

[2009.03.23]

换个角度看农药出口依赖

农药行业 3 月报

任静

王培

010-59312820

021-38676659

renjing@gtjas.com

wangpei@gtjas.com

本报告导读：

- 从三方面对利尔和联化进行剖析，换角度讨论目前农药出口依赖。

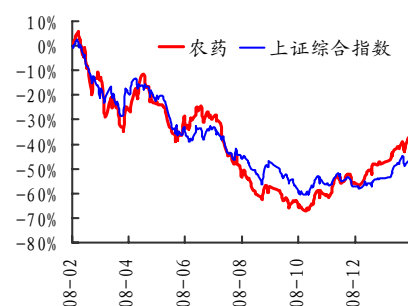
投资要点：

- **对话“利尔&联化”：**利尔化学和联化科技作为 2008 年上市的两支次新股，近期在农药股里表现活跃，我们在去年 12 月中旬（调研报告《技术、订单、差异化，确保增长》）和今年 2 月份月上旬（调研报告《定制保障稳定，创新迎来增长》）对两家公司进行了实地调研和推介，鉴于投资者对两家公司的认可度在增加，而对于其农药产品和中间体的疑惑也在进一步加剧，我们在这里对两家公司进行一些必要的互动和解答，希望能够帮助解惑。目前国际农药厂商已经开始将原药产能向亚洲尤其是中国和印度等成本优势区域转移，仿制药的发展在目前的国际形势下更显回报优势。在国际跨国公司因削减研发开支和降低生产成本形成的产能转移背景下，目前国内公司仿制原药的出口依赖极有可能演变成国内企业生产和出口、国际农化集团采购的共赢局面。
- **草甘膦上涨的成本驱动：**上月我们提示了草甘膦价格反弹后的交易性机会，草甘膦类股票在 3 月份第 1 周表现超越大盘，在草甘膦价格上涨的同时，作为草甘膦主要原料之一的甘氨酸也同样受到广泛关注，我们了解了氯乙酸法甘氨酸的运行情况，甘氨酸的价格已经从年初的 11000 元/吨左右上涨到了目前的 13600 元/吨，氯乙酸法甘氨酸企业 2 月份毛利率基本达到 15% 左右。从本次草甘膦价格回升的角度判断，除了传统的需求拉动外，甘氨酸成本推动同样也是关键因素。
- **关注除草剂贸易顺差数据：**除草剂贸易顺差额在近期可以作为农药利润率先行指标，我们发现顺差值在去年三季度大幅下滑，而农药制造业利润率也随之下滑，如果剔除累计因素，9-11 月份利润率仅为 5.6%，大大低于 6-8 月份的 12.02%，顺差 12 月份见底后，1 月份虽然有明显的环比回升趋势不过相比去年同期还有不小的差距，我们判断 2009 年 1-2 月份累计利润率很可能下降到 5% 的历史常规水平。
- **农药行业策略：**我们重申目前国际农药政策的转变对于该类出口订单稳定和长期合作型企业带来机遇，农保行业作为综合性化工公司去年为数不多的几个赚钱业务，其原药产能转移的趋势应该不会受到金融危机的影响而延续。就目前的估值水平而言，我们推荐的顺序略有改变，依次是“利尔化学，联化科技，扬农化工，诺谱信”。
- **近期报告**
 - ✓ 江山股份年报点评《所得税抵扣致业绩超预期》
 - ✓ 新安股份年报点评《横向扩张，纵向深入，长期发展看好》
 - ✓ 华星化工年报点评《草甘膦价格底部回升将弱化 09 年业绩下滑》
 - ✓ 联化科技年报点评《工业业务表现好于预期》

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

农药剂	增持
公司评级	
扬农化工	谨慎增持
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

草甘膦触底反弹

(09.02.27)

农药行业：替代驱动力，决胜差异化

(09.01.20)

进入壁垒在于 技术积累和客户积累

1. 对话“利尔&联化”

利尔化学和联化科技作为 2008 年上市的两支次新股，近期在农药股里表现活跃，我们在去年 12 月中旬（调研报告《技术、订单、差异化，确保增长》）和今年 2 月份上旬（调研报告《定制保障稳定，创新迎来增长》）对两家公司进行了实地调研和推介，鉴于投资者对两家公司的认可度在增加，而对于其农药产品和中间体的疑惑也在进一步加剧，我们在这里对两家公司进行一些必要的互动和解答，希望能够帮助解惑。

Q1: 从字面上看，两家公司均称具有多年技术积累，并形成了自有的多项核心优势，但是到底如何看待这些技术优势？**进入壁垒如何？如何看待竞争格局？**

A1: 技术的进入壁垒如何一直是投资者关心的话题。简单来看，虽然同为氨氧化技术，不过由于原料工艺不同，产品纯度和收率差异明显，成本自然形成核心优势。精细化工从实验室放大的过程中存在很多技术难题，包括工艺流程的改进、成本控制、三废处理等，对这些技术难题的攻克也是利尔和联化能够享受相对超额收益的主要原因，同时，公司出于技术保密而决少与同行业的技术交流也使其行业竞争力得以保持。另外，我们还实地调研利尔和联化的研究大楼，明显看出公司在研发上的大量投入，而两公司相同的研发中心布局模式又不谋而合，均选择省会成都和中心城市上海作为其第二研发基地，这种更加人性化的引进人才的机制为今后的发展奠定了基础。

表 1: 公司主要技术一览

公司	技术	其他
利尔化学	氨基吡啶催化氯化技术	掌握了吡啶类农药产品的关键合成方法并申请了具有自主知识产权的专利产品
	吡啶选择性氯化技术	
	吡啶类化合物氯化技术	
	氯代吡啶类化合物选择性氯化技术	
	吡啶类化合物电解脱氯技术	
联化科技	氨氧化技术	氨氧化技术达到国际先进水平，公司通过较低的成本实现利益最大化。
	氟化技术	
	加氢还原技术	
	苯腈噻唑类产品的环化合成技术	
	核苷类系列产品合成技术	

资料来源：公司资料

另外，两家公司都以客户积累作为自己在行业中的竞争优势看待，联化同 FMC 签第一笔合作协议之前，就经过了长达 4 年的考察期，从这个方面考虑，长期客户也会综合考虑更新供应商的成本，这也构成了进入壁垒。

Q2: 公司的出口依赖性，短期是不是存在很大风险？

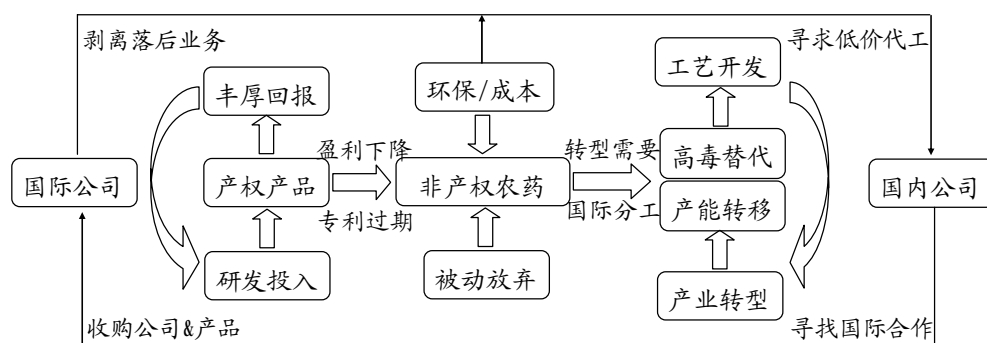
A2: 虽然两家公司均属于出口依赖型企业，但是由于业务模式的差异，两者之间又有很大不同。这里我们不得不提一下联化科技的定制业务，看似来料加工的贸易方式，事实上同定制厂家合作深度和广度方面都强于前者，5 年左右的合作期框架协议保障了业务的稳定性，逐年增加的定制合同和合作客户也在一定程度上

得到发展。公司对于 FMC 的依赖度超过 40%，客户的过于单一化也成为重要风险，不过公司定制客户已经从 2001 年的 1 个发展到目前的 8 个，趋势向好。

对于利尔来说，吡啶除草剂属于陶氏益农过期专利产品，不过公司对益农的销售收入占比从 2005 年的 46% 下降到 2007 年的 20.6%，正逐步摆脱益农单一化业务风险，再加上公司开始致力于相关制剂领域的发展，出口依赖性逐步削弱，公司产品正逐步实现多层次和多品种覆盖（除了募投项目外，公司产品还包括毒死蜱制剂、氯氟氰菊酯制剂、丙环唑制剂、咪鲜胺制剂、精喹禾灵制剂等），未来国内国际齐头并进的趋势在增加。

另外，更为关键的是，我们一直在重申，目前国际农药厂商已经开始将原药产能向亚洲尤其是中国和印度等成本优势区域转移，仿制药的发展在目前的国际形势下更显回报优势，草甘膦就是一个简单的例子。在国际跨国公司因削减研发开支和降低生产成本形成的产能转移背景下，目前国内公司仿制原药的出口依赖极有可能演变成国内企业生产和出口、国际农化集团采购的共赢局面。

图 1: 经济危机可能加速产业趋势形成



资料来源：国泰君安证券

Q3: 两公司部分产品在全球占据了不小的份额，未来发展是否会有瓶颈？

A3: 就利尔来说，前期主打的三种吡啶类除草剂产品已经基本完成了改扩建，公司在近几年产能释放也在稳步进行，而吡啶类除草剂作为市场上发展较快的一个品种其绝大部分市场份额被陶氏所占据，目前公司依靠成本优势，已经同陶氏形成了一定的战略关系，未来这种供给产业链的转移也将是大势所趋。另外，公司目前有 100 吨/年绿草定（同为吡啶类除草剂）产能，同样具有扩大产能的后续需要。除此之外，包括国内市场的开拓，其他产品的研发方面，公司都已经做了长远规划，虽然从农药仿制到自主创制还需要一段时间，但是不断的自我造血功能是支撑未来发展的保障。

对于联化科技的产品，包括邻氯苯甲腈、2-氟基-4-硝基苯胺、邻氟苯胺等产品目前全球市场份额都达到 30%以上，有的甚至超过 60%，虽然市场空间不大，不过由于公司产品数十种，每种产品销售收入占比均小于 10%，大大增加了单一品种所带来的风险，再加上个别产品还有爆发性增长的可能（邻氯苯甲腈是生产沙坦类药物的重要中间体，而沙坦类药物专利保护期从 2008 年末开始陆续到期，预计 2008 年出口到规范市场的沙坦类药物会大量增加。而一旦仿制药企业对原料的需

国外企业基于成本环保等压力考虑将逐渐转向从亚洲等地进口原药，促使双方共赢。

联化产品丰富，利尔也正在摆脱单纯依靠吡啶类除草剂的风险

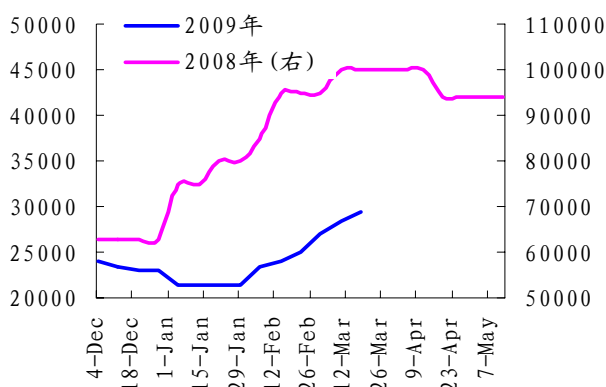
求放大，其上游医药中间体的需求也会增加)。

两家公司虽然有一定的相似度，但是具体业务和产品差异较大，目标市场和销售模式也略有不同，不过其重点中间体制备和差异化战略以及同国际农药公司的战略部署都已经走在了国内农药公司的前列，相信随着国际市场分工的进一步延续，利尔和联化的前景是广阔的，

2. 草甘膦上涨的成本驱动

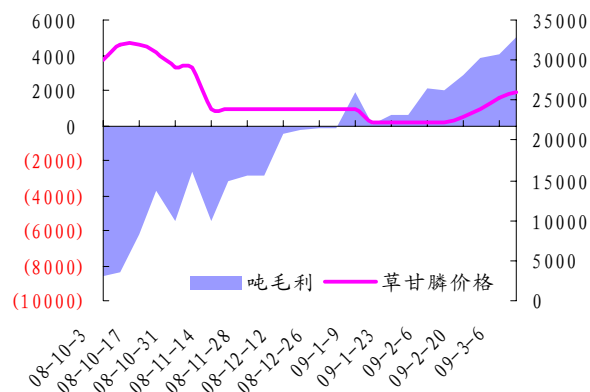
上月我们提示了草甘膦价格反弹后的交易性机会，草甘膦类股票在3月份第1周表现超越大盘，在草甘膦价格上涨的同时，作为草甘膦主要原料之一的甘氨酸也同样受到广泛关注，我们了解了氯乙酸法甘氨酸的运行情况，甘氨酸的价格已经从年初的11000元/吨左右上涨到了目前的13600元/吨，氯乙酸法甘氨酸企业2月份毛利率基本达到15%左右。从本次草甘膦价格回升的角度判断，除了传统的需求拉动外，甘氨酸成本推动同样也是关键因素。

图 2：草甘膦价格曲线



资料来源：化工在线，国泰君安证券

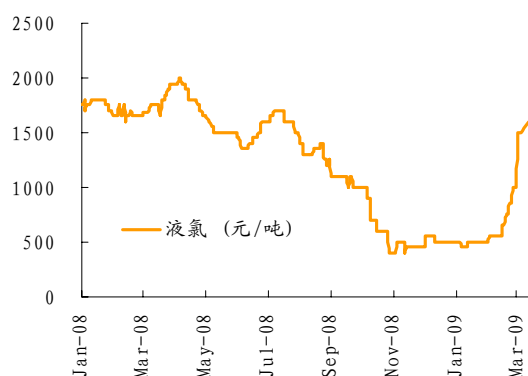
图 3：IDA 法草甘膦厂家吨毛利趋势



注：数据和实际会有差别，仅仅做趋势判断

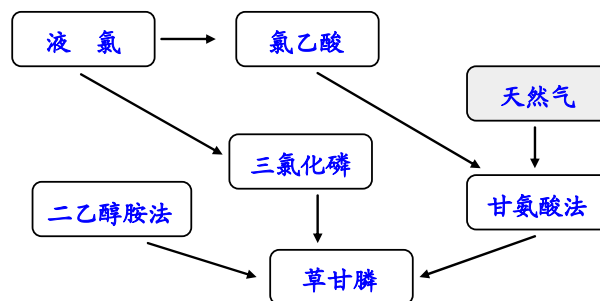
资料来源：化工在线，国泰君安证券

图 4：液氯可能是草甘膦涨价推手



资料来源：国泰君安证券

图 5：天然气法甘氨酸受益最大



资料来源：国泰君安证券

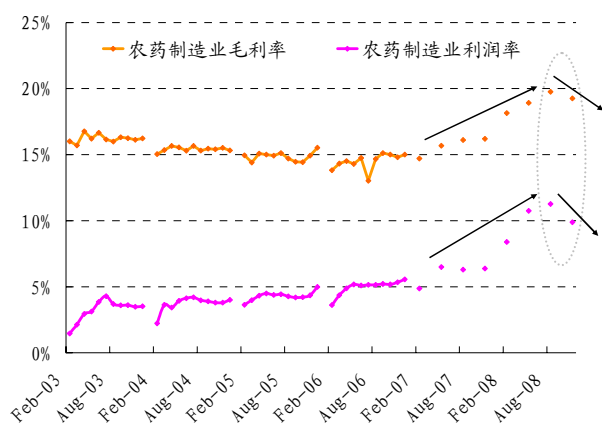
甘氨酸价格的上涨同样不能忽略其成本的推动，2月份开始其主要原料之一液氯

价格有了明显的回升,总结原因主要有两点:1)随着春季来临,下游农药、化肥、溴素等行业开工逐步恢复,需求加大,2)氯碱行业继续低迷态势,开工率较低,液氯供应受限。不过这种短期价格波动不具备长期持续的条件,我们更需要密切观察草甘膦需求回暖的情况,另外,IDA 法重要原料二乙醇胺目前价格并没有变化,或可短期提升其草甘膦吨毛利水平。而渝三峡由于属于天然气头的甘氨酸,在产品价格上涨的同时其成本波动较小。

3. 关注除草剂贸易顺差数据和出口数据

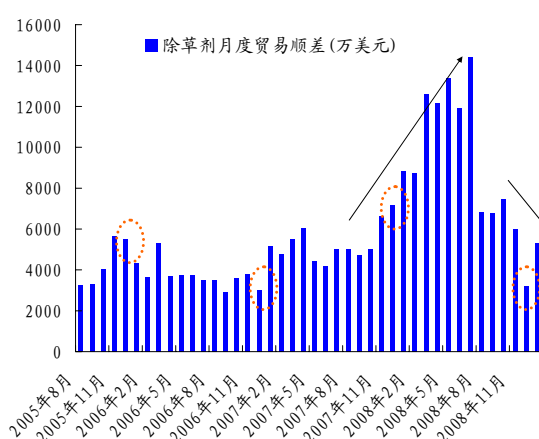
我们在前期深度报告中提到,除草剂贸易顺差额在近期可以作为农药利润率先行指标,我们发现顺差值在去年三季度大幅下滑,而农药制造业利润率也随之下滑,如果剔除累计因素,2008 年 9-11 月份利润率仅为 5.6%,大大低于 2008 年 6-8 月份的 12.02%,除草剂顺差 12 月份见底后,1 月份虽然有明显的环比回升趋势不过相比去年同期还有不小的差距,我们判断 2009 年 1-2 月份累计利润率很可能回复到 5% - 6% 的历史常规水平。

图 6: 农药行业利润率正步入回归轨道



注: 最新数据更新到 2008 年 11 月,为累计值
资料来源: 石化协会, 国泰君安证券

图 7: 去年 12 月除草剂贸易顺差见底



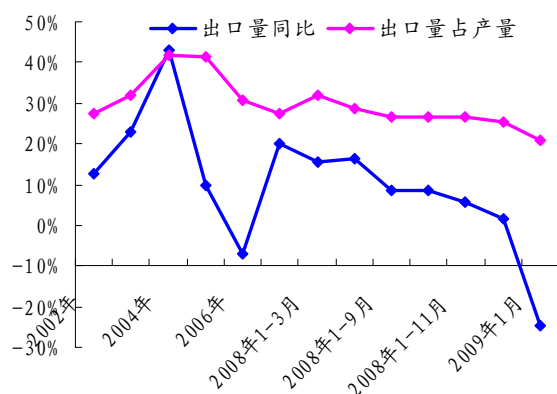
注: 黄色环内为每年 12 月数据
资料来源: 石化协会, 国泰君安证券

表 2: 近三个月出口数据

品种		2009 年 1 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月
农药	数量 (吨)	3.77	2.76	3.24
	金额 (万美元)	11333	9186	11328
杀虫剂	数量	0.74	0.63	0.63
	金额	2910	2676	2711
杀菌剂	数量	0.31	0.31	0.36
	金额	1520	1406	1763
除草剂	数量	2.65	1.73	2.17
	金额	6704	4881	6639

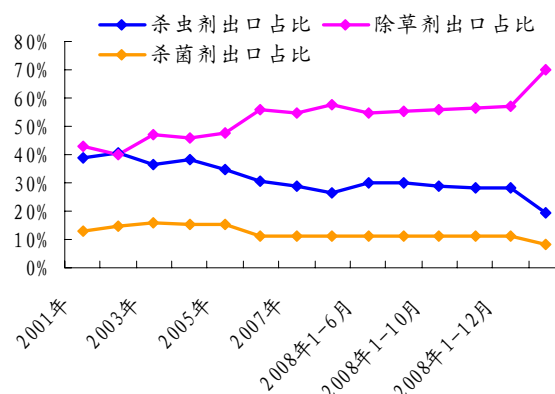
资料来源: 石化协会, 国泰君安证券

图 8: 出口量同比下滑环比回升



资料来源: 中国石油化工协会

图 9: 除草剂出口占比提升源于其他种类的下降



资料来源: 中国石油化工协会

据石化协会统计, 2009 年 1 月, 农药出口 3.77 万吨, 出口额 11333 万美元, 分别同比增-25%和-37.6%, 月出口数量环比有明显提升。出口产品中除草剂数量同比下降 8.1%, 降幅最小, 出口金额同比为-37%; 而杀菌剂数量虽然同比下滑 47%, 不过出口额同比下降较少, 仅为 25.6%; 杀虫剂出口数量和金额都有大幅下滑分别是-41.9%和-40.2%。虽然海关统计数据跟真实情况略有差别, 但是 1 月份环比回升趋势明确, 随着 2 月份开始包括草甘膦等大宗农药开工率的回升, 农药正在摆脱前期恐慌性抛售和停车的局面。

另外, 我们整理了 2008 年出口国的情况, 可明显看出, 亚洲地区依然是杀虫剂和杀菌剂的主要出口地, 不过近几年, 随着转基因作物耕种面积的提升, 我国对美国、南美等地区的农药出口明显增加。

表 3: 2008 年农药出口前十个国家情况

国家 (杀虫剂)	数量 (万吨)	国家 (杀菌剂)	数量 (万吨)	国家 (除草剂)	数量 (万吨)
多哥	1.13	越南	11.40	美国	3.43
越南	1.08	泰国	5.30	泰国	2.42
泰国	0.90	土耳其	2.34	乌克兰	1.48
韩国	0.72	印度尼西亚	0.92	尼日利亚	1.43
巴基斯坦	0.69	孟加拉国	0.66	越南	1.14
加纳	0.67	乌克兰	0.91	印度尼西亚	0.99
印度尼西亚	0.55	菲律宾	0.14	澳大利亚	0.96
贝宁	0.51	新加坡	0.31	以色列	0.93
尼日利亚	0.44	比利时	0.32	俄罗斯联邦	0.92
菲律宾	0.43	南非	0.36	乌拉圭	0.91
合计	13.60	合计	23.82	合计	27.66

数据来源: 海关数据, 国泰君安证券

4. 价格跟踪及重要事件点评

表 4: 个别农药价格以及对应公司情况

产品名称	目前价格(元/吨)	1 周前价格	4 周前价格	相关公司
草甘膦	28500	29500	25000	新安股份、华星化工、江山股份、沙隆达 A、红太阳、升华拜克、扬农化工
高效氯氟氰菊酯	185000	185000	185000	红太阳、扬农化工
氯氟菊酯	120000	120000	120000	红太阳、扬农化工
42%百草枯	19000	18000	18000	红太阳、诺普信、沙隆达、大成股份
吡啶(红太阳)	35000	35000	35000	红太阳、利尔化学(原料)、沙隆达 A
96%毕克草	320000	320000	320000	利尔化学
94%毒莠定	215000	215000	215000	渝三峡 A
甘氨酸	13600	13600	11000	钱江生化、升华拜克、威远生化、诺普信
阿维菌素	900 元/公斤	850	850	华星化工、江山股份、沙隆达 A、红太阳、升华拜克、扬农化工
二乙醇胺	10000	10100	10800	沙隆达 A
精胺	14500	14500	14500	沙隆达 A, 大成股份、江山股份
敌敌畏	15500	15500	15500	沙隆达 A
乙酰甲胺磷	40000	40000	40000	

资料来源: 中国农业网, 化工在线, 国泰君安研究所

● 陶氏可能考虑出售益农公司

先前陶氏化学有意停止价值 188 亿美元的罗门哈斯收购交易, 罗门哈斯对此提出诉讼, 近日业内瞩目的这项交易有了进一步的消息。据悉, 罗门哈斯已经要求特拉华州衡平法院允许其金融顾问——高盛公司调查陶氏化学公司用来估算待售资产价值的“企业模型”, 陶氏试图阻止将该模型公布给罗门哈斯, 再加上陶氏的律师宣称罗门哈斯的财务顾问高盛“对陶氏不利”, 这些迹象都显示: “将有一笔数十亿美元的交易可能发生, 其中包括出售陶氏益农公司”。有报道称, 先正达是陶氏益农可能的买家。但是先正达声称, 他们并不知道陶氏将出售益农公司, 同时表示“如果有这个机会, 先正达有兴趣考虑成为买家”。

国泰君安点评: 由于科陶计划破产, 陶氏面临资金短缺的尴尬, 益农作为陶氏最赚钱的资产之一, 受金融形势的影响, 潜在的买家比较有限。而且任何生物技术及农化领域的并购都将受到非常严格的审查, 短期内达成买卖协议的可能性不大。不过, 如果陶氏基于远期战略和公司转型的方式将益农出售的话, 不排除市场集中度进一步加大的可能。

● 10%草甘膦明年退市高浓度产品有商机

日前, 农业部、工业和信息化部联合发布第 1158 号公告, 称自 2 月 25 日起, 停止批准有效成分含量低于 30% 的草甘膦水剂登记。对于已取得农药田间试验批准证书和已批准登记的草甘膦水剂, 其有效成分含量低于 30% 的, 应当在 2009 年 12 月 31 日前进行有效成分含量变更。这意味着, 从 2010 年起, 占草甘膦市场近九成的 10% 草甘膦将退出农药市场, 高含量产品面临前所未有的市场机遇。

信息来源: 中国农药网

国泰君安点评: 10% 草甘膦水剂是最早开发出来的草甘膦剂型, 至今使用已近 30 年, 农民普遍接受且价位低但草甘膦含量低而药效低且含盐含甲醛比例过高, 长期施用到田间可造成土壤板结、盐碱化, 环境污染。药效和环保压力使得低浓度草甘膦退出市场, 是符合国家环保政策要求的, 而高浓度草甘膦品种的需求由此而增加。相应的, 对于生产规模较大、注重环保投入的大型草甘膦企业而言, 竞争优势将更加突出。

● 近期将要实施的农药类国家标准

国家标准化管理委员会公布了敌敌畏乳油等27项农药产品国家标准及食品中有机氯农药多组分残留量的测定等8项残留标准，这批标准将分别于2009年3月1日、6月1日及8月1日开始起实施。这批标准的制定对于提高相关农药产品质量，提供市场检测依据都具有重要的意义。

信息来源：中国农药网

国泰君安点评：国家标准的制定对于规范化农药市场带来帮助，而近期能够实际享受其利益的公司不外乎产品替代优势类的几家农药优势企业。

5. 农药行业策略

长远策略不变，我们重申目前国际农药政策的转变对于该类出口订单稳定和长期合作型企业带来机遇，农保行业作为综合性化工公司去年为数不多的几个赚钱业务，其原药产能转移的趋势应该不会受到金融危机的影响而延续。就目前的估值水平而言，我们推荐的顺序略有改变，依次是“利尔化学，联化科技，扬农化工，诺谱信”。

表 5：行业策略简表

重点细分行业	简要点评	相关公司	行业评级
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	江山股份、华星化工、红太阳、沙隆达 A	增持
“技术+服务+国际合作” 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	利尔化学、联化科技、扬农化工、诺谱信、新安股份	增持

资料来源：国泰君安证券

表 6：重点公司评级及点评

	价格	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	09PE	10PE	11PE	08PB	ROE%	投资建议
新安股份	40.3	5.89	2.15	2.84	3.24	7	19	14	12	3.9	38.6	谨慎增持
江山股份	18.19	1.52	0.63	0.83	0.92	12	29	22	20	3.7	16.2	中性
扬农化工	33.72	1.57	1.73	2.08	2.42	21	19	16	14	4.4	15.3	谨慎增持
华星化工	18.85	1.12	0.70	0.99	1.22	17	27	19	15	4.5	16.9	谨慎增持
诺谱信	21.46	0.58	0.74	0.92	1.15	37	29	23	19	6.4	41.0	谨慎增持
利尔化学	18.92	0.63	0.83	1.01	1.25	30	23	19	15	3.1	62.7	谨慎增持
联化科技	15.78	0.57	0.70	0.91	1.08	28	23	17	15	3.2	26.0	谨慎增持
红太阳	17.43	0.14	0.60	0.70	0.85	125	29	25	21	7.6	3.0	中性
沙隆达 A	8.51	0.28	0.35	0.43	0.47	30	24	20	18	4.8	3.3	谨慎增持
渝三峡 A	14.47	0.14	0.68	0.89	1.09	103	21	16	13	6.0	7.2	谨慎增持
平均	20.76	1.24	0.91	1.16	1.37	41	24	19	16	4.77	23.03	

公司报告及事件点评

江山股份 ● 年报点评报告《所得税抵扣致业绩超预期》：公司长单覆盖面较广、采用成本加成和市场价结合

	两种盈利方式保障公司相对稳定的收益。但价格下跌还是严重影响了相应收入和吨毛利，假设草甘膦全年销量 55000 吨，在毛利率为 17%和全年税前平均价格 33000 元/吨的基础上，预计公司 09 年 EPS0.63 元，目前股价对应 28 倍 PE，高于化工行业的平均水平。首次给予中性评级。
新安股份	● 年报点评报告《横向扩张，纵向深入，长期发展看好》：公司现拥有 8 万吨草甘膦生产能力，在建项目 2.5 万吨 IDA 法草甘膦有望年内投产，届时公司草甘膦生产能力将超过 10 万吨，继续保持国内龙头地位。2008 年公司草甘膦满负荷生产，即使在 4 季度行业内大量产能停产的情况下公司也保持了满负荷生产。公司获得高新技术企业批文，2008-2010 年享受 15%所得税率。公司增发已获得批准，或在 2009 年内实现增发，不考虑增发带来的股本摊薄，我们预测公司 2009-2011 年 EPS 至 2.15 元、2.84 元、3.24 元，给予“谨慎增持”评级。
华星化工	● 华星化工年报点评《草甘膦价格底部回升将弱化 09 年业绩下滑》：鉴于草甘膦目前产能过剩的格局，产业压力较大，09 年业绩将明显同比下滑，另外，公司大部分新项目将于 2010 年起以后投产见效，短期不确定性较大，而且估值略高于行业平均水平，建议投资者谨慎。但由于目前草甘膦底部回升阶段、暖冬大旱灾后杀虫剂需求可能出现较大增长，加之新建项目如果能够按期建设投产的话，公司未来业绩增长趋势确立，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.70、0.99 和 1.22 元，动态 PE26、18、15 倍。首次给予谨慎增持评级。
联化科技	● 联化科技年报点评《工业业务表现好于预期》：我们维持公司 2009—2011 年的盈利预测，EPS 分别为 0.70、0.91 和 1.08 元，未来三年复合增长率超过 20%，按工业业务和贸易业务 2009 年平均 25 倍和 15 倍 PE 计算，得到目标价 $25 \times 0.68 + 15 \times 0.02 = 17.3$ 元，维持“谨慎增持”评级。

资料来源：国泰君安证券

表 7: 国际估值比较（股价更新至 2009 年 03 月 23 日）

综合类	股价	08PE	09PE	10PE	PB	PEG	EV/EBITDA	ROE
Bayer AG	37.40	16.85	10.80	9.64	1.76	2.20	6.80	10.42
BASF AG	23.74	7.63	13.96	10.70	1.24		3.40	15.87
Dupont US	20.66	7.46	10.35	8.86	2.71	2.15	7.98	22.45
Dow Chemical Co	7.68	4.31	16.20	6.50	0.53	2.16	3.82	3.52
Sumitomo chemical	332.00	12.76		123.47	0.76		7.42	8.08
平均值	84.30	9.80	12.83	31.83	1.40	2.17	5.88	12.07
农药	股价	08PE	09PE	10PE	PB	PEG	EV/EBITDA	ROE
孟山都	80.35	19.60	17.01	14.81	4.85	0.62	12.16	23.99
先正达	41.10		4.71	9.74		0.27		
马克西姆	40.16	8.67	8.07	7.37	3.23	0.56	5.26	30.97
纽发姆	1553.00	7.73	7.69	6.59	1.32	1.07	5.32	16.93
FMC	10.91	13.95	9.77	8.85	1.92	0.71	9.16	15.00
平均值	345.10	12.49	9.45	9.47	2.83	0.65	7.97	21.72

资料来源：Bloomberg，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