

[2009.02.27]

草甘膦触底反弹

—农药行业 2 月报

任静 王培
010-59312820 021-38676659
renjing@gtjas.com wangpei@gtjas.com

本报告导读：

➤ 近期股价下跌后估值日显合理，由于公司稳定的业绩预期，请投资者关注下跌后的买入机会，重点推荐公司不变，依旧是“扬农化工，利尔化学，联化科技、诺谱信”

投资要点：

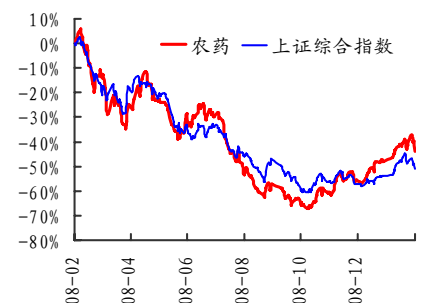
- **月初旱情激发农药行情：**由于各上市公司侧重点有所差异，股价表现不一，旱灾对于包括多数农药上市公司杀虫剂产品均有影响，但是由于产品占业务比重的不同，具体影响程度也各异，扬农化工，红太阳，诺谱信，沙隆达 A，华星化工相对业绩提升更为明显，利尔化学由于募投项目的关系也倍受关注。
- **草甘膦触底反弹：**近期，草甘膦反弹迹象明显，我们认为会有交易性机会，相对来看，华星化工、新安股份、江山股份的业绩敏感性最大，而扬农化工的稳健性更具优势，综合判断，我们推荐“新安股份+扬农化工”的稳健组合，对于激进投资者可以适当关注“华星化工+江山股份”。
- **出口数据明显下滑：**虽然统计口径略有区别，但是去年 12 月份的进出口同比数据均下降明显，也从侧面说明农药行业相对优势的弱周期性也同样受到了经济危机的影响。从这个角度来看，国内农药原药供应商也在发生分化，一批长期和国际厂家协作的客户和有环保保障的厂家更体现其稳定性和可依赖性的优势。
- **农药行业策略：**长远来看，受去年年初雪灾和今年初暖冬的影响，农药大宗品种尤其是杀虫剂 09 年需求量同比增长较为确定，我们认为原有主要杀虫剂替代品种尤其是毒死蜱、菊酯等需求量依然会有较大幅度的提升，而差异化产品由于份额相对保持稳定依然是我们推荐的首选。自去年 4 季度以来，农药公司在化工行业中由于受经济危机影响较小，一直是市场和资金追逐的热点，近期在股价大幅下跌后其估值也日显合理，由于公司稳定的业绩预期，请投资者关注下跌后的买入机会，重点推荐公司不变，依旧是“扬农化工，利尔化学，联化科技、诺谱信”。
- **近期报告**
 - ✓ 利尔化学年报点评《2009 重回稳定增长》
 - ✓ 渝三峡年报点评《油漆盈利微降，甘氨酸基本成功》
 - ✓ 联化科技调研报告《定制保障稳定，创新迎来增长》

细分行业评级

农药药剂 增持

公司评级

扬农化工	增持
利尔化学	谨慎增持
诺谱信	谨慎增持
联化科技	谨慎增持
新安股份	谨慎增持
红太阳	中性
沙隆达 A	谨慎增持
渝三峡 A	谨慎增持
华星化工	谨慎增持
江山股份	中性



相关报告

农药行业：替代驱动力，决胜差异化
(09.01.20)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 旱情激发农药行情

今年我国发生了罕见的异常天气，旱灾也接踵而至，由于旱情持续时间很长，而大旱之年往往意味着病虫害的肆意，条锈病、蝗虫、蚜虫、瓜绢螟、斜纹夜蛾、豆野螟等害虫可对农产品生产构成威胁。

据各地检测，西北、西南麦区病虫害发病时间比去年提早了 10~55 天，而 2 月初，更是包括 7 个省（市）223 个县发生了小麦条锈病，受灾面积达到 1130 万亩。

表 1：旱灾影响一览

主要病虫害	主要防治产品	重点影响上市公司
条锈病	三唑酮\烯唑醇\丙环唑	利尔化学, 红太阳, 诺谱信, 华星化工
蝗虫, 蚜虫	氧化乐果\敌敌畏\氰戊菊酯	沙隆达 A, 大成股份, 诺谱信, 江山股份, 红太阳
瓜绢螟	阿维菌素\毒死蜱\高效氯氟菊酯\氰戊菊酯\溴氰菊酯	扬农化工, 利尔化学, 红太阳, 诺谱信, 新安股份, 升华拜克, 钱江生化, 华星化工
斜纹夜蛾	溴氰菊酯\辛硫磷\氰戊菊酯	扬农化工, 红太阳, 诺谱信
豆野螟	氯氟菊酯\溴氰菊酯\三氟氯氰菊酯\高效氯氟菊酯	扬农化工, 红太阳, 诺谱信, 华星化工

资料来源：国泰君安证券

从农业部监测数据来看，目前小麦条锈病的发病面积同比增长了近七成，防治小麦条锈病的杀菌剂需求量会比往年增加近 70%，其他防治病虫害的农药需求量估计不会增长太多

由于各上市公司侧重点有所差异，股价表现不一，旱灾对于包括多数农药上市公司杀虫剂产品均有影响，但是由于产品占业务比重的不同，具体影响程度也各异，扬农化工，红太阳，诺谱信，沙隆达 A，华星化工相对业绩提升更为明显，利尔化学由于募投项目的关系也倍受关注。

2. 草甘膦价格触低反弹

图 1：草甘膦价格曲线

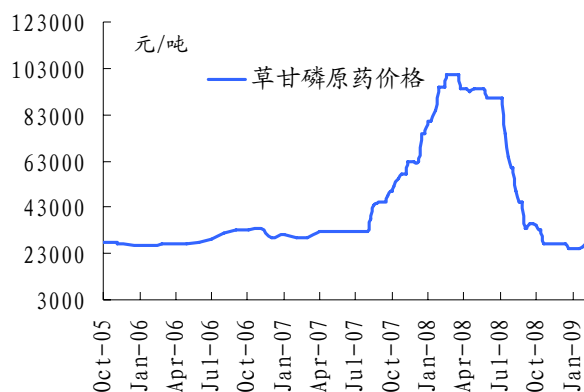
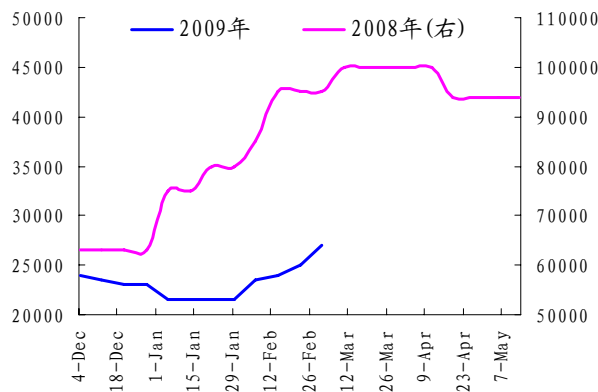


图 2：2008 年 3 月份价格达到顶峰



资料来源：国泰君安证券

资料来源：国泰君安证券

表 2：上市公司草甘膦产能情况

公司	现有产能	方法	其他
新安股份	8	甘氨酸 甘氨酸	还有 2 万吨规划
江山股份	5.2	/IDA	规划 3 万吨甘氨酸法
华星化工	1.5	IDA	5 万吨亚胺基二乙腈在建
沙隆达	2	IDA	规划 2 万吨的双甘膦项目
红太阳	2	IDA	计划资产注入 2 万吨双甘膦
扬农化工	1.5	IDA	3 万吨在建，预计 2 季度投产

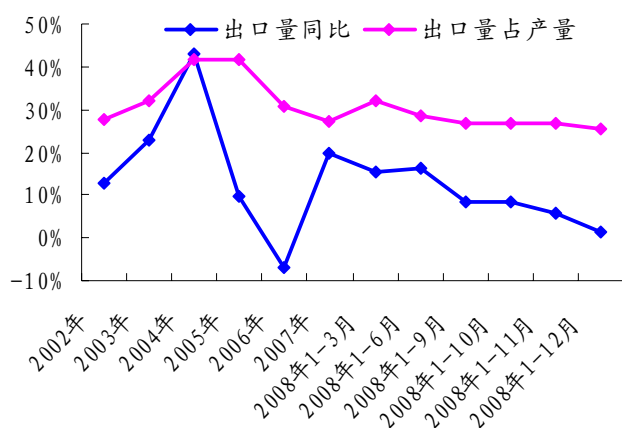
资料来源：国泰君安证券

2008 年 12 月 1 日起，草甘膦产品出口退税率由原来的 5% 提高至 9%，而 2009 年 2 月 5 日，巴西外贸委员会决定将中国产草甘膦反倾销税由 2.9% 下调至 2.1% 的利好因素都给草甘膦企业提供了些许喘息机会。

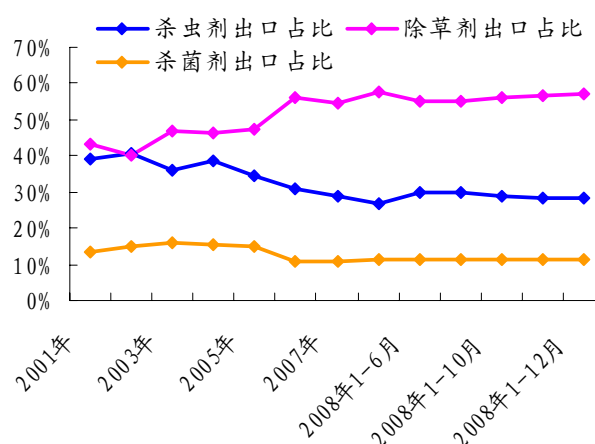
由于随着季节变换，国外订单和刚性需求也开始相继恢复，草甘膦价格自 1 月初开始，又迎来了阶段性的上涨，目前虽然已经距离 21000 元/吨的最低价上调 30% 至 27500 元/吨左右，各个公司还处于较低的赢利水平。再加上长期以来的客户积累、成本控制以及环保投入的不同，各个上市公司在草甘膦产品和定价等方面的差异很大，进而也影响了各公司的基本赢利情况。

目前，各大公司前期的新建产能规划都在观望阶段，而已经开工建设的项目也没有提前投产的动力，二月份草甘膦需求转好，虽然会迎来价格的阶段性回升，但是前期亏损的甘氨酸以及二异腈胺生产厂家也会借机要求提价，供需恢复正常后，草甘膦整体毛利率水平应在 10%~15% 左右浮动，新安等成本优势明显的公司相对高于行业平均水平，而扬农、江山等成本加成方式签定长单的公司相对也更具优势。

3. 出口数据明显下滑

图 1：出口量同比持续下滑


资料来源：中国石油化工协会

图 2：出口产品格局不变


资料来源：中国石油化工协会

据石化协会统计, 2008 年 12 月, 农药出口 2.76 万吨, 出口额 9186 万美元, 分别同比增-38%和-35.5%。另农业部农药检定所提供的海关数据统计显示, 2008 年 12 月份, 我国农药出口数量为 6.43 万吨, 同比增长-34.0%, 出口金额为 3.03 亿美金, 同比增长-29.6%。进口数量为 0.35 万吨, 同比增长-55.9%; 进口金额为 0.16 亿美元, 同比增长-24.9%, 其中农药原药出口数量为 4.10 万吨, 同比增长-24.3%; 出口金额为 2.29 亿美元, 同比增长-21.6%。

虽然统计口径略有区别, 但是去年 12 月份的进出口同比数据均下降明显, 也从侧面说明农药行业相对优势的弱周期性也同样受到了经济危机的影响。从这个角度来看, 国内农药原药供应商也在发生分化, 一批长期和国际厂家协作的客户和有环保保障的厂家更体现其稳定性和可依赖性的优势。

4. 价格跟踪及重要事件点评

表 3: 个别农药价格以及对应公司情况

产品名称	目前价格	1 周前价格	4 周前价格	相关公司
高效氯氟氰菊酯	210000	205000	180000	扬农化工、诺普信
吡虫啉	11800	118000	120000	红太阳、华星化工、威远生化、诺普信
毒死蜱	39000	39000	42000	红太阳、利尔化学、新安股份、诺普信
敌敌畏	13000	13000	13000	沙隆达、大成股份、江山股份
灭多威	55000	55000	55000	华阳科技、湖南海利
6%-8%阿维菌素原粉	850 元/公斤	830	760	钱江生化、升华拜克、威远生化、诺普信
42%百草枯母液	18000	18000	18000	红太阳、诺普信、沙隆达、大成股份
草甘膦	27000	25000	21000	新安股份、华星化工、江山股份、沙隆达、红太阳、升华拜克
丙环唑	200000	200000	200000	利尔化学
咪鲜胺	82000	82000	82000	红太阳

资料来源: 中国农业网, 化工在线, 国泰君安研究所

● 新安草甘膦铵盐的专利已在美国获准

浙江新安化工集团股份有限公司的在萃取中使用有机溶剂制备固体草甘膦铵盐的专利已在美国获准。这项专利申请已在美国审查 3 年, 此前已在中国、南非和越南获准。

信息来源: 中国农药网

国泰君安点评: 草甘膦铵盐获批说明新安在众多草甘膦生产商中更进一步, 在技术和知识产权方面已经走在前列。较草甘膦自身而言, 其铵盐由于具有速溶性好、见效快、混配性强等特点, 是草甘膦原药的升级品种, 主要用于茶园、果园、橡胶园、玉米、甘蔗及森林等经济作物杂草的防除。

● 更多生物农药获得了欧盟许可

日前又有两个非作物农药活性组分获得欧盟生物农药产品法令的通过, 它们是杀菌剂丙环唑和杀虫剂噻虫嗪, 分别再注册用于木材保护。2010 年 4 月丙环唑将被列入欧盟农药登记法令附录 I 中, 噻虫嗪则将于 2010 年 7 月 1 日列入附录 I 中。

信息来源: 中国农药网

国泰君安点评: 利尔化学 600 吨/年丙环唑项目再一次证明其领先的前瞻性。

● 氟虫腈 7 月 1 日起全国停用

农业部办公厅发出关于印发“第八届全国农药登记评审委员会第四次全体会议纪要”的通知，要求自 2009 年 7 月 1 日起，除卫生用、部分旱田种子包衣剂外，在我国境内停止销售和使用用于其他方面的含氟虫腈成分的农药制剂。在湖南、湖北、江西、安徽、浙江等省，自从甲胺磷等 5 种高毒农药禁用之后，氟虫腈已成为这些主要水稻产区防治稻纵卷叶螟、二化螟、三化螟等重大虫害的当家品种之一，每年的销量超过 1000 吨，每吨以 10 万元计，销售额就达到 1 亿元。

信息来源：中国农药咨询网

国泰君安点评：氟虫腈（锐劲特）是拜耳公司的一个专利产品，目前除了拜耳公司，浙江新农、沙隆达、江苏长青、南通同济等获得拜耳公司授权生产销售的合作伙 伴都会受到不同程度的影响。水稻产区主要杀虫剂除了氟虫腈外还包括敌敌畏、乙酰甲胺磷、毒死蜱、吡虫啉等，替代也将成为必然。

● 巴西位居 2008 年全球农药市场首位

2008 年巴西超过美国坐上了全球农药市场销售额第一的交椅。巴西商务日报市场研究公司的负责人 Kleffma 说，据初步数据显示，巴西 2008 年的农药市场价值大概在 69 至 70 亿美元之间，美国的农药市场价值预计在 67 亿美元左右。以美元货币计，2008 年巴西农药市场大概增长了 30% 左右。Kleffma 说，几乎每种作物的农药使用量均有所上升，仅大豆上农药的使用量就上升了 5.3%。他表示 2009 年巴西虽不一定能继续占据全球第一的位置，但至少可以预见巴西农药市场绝不会出现萎缩的情形，并称“这种上升趋势不可逆转”。

信息来源：中国农药网

国泰君安点评：我国农药出口的重点市场依然是东南亚地区，北美和欧洲其次，不过随着对巴西、阿根廷等南美洲国家的出口速度的加快，已经慢慢形成了以亚洲尤其是东南亚市场为主体，南美洲、欧洲、北美洲三个市场并驾齐驱的局面。

● 先正达计划明后年在日本推出 4 种新农药

先正达公司计划于明后年向日本推出它的含 4 种新农药的 16 种制剂产品，该公司的日本分公司还计划在 2013 年通过销售新产品获得 100 亿日元（相当于 9100 万美元）的年销售值，这些活性成分是，杀菌剂 mandipropamid、除草剂 prosulfocarb（苄草丹）、除草剂 mesotrione（甲基磺草酮）和杀虫剂 abamectin（阿维菌素）。

信息来源：中国农药网

国泰君安点评：目前包括先正达在内的多家国际厂商，已经将亚洲市场作为他们的主销战场之一，再加上环保和成本等多因素影响，其多种原药产能正逐步向中国和印度企业转移。

5. 农药行业策略

长远来看，受去年年初雪灾和今年初暖冬的影响，农药大宗品种尤其是杀虫剂 09 年需求量同比增长较为确定，我们认为原有主要杀虫剂替代品种尤其是毒死蜱、菊酯等需求量依然会有较大程度的提升，而差异化产品由于份额相对保持稳定依然是我们推荐的首选。自去年 4 季度以来，农药公司在化工行业中由于受经济危机影响较小，一直是市场和资金追逐的热点，近期在股价大幅下跌后其估值也日显合理，由于公司稳定的业绩预期，请投资者关注下跌后的买入机会，重点推荐公司不变，依旧是“扬农化工，利尔化学，联化科技、诺谱信”。

近期，草甘膦反弹迹象明显，我们认为会有交易性机会，相对来看，华星化工、新安股份、江山股份的业绩敏感性最大，而扬农化工的稳健性更具优势，综合判断，我们推荐“新安股份+扬农化工”的稳健组合，对于激进投资者可以适当关

注“华星化工+江山股份”。

表 4：行业策略简表

重点细分行业	简要点评	相关公司及评级
产品替代优势类		
菊酯、烟碱	近几年高毒替代重点，产品具有结构和种类优势，公司有一定研发能力，并对部分产品有规模优势	沙隆达 A、江山股份、华星化工、红太阳
“技术+服务”差异优势类		
化工中间体及制剂	属于定制和个别特异化需求行业，研发能力较强，能保持相对稳定业务量和基本盈利水平	联化科技、扬农化工、诺谱信、利尔化学、新安股份

资料来源：国泰君安证券

表 5：重点公司评级及点评

	价格	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07A	08E	09E	10E	08PB	ROE%	投资建议
新安股份	36.67	1.72	6.12	2.08	2.84	21	6	18	13	3.8	38.6	谨慎增持
江山股份	16.4	0.53	1.20	0.74	0.90	31	14	22	18	3.4	16.2	中性
扬农化工	30.3	0.79	1.69	1.87	2.25	38	18	16	13	3.9	15.3	增持
诺谱信	20.3	0.41	0.58	0.74	0.89	50	35	27	23	6.1	41.0	谨慎增持
利尔化学	17.65	0.79	0.63	0.83	1.01	22	28	21	17	2.9	62.7	谨慎增持
联化科技	12.92	0.45	0.57	0.70	0.91	29	23	18	14	2.7	26.0	谨慎增持
红太阳	15.65	0.07	0.14	0.60	0.65	224	112	26	24	6.9	3.0	中性
沙隆达 A	7.1	0.05	0.28	0.35	0.43	142	25	20	17	4.0	3.3	谨慎增持
渝三峡 A	11.71	0.16	0.14	0.68	0.89	73	84	17	13	4.9	7.2	谨慎增持
华星化工	16.4	0.54	1.42	0.63	1.18	30	12	26	14	3.8	16.9	谨慎增持
平均	18.51	0.55	1.28	0.92	1.19	66	36	21	17	4.2	23.03	

公司事件点评

利尔化学	年报点评报告《2009 重回稳定增长》：总体来看，2009 年公司的增量主要在于毒莠定、毕克草产能的扩大和 500 吨/年氟草烟项目的落成，而 3000 吨/年毒死蜱和 600 吨/年丙环唑如果顺利投产也可以贡献部分增量，我们重新调整了产品的收入结构，综合考虑来看，2009 年毛利率将有阶段性的恢复，预计 2009 年 EPS 将达到 0.83 元，而未来 3 年复合增长率保守预计在 25%左右，目前股价对应 2009 年 25 倍 PE，维持“谨慎增持”评级。
渝三峡 A	年报点评报告《油漆盈利微降，甘氨酸基本成功》：我们按照先前的做法大致估算，完全成本扣除副产品利润之后的成本为 9000 元/吨，假设甘氨酸全年平均价 15000 元/吨、销售 3 万吨，对应甘氨酸的 EPS0.53 元，加上原有油漆业务和投资收益略有增长为 EPS0.15 元，合计 EPS0.68 元。对应目前化工板块平均 20 倍的动态市盈率，合理股价 13.6 元。但因为甘氨酸项目的影响意义重大，可以给予一定溢价，如对应 25 倍 PE 的目标价为 17 元，谨慎增持并建议持续关注行业动态。

资料来源：国泰君安证券

作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学学院应用化学系。2001 年进入国泰君安研究所。
目前从事化纤和农药行业研究。

王培: 国泰君安证券化工行业助理研究员, 复旦大学理学硕士, 2007 年加入国泰君安研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com