



Research and
Development Center

大厂开工率创历史新高，甘氨酸法价差进一步扩大

农药行业定期报告

2018年08月09日

郭荆璞 化工行业首席分析师

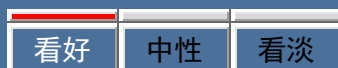
李皓 行业分析师

葛韶峰 研究助理

证券研究报告

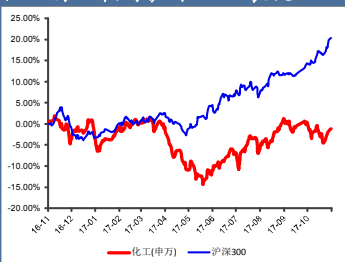
行业研究——专题报告

化工行业——农药



上次评级: 看好, 2018.07.17

化工行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师
 执业编号: S1500510120013
 联系电话: +86 10 83326789
 邮箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师
 执业编号: S1500515070002
 联系电话: +86 10 83326852
 邮箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理
 联系电话: +86 10 83326705
 邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《化工行业研究一定期报告—草甘膦价格跟随甘氨酸回落》2018.02

《化工行业研究一定期报告—春节因素导致行业开工率骤降》2018.03

《化工行业研究一定期报告—行业开工率大幅反弹, 草甘膦步入消费淡季》2018.04

《化工行业研究一定期报告—开工率继续提升, 草甘膦价格跟随甘氨酸上涨》2018.05

《化工行业研究一定期报告—草甘膦价格再度走扩》2018.06

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

大厂开工率创历史新高, 甘氨酸法价差进一步扩大

农药行业定期报告

2018年08月09日

本期内容提要:

- ◆ **我们统计的国内草甘膦行业装置数量为 16 套, 与上月持平, 目前总产能为 70.0 万吨。**
- ◆ **2017 年草甘膦市场回顾。**根据百川资讯统计, 2017 年我国共生产草甘膦 50.48 万吨, 2016 年为 50.51 万吨, 产量基本持平, 以年平均有效产能 78 万吨计算 ((年初有效产能+年末有效产能) / 2), 行业平均开工率达到 64.7%。其中, 2017 年大厂产量为 43 万吨, 小厂产量为 7.5 万吨, 2016 年大厂与小厂产量分别为 44.6 万吨和 5.9 万吨, 小厂的产量占比由 2016 年的 11.7% 提高到 2017 年的 14.9%, 也验证了行业景气上行周期中, 小厂出货量及开工率均在上行。
- ◆ **草甘膦行业开工率追踪:** 2018 年 07 月, 草甘膦行业平均开工率 82.6% (+7.2 ppt., 月环比, 下同), TTM 开工率 68.5% (+2.2 ppt.)。大厂 (产能在 5 万吨及以上的企业) 开工率 91.2% (+11.2 ppt.), TTM 开工率增加至 75.0% (+0.0 ppt.); 小厂开工率 45.2% (-10.2 ppt.), TTM 开工率增加至 46.0% (+1.0 ppt.)。
- ◆ **草甘膦价格维持稳定, 价差进一步扩大。**目前草甘膦价格为 27500 元/吨 (95% 原粉华东地区价格), 与上月同期持平。甘氨酸价格回落至 12900 元/吨, IDAN 价格维持 13000 元/吨, 黄磷价格下跌至 14900 元/吨, 草甘膦企业生产成本下降。2018 年 7 月草甘膦华东市场均价为 27500 元/吨, 相比上年同期增加 35.4%, 月均价环比上涨 0.2%。
- ◆ **2018 年草甘膦行业将维持较高景气度。**草甘膦行业洗牌进展顺利, 供求关系正在发生逆转, 价格反弹时产能不会大规模释放, 开工率提升将是主要的供给增量, 而小厂出货量及开工率的波动性, 是草甘膦价格周期波动的主要驱动力。目前草甘膦开工率已处历史高位, 2018 年行业几乎没有新增产能, 仅江西金龙预计新增 3 万吨, 其他均不确定性较大, 需求方面, 受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响, 草甘膦需求仍在增长, 预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面, 环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸, 环保持续高压下, 甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”, 供给缩减下价格将维持高位, 从而对草甘膦成本形成强有力的支撑。
- ◆ **风险因素:** 转基因作物种植面积增速不达预期; 小厂开工率迅速提升; 天气因素。
- ◆ **推荐公司:**

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017	
江山股份	19.92	0.84	1.20	1.57	24	17	13	3.78	增持
新安股份	16.02	0.75	1.54	1.81	21	10	9	2.52	增持
扬农化工	49.61	1.86	3.02	3.57	27	16	14	3.95	买入

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年08月08日收盘价

目录

投资聚焦:	3
一、信息动态	6
1、公司信息	6
2、行业信息	6
3、其他农药	7
4、农业信息与农产品动态	9
二、市场分析	10
1、全球市场	10
2、国内市场	10
3、原材料供应与价格	10
4、供给判断	11
三、投资建议	15
江山股份 (600389)	16
新安股份 (600596)	18
扬农化工 (600486)	20
四、风险因素	21

图目录

图表 1: 草甘膦行业开工率 (右图为 TTM 数据)	3
图表 2: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据)	4
图表 3: 草甘膦华东市场价格	5
图表 4: 国内草甘膦月平均价格及同比环比涨幅	5
图表 5: 草甘膦价差	5
图表 6: 国内外农产品价格	9
图表 7: 草甘膦主要原料 (甘氨酸/IDAN、黄磷、甲醛) 价格	10
图表 8: 草甘膦开工企业数变化情况	11
图表 9: 草甘膦总企业数变化情况	12
图表 10: 修正的草甘膦行业开工率	13
图表 11: 中国草甘膦实际有效产能、年化总产量及累积开工率	13
图表 12: 草甘膦各路线开工率 (右图为 TTM 数据)	13
图表 13: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据)	14
图表 14: 国内草甘膦上市公司情况一览表	15

投资聚焦：

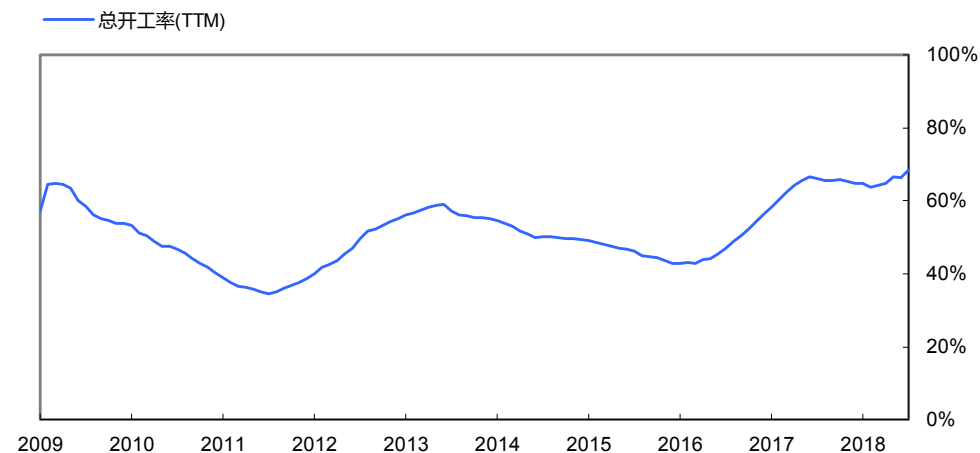
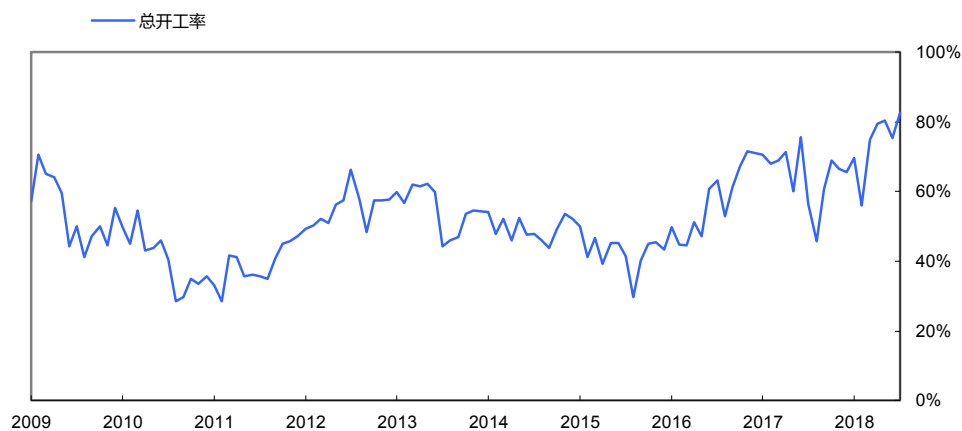
我们统计的国内草甘膦行业装置数量为 16 套，与上月持平，目前总产能为 70.0 万吨。

2017 年草甘膦市场回顾。根据百川资讯统计，2017 年我国共生产草甘膦 50.48 万吨，2016 年为 50.51 万吨，产量基本持平，以年平均有效产能 78 万吨计算（（年初有效产能+年末有效产能）/2），行业平均开工率达到 64.7%。其中，2017 年大厂产量为 43 万吨，小厂产量为 7.5 万吨，2016 年大厂与小厂产量分别为 44.6 万吨和 5.9 万吨，小厂的产量占比由 2016 年的 11.7% 提高到 2017 年的 14.9%，也验证了行业景气上行周期中，小厂出货量及开工率均在上行。

2018 年 07 月，草甘膦行业平均开工率 82.6% (+7.2 ppt.，月环比，下同)，TTM 开工率 68.5% (+2.2 ppt.)。大厂（产能在 5 万吨及以上的企业）开工率 91.2%(+11.2 ppt.)，TTM 开工率增加至 75.0% (+0.0 ppt.)；小厂开工率 45.2% (-10.2 ppt.)，TTM 开工率增加至 46.0% (+1.0 ppt.)。

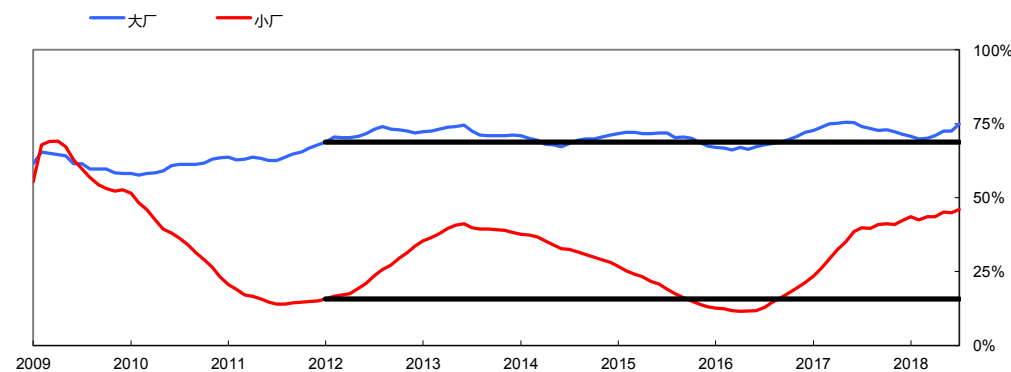
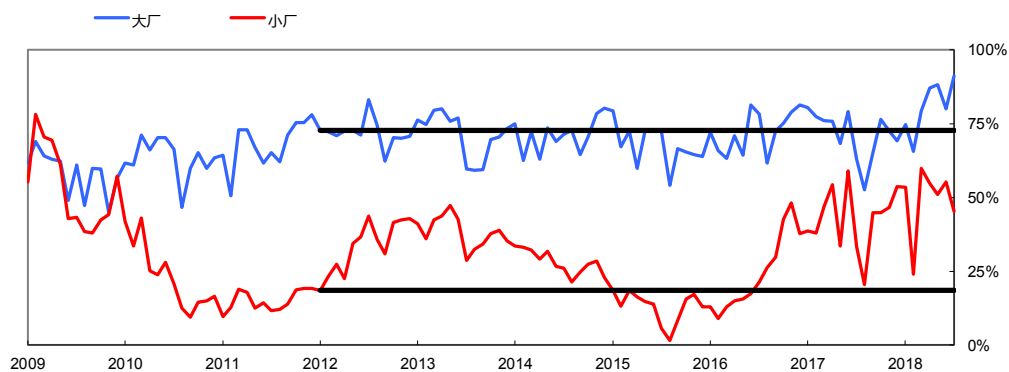
我们在报告《20161206 草甘膦有没有又一春》中提到，草甘膦行业洗牌进展顺利，供求关系正在发生逆转，价格反弹时产能不会大规模释放，开工率提升将是主要的供给增量，而小厂出货量及开工率的波动性，是草甘膦价格周期波动的主要驱动力。目前草甘膦开工率已处历史高位，2018 年行业几乎没有新增产能，仅江西金龙预计新增 3 万吨，其他均不确定性较大，需求方面，受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响，草甘膦需求仍在增长，预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面，环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸，环保持续高压下，甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”，供给缩减下价格将维持高位，从而对草甘膦成本形成强有力的支撑。**2018 年草甘膦行业将维持较高景气度。**

图表 1：草甘膦行业开工率（右图为 TTM 数据）



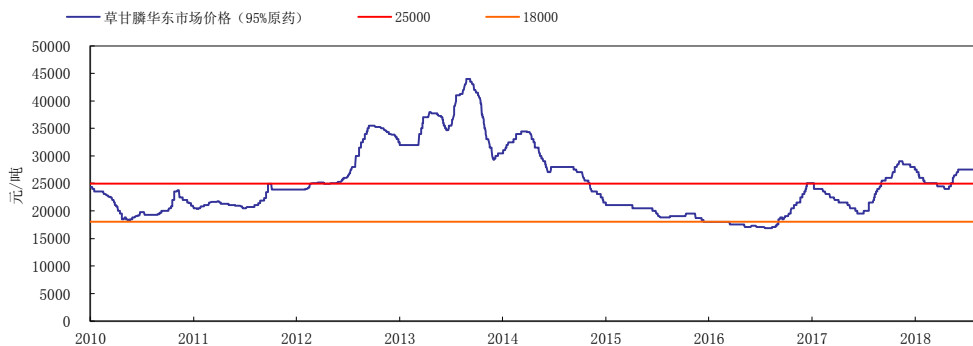
资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

图表 2: 草甘膦企业开工率 (右图为 TTM 数据)

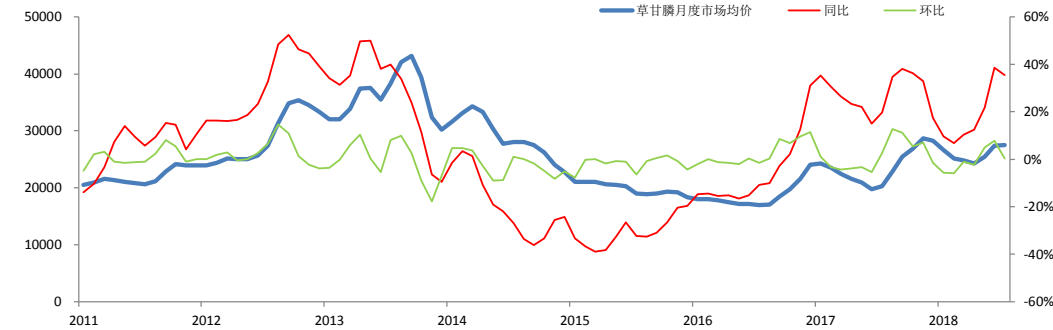


资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

目前草甘膦价格为 27500 元/吨 (95%原粉华东地区价格), 与上月同期持平。甘氨酸价格回落至 12900 元/吨, IDAN 价格维持 13000 元/吨, 黄磷价格下跌至 14900 元/吨, 草甘膦企业生产成本下降。2018 年 7 月草甘膦华东市场均价为 27500 元/吨, 相比上年同期增加 35.4%, 月均价环比上涨 0.2%。

图表 3: 草甘膦华东市场价格


资料来源: 信达证券研发中心, 百川资讯

图表 4: 国内草甘膦月平均价格及同比环比涨幅


资料来源: 信达证券研发中心, 百川资讯

草甘膦价格上涨以来, 价差改善明显, 目前甘氨酸法 50% 开工率下即可实现盈利, IDAN 法由于 IDAN 价格相对甘氨酸较为稳定, 近期价差稳定, 目前 IDAN 法 50% 开工下接近盈利。

图表 5: 草甘膦价差


$$\text{甘氨酸法价差} = \text{草甘膦} - \text{甘氨酸} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

资料来源: 信达证券研发中心, 百川资讯



$$\text{IDAN 法价差} = \text{草甘膦} - \text{IDAN} - \text{黄磷} - \text{甲醛}$$

IDA法100%开工
率下接近盈利

一、信息动态

1、公司信息

和邦生物上半年营收增逾四成

来源：世界农化网

和邦生物 2018 年 1-6 月实现营业收入 29.16 亿元，同比增长 43.76%，增长得益于产品价格上涨及销量增加；归母净利润 2.74 亿元，同比增长 6.97%；基本每股收益 0.03 元。

和邦生物双甘膦装置为目前全球单体最大规模，近年来通过公司内部挖潜对工艺的不断优化，生产能力已达 18 万吨/年，与境外 Microchem Specialities Trade Limited、Dastech Internationallnc 及 EXCEL Crop Care Limited 等大型农化品生产商，境内与江山股份、好收成等知名企业已经形成良好的供应链关系。

比奥齐姆在葡萄牙推出天然除草剂 Bromory 强效替代草甘膦

来源：世界农化网

比奥齐姆公司（Belchim）近日宣布向葡萄牙市场推出天然除草剂 Bromory。该产品可替代草甘膦，用于防治果蔬和花园中的杂草。

2、行业信息

6 月除草剂、杀菌剂产量均下降 杀虫剂产量同比增加 20%

来源：世界农化网

2018 年 6 月中国化学农药总产量为 20.74 万吨，与 17 年同期相比下调 12.1%。除草剂总产量为 8.96 万吨，与 17 年同期相比下调了 6.5%，占当期全部化学农药产量的 43.19%；杀虫剂总产量为 5.78 万吨，与 17 年同期相比上调了 20%，占当期全部化学农药产量的 27.87%；杀菌剂总产量为 1.10 万吨，与 17 年同期相比下调了 28.8%，占当期全部化学农药产量的 5.31%。

农业农村部：2017 年农药利用率为 38.8%，农药使用量零增长提前三年实现

来源：世界农化网

2017 年我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物化肥利用率为 37.8%，农药利用率为 38.8%，这比 2015 年都提高 2.2 个百分点，化肥农药零增长提前三年实现。

3、其他农药

我们对其他农药重点关注与草甘膦密切相关的 2,4-D、麦草畏、草铵膦，与部分上市公司有关的吡啶-百草枯、氯代吡啶除草剂，另外重点关注烟碱类和菊酯类杀虫剂。

相关上市公司包括：

扬农化工（麦草畏、菊酯类）、长青股份（麦草畏、烟碱类吡虫啉）、利尔化学（草铵膦、氯代吡啶类）、威远生化（草铵膦）；红太阳（吡啶-百草枯）、沙隆达 A（百草枯）。

预测：未来几年农药中间体产量将以较低增幅发展 至 2023 年中间体市场规模 2.7 万亿

来源：世界农化网

近年，由于受到政策因素的影响，农药中间体开工率出现明显下滑，2011-2016 年，我国农药中间体产量和需求量呈增长趋势，但增长速度逐渐降低。2016 年我国农药中间体产量为 491 吨，同比下降 0.41%；需求量为 475 万吨，同比下降 1.04%；2017 年产能和需求量分别约为 504 万和 465 万吨。

2018 年 1-7 月越南化肥农药进口量出现同比下降

来源：世界农化网

2018 年 1 月至 7 月，越南共进口了约 260 万吨化肥，价值 7.28 亿美元，比上年分别同比下降 14.1%和 9.1%。

越南农业和农村发展部的数据显示，2017 年越南共进口了 460 万吨化肥，价值 12 亿美元，其中 180 万吨进口自中国，价值为 4.571 亿美元。越南肥料的主要进口国为中国、俄罗斯、日本、白俄罗斯、印度尼西亚和加拿大，主要品种是尿素、硫酸铵、钾、磷酸二铵和氮磷钾肥。

加拿大续登杀虫剂氯氟菊酯

来源：世界农化网

加拿大有害生物管理局 (PMRA) 经过重新评估后, 决定批准拟除虫菊酯类杀虫剂氯氟菊酯续登, 氯氟菊酯用于多种虫害防治, 可在森林、林地、烟草、工业油籽、纤维作物、各种粮食、饲料作物以及牲畜棚和非作物工业区 (路边) 使用。

拜耳作物科学将耗资 4270 万美元扩建美国氟吡菌酰胺生产设施

来源：世界农化网

拜耳作物科学近日计划耗资 4270 万美元在美国堪萨斯城扩建生产设施, 公司目前正在寻求堪萨斯城通过发行工业收入债券提供 2500 万美元的资金协助。

据悉此次拜耳的计划之一是扩大氟吡菌酰胺的生产, 这是一种能够防治多种作物病害的杀菌剂成分。

欧盟续登唑草酮、肟菌酯等 3 种农药活性成分

来源：世界农化网

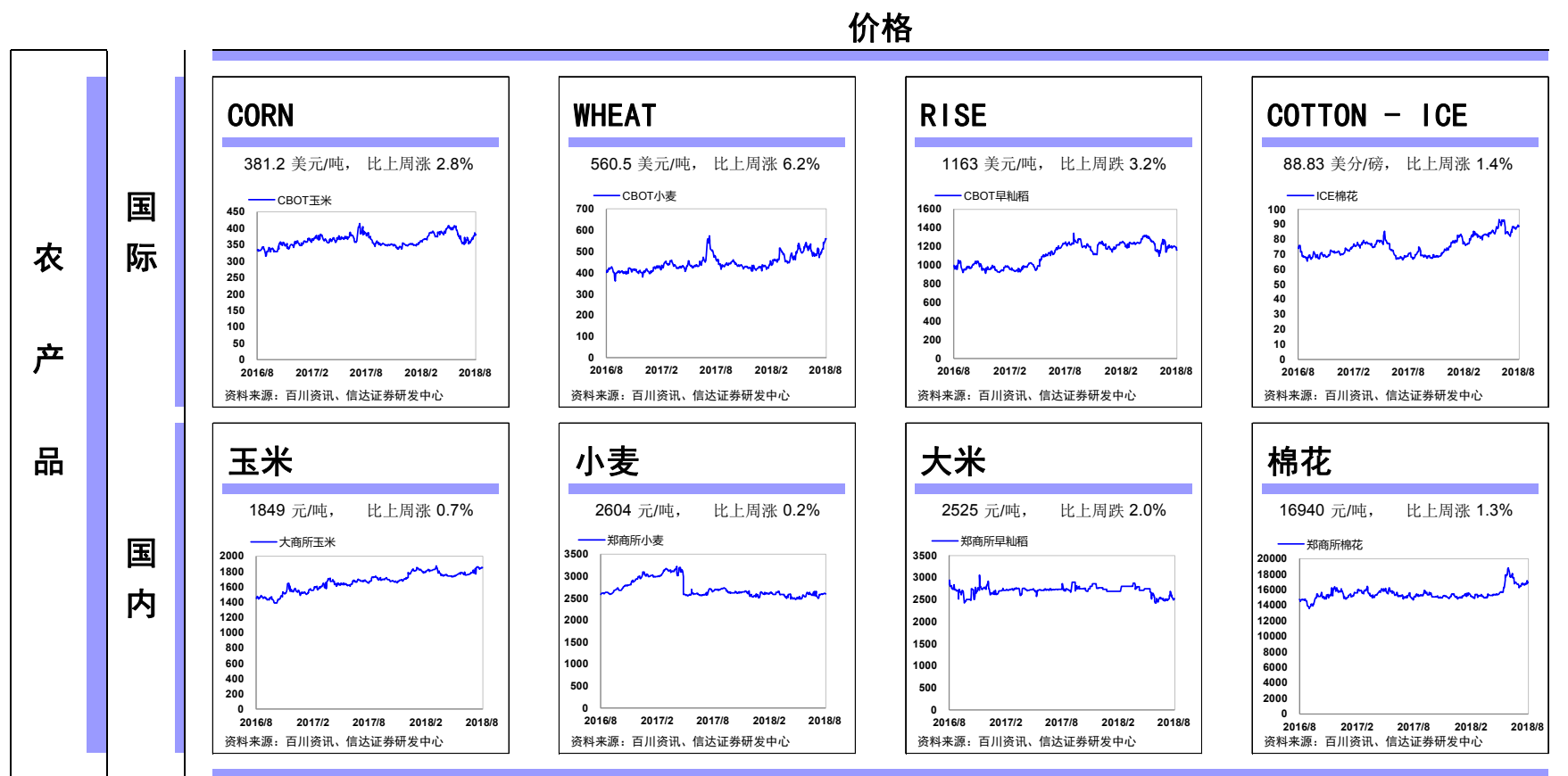
近日, 欧盟更新了农药活性物质唑草酮 (除草剂)、肟菌酯 (杀菌剂) 和白粉寄生孢 AQ10 株系 (生物杀菌剂) 的登记规定。

唑草酮和肟菌酯登记的有效期截止到 2033 年 7 月 31 日, 而白粉寄生孢 AQ10 株系登记的有效期截止到 2033 年 8 月 1 日。

4、农业信息与农产品动态

2018年7月，玉米、棉花、大米价格持平，小麦价格小幅上涨。

图表 6: 国内外农产品价格



资料来源: 百川资讯、信达证券研发中心

二、市场分析

1、全球市场

草甘膦主要的市场在国外。受益于农化巨头开始主动补库存，同时南美等地气候因素较佳，预计 2018 年草甘膦需求同比上升。

2、国内市场

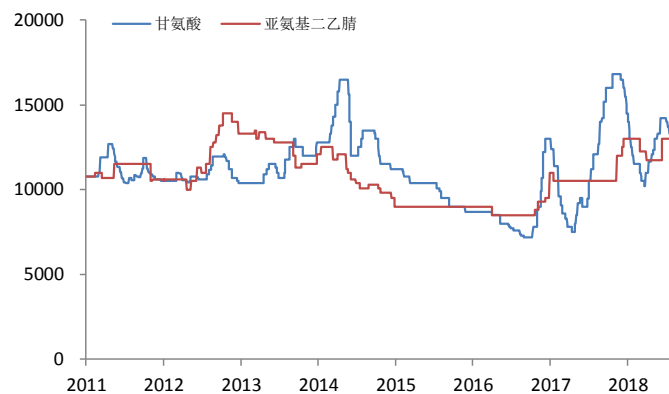
行业洗牌进展顺利，草甘膦供求关系正在发生逆转，价格反弹时产能不会大规模释放，开工率提升将是主要的供给增量，2018 年草甘膦仍将维持较高景气。

生产企业开工率自 2016 年 2 月以来在波动中上行，目前维持高位。草甘膦价格持续上涨，除了行业供求因素影响，原料端甘氨酸因环保导致供应紧张价格大涨也带来了产品价格的推涨。

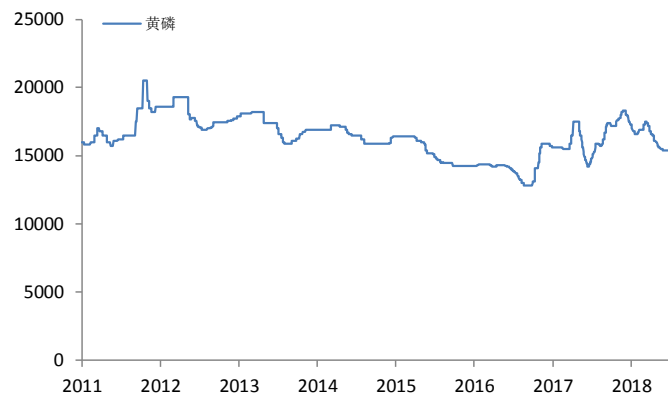
3、原材料供应与价格

草甘膦主要原材料中，河北、山东地区供应量逐步走高，甘氨酸价格近期小幅回落，目前为 13700 元/吨，黄磷价格维持 15400 元/吨，IDAN 价格维持 13000 元/吨不变。

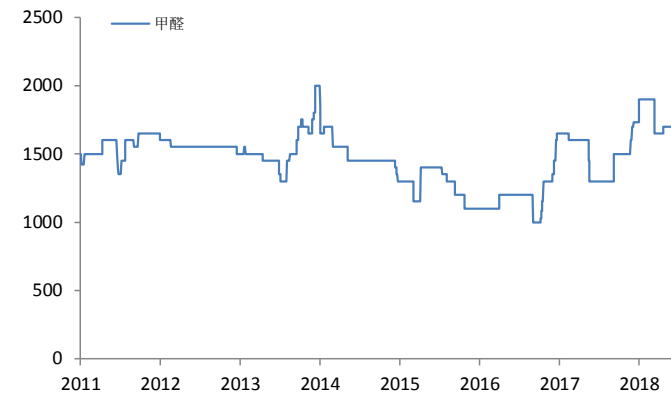
图表 7: 草甘膦主要原料（甘氨酸/IDAN、黄磷、甲醛）价格



甘氨酸/IDAN



黄磷



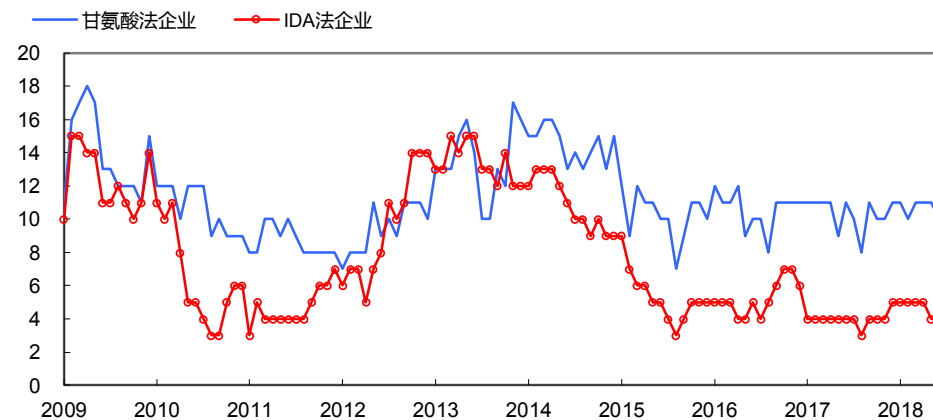
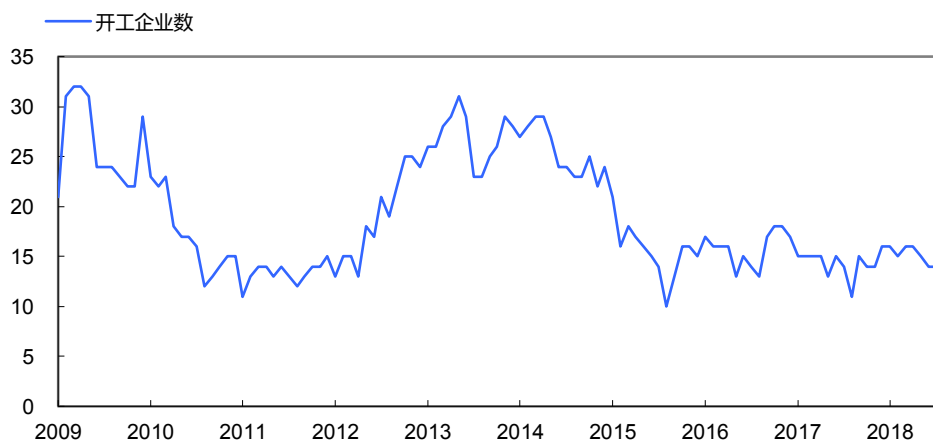
甲醛

资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

4、供给判断

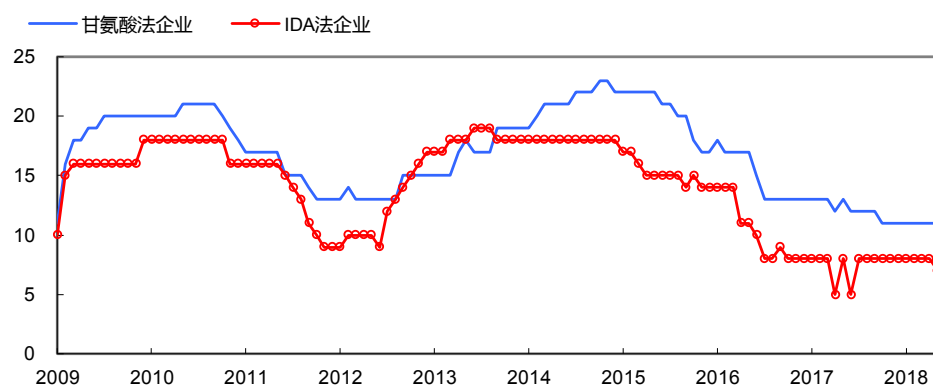
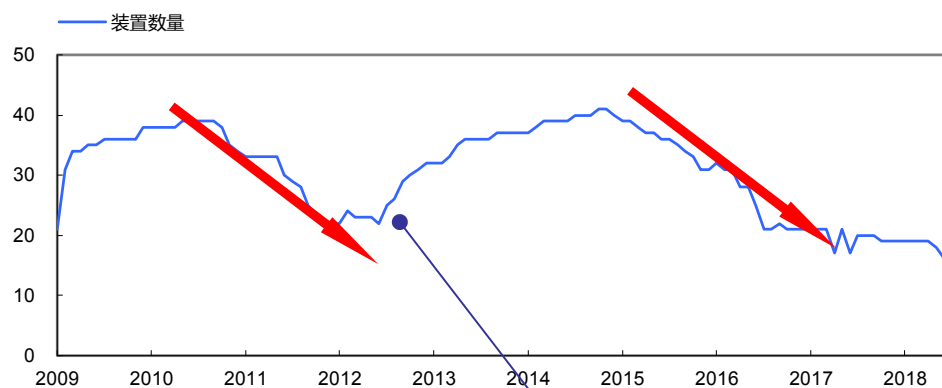
2018年7月开工的草甘膦装置为**14套**，与上月持平，其中甘氨酸法**10套**，IDA法**4套**。我们以停止外售草甘膦超过**18个月**作为企业退出的标准，则目前**仍然在产以及能够恢复生产的装置共计16套**，其中甘氨酸法**11套**，IDA法**5套**（江山股份同时拥有2条工艺路线）。

图表 8：草甘膦开工企业数变化情况



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

图表 9：草甘膦总企业数变化情况



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

两轮周期均有近
半数企业被淘汰

在修正企业数量和装置存续的基础上，测算行业产能与开工率。截至 2018 年 7 月，我国草甘膦的实际总产能约为 **70.0 万吨/年**，低于名义总产能 **89 万吨/年**，更低于市场普遍认识的 **~100 万吨/年** 的估计产能。

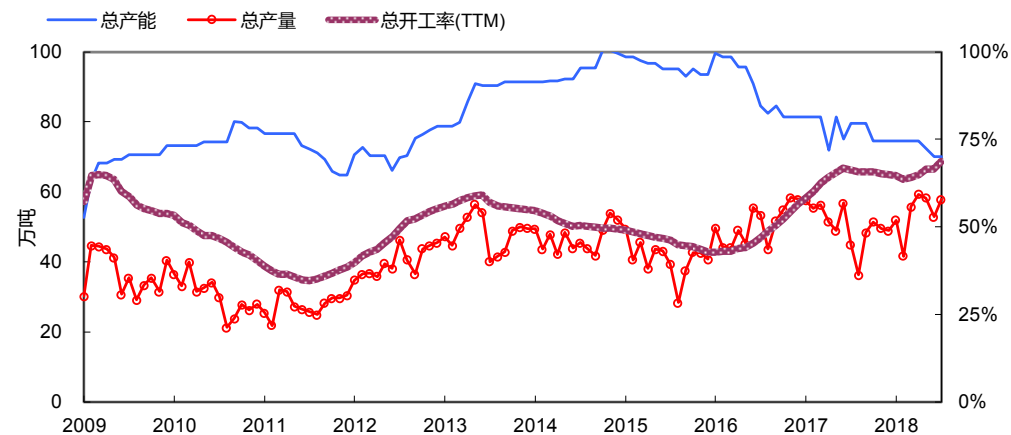
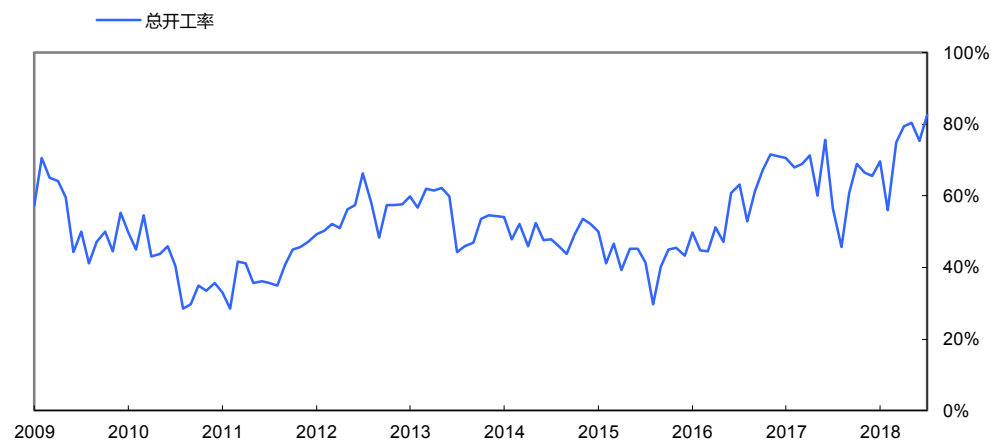
经过修正，2018 年 7 月草甘膦行业的平均开工率为 **82.6% (+7.2 ppt.)**，12 个月滚动平均开工率为 **68.5% (+2.2 ppt.)**，相对

于 2016 年初的最低水平，均出现了明显的上升。

12 个月滚动开工率在 2016 年 2 月开始回升，至 2017 年 7 月持续上升，近期在环保约束约束下，滚动开工率维持高位小幅波动。

图表 10: 修正的草甘膦行业开工率

图表 11: 中国草甘膦实际有效产能、年化总产量及累积开工率

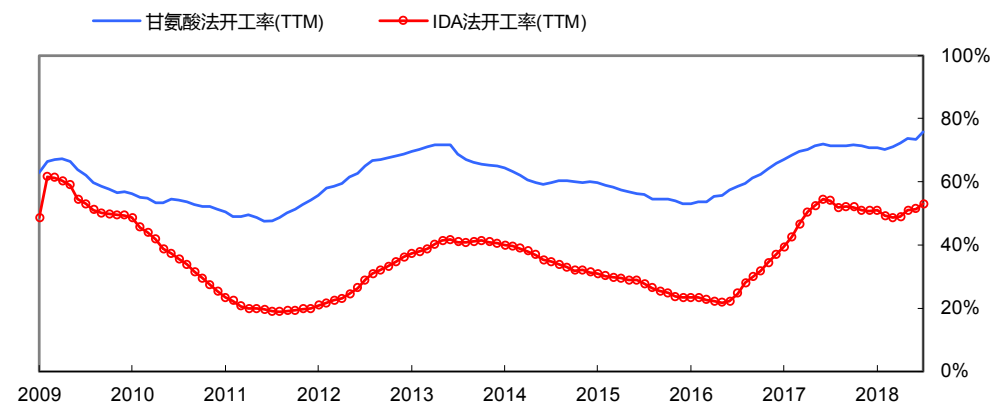
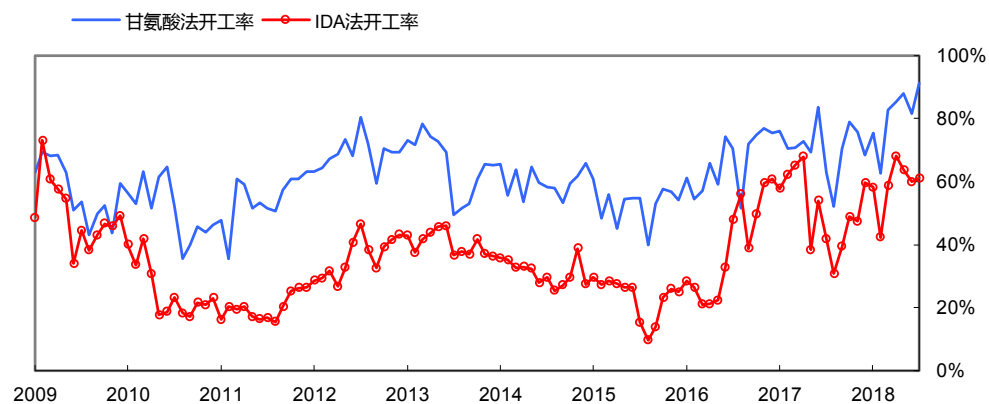


资料来源: 信达证券研发中心、百川资讯

资料来源: 信达证券研发中心、百川资讯

目前甘氨酸法开工率 91.2%(+9.6 ppt.)，IDA 法开工率 61.2%(+1.2 ppt.)。12 个月滚动平均以后，甘氨酸法开工率上升至 75.8%(+2.4 ppt.)，IDA 法开工率上升至 52.9%(+1.5 ppt.)。

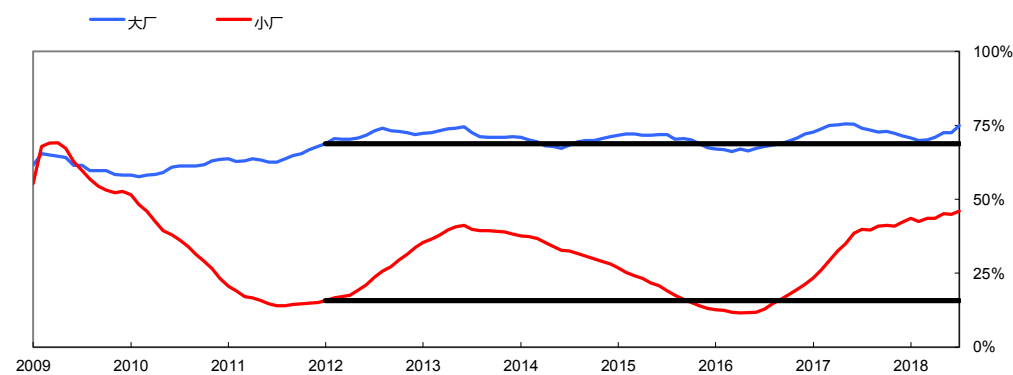
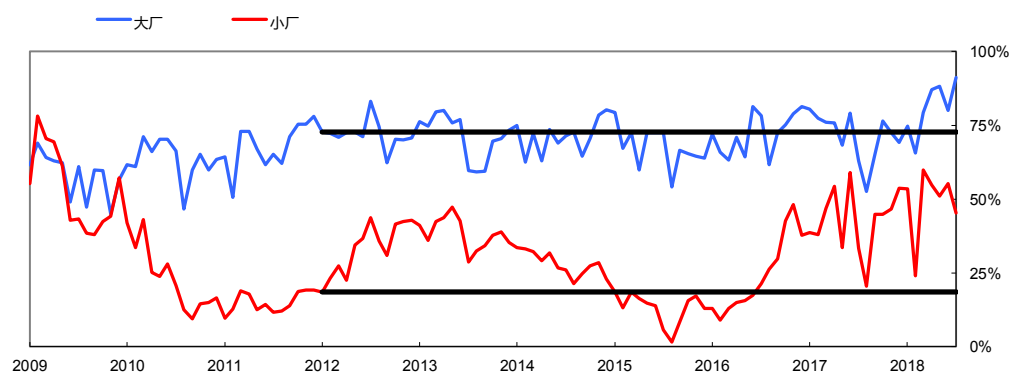
图表 12: 草甘膦各路线开工率 (右图为 TTM 数据)



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

大厂（产能在5万吨及以上的企业）开工率上升至91.2%(+11.2 ppt.)，TTM开工率上升至75.0% (+2.4 ppt.)；小厂开工率下降至45.2%(-10.2 ppt.)，TTM开工率减少至46.0% (+1.0 ppt.)。

图表 13：草甘膦企业开工率（右图为 TTM 数据）



资料来源：信达证券研发中心、百川资讯

三、投资建议

A 股市场上控制有草甘膦权益产能的公司共 8 家，我们重点跟踪新安股份（“增持”）、扬农化工（“买入”）、江山股份（“增持”）以及兴发集团（无评级）。

图表 14：国内草甘膦上市公司情况一览表

	总市值	权益产能	EPS(TTM)	股价	总股本	弹性	弹性
	亿元	万吨	元/股	元/股	亿股	吨/万股	吨/百万元
新安股份	113.1	8	1.03	16.02	7.06	1.1	7.1
江山股份	59.2	7	0.99	19.92	2.97	2.4	11.8
兴发集团	95.1	9.8	0.50	13.08	7.27	1.3	10.3
扬农化工	153.7	4	2.32	49.61	3.10	1.3	2.6
广信股份	60.2	3	0.81	12.96	4.65	0.6	5.0
沙隆达 A	342.5	2	1.44	14.00	24.47	0.1	0.6
*ST 华信	28.5	1.2	0.12	1.25	22.78	0.1	4.2

资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：股价为 2018 年 08 月 08 日收盘价

比较而言，新安股份、兴发集团单位市值对应草甘膦产能较大，其他业务中有机硅也处于底部反转之中，是我们首选的股票；同时，兴发集团由于具有一体化产业链将充分受益于甘氨酸和草甘膦价格的上涨；江山股份受到草甘膦价格波动影响产生的业绩弹性大，估值空间较大，但风险也相对较高。扬农化工其他业务（麦草畏和拟除虫菊酯类杀虫剂）更加出色，业绩和估值受草甘膦波动影响而产生的风险较小。

江山股份（600389）

- **产品价格提升推动毛利率同比增长 6 个百分点。**公司业务分为农药、化工和热电联产蒸汽三大板块。2017 年营收同比下滑是由于子公司贸易业务收入减少所致，剔除贸易业务，公司实现营收 36.28 亿元，同比增长 18.72%。农药板块受益环保严监管下供需格局改善，除草剂和杀虫剂全年均价分别同比提升 19%和 5%，营收同比增长 9.31%和 8.04%至 20.42 和 2.35 亿元，毛利率同比分别增加 8.77 ppt.和 2.03 ppt.至 10.10%和 15.92%。烧碱延续良好行情，量价齐升，推动化工板块氯碱产品营业收入同比增长 36.84%至 4.76 亿元，毛利率同比大幅增长 15.40 ppt.至 53.17%。热电板块销量有所增长，但受煤价上涨影响，毛利率下滑 10.28 ppt.。整体来看，受主要产品价格上涨推动，在剔除贸易业务情况下，公司 17 年毛利率 16.59%，同比增长 5.58 ppt.。
- **草甘膦价格同比仍维持高位，公司拥有较大弹性。**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。公司拥有草甘膦产能 7 万吨（甘氨酸法产能 3 万吨/年，IDAN 法产能 4 万吨/年），受草甘膦价格影响产生的业绩弹性较大。公司采用两种工艺生产，降低了原材料价格波动带来的风险，同时，利用两条工艺路线的互补，通过循环利用、清洁生产工艺改造，大幅度降低了草甘膦的生产成本。
- **18 年酰胺类除草剂产能释放有望进一步增厚公司业绩。**公司除草剂产品除草甘膦外，还生产酰胺类除草剂，包括乙草胺、丁草胺、异丙草胺、精异丙甲草胺等品种。酰胺类除草剂是一类传统的选择性除草剂，市场规模在除草剂系列中位列第三，随着农业现代化进程的不断加速，以及种植业结构的调整，高品质的酰胺类除草剂产品在国际、国内均具有较大的潜在市场。公司采用国外先进的甲叉法生产技术，具有含量高、成本低和三废少的优势。公司目前拥有产能 2 万吨，因产品含量高、杂质少，近两年在市场上一直供不应求，公司近期以自有资金 1.24 亿元建设酰胺类二期技改项目，将于 2018 年中新增 2.6 万吨产能，达产后预计年新增营收 4.8 亿元，净利润 0.8 亿元，增厚公司业绩。
- **化工和蒸汽板块提供业绩支撑。**除农药板块外，公司还经营基础化工及化工中间体产品以及热电蒸汽等其他业务，上述业务营业收入和毛利率基本稳定，为公司提供了有效的业绩支撑，降低了由于草甘膦价格变化带来的业绩波动。此外，公司为一体化的有机磷农药生产企业，从上游电厂、水厂、氯碱化工到下游农药原药、制剂等业务均有所涉及，可自行生产部分原料，降低了公司的生产成本。
- **中化国际筹划协议转让公司股份。**中化国际目前持有公司 86,684,127 股，占公司总股本的 29.19%，为公司第一大股东。公司于 2018 年 1 月 28 日收到中化国际《关于正在筹划协议转让南通江山农药化工股份有限公司股份并公开征集受让方的函》，中化国际正在筹划协议转让其持有的公司股份并公开征集受让方，该事项涉及公司第一大股东的变更。本次股

份转让事项尚须报国务院国有资产监督管理委员会同意后方能组织实施，能否通过审批及通过时间存在不确定性。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018~2020 年摊薄的 EPS 分别达到 1.20 元、1.57 元和 1.76 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。
- **相关研究：**《20170824 江山股份(600389)：产品价格显著上涨，推动公司业绩同比大幅增长 1486.92%》《20180131 江山股份(600389)：2017 年业绩大增，公司进入新一轮扩张期》《20180427 受益产品价格上涨，公司归母净利同比增长 375.35%》

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,751.49	3,641.36	3,997.21	4,377.91	4,498.04
增长率 YoY %	77.48%	-23.36%	9.77%	9.52%	2.74%
归属母公司净利润(百万元)	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
增长率 YoY%	395.52%	375.35%	43.28%	30.48%	12.56%
毛利率%	6.77%	16.55%	19.21%	21.40%	22.45%
净资产收益率 ROE%	3.93%	16.94%	20.92%	22.40%	20.37%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.18	0.84	1.20	1.57	1.76
市盈率 P/E(倍)	113	24	17	13	11
市净率 P/B(倍)	4.30	3.78	3.21	2.56	2.09

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 08 日收盘价

新安股份（600596）

- **草甘膦与有机硅景气持续，一季度业绩超出预期。**公司主营草甘膦和有机硅两大行业。受益主要产品价格大幅上涨影响，公司业绩大幅增长。其中，农化板块实现营收 30.19 亿元，同比增加 0.16%，毛利率 12.05%，同比增加 1.81 ppt.，草甘膦原药和制剂均价同比分别上涨 28.98%、15.90%至 2.14、1.45 万元/吨；有机硅板块实现营收 35.50 亿元，同比增加 14.25%，毛利率 24.21%，同比增加 4.84 ppt.，DMC、生胶、107 胶和混炼胶均价分别同比上涨 53.05%、51.86%、51.24%和 47.19%至 1.75、1.97、1.91 和 2.09 万元/吨。受公司产能搬迁影响，公司 17 年农药（折原药）和有机硅（折 DMC）销量同比分别下滑 12.27%和 23.18%，但价格上涨推动公司整体营收同比增长 6.97%至 72.76 亿元，毛利率同比增长 4.7 ppt.至 17.95%。公司期间费用率相对稳定，同比增长 1.08 ppt.至 13.50%，由于处置可供出售金融资产，公司取得投资收益 2.38 亿元，最终实现归母净利 5.33 亿元，扭亏为盈。此外，在有机硅销售淡季，公司 2018 年第一季度实现归母净利润净利润 2.59 亿元，扣非归母净利润 2.54 亿元，相比 17 年四季度，环比增加大幅 376%，超出市场预期。
- **草甘膦项目搬迁完成，淡季价格仍维持相对高位。**公司 2016 年 7 月启动对 3 万吨草甘膦原药生产装置由白南山园区至建德市马南高新技术产业园的整体搬迁工作，受此影响，公司 2017 年草甘膦产能利用率同比下滑至 64.06%。截至 2017 年 9 月，新厂相关生产装置已完成搬迁并进入试生产阶段，目前草甘膦 8 万吨产能已经释放。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已下降至 75.2 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态。近期，行业进入消费淡季叠加原材料成本支撑减弱导致草甘膦华东市场（95%原药）价格较 17 年 10 月 2.95 万元/吨的高位有所下滑，最新报价为 2.45 万元/吨，同比仍有 11%的增长。
- **有机硅行业景气持续，进一步扩产巩固龙头地位。**公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年有机硅单体项目 2017 年 10 月进入试生产阶段，目前已按设计产能运行，公司有机硅单体产能达到 34 万吨，折合 DMC 产能约 17 万吨。同时，公司 10 月在镇江启动有机硅二期项目建设，拟形成 15 万吨/年有机硅单体、0.5 万吨/年含氢硅油、5 万吨/年生胶、5 万吨/年 107 胶等产能，其中单体预计 2019 年 12 月投产，生胶/107 胶预计 2018 年 12 月投产，届时公司有机硅单体产能将达 49 万吨/年，行业龙头地位进一步巩固。受前几年行业不景气影响，有机硅行业产能出清，供应紧张导致产品价格自 2017 年中以来持续上涨，目前华东市场 DMC 价格已上涨至 3.05 万元/吨，行业进入景气周期。
- **加速“制造+服务”战略转型。**公司是国内草甘膦及有机硅龙头企业，作为集有机硅材料和作物保护为一体的平台型上市公司，公司加速推进“制造+服务”战略转型，由产品的供应商转向应用技术服务商。通过转变商业模式，向现代服务型企业转型，以满足客户需求为出发点，从创造供给转向创造需求。2017 年，公司继续发力农业服务和有机硅终端的两大新兴业务，通过兼并合作方式，快速扩张农业服务版图，通过产能搬迁及新建，有效提升现有产能及产品生产技术水
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 1.54 元、1.81 元和 2.02 元，维持“增持”评级。

- **风险因素:** 原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。
- **相关研究:**《20171031 新安股份(600596): 草甘膦、有机硅售价显著上涨, 第三季度业绩同比大幅增长 335%》《20180411 新安股份(600596): 草甘膦、有机硅景气持续, 一季度业绩超出预期》

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,802.49	7,276.47	9,827.36	10,067.36	11,484.36
增长率 YoY %	-7.41%	6.97%	35.06%	2.44%	14.08%
归属母公司净利润(百万元)	77.56	532.74	1,090.56	1,275.90	1,425.40
增长率 YoY%	-129.07%	586.87%	104.71%	16.99%	11.72%
毛利率%	13.25%	17.95%	26.89%	28.64%	28.21%
净资产收益率 ROE%	1.94%	12.51%	21.93%	20.96%	19.16%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.11	0.75	1.54	1.81	2.02
市盈率 P/E(倍)	146	21	10	9	8
市净率 P/B(倍)	2.81	2.52	2.08	1.68	1.39

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 08 月 08 日收盘价

扬农化工（600486）

- **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 年一季度进一步增长至 32.46%。
- **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%。
- **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。

- **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 分别达到 3.02 元、3.57 元和 4.29 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》《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》

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,928.97	4,438.23	5,047.98	5,569.62	6,043.65
增长率 YoY %	-5.95%	51.53%	13.74%	10.33%	8.51%
归属母公司净利润(百万元)	439.26	574.95	936.08	1,106.44	1,328.40
增长率 YoY%	-3.48%	30.89%	62.81%	18.20%	20.06%
毛利率%	24.82%	27.45%	32.70%	34.18%	36.82%
净资产收益率 ROE%	13.35%	15.66%	21.88%	21.23%	20.66%
摊薄每股收益 EPS(元)	1.42	1.86	3.02	3.57	4.29
市盈率 P/E(倍)	35	27	16	14	12
市净率 P/B(倍)	4.46	3.95	3.30	2.67	2.17

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 08 日收盘价

四、风险因素

转基因作物种植面积增速不达预期；小厂开工率迅速提升；天气因素。

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。

葛韶峰，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。	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。