

和邦生物 股票代码：603077.SH

受益草甘膦、纯碱涨价，稳步推进蛋氨酸、碳纤维项目

事项：

我们于11月29日赴公司就近期经营情况进行了交流

主要观点

1. 草甘膦受益环保事件持续涨价，双甘膦同步上涨

草甘膦制备方法包括甘氨酸和 IDA 法两大类，前者产能占比 60%，后者 40%。公司采用 IDAN 法生产草甘膦（单耗双甘膦 1.5 万吨），公司草甘膦产能 5 万吨，双甘膦 13.5 万吨（约 7.5 万吨自用），今年以来持续满产，其中双甘膦产能占了全球总产能的 70%。天然气是双甘膦生产的重要原料，川渝地区资源优势明显。11 月下旬，河北、山东等地甘氨酸产能受环保影响停产，叠加四季度的销售旺季，推动草甘膦价格上涨至近期的 2.4 万元/吨，公司草甘膦成本 1.8 万元/吨，双甘膦成本 8000 元/吨。

2. 现有联碱产能 110 万双吨，价格持续回暖

纯碱 14 年受氯化铵价格暴跌影响，联碱法行业产能退出 200 万吨，15 年 3 季度，氯化铵价格反弹，导致氨碱法丧失成本优势，产能继续退出。15 年整体较 14 年产能下降 40 万吨至 3000 万吨左右，16 年产能又进一步小幅下滑，今年的开工率一直维持在 85% 左右，需求端稳定，供需平衡，预计未来价格将持续上涨。轻质纯碱价格近期已较底部上涨了 66% 至 1950 元/吨，氯化铵价格 470 元/吨，公司目前联碱生产成本约 1600 元/双吨。

3. 积极推进蛋氨酸和碳纤维项目，寻找新的增长点

年产 5 万吨蛋氨酸项目积极建设中，预计 2017 年投产，蛋氨酸项目投资规模大、行业存技术壁垒，由于技术封锁好，全球供应商未超过 10 家供应商，竞争格局良好，历史价格从未低于成本，目前行业成本约为 2.1 万元/吨，产品价格 2.7 万元/吨。公司 3000 吨/年 PAN 基碳纤维项目准备中，预计 2018 年投产，该项目建成后，可实现“前驱体-白丝-碳丝”的全流程生产，目前国内碳纤维严重供不应求，80% 依赖进口。

4. 投资建议：

今年 10 月以 5.61 元/股定增募集了 39 亿元，目前股价倒挂，存安全边际。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.1、0.21、0.23 元，目前股价对应 PE 为 55、25、23 倍，首次推荐评级。

5. 风险提示：

环保影响公司开工率

目标价：-RMB

当前股价：5.27RMB

投资评级推荐

评级变动首次评级

证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001
电话：010-66500885
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：陈凯茜

电话：010-63214656
邮箱：chenkaixi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	401,420
流通 A 股/B 股(万股)	318,512/-
资产负债率(%)	29.9
每股净资产(元)	2.6
市盈率(倍)	80.9
市净率(倍)	3.35
12 个月内最高/最低价	7.27/4.31

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目录

一、公司实际控制人为贺正刚，产业结构调整成果初显.....	4
二、草甘膦受益环保持续涨价，双甘膦同步上涨.....	5
三、纯碱价格持续回暖.....	7
四、积极推进蛋氨酸、碳纤维项目，寻找新的增长点.....	8
五、盈利预测	9

图表目录

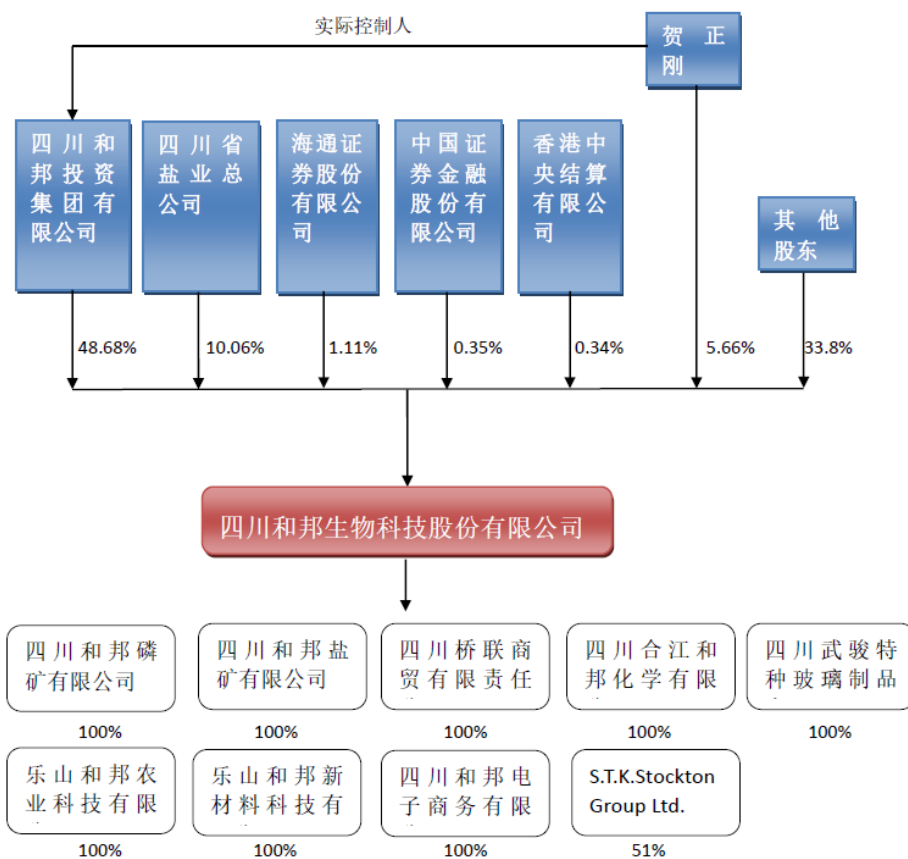
图表 1	公司实际控制人为贺正刚	4
图表 2	公司产能情况	4
图表 3	2014 全球草甘膦原药产量(万吨)	5
图表 4	草甘膦自 8 月以来价格大幅上涨，最新价格 24000 元/吨	5
图表 5	草甘膦国内总产能 86.7 万吨，甘氨酸法占比约 60%	6
图表 6	国内甘氨酸产能分布	6
图表 7	和邦生物 IDAN 路线制备双甘膦工艺流程	7
图表 8	氯化铵价格走势	8
图表 9	轻质纯碱价格走势，有较大涨幅	8
图表 10	纯碱表观需求量（万吨）	8
图表 11	蛋氨酸现货价格走势	8

一、公司实际控制人为贺正刚，产业结构调整成果初显

公司实际控制人为贺正刚，二股东为四川省国资委管控的四川省盐业总公司。公司主营业务涉及化工行业、玻璃制造业、采盐行业和电商零售行业，目前具有碳酸钠、氯化铵 110 万双吨/年，双甘膦产品 13.5 万吨/年、草甘膦产品 5 万吨/年，智能玻璃、特种玻璃产品 46 万吨/年、210 万吨/折盐卤水的生产能力，其中，联碱产品、双甘膦、玻璃、农药、卤水在 2015 年分别贡献了收入的 44.64%、33.88%、14.78%、3.28%、1.56%。

近年来公司通过产业结构调整、核心业务转型，主营业务转向生物农药及其他生物产品、互联网+、农业、精细化工、新材料等产业领域，已形成化工、农业、新材料、电子商务四大领域业务格局。今年以来草甘膦项目达产并处于满产状态；双甘膦产能占全球供应 70%，拥有绝对定价权；5 万吨/年蛋氨酸项目已开工建设，预计 2017 年投产；碳纤维定增项目已通过证监会审批，预计两年后投产；S.T.K.生物农药业务持续拓展，预计明年推出第一款杀菌生物农药。

图表 1 公司实际控制人为贺正刚



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 公司产能情况

产品	产能（万吨/万双吨）
联碱（纯碱、氯化铵）	110
双甘膦	13.5
草甘膦	5
浮法玻璃	45.6

产品	产能（万吨/万双吨）
蛋氨酸	在建 5 万吨
PAN 基碳纤维	在建 3000 吨

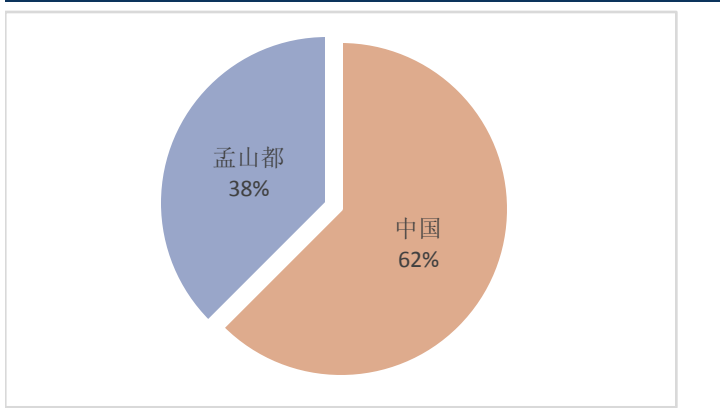
资料来源：公司调研，华创证券

二、草甘膦受益环保持续涨价，双甘膦同步上涨

草甘膦产业链受益环保持续涨价，甘氨酸产能受冲击。草甘膦的制备方法包括甘氨酸和 IDA 法（双甘膦为原料）两大类，单吨草甘膦的生产需消耗 0.5-0.7 吨甘氨酸或 1.3-1.5 吨双甘膦，其中甘氨酸法产能占比为 60%，今年 11 月下旬的环保事件影响了河北和山东等甘氨酸主要产区，当时全国最大的甘氨酸生产商河北东华约 18 万吨产能被迫停产，甘氨酸产能受冲击，造成草甘膦供应不足，叠加海外需求旺季，渠道商库存较低，草甘膦价格大幅上涨，双甘膦价格一应而起，目前草甘膦的报价已达 2.4 万元以上。

公司现有 13.5 万吨/年的双甘膦产能，占全球供应的 70%，目前价格 1.3 万元/吨，成本 8000 元/吨。第二大双甘膦供应商为重庆紫光，产能约 3-4 万吨/年，此外业内有部分 IDA 企业自供双甘膦，或外采亚氨基二乙腈用于生产。天然气是生产双甘膦的重要原料，由于区位优势，公司天然气采购综合结算价约 1.5 元/立方米，远低于华东地区的 4 元/立方米。

图表 32014 全球草甘膦原药产量(万吨)



资料来源：网络整理，华创证券

图表 4 草甘膦自 8 月以来价格大幅上涨，最新价格 24000 元/吨



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 草甘膦国内总产能 86.7 万吨，甘氨酸法占比约 60%

企业	工艺路线	投产时间	产能（千吨）	所在省份
新安化工	甘氨酸法	2001-01	13	浙江省
兴发化工	甘氨酸法	2009-01	7	湖北省
	甘氨酸法	2015-11	6	湖北省
乐山福华	甘氨酸法	2007-01	5	四川省
	IDA	2007-01	7	四川省
江山股份	甘氨酸法	-	3	江苏省
	IDA	-	4	江苏省
安徽华星	IDA	2009-01	55	安徽省
内蒙古腾龙	甘氨酸法	2014-01	50	内蒙古
和邦生物	IDA	2015-09	50	四川省
浙江金帆达	甘氨酸法	2007-01	35	浙江省
捷马化工	IDA	2008-01	30	浙江省
扬农化工	IDA	2012-01	30	江苏省
广信农化	甘氨酸法	2009-01	30	安徽省
山东润丰	IDA	-	10	山东省
	甘氨酸法	-	15	山东省
湖北沙隆达	IDA	2012-01	25	湖北省
四川贝尔	IDA	2014-01	25	四川省
莱德生物	甘氨酸法	2009-01	20	湖南省
浙江菱化	甘氨酸法	2009-01	12	浙江省
南通利华	甘氨酸法	-	10	江苏省
京博农化	甘氨酸法	2009-01	10	山东省
斌农科技	甘氨酸法	2006-01	10	山东省
总计	甘氨酸法		53.2	
	IDA 法		33.5	
	86.7			

资料来源：卓创资讯，华创证券

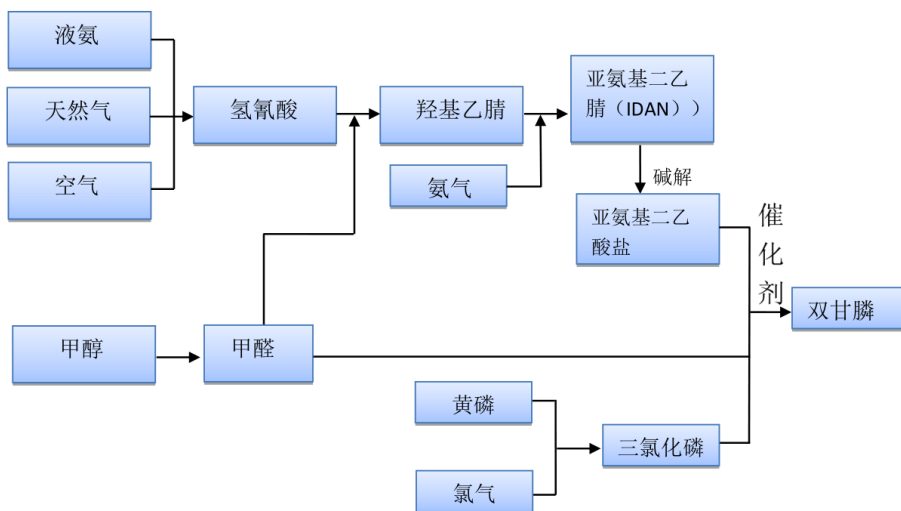
图表 6 国内甘氨酸产能分布

企业（全称）	产能（万吨）	现状
河北东华	18	18wt 停产

企业（全称）	产能（万吨）	现状
河南许昌东方化工有限公司	3.5	配套用，不外卖
湖北金信化工	10	配套用，不外卖
山东临沂鸿泰化工有限公司	7	
山东振兴化工	1	
广安诚阳生物科技有限公司	2	

资料来源：百川、网络整理，华创证券

图表 7 和邦生物 IDAN 路线制备双甘膦工艺流程

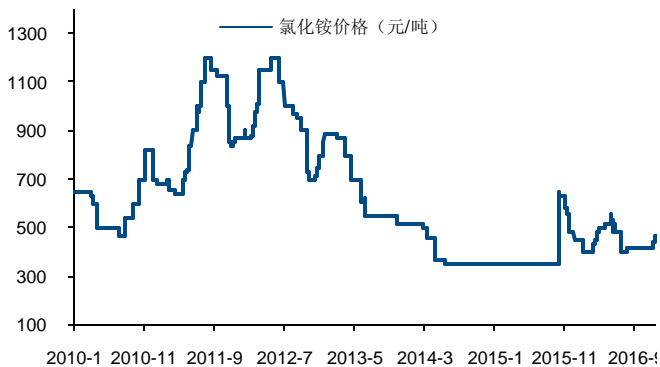


资料来源：公司公告，华创证券

三、纯碱价格持续回暖

轻质纯碱价格近期已较底部上涨了 66%至 1950 元/吨，氯化铵价格 470 元/吨，公司现有联碱产能 110 万吨，目前联碱生产成本约 1600 元/双吨。

价格上涨周期有望延续。纯碱近年产能持续收缩，自 14 年受氯化铵价格暴跌影响，联碱法全行业产能退出 200 万吨，15 年 3 季度，氯化铵价格开始反弹，导致氨碱法产能丧失成本优势，产能继续退出。15 年整体较 14 年产能下降 40 万吨至 3000 万吨左右，16 年产能又进一步小幅下滑，行业开工率今年的开工率一直维持在 85%左右，需求端一直较为稳定，且下游玻璃行业一旦开工难以停产，供需处于紧平衡状态。目前来看，行业未来几年没有明显的投产计划，价格上涨周期有望延续。

图表 8 氯化铵价格走势


资料来源：华创证券

图表 9 轻质纯碱价格走势，有较大涨幅


资料来源：华创证券

图表 10 纯碱表观需求量（万吨）

年份	产能	产量	进口	出口	表观消费量
2007	1800	1771	3.97	170.60	1605.14
2008	2100	1881	0.14	212.89	1668.55
2009	2400	2001	3.24	232.26	1772.38
2010	2660	2029	0.16	158.2	1871.26
2011	2814	2303	1.16	151.36	2153.13
2012	2864	2386	3.09	171.45	2217.84
2013	3007	2405	19.81	167.75	2257.86
2014	3052	2514	4.99	179.08	2340.61
2015	3013	2591	0.09	219.72	2372.07

资料来源：卓创资讯，华创证券

四、积极推进蛋氨酸、碳纤维项目，寻找新的增长点

5 万吨/年蛋氨酸项目建设中，预计 2017 年投产，行业供需合理前景良好。蛋氨酸项目投资规模大、行业存技术壁垒，由于行业技术封锁较好，全球一直只有不超过 10 家供应商，竞争格局良好。未来应有范围有望从禽羽类饲料拓展至猪饲料，需求得到增大。目前蛋氨酸现货价格为 27300 元/吨，10 月底最低价曾为 24540 元/吨，涨幅 11.25%。

3000 吨/年 PAN 基碳纤维项目准备中，预计两年投产，国内碳纤维严重供不应求，80%依赖进口。碳纤维是一种含碳量在 95%以上，高强度、高模量的新型纤维材料，其密度比铝轻，而强度高于钢铁，广泛应用于航空、航天、汽车工业、新能源、体育休闲等领域。（1）国内需求旺盛：2014 年国内需求量为 1.65 万吨，其中 80%依赖进口。

（2）国内供给严重不足：受制技术水平，国内供应链严重不足，无法量产 T400 以上产品，市场产品十分抢手。

图表 11 蛋氨酸现货价格走势



五、盈利预测

今年 10 月以 5.61 元/股定增募集了 39 亿元，目前股价倒挂，存安全边际。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.1、0.21、0.23 元，目前股价对应 PE 为 55、25、23 倍，首次推荐评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	569	1,096	1,771	2,742
应收票据	120	120	120	120
应收账款	628	809	1,201	1,501
预付账款	119	144	208	261
存货	821	989	1,430	1,797
其他流动资产	88	88	88	88
流动资产合计	2,344	3,246	4,818	6,509
其他长期投资	80	80	80	80
长期股权投资	179	179	179	179
固定资产	3,404	3,025	2,689	2,390
在建工程	1,684	1,684	1,684	1,684
无形资产	966	966	966	966
其他非流动资产	2,540	2,540	2,540	2,540
非流动资产合计	8,853	8,475	8,138	7,839
资产合计	11,197	11,721	12,956	14,348
短期借款	2,558	2,558	2,558	2,558
应付票据	0	0	0	0
应付账款	786	947	1,369	1,720
预收款项	103	133	197	246
其他应付款	16	16	16	16
一年内到期的非流动负债	151	151	151	151
其他流动负债	107	107	107	107
流动负债合计	3,721	3,912	4,398	4,799
长期借款	70	70	70	70
应付债券	794	794	794	794
其他非流动负债	31	31	31	31
非流动负债合计	894	894	894	894
负债合计	4,615	4,806	5,292	5,693
归属母公司所有者权益	6,288	6,684	7,515	8,427
少数股东权益	295	231	149	228
所有者权益合计	6,582	6,915	7,664	8,655
负债和股东权益	11,197	11,721	12,956	14,348

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	435	647	773	1,043
现金收益	604	830	1,184	1,363
存货影响	81	-168	-441	-367
经营性应收影响	-232	-206	-456	-353
经营性应付影响	-91	191	487	401
其他影响	72	0	0	0
投资活动现金流	-1,784	-1	-1	0
资本支出	-912	-1	-1	0
股权投资	5	0	0	0
其他长期资产变化	-876	0	0	0
融资活动现金流	1,771	-119	-98	-72
借款增加	300	0	0	0
财务费用	-123	-119	-98	-72
股东融资	1,592	0	0	0
其他长期负债变化	3	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,863	3,689	5,476	6,845
营业成本	2,235	2,693	3,895	4,895
营业税金及附加	24	30	45	57
销售费用	147	251	307	342
管理费用	133	203	246	308
财务费用	123	119	98	72
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	44	0	0	0
营业利润	219	393	885	1,172
营业外收入	64	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	282	393	885	1,172
所得税	44	61	137	181
净利润	239	333	749	992
少数股东损益	-1	-63	-82	79
归属母公司净利润	240	396	831	912
NOPLAT	274	433	832	1,052
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.10	0.21	0.23

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	31.0%	28.9%	48.4%	25.0%
EBIT 增长率	37.9%	57.8%	92.1%	26.5%
归母净利润增长率	-64.3%	65.0%	110.0%	9.8%
获利能力				
毛利率	21.9%	27.0%	28.9%	28.5%
净利率	8.3%	9.0%	13.7%	14.5%
ROE	3.8%	5.9%	11.1%	10.8%
ROIC	4.1%	6.1%	10.7%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	41.0%	40.8%	39.7%
债务权益比	54.7%	52.1%	47.0%	41.6%
流动比率	63.0%	83.0%	109.5%	135.6%
速动比率	41.0%	57.7%	77.0%	98.2%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
应收帐款周转天数	79	79	79	79
应付帐款周转天数	127	127	127	127
存货周转天数	132	132	132	132
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.10	0.21	0.23
每股经营现金流	0.11	0.16	0.19	0.26
每股净资产	1.57	1.66	1.87	2.10
估值比率				
P/E	88	53	25	23
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	38	28	19	16

化工组分析师介绍

华创证券组长、首席分析师：曹令

理学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。

华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500