

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05月02日

## ➤ 本周行业观点

## 商务部对美欧产进口卤化丁基橡胶实施反倾销措施

2018年4月19日,商务部发布2018年第39号公告,初步裁定原产于美国、欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶存在倾销,自2018年4月20日起,进口经营者在进口原产于美国、欧盟和新加坡的卤化丁基橡胶时,应依据裁定所确定的各公司倾销幅度(26.0%-66.5%)向中华人民共和国海关提供相应的保证金(比例为178.6%)。

卤化丁基橡胶包括溴化丁基橡胶(BIIR)和氯化丁基橡胶(CIIR),是普通丁基橡胶(IIR)的重要改性产品之一,它除保持了普通丁基橡胶的低气密性、高减震性、耐老化性、耐候性、耐臭氧性以及耐化学药品等性能之外,还增加了其所不具备的硫化速度快,与天然橡胶、丁苯橡胶等相容性好等优点,主要用于轮胎和医药瓶塞等领域,其中轮胎消费量约占总消费量的84.5%,医药瓶塞消费量约占10.5%,其他领域占比5.0%。过去十年间,我国卤化丁基橡胶的表观消费量由2007年的12.2万吨增长至2017年的29.0万吨,复合增长率为9.0%。

卤化丁基橡胶的生产技术壁垒较高,且需要依靠大量的生产经验,此外,由于在轮胎中添加量较小,轮胎企业对其品质和稳定性要求较高,以上原因造成目前全球卤化丁基橡胶供应主要集中于埃克森美孚、朗盛以及部分俄罗斯和意大利厂商,我国只有浙江信汇、燕山石化、盘锦和运、京博石化四家公司具备卤化丁基橡胶产能,但由于技术、市场行情不佳等原因,装置开工率不高,国内需求主要依赖于进口。2017年,我国卤代丁基橡胶产量约8.42万吨,进口量21.14万吨,表观消费量29.0万吨,对外依存度高达73%。

此次初裁涉及的企业有美国埃克森美孚、英国埃克森美孚、比利时阿朗新科公司(朗盛与沙特阿美的合资公司)、新加坡阿朗新科公司。四家企业2017年出口到中国的量为13.78万吨左右,占我国卤代丁基橡胶全部进口量的65%左右。由于我国目前卤化丁基橡胶生产技术不够成熟导致供应量有限、自主率较低,预计此次反倾销裁定将在短期内提高国内卤化丁基橡胶的价格,进而一定程度上我国推升轮胎企业的生产成本。

风险因素: 原材料波动、轮胎下游需求不及预期、贸易战态势继续升温。

## ➤ 本期【卓越推】组合: 扬农化工(600486)。

## 扬农化工 (600486)

(2018-04-27 收盘价 51.92 元)

### ➤ 核心推荐理由:

**1、新产能投产一季度销量创新高，毛利率水平大幅提升。**公司主营农药业务，产品包括杀虫剂、除草剂和杀菌剂三类。2017 年，受供给侧改革及环保严监管影响，农药行业落后产能逐渐出清，叠加公司新产能投产，主要产品迎来量价齐升的良好局面。其中，除草剂和杀虫剂均价同比增长 57%和 5%，销量同比增长 23%和 11%，推动营收同比增长 93%和 17%至 19.84 和 19.07 亿元，毛利率同比增长 6.8 和 1.6 ppt.至 30.89%和 29.14%。由于汇兑损失导致财务费用增长，公司期间费用率同比增长 2.9 ppt.至 11.56%。2018 年一季度，受优嘉二期产能投产影响，除草剂和杀虫剂销量同比增长 68%和 9%至 1.8 和 0.4 万吨，创近几个季度的新高，产品价格仍维持相对高位，同比增长 16%和 28%，推动公司一季度业绩持续高速增长。受益产品量价齐升的良好局面，公司 2017 年毛利率同比增长 2.63 ppt.至 27.45%，2018 一季度进一步增长至 32.46%。

**2、麦草畏快速放量，草甘膦仍处景气周期。**2017 年，优嘉公司二期 2 万吨/年麦草畏项目建成投产，公司麦草畏产能达 2.5 万吨/年，推动除草剂业务销量大幅增长。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 2017 年财报显示，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。

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。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，国内草甘膦华东市场 (95%原药) 价格在去年下半年由 1.95 万元/吨上涨至 2.95 万元/吨，近期，草甘膦进入消费淡季，加之甘氨酸、甲醇、黄磷等产品价格的下跌，草甘膦的成本支撑减弱，价格回落至 2.50 万元/吨，但同比仍维持相对高位，而且公司草甘膦采用长协定价，可部分平滑市场价格波动，公司一季度草甘膦港口 FOB 价格 4000 美元/吨，同比上涨 11.11%。

**3、受中间体短缺以及醚醛反倾销影响，菊酯价格维持高位。**公司杀虫剂业务主要是拟除虫菊酯，优嘉二期项目投产后原宝塔湾厂区菊酯生产线停产，目前拥有菊酯产能 2600 吨/年。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，与国内同行业企业相比，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 25.0 万/吨，近期商务部裁定印度进口醚醛存在倾销，菊酯价格有望继续上行，公司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 2018-2020 年的 EPS 分别为 3.02 元、3.57 元和 4.26 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：**《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》《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》《20180425 扬农化工（600486）量价齐升 17 年业绩靓丽，产能释放一季度销量再创新高》

## 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曾与，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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。