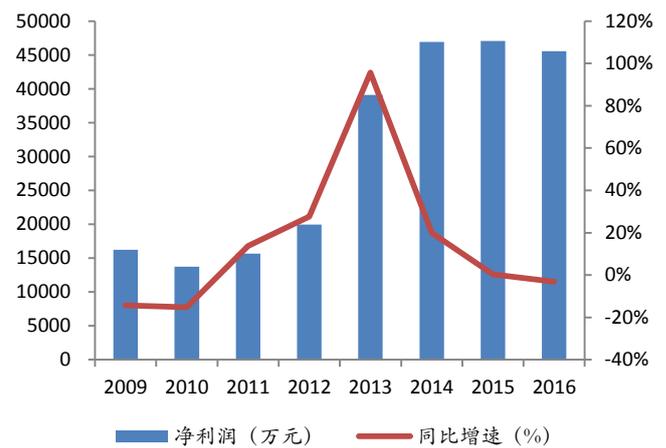
16 年公司实现营收 29.29 亿元，同比下降 5.95%；实现净利润 4.56 亿元，同比下降 3.12%，主要原因 16 年农药行业因遭受恶劣气候的不利影响，市场需求整体低迷，农药产品毛利率下降拖累了公司业绩。

图表 3 2009-2016 公司营收及增速



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 4 2009-2016 公司净利润及增速

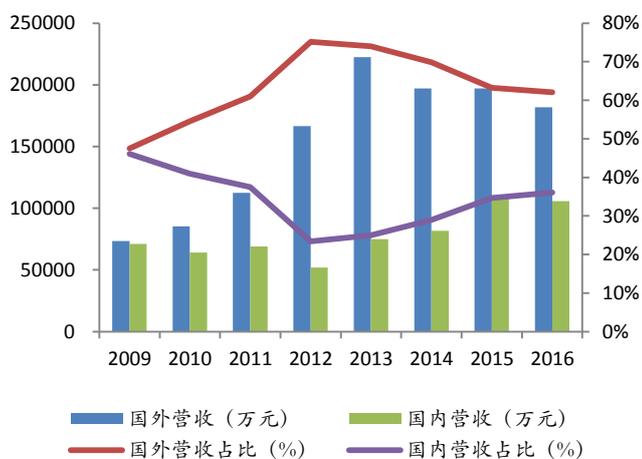


资料来源: wind、华安证券研究所

公司属于出口型农药企业，产品以外销为主。16 年营收中外销、内销占比分别为 62.06%、36.12%，外销实现毛利 40855 万元，占比 56%，对公司业绩起到重要支撑，同时外销产品毛利率保持稳步增长。随着公司产能增加，规模效应有望降低成本，海外竞争力将进一步提升。

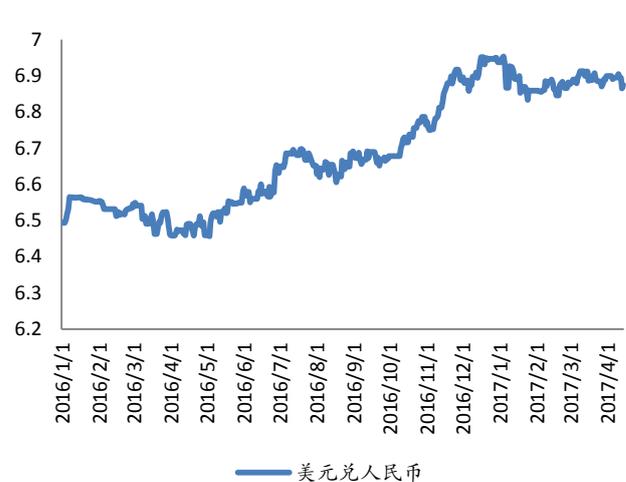
因产品以外销为主，公司对人民币汇率变动较为敏感，16 年人民币汇率处于贬值通道，在一定程度上刺激了产品出口，同时也增加了外汇收益。

图表 5 2009-2016 公司国内外营收及占比



资料来源:wind、华安证券研究所

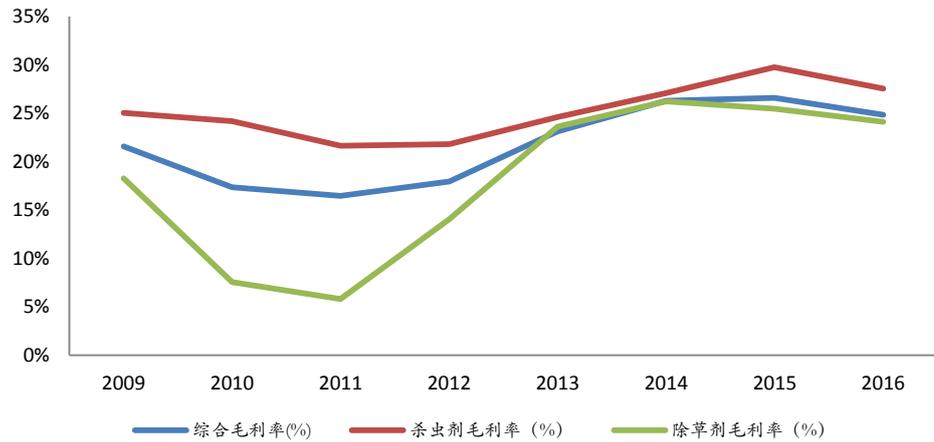
图表 6 人民币汇率走势



资料来源: wind、华安证券研究所

公司综合毛利率保持稳步上升趋势。因除草剂产品毛利率波动较大，对综合毛利率产生一定影响。16年公司综合毛利率为24.82%，同比下降1.75个百分点。分产品看，09-16年杀虫剂平均毛利率为25%，呈现稳步上升趋势，主要是由于公司是国内菊酯产品的龙头，市占率保持较高水平；09-16年除草剂平均毛利率为18%，随着公司麦草畏扩产（2万吨在建），建成后公司麦草畏（2.5万吨）产能全球第一，市占率将提高，市场定价权增加。

图表 72009-2016 公司产品毛利率



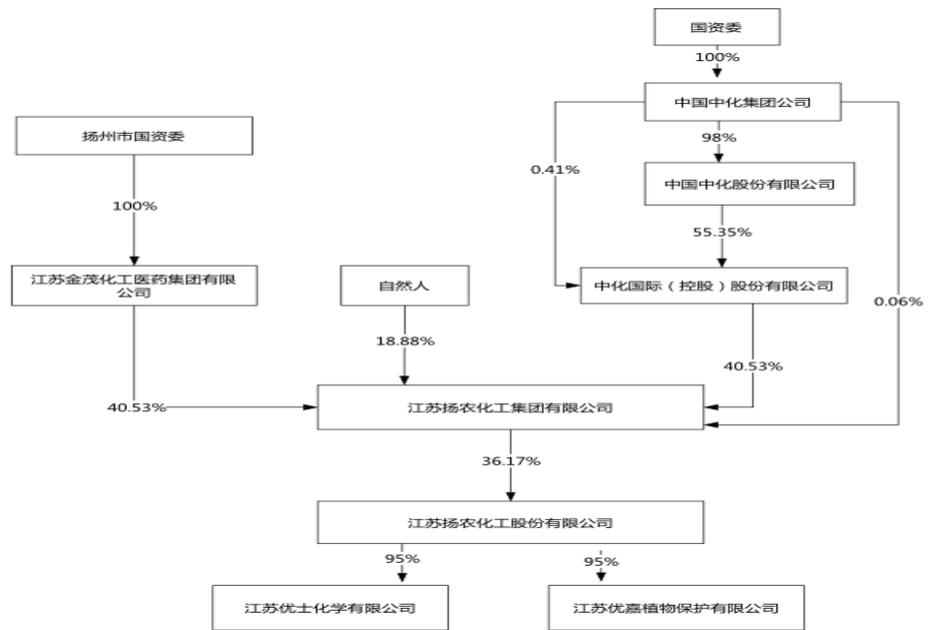
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

### 1.3 中化入主扬农，为实际控制人

2012年3月31日，扬农集团、江苏金茂化工医药集团有限公司、江苏扬农化工集团有限公司工会、扬农集团自然人股东与中化国际（控股）股份有限公司签订《关于江苏扬农化工集团有限公司的股权转让暨增资扩股协议》，本次战略合作实施后，中化国际将累计持有扬农集团40.53%的股权，金茂集团持有扬农集团40.59%的股权，交易完成后，金茂集团仍为公司实际控制人。

2013年10月29日，扬州市国资委同意金茂集团将持有扬农集团0.06%（10万股）国有股权无偿划转至中化集团公司，股权划转后，中化集团持有扬农集团40.59%股权（直接持有和间接持有），为扬农集团第一大股东，并成为扬农化工实际控制人。

图表 8 公司股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 2 菊酯龙头地位巩固，构筑安全边际

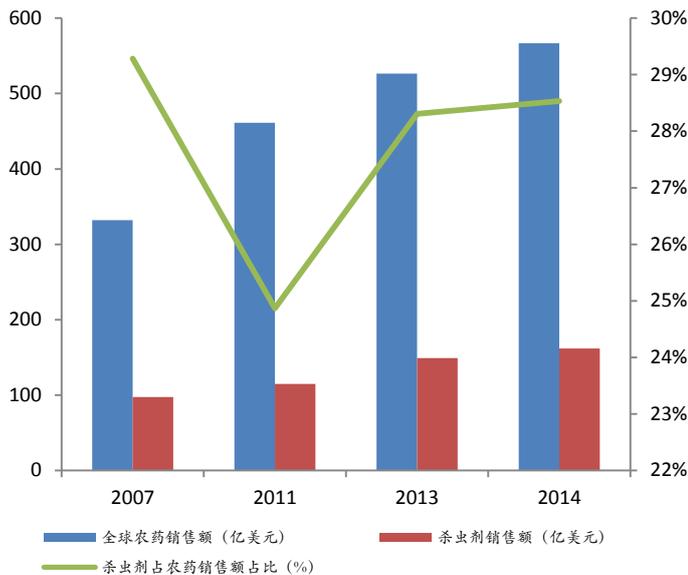
### 2.1 全球杀虫剂市场规模稳步上升

杀虫剂市场规模稳步上升。07-14 年全球杀虫剂销售额年均复合增长率(CAGR)为 7.54%，14 年全球杀虫剂销售额为 186.19 亿元，杀虫剂占农药销售额比重为 28.54%，是全球第二大农药类型。

14 年杀虫剂销售额按大类看，新烟碱类产品（噻虫嗪、吡虫啉、噻虫胺、啉虫脒）占比 16.49%，菊酯类产品（氯氟氰、溴氰、氯氰）占比为 15%，有机磷类产品（毒死蜱、乙酰甲胺磷）占比为 13%，为全球前三大杀虫剂产品。

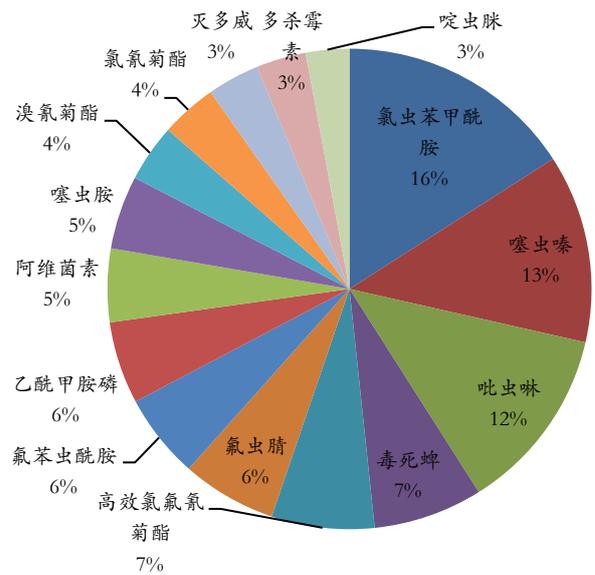
菊酯类产品保持增长稳定。12 年菊酯类（氯氟氰、氯氰、联苯菊酯）产品实现销售额 10.85 亿美元，14 年销售额 13.5 亿美元，12-14 年 CAGR=11.55%。

图表 9 全球杀虫剂销售额及占比



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 10 2014 年全球主要杀虫剂产品销售额占比



资料来源:wind、华安证券研究所

目前，公众对农药安全性要求日益提高，有机磷类杀虫剂毒性高，各国及地区不断对高毒农药进行判定并颁布禁用条例。我国目前登记使用的剧毒、高毒类农药（以原药毒性分类）有 22 种，农业部已制定初步的工作计划加快淘汰进程；新烟碱类杀虫剂会对有蜜蜂等有益昆虫具有杀灭作用，美国、加拿大等国禁止或有条件使用。

2011 年 11 月美国环保署公布的累积风险评估结果，明确表示菊酯类相关产品的使用引起的与人体接触不会对儿童或成人构成风险，对高毒农药替代具有支撑作用。

在生态环保要求日趋严格的情况下，拟除虫菊酯是一种低毒高效的仿生农药，将逐步替代有机磷类、新烟碱类杀虫剂市场份额，菊酯类产品需求量有望增加。

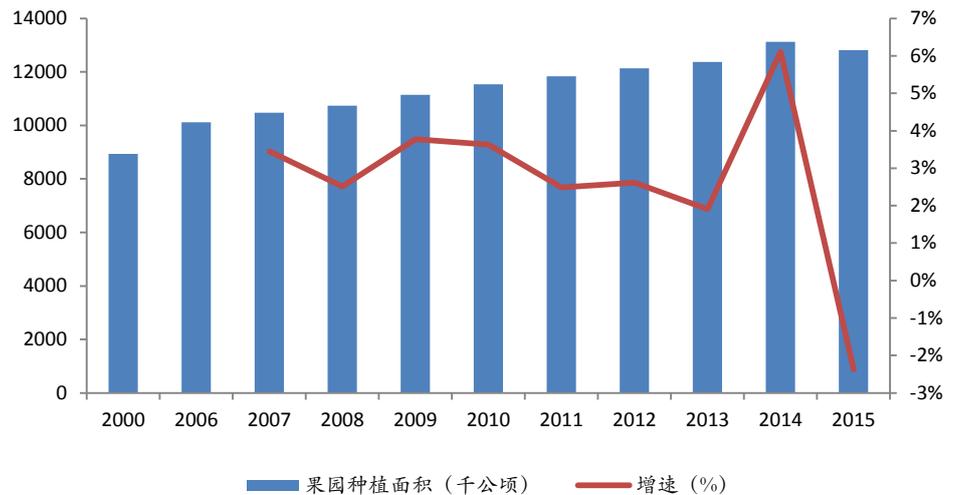
图表 11 部分国家和地区对新烟碱类农药产品使用规定

时间	部门	政策
2013.4	欧盟委员会	对可丁尼、益达胺、赛速三种新烟碱类农药提出两年禁令
2013.8	美国环保署	对农药添加蜜蜂保护标识，禁止在蜜蜂栖息地使用些烟碱类农药
2014.3	荷兰议会	禁止使用所有新烟碱类农药在农业、家庭庭院和景观中的一切用途。
2015.6	加拿大安大略省	发布关于在玉米和大豆种子上使用新烟碱类农药包衣的规定，限制新烟碱类农药使用

资料来源:wind、华安证券研究所

果蔬种植面积增加，菊酯类产品充分受益。随着人民生活水平不断提高，粮食需求趋于稳定，对果蔬需求量不断上升，拉动菊酯类农药需求量。15 年果园面积为 12816 千公顷，同比略有下降，2000-2015 年国内果园面积 CAGR=2.44%，未来随着对果蔬需求量增加，种植面积有望增加，带动菊酯类杀虫剂产品需求量增长。

图表 12 国内果园面积



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

## 2.2 产能优势显著，市占率或将提高

公司拟除虫菊酯主要应用于农业和卫生领域。农用菊酯主要用于农业生产中病虫害防治；卫生菊酯主要应用于蚊香（蚊香液、蚊香片）、杀虫喷雾剂等，应用范围较为广泛。

公司以拟除虫菊酯为核心，是国内菊酯龙头，产品涵盖卫生用菊酯和农业用菊酯。现有菊酯产能 9000 吨（4000 吨卫用+5000 吨农用），国内第一，如东基地实施的 2600 吨卫用拟除虫菊酯项目在建设，预计 17 年年底建成，建成后公司产能位居全球前列。

公司菊酯产品保持较高市占率，卫生用、农业用菊酯市占率分别为 70%、30%。公司位于如东基地 2600 吨杀虫剂项目在加紧推进，随着新产能逐步释放，未来市占率有望进一步提高。

图表 13 公司菊酯类产品分类

产品分类	主要菊酯原药产品
菊酯(卫用)	右旋苯醚菊酯、右旋稀炔菊酯、氯菊酯、四氯苯菊酯、避蚊胺、右旋苯醚氰菊酯
菊酯(农用)	氟氯氰菊酯、高效氟氯氰菊酯、联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯、氯氟菊酯、溴氟菊酯

资料来源:公司官网、华安证券研究所

图表 14 公司现有杀虫剂产能

产品种类	产品分类	现有产能	扩建产能	备注
杀虫剂	菊酯(卫用)	4000 吨	3550 吨	新建产能位于如东开发区，优嘉二期项目，预计 2018 年建成
	菊酯(农用)	5000 吨		

资料来源:wind、华安证券研究所

### 3 除草剂产品蓄势待发

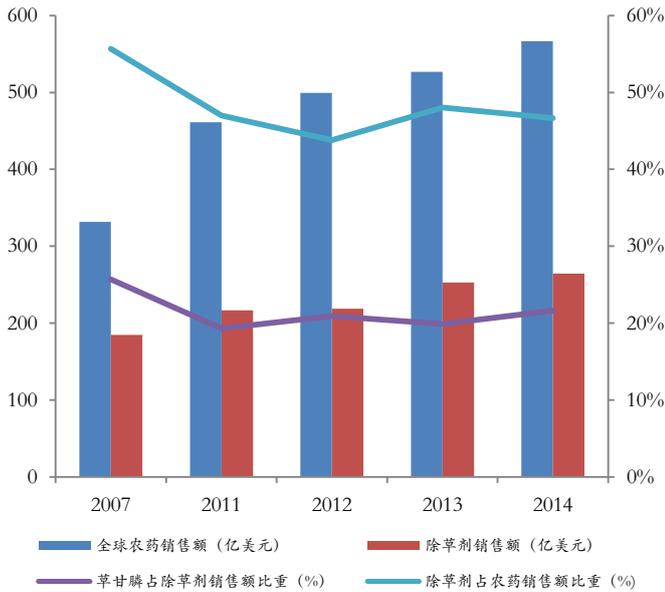
#### 3.1 除草剂是全球最大农药类型

全球农药销售额保持稳步增长。2014 年全球农药销售额为 566.55 亿美元，2007—2014 全球农药销售额年均复合增长率为 7.94%；2014 年全球除草剂销售额 264.4 亿美元，2007-2014 除草剂销售额年均复合增长率为 5.26%，除草剂占农药销售额基本保持 50% 的市场份额，占据半壁江山。

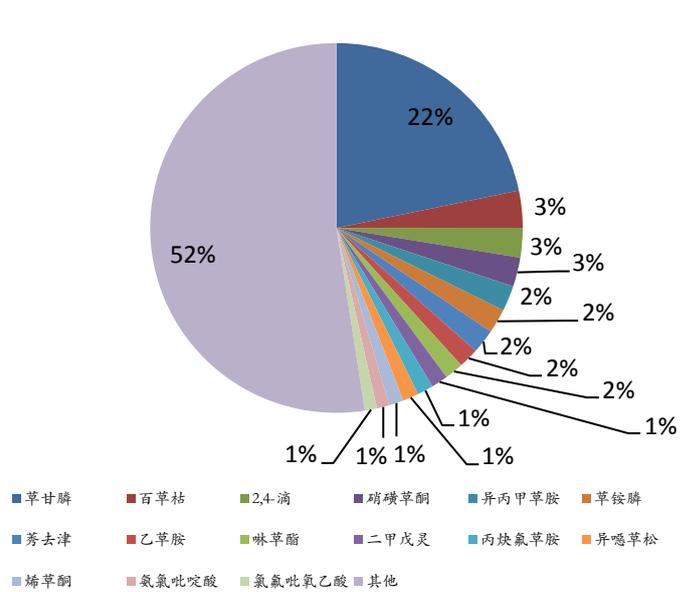
草甘膦是一种广效型的有机磷除草剂，草甘膦的除草性质于 1971 年由美国 D.D 贝尔德发现，后经孟山都公司开发生产，到上世纪 80 年代已成为全球除草剂领域重要产品，历经 40 多载，产品历久弥新，在除草剂领域获得广泛应用。

2014 年全球草甘膦实现销售额 57.2 亿美元，占除草剂市场比重为 21.76%，销售额遥遥领先其他类型除草剂产品，已成为全球用量最大的除草剂品种。未来随着转基因作物在发展中国家的推广，转基因作物种植面积有望增加，从而带动草甘膦需求量，市场份额将进一步提高。

图表 15 全球除草剂销售额及占比



图表 16 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比



资料来源:wind、华安证券研究所

资料来源:wind、华安证券研究所

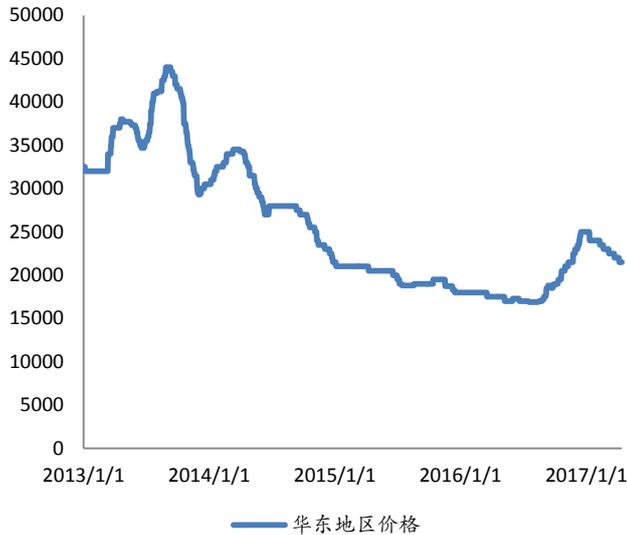
#### 3.2 草甘膦行业触底回暖，价格上涨

13 年 9 月草甘膦价格 (华东地区) 高峰时为 44000 元/吨,之后价格一路下跌,最低价格下跌至 16900 元/吨。主要是由于 13 年之前价格一路上涨,企业盲目扩产,导致产能严重过剩,草甘膦行业持续低迷,价格出现大幅回落。

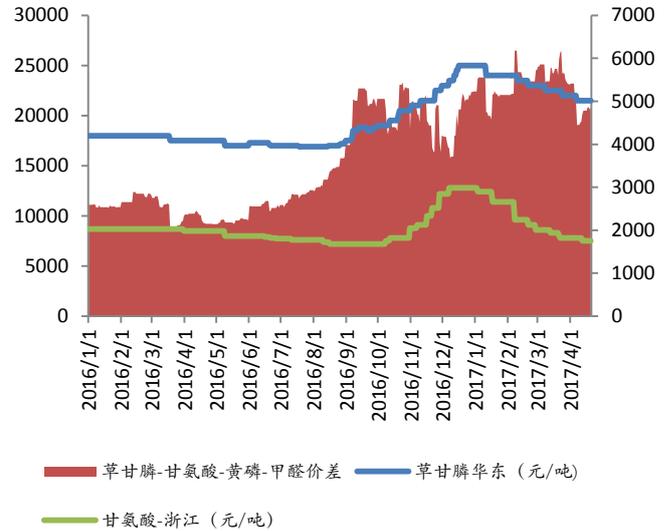
16 年 1 月初华东地区草甘膦价格为 18000 元/吨,到 16 年 12 月底价格涨幅 38.89% 至 25000 元/吨,17 年 4 月初草甘膦的价格为 21500 元/吨,有一定降幅。此轮草甘膦价格上涨主要由于原材料甘氨酸、黄磷、甲醇等价格上涨。

2016年初草甘膦价差为2592元/吨，2016年12底价差为5230元/吨，涨幅101.77%，17年4月（截止4月20日）平均价差为4865元/吨。未来随着环保压力增大，原材料价格或将上涨，草甘膦价格保持高位震荡，价差有望保持高位。

图表 17 2013-2017.4 华东地区草甘膦价格走势



图表 18 2016-2017.4 华东地区草甘膦价格及价差走势



资料来源:wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

### 3.3 产能减少，开工率稳步提升

2016年国内草甘膦产能为84万吨，同比下降5.62%。按生产工艺，甘氨酸法产能为54.5万吨，占比65%；IDA法产能为29.5万吨，占比35%。国内产能主要集中在江苏（25万吨）、浙江（11.5万吨）、四川（20万吨）、湖北（15万吨）、浙江（11.5万吨）。2017年国内新增产能约3万吨，主要是龙头企业扩产，产能整体保持稳定。

图表 19 2016 年国内草甘膦产能情况

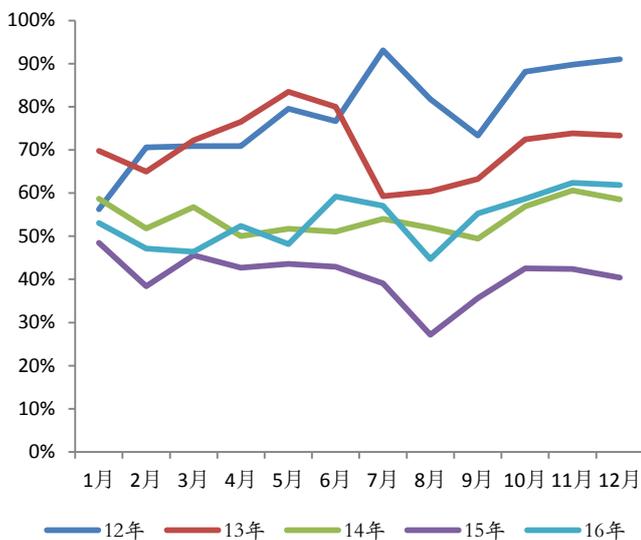
省份	企业名称	生产工艺	产能 (万吨)
安徽	华星化工	IDA	1.5
	广信化工	甘氨酸	3.0
河南	许昌东方	甘氨酸	3.0
湖北	沙隆达集团	IDA	2.0
	泰盛化工	甘氨酸	13.0
江苏	江苏腾龙	甘氨酸	5.0
	好收成韦恩	IDA	7.0
	银燕化工	IDA	2.0
	南通江山	IDA	4.0
	南通江山	甘氨酸	3.0
	<b>扬农集团</b>	<b>IDA</b>	<b>4.0</b>
	金帆达	甘氨酸	2.5
浙江	捷马化工	IDA	1.0
	新安化工	甘氨酸	8.0

	福华化工	甘氨酸	12.0
四川	和邦农药	IDA	5
	广安诚信	IDA	3.0
云南	安一化工	甘氨酸	5.0

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

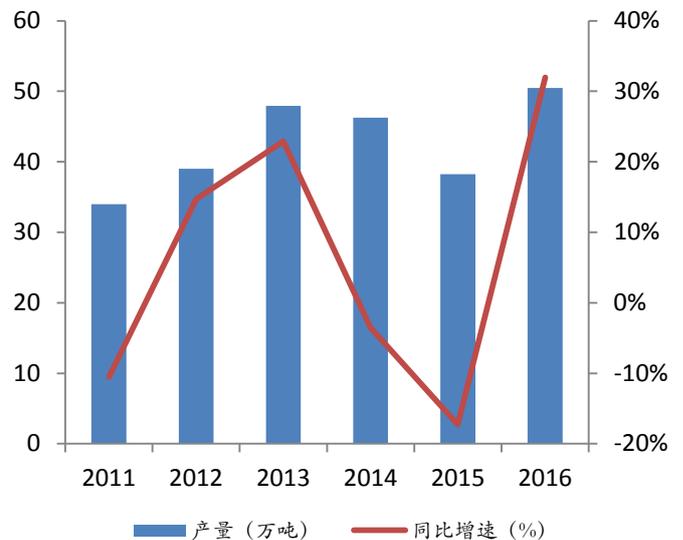
2016 年国内草甘膦企业开工率为 53.86%，处于中游水平，和 12 年、13 年 70% 以上的开工率相比，开工率还有上升的空间。同 15 年开工率相比，国内草甘膦行业开工率显著提升，行业回暖明显。2106 年国内草甘膦产量为 50.47 万吨，同比增长 31.95%。2011-2016 国内草甘膦年均复合增长率为 8.22%，保持稳步增长势头。

图表 20 2012-2016 国内草甘膦企业开工率



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 21 2011-2016 国内草甘膦产量 (吨)



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

### 3.4 环保政策趋严，利于龙头企业

公司草甘膦生产工艺采用 IDA 法，属于环境友好型生产工艺，产品收率高，三废少，污染低。公司做为国内少数几家采用 IDA 工艺生产草甘膦的企业，具有环保和成本优势。

近年来，国内环保政策趋严，从中央到地方环保部门监管、执法力度不断加大，双重压力倒逼国内落后产能退出市场。随着国内环保要求日益提高，未来甘氨酸法将被 IDA 法替代已是趋势。

2013 年环保部开展草甘膦环保核查工作，于 2014 年 6 月公布了第一批草甘膦通过环保核查名单。之后又开展了第二批共 18 家参评后，目前还未公布结果。同时根据环保部安排，从 2016 年起，中央环保督察组将用 2 年左右时间对全国督查全覆盖，16 年已对 15 个省、市开展环保督查。17 年 4 月 24 日环保部启动第三批环保督查，涉及安徽、贵州、福建等 7 省。

图表 22 国内环保督查事件

时间	事件
----	----

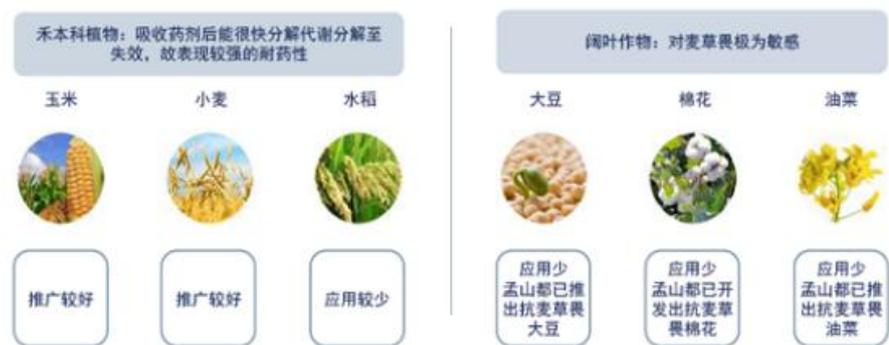
2013.05	环保部开展草甘膦（双甘膦）生产企业环保核查工作，为期 2.5 年
2014.06	环保部公示第一批符合环保核查要求的草甘膦（双甘膦）生产企业。主要有 4 家，分别为：镇江江南化工有限公司（新安股份）、南通江山农药化工股份有限公司（江山股份）、江苏优士化学有限公司（扬农化工）、湖北荣泰化工有限公司（兴发集团）
2015.07	中央深改组第十四次会议审议通过《环境保护督察方案(试行)》，明确建立环保督察机制。在 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 2 月 4 日期间，中央环保督察试点就在河北展开。
2016.07	2016 年第一批中央环境保护督察工作全面启动。目前已组建 8 个中央环境保护督察组，分别负责对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省（自治区）开展环境保护督察工作
2016.11	2016 年第二批中央环境保护督察工作全面启动，7 个中央环境保护督察组分别对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等 7 个省(市)开展环境保护督察工作。
2017.04	环保部启动第三批环保督查，涉及安徽、贵州等 7 省。

资料来源：华安证券研究所

### 3.5 麦草畏应用前景广阔

麦草畏（百草敌或麦草威），是一种具有内吸传导作用的苯甲酸系列激素类除草剂，由美国维尔斯科尔化学公司于 1961 年开发，1963 年在加拿大取得登记，1967 年获得美国登记。麦草畏对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果，广泛应用于谷物、玉米、果园等领域的苗后除草。该制剂在长期使用后，未见杂草产生抗性，在施入土壤后在 24H 内即被微生物分解，对环境无害。

图表 23 麦草畏对作物的适用性



资料来源：公司公告、华安证券研究所

麦草畏+草甘膦复配带动麦草畏需求量增长。因全球转基因作物的快速增长，草甘膦大面积、长时间使用使耐草甘膦杂草日趋增多。目前以孟山都为代表的农化巨头通过研制耐麦草畏作物以解决大豆、棉药及油菜等抗草甘膦的杂草的问题。依据相关实验，已经进入田试环节的耐麦草畏大豆解决抗草甘膦杂草效果明显。

孟山都为耐麦草畏转基因种子和制剂研发、推广起到重要作用。孟山都于 09 年起开始推进耐麦草畏大豆的大田实验，并在 12、13、15 年相继推出耐麦草畏大豆、棉花、油菜种子。公司也在全球范围加紧进行种子资质登记，并与巴斯夫、杜邦农

化巨头合作推出麦草畏制剂产品。目前美国、加拿大、欧洲、巴西等国均已对耐麦草畏转基因作物及麦草畏制剂产品解除管制（或表达积极意向），相关产品将于17年陆续推向市场，将有效带动麦草畏需求量。

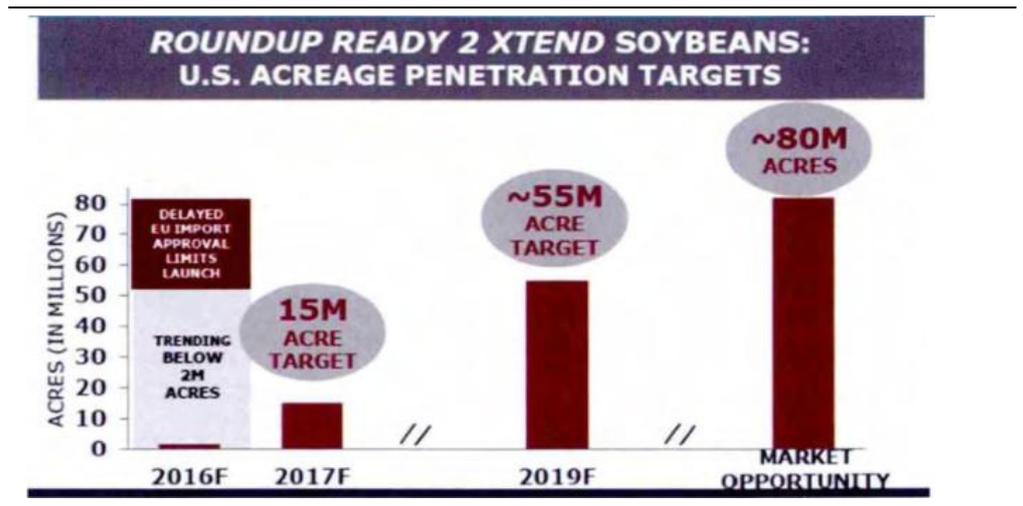
图表 24 耐麦草畏作物及产品推广进程

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	孟山都和巴斯夫开发的低挥发性麦草畏制剂
2012.11	孟山都	孟山都耐麦草畏大豆获得加拿大登记
2013.03	孟山都、杜邦	推出耐麦草畏棉花 (Bollgard II Xtend Flex)
2015.01	孟山都	美国农业部 (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	欧洲食品安全局 (EFSA) 对孟山都耐麦草畏大豆给出积极的安全评价
2015.7	孟山都	加拿大有害生物管理局批准麦草畏除草剂 Xtendimax
2016.11	孟山都	美国环保署 (EPA) 批准其使用 Vaporgrip 技术的 Xtendimax 除草剂用于作物
2016.12	孟山都	巴西国家生物安全技术委员会 (CTNBio) 批准了第一款耐麦草畏转基因大豆 MON 87708 的商业化。

资料来源：华安证券研究所

孟山都17年计划在美推广种植1800万英亩（约728万公顷），包括1500万英亩RR2X大豆和300万英亩BIIXF棉花，到19年RR2X种植面积要达到5500万英亩（约2225万公顷）。假定孟山都种植计划顺利推进，按照1kg/公顷的制剂用量，原药与制剂按3:1测算，17、19年麦草畏原药用量分别为2.18万吨、6.67万吨。

图表 25 孟山都对 RR2X 计划在美推广种植面积



资料来源：孟山都官网、华安证券研究所

### 3.6 如东基地建设打开成长新空间

目前，全球麦草畏产能为20500吨，在建产能为22000吨，孟山都在建产能未

公布。产能主要分布于中国、美国、和欧洲，主要供应商为巴斯夫、扬农化工、升华拜克。因长期使用草甘膦导致抗性杂草问题凸显，复配可以有效解决此问题，同时耐麦草畏种子也逐步推广，前景看好，部分供应商已开始扩产，以应对未来快速增长的麦草畏需求量。

图表 26 全球麦草畏产能

公司	产地	产能 (吨)	备注
巴斯夫	欧洲	8000	
先正达	瑞士	2000	
Gharda	印度	1000	
扬农化工	江苏省	5000	20000 吨在建，预计 17 年上半年建成
长青股份	江苏省	3000	2000 吨在建，预计 17 年初建成
升华拜克	浙江省	1500	
孟山都	美国	未公布	16 年拟投资 9.75 亿美元，在路易斯安那州建设麦草畏生产线，预计 2019 年中建成。

资料来源：华安证券研究所

如东基地建设开启发展新未来。12 年年底公司拟在江苏省如东沿海经济开发区成立江苏优嘉植物保护有限公司，从事农药及农药中间体的生产和销售。如东县位于长江三角洲北翼，东面和北面濒临南黄海，地理位置优越，交通便利，公司从运河迈向大海，助力公司再次腾飞。

目前如东一期项目已建成投产，二期项目正在加紧推进，建成后公司麦草畏产能（25000 吨）位居全球第一，随着耐麦草畏转基因作物的加速推广，前景看好，将增厚公司业绩。17 年公司启动了如东基地新一轮项目建设，预计 2020 年建成，建成后，公司农药产品更加多元化，竞争力显著增强，为公司远期发展奠定基础。

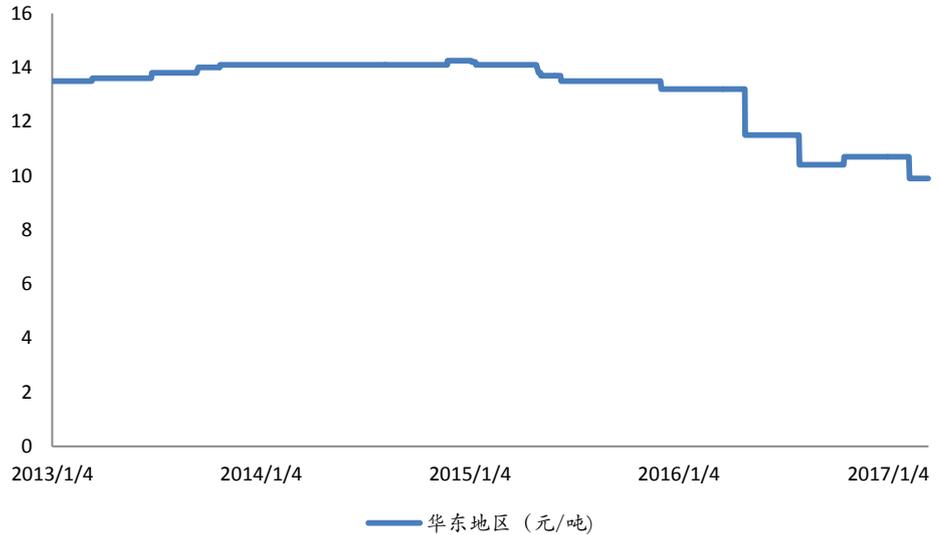
图表 27 如东基地投资建设的项目

时间	投资额	建设项目	产能 (吨)	完成时间
2013	6.1 亿元	贵亭酸甲酯（联苯菊酯产品的中间体）	1500	四个项目已于
		联苯菊酯（杀虫剂）	800	14 年底建成
		麦草畏（除草剂）	5000	
		氟啶胺（杀菌剂）	600	
2015	约 20 亿元	麦草畏（除草剂）	20000	17 年上半年建成
		卫用拟除虫菊酯（杀虫剂）	2600	余下项目预计 17
		吡唑醚菌酯（杀菌剂）	1200	年年底建成
		抗倒酯	300	
2017	20.21 亿元	拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶脲（杀虫剂）	11475	
		苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能（除草剂）	1000	项目预计 2020
		丙环唑、苯醚甲环唑（杀菌剂）	3000	建成
		氯代苯乙酮	2500	
		相关副产品	37384	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

13-17.4 华东地区麦草畏价格处于下降趋势，价格从13年初135000元/吨下降至17年4月99000元/吨，降幅为26.67%。主要是因企业扩产，产能增加明显，导致供给增加；原材料价格下降，成本支撑减弱。目前麦草畏需求量因耐麦草畏转基因作物推广加速而增加，未来价格有上涨空间。

图表 28 2013-2017.3 麦草畏价格走势

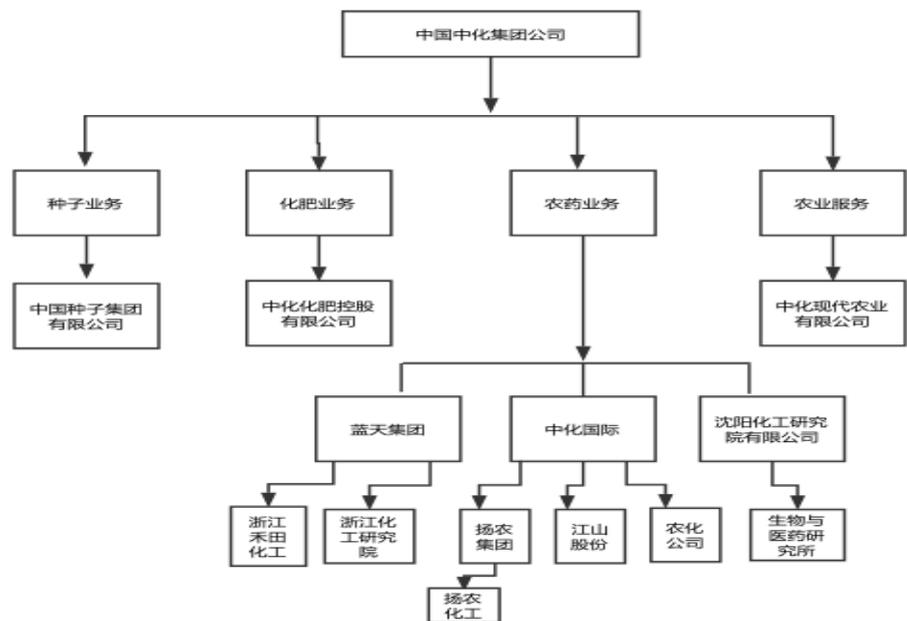


资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 4 国企改革预期高，农药整合空间大

公司实际控制人为中化集团，是国内领先的化工产品综合服务商，最大的农业投入品（化肥、种子、农药）和现代农业服务一体化运营企业，综合实力国内领先。

图表 29 中化旗下农药板块情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

农药板块公司多，整合空间大。中化旗下种子、化肥、农服均设有二级公司进行统一管理，唯独农药业务无二级公司进行统一管理。中化旗下农药公司众多，业务存在重合，资源需重新配置，其中扬农化工、江山股份、禾田化工是农药原药、制剂生产企业；沈阳农药研究院和浙江化工研究院分布南北，实力雄厚，未来将成为农药业务重要的研发平台。

随着国企改革的深入推进，未来中化集团旗下的农药资源将逐步整合，实现农药上中游一体化经营。扬农化工做为中化旗下最优质的农药资产，凭借丰富的产品线，雄厚的研发技术，在激励的市场竞争中巩固了龙头地位，产品毛利率维持在较高水平，盈利能力持续增强。有望在未来的国企改革中发挥重要作用，改革预期值得期待。

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3,403	4,529	5,536	6,767	<b>营业收入</b>	2,929	3,954	4,745	5,457
现金	735	3,500	5,108	6,952	营业成本	2,202	2,894	3,416	3,902
应收账款	683	704	932	1,105	营业税金及附加	11	13	15	18
其他应收款	15	14	18	23	销售费用	36	45	57	64
预付账款	72	80	83	95	管理费用	269	349	433	493
存货	372	398	510	593	财务费用	(51)	(15)	(49)	(76)
其他流动资产	1,525	(167)	(1,115)	(2,001)	资产减值损失	15	1	1	(0)
<b>非流动资产</b>	2,298	1,833	1,768	1,694	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	81	0	0	0
固定资产	871	816	761	705	<b>营业利润</b>	528	668	873	1,056
无形资产	145	136	127	118	营业外收入	9	7	8	8
其他非流动资产	1,282	881	881	871	营业外支出	8	7	7	7
<b>资产总计</b>	5,700	6,362	7,305	8,461	<b>利润总额</b>	530	668	874	1,056
<b>流动负债</b>	2,091	2,377	2,720	3,183	所得税	74	100	131	158
短期借款	300	285	264	234	<b>净利润</b>	456	568	743	898
应付账款	1,063	1,270	1,452	1,751	少数股东损益	16	19	25	31
其他流动负债	728	821	1,004	1,197	<b>归属母公司净利润</b>	439	549	718	867
<b>非流动负债</b>	49	51	52	46	EBITDA	624	717	888	1,043
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	1.42	1.77	2.32	2.80
其他非流动负	19	21	22	16					
<b>负债合计</b>	2,140	2,427	2,771	3,229					
少数股东权益	115	134	159	190	<b>主要财务比率</b>				
股本	310	310	310	310	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
资本公积	815	815	815	815	<b>成长能力</b>				
留存收益	2,220	2,675	3,249	3,917	营业收入	-5.95%	35.00%	20.00%	15.00%
归属母公司股东权	3,445	3,801	4,374	5,042	营业利润	-7.28%	26.40%	30.72%	20.92%
<b>负债和股东权益</b>	5,700	6,362	7,305	8,461	归属于母公司净利润	-3.48%	25.08%	30.68%	20.77%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	24.82%	26.80%	28.00%	28.50%
					净利率(%)	35.16%	15.00%	13.89%	15.13%
					ROE(%)	12.80%	14.44%	16.39%	17.16%
					ROIC(%)	36.41%	25.77%	45.39%	122.29%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	37.55%	38.16%	37.94%	38.16%
					净负债比率(%)	19.31%	-43.02%	-66.11%	-85.54%
					流动比率	1.63	1.91	2.04	2.13
					速动比率	1.45	1.74	1.85	1.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.66	0.69	0.69
					应收账款周转率	4.83	5.83	5.92	5.47
					应付账款周转率	3.13	3.39	3.49	3.41
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.42	1.77	2.32	2.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	6.32	5.57	6.44
					每股净资产(最新摊薄)	11.12	12.26	14.12	16.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.5	20.4	15.6	12.9
					P/B	3.3	3.0	2.6	2.2
					EV/EBITDA	16.73	12.49	8.47	5.59

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。