

李皓 化工行业分析师

执业编号: S1500515070002

联系电话: +86 10 83326852

邮箱: lihao1@cindasc.com

张燕生 化工行业分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 10 83326708

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

化工行业: 扬农化工

2018年03月12日

➤ 本周行业观点

尿素春耕供应短缺? 为何价格不升反降

随着供给侧改革的推行,近年来我国尿素去产能效果明显,供需情况及行业盈利有所好转。2017年,我国尿素产能7377万吨,同比减少333万吨或4.5%,产量5340万吨,同比减少852万吨或13.8%。落后产能逐步被淘汰,以烟煤、褐煤为原料的先进尿素产能占比进一步提高,占总产能的33%,相比2016年提升4ppt.,50万吨以上大型尿素产能占比72%,同比提升1ppt.。此外,相对于尿素生产,甲醇、液氨等其他煤化工产品利润水平较高,部分氨醇联产的企业通过技改降低尿素产量,提高甲醇生产比例,或直接销售中间产物液氨,以增加盈利空间,导致实际上尿素有效产能进一步缩减,扣除转产及长期停车的尿素产能,以在产的有效产能计算,我国尿素或许已经基本实现了供需平衡。

17年入冬以来,“煤改气”的推行导致我国天然气供应出现缺口,为保障民生用气,国内多个地区相继限制工业用气,气头尿素开工率骤降,最低仅为14.61%,同比下降20.90ppt.,日产量下降至12万吨左右,这使得原本人们印象中产能过剩的尿素面临春耕旺盛的农需竟然出现了供应偏紧的情况。根据氮肥工业协会统计,2017年10-12月我国尿素产量1186万吨,出口量113万吨,加上9月底供销社系统和生产企业库存,17年10-12月尿素实际供应量1469万吨,同比减少178万吨。2018年1-4月尿素产量预计为1620万吨,出口量预计40万吨,春耕时期尿素供应量预计为3049万吨,同比减少231万吨,尿素供应或将出现短缺。

然而,随着春耕的临近,尿素价格的走势却与基本面出现了背离。根据百川资讯统计数据,3月11日,山东地区尿素市场价1930元/吨,相比3月1日下降70元/吨。究其原因,我们认为主要由以下几个方面:首先,尿素需求同比有所下降。在成本支撑下,目前尿素价格处于高位,农民转而采购相对尿素性价比更优的复合肥、硫酸铵、氯化铵等肥料,加之玉米种植面积的调减亦减弱了尿素的需求;其次,尿素边际供应近期有所增加。春节过后,气头尿素企业纷纷复产,开工率逐渐提升;再次,市场预期发生了变化。气头尿素近期产能开工率的回升以及发改委前期对尿素价格的引导和管控影响了经销商对尿素价格的心理预期,减少了短期尿素采购的需求。在以上因素的共同作用下,尿素价格近期出现了小幅下跌,但春耕时期尿素供应偏紧的局面依然存在,我们预计随着3-4月农需逐步启动,尿素价格仍将维持高位。

风险提示:原材料煤炭、天然气价格波动;农作物价格低迷情况下,种植面积不及预期。

➤ 本期【卓越推】组合：扬农化工（600486）。

扬农化工（600486）

（2018-03-09 收盘价 52.76 元）

➤ 核心推荐理由：

1、除草剂业务量价齐升，推动公司盈利显著增长。公司前三季度实现营业收入 31.47 亿元，同比增长 45.80%，归母净利润 4.07 亿元，同比增长 38.20%，毛利率为 26.51%，同比增加 0.87 个百分点，受汇兑损失增加影响，公司前三季度财务费用 5,772.94 万元，同比增加 8131.43 万元，期间费用率增长 1.74 个百分点至 11.58%。公司前三季度除草剂业务实现营业收入 13.49 亿元，占 2016 年全年除草剂营收的 131.09%，产销量分别为 3.67 和 3.56 万吨，平均售价同比增长 51.95%至 3.79 万元/吨。杀虫剂业务实现营业收入 14.34 亿元，占 2016 年全年杀虫剂营收的 87.74%，产销量分别为 0.86 和 0.88 万吨，平均售价同比增长 1.03%至 16.33 万元/吨。

2、草甘膦价格持续上涨，麦草畏进入快速放量期。公司除草剂业务主要有草甘膦和麦草畏两个品种。目前拥有草甘膦产能 3 万吨，并采用长协定价，可部分平滑草甘膦市场价格的波动。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已经下降至 75.2 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态，价格同比显著增加，10 月 24 日，草甘膦华东市场（95%原药）价格达到 2.8 万元/吨，同比增加 36.59%，2017 年前三季度 IDA 法平均价差为 9359 元/吨，同比增加 40.08%，企业盈利大幅改善。预计随着四季度采暖季来临，“2+26”城市环保限产将使甘氨酸价格继续维持高位，成本支撑下，公司 IDA 法草甘膦盈利将得到持续改善。

如东二期 1 万吨麦草畏产能于 2017 年 4 月投产，公司麦草畏产能增加至 1.5 万吨，麦草畏销量的大幅增长成为公司业绩增长的新亮点。2017 年麦草畏价格中枢有所下降，目前华东地区麦草畏价格维持在 10 万元/吨左右，与 2015 年 14-15 万元/吨的价格水平相比有较大幅度的下滑，即便如此，公司麦草畏业务仍旧维持较高盈利能力。麦草畏未来的需求增量主要来自于二代转基因作物中耐麦草畏作物的推广，应用方向为与草甘膦复配。随着 2016 年 11 月美国环境保护署（EPA）批准孟山都麦草畏制剂 XtendiMax 在美使用，麦草畏开始步入加速推广期。孟山都近期发布 2017 年度财报，2017 年 Roundup Ready 2 Xtend 大豆美国种植面积超过 2000 万英亩，预计 2018 年种植面积将超过 4000 万英亩，照此趋势将轻松实现其 2019 年的 5500 万英亩种植面积目标。同时，孟山都上调了 Bollgard II XtendFlex 棉花种植面积预期为超过 600 万英

亩。据此测算，我们预计 2019 年全球麦草畏需求将增加至 3.5~5.0 万吨，公司作为麦草畏的主要生产厂家将进入放量期。

3、菊酯价格近期持续上涨，或将进一步提振公司四季度业绩。公司杀虫剂业务主要是拟除虫菊酯，公司菊酯价格稳定，且销售情况良好，对公司业绩形成了比较强的支撑。我们判断农用菊酯类杀虫剂将受益于发达国家替代中毒性农药的趋势，公司是目前国内唯一的一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业公司相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。受上游中间体功夫酸、联苯醇价格上涨以及部分菊酯装置停车影响，功夫聚酯价格自 7 月底进入上涨通道，华东地区出厂价由 15.5 万元/吨上涨至目前 23.0 万/吨，预计短期内价格将维持高位，公司四季度业绩或将因此进一步提振。

4、如东三期项目有望成为未来业绩增长保证。如东一期项目 2014 年底顺利投产，实现了较好的收益；如东二期项目多个产品生产装置 2017 年上半年陆续投产，业绩增量贡献明显；4 月，公司公告将建设如东三期项目，包括 11,475 吨/年杀虫剂、1,000 吨/年除草剂和 3,000 吨/年杀菌剂等产品，预计建设期 3 年，建成投产后，年均营收 15.41 亿元，保证了公司业绩的持续增长。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.96 元、2.48 元和 2.83 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**草甘膦开工率持续上升、麦草畏抗性种子推广不达预期、新业务消耗现金头寸。
- **相关研究：**《20171024 扬农化工（600486）除草剂业务量价齐升，公司业绩有望持续改善》《20160816 扬农化工（600486）业绩小幅下滑，菊酯提供业绩支撑》《20161031 扬农化工（600486）季度业绩有所好转，公司业绩有望改善》《20170412 扬农化工（600486）业绩筑底，即将迎来拐点》《20170421 扬农化工（600486）一季度盈利大增，如东三期保障长期增长》《20170823 扬农化工（600486）麦草畏大幅放量，优嘉公司业绩加速释放》

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经历。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596	硅宝科技	300019

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不将与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。