

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

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

## 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11月19日

## ➤ 本周行业观点

## 中美贸易战将促进“低蛋白日粮”饲养方案推广,带动国内蛋氨酸需求

7月6日中美贸易战正式开打,美国开始对340亿美元中国产品加征25%的关税,而中国则对包括大豆在内的340亿美元进口产品征收关税。目前,我国大豆主要从巴西、美国、阿根廷等国家进口,对外依存度高达86%,其中美国占我国大豆总进口量的31%。对美国大豆加征25%关税将使美国大豆进口成本增加700-800元/吨,较巴西大豆高300元/吨左右,势必将减少国内对美豆的采购,使我国大豆及豆粕供应出现缺口,推升饲料主要原料豆粕的价格。

7月3日,为应对贸易战对我国养殖行业的冲击,农业农村部畜牧业司召开“豆粕减量替代技术研讨会”,研究饲料中豆粕减量替代方案,探讨低蛋白日粮等技术的可行性。目前,我国的养殖业使用日粮多是玉米豆粕型日粮,其中豆粕作为蛋白质原料,主要用来补充动物生长所需的各种氨基酸。低蛋白日粮是指将饲料蛋白质水平按NRC推荐标准降低2%-4%,根据动物不同生理阶段的理想蛋白质模型,添加适量的工业合成氨基酸配制成的能够满足特定阶段动物生理需求、保证其高效经济的日粮。

和高蛋白日粮相比,低蛋白日粮的氨基酸更平衡,蛋白质的消化率更高,降低了不能被消化吸收的蛋白质,进而降低了动物氮排放量,减少了环境污染。与此同时,低蛋白日粮还可降低豆粕用量,增加玉米用量和赖氨酸及其他小品种氨基酸的用量。通过配方调整及低蛋白日粮的应用,我国豆粕用量有3-4%的下降空间。此外,目前我国蛋氨酸消费量约20万吨,肉鸡饲料蛋氨酸的添加比例仅为0.1%,距离0.25%的科学水平还有一定提升空间,低蛋白日粮的推广也将提升我国蛋氨酸在饲料中的添加比例,从而带动蛋氨酸消费量。

另一方面,豆粕价格的提升将提高养殖户的饲养成本,进而推升肉类价格,在经济不景气大环境下,消费者或倾向于选择消费性价比更高的禽肉,加之近期非洲猪瘟持续蔓延,居民猪肉消费减弱,也将带动禽肉消费量,从而增加蛋氨酸的需求。

风险提示: 养殖业持续低迷或禽类疫情爆发导致蛋氨酸需求不及预期。

## ➤ 本期【卓越推】组合: 扬农化工(600486)。

## 扬农化工 (600486)

(2018-11-16 收盘价 41.44 元)

### ➤ 核心推荐理由:

**1、农药产品量价齐升推动业绩增长，盈利能力大幅提高。**公司主营农药业务，产品包括杀虫剂、除草剂和杀菌剂三类。近年来，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。上半年，受优嘉二期于去年年中投产影响，公司杀虫剂和除草剂产品分别实现销量 0.72 和 3.17 万吨，同比分别增长 16.58% 和 69.64%。同时产品价格仍维持高位，上半年杀虫剂和除草剂平价售价为 16.71 和 3.80 万元/吨，同比分别增长 23.42% 和 5.47%，使得公司上半年毛利率同比增长 5.55 ppt. 至 31.19%，受人民币贬值影响，公司汇兑收益增加致使财务费用大幅下降，期间费用率同比下降 2.95 ppt. 至 7.99%。

**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。近年来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 70 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/吨最高上涨至 2.95 万元/吨，在今年年初经历一轮价格回落后，受甘氨酸、甲醇等产品上涨影响，目前草甘膦价格提升至 2.70 万元/吨。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 4300 美元/吨，同比上涨 26.47%。

**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，功夫菊酯价格自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30.0万/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、收购中化国际农化资产，加速产业一体化布局。**8月，公司公告拟以现金方式受让关联方中化国际持有的中化作物和农研公司100%股权。中化作物主要从事农资经营及进出口业务，有利于公司向下游销售终端布局，中化作物2018H1营收和归母净利分别为19.40和1.82亿元，占公司2018年营收和归母净利的62.68%和32.33%，收购完成后预计将大幅增厚公司利润；农研公司主要从事农药研发业务，收购农研公司后将进一步提升公司研发实力。

- **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4.29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：**《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》《20180824 量价齐升业绩持续高增长，收购农化资产加速一体化布局》

## 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。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。

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。

## 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	010-83252068	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。	<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。