

农业生产资料行业



原料成本下降，产品需求稳定

——2009 年第二季度投资策略报告
2009 年 3 月 30 日

投资要点：

●我国尿素行业产能过剩，国家改革化肥价格形成机制，放开天然气价格是大势所趋，将给主要以天然气为原料生产尿素的上市公司业绩造成重大影响。煤炭价格下跌有利于以煤炭为原料生产尿素的上市公司降低生产成本。

●我国钾肥资源短缺，国内需求量的 70% 依赖从国外进口。钾肥价格在国际、国内生产商的高度垄断下保持稳定，寡头垄断形成的价格具有很大的不确定性，未来欧美等国家通货膨胀预期将导致国际钾肥价格可能出现上涨走势。

●农业部预计 2009 年全国农作物重大病虫害总体为偏重发生年，对扬农化工、诺普信等杀虫剂行业龙头公司形成利好。草甘膦除草剂价格已经大幅度下跌，继续下跌的空间不大，但是草甘膦除草剂产能过剩，价格大幅度反弹的可能性很小。新安股份、江山股份、华星化工等生产草甘膦除草剂上市公司面临价格和产能双重压力。

●我国传统的畜禽分散养殖方式正在发生变化，规模化养殖比重的不断增加对畜禽疫病防控带来挑战，畜禽疫苗市场需求快速增长，第二季度仍然是畜禽疫病的高发季节，疫病发生将给动物医药行业带来投资机会。

●维持农业生产资料行业“中性”评级，推荐：华鲁恒升（600426）、盐湖钾肥（000792）、冠农股份（600251）、扬农化工（600486）和中牧股份（600195）。

农业生产资料行业评级 中性（维持）

尿素子行业	中性（维持）
钾肥子行业	强于大势（提高）
农药子行业	中性（维持）
动物医药子行业	中性（维持）

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
华鲁恒升	推荐	0.82	0.87	1.12
盐湖钾肥	推荐	1.78	3.93	4.44
冠农股份	推荐	0.12	2.75	3.90
扬农化工	推荐	1.57	1.86	2.38
中牧股份	推荐	0.42	0.60	0.70

资料来源：公司数据

吴正武

电话

邮箱

行业研究员

021-3222 9888-3509

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《农林牧渔行业动态报》告》

《农林牧渔行业事件点评》等

请务必阅读正文之后的重要声明

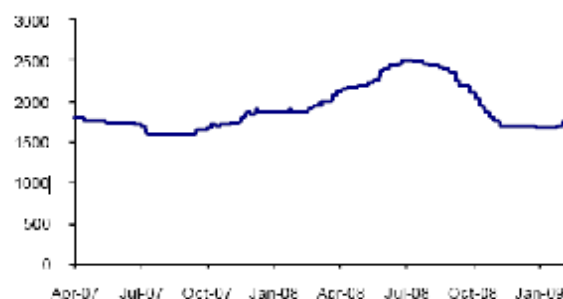
一、尿素行业

2007 年和 2008 年上半年，国际尿素价格大幅度上涨，2008 年下半年，国际金融危机爆发，国际尿素价格大幅度下跌。

国际尿素价格（美元/吨）



国内尿素价格（元/吨）



资料来源：中国化肥网、中国化工在线

在国际尿素价格大幅度上涨的情况下，为了保证国内农业生产对尿素的需求，阻止农业生产资料价格过快上涨，限制计划价格比较低的天然气等资源通过尿素出口流向国外，国家对尿素出口征收高额特别关税，对国内尿素出厂价格规定了 1750 元/吨的最高限价。在国际尿素价格大幅度下跌的情况下，国内尿素价格上涨和出口压力降低。2008 年 12 月，国家及时下调了淡季尿素出口特别关税税率，从 125%到 185%下调为 10%到 110%，实行淡季尿素储备。2009 年 1 月，国家改革化肥价格形成机制。

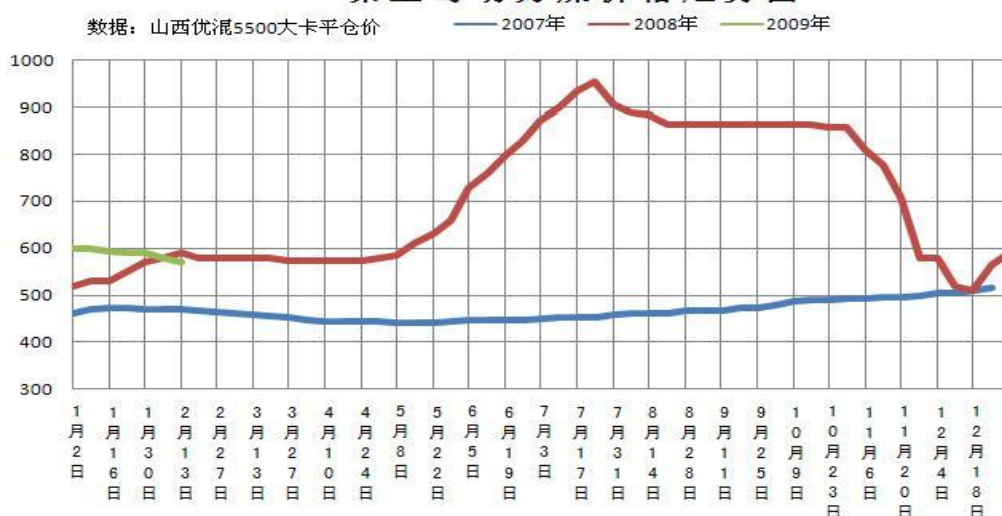
改革化肥价格形成机制的主要内容

放开价格	自 2009 年 1 月 25 日起，将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价，化肥批发、零售价格继续实行市场调节价，继续对一般贸易进口钾肥价格实行适度监管。
保留优惠	暂时保留对化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠政策以及对化肥生产、流通实行的税收优惠政策。
加强调控	综合运用进出口调节、储备调控、协调调运、市场监管等手段，保障化肥供应，保持市场稳定
完善补贴	实行农资价格上涨与增加农资综合补贴和提高粮食最低收购价、临时收储价等挂钩机制，农资综合补贴只增不减，确保农民种粮收益不因农资价格上涨而下降。
强化监管	加强化肥市场价格监测和监督检查。

我国尿素行业产能过剩，出口国外，在国际尿素价格大幅度下跌的背景下，我国尿素出口量下降。2008 年我国尿素出口量为 435.96 万吨，同比下降 16.93%，2009 年 1 月我国尿素出口量 15.31 万吨，同比下降了 87.5%。降低生产成本、兼并重组成为尿素公司提高行业竞争能力的必然选择。

国家已经放开煤炭价格，但是对于用于尿素生产的天然气仍然暂时保留优惠的计划价格。用煤炭生产尿素的毛利率 20%左右，用天然气生产尿素毛利率 35%左右。化肥价格形成机制改革以后，天然气价格完全放开是大势所趋，将给主要以天然气为原料生产尿素的上市公司收益造成重大影响。主要以煤炭为原料生产尿素的上市公司则能在天然气价格完全放开以后提高行业竞争力。2008 年下半年以来，国内煤炭价格大幅度下跌，主要以煤炭为原料生产尿素公司原料成本和蒸汽成本大幅度下降。

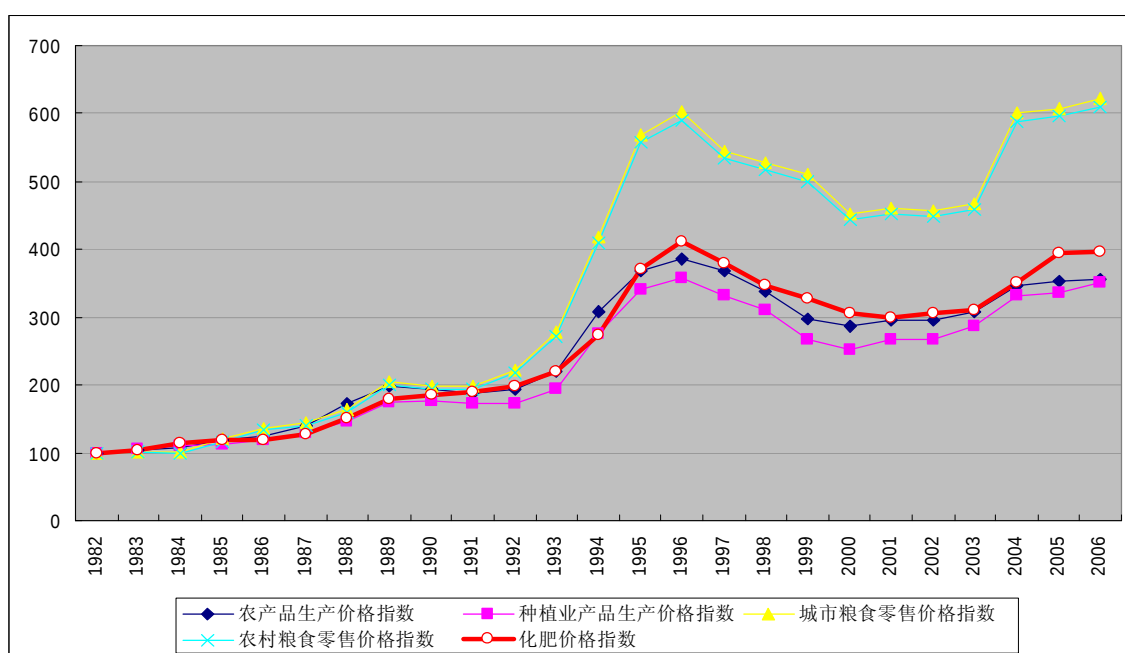
秦皇岛动力煤价格趋势图



资料来源：中国煤炭资源网

长期来看，尿素价格变动与农产品价格变动之间存在高度相关关系，国家对稻谷、小麦、玉米等主要粮食品种的价格支持政策最终会传导到尿素价格上。到2010年我国粮食需求总量达到5.25亿吨，到2020年达到5.725亿吨，粮食生产对尿素需求稳定增长，未来尿素价格将保持坚挺。

我国化肥价格与粮食等农产品价格长期关系走势图



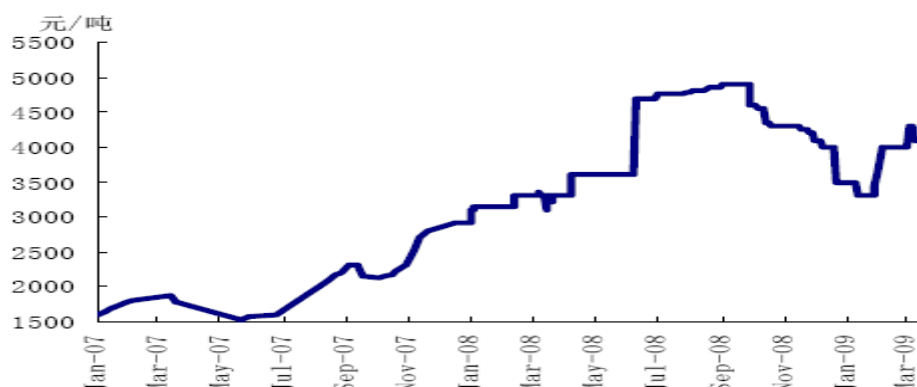
资料来源：中国统计年鉴

由于第二季度国家对用于尿素生产的天然气仍然继续执行优惠的计划价格，对主要以天然气为原料生产尿素的上市公司给予中性评级；对**华鲁恒升（600426）**、**柳化股份（600423）**等拥有洁净煤气化核心技术、生产成本低于用煤炭生产尿素行业水平的上市公司给予推荐评级。华鲁恒升基本每股收益预计2009年为0.87元，预计2010年为1.12元；柳化股份基本每股收益预计2009年为0.92元，预计2010年为1.13元。

二、钾肥行业

我国钾肥资源短缺，产量供不应求，国内需求量的 70% 依赖从国外进口。国际钾肥生产被俄罗斯、加拿大等少数国家的少数钾肥巨头垄断，国内钾肥生产被青海盐湖钾肥垄断，新疆罗布泊钾肥基地尚未大规模生产。

2007 年 1 月到 2009 年 3 月国内氯化钾价格走势



资料来源：中国化肥网

钾肥价格在国际、国内生产商的高度垄断下保持稳定，尽管 2008 年下半年国际和国内大宗商品价格大幅度下跌，但是国际和国内钾肥价格保持坚挺。目前，60% 红粉氯化钾国产出厂价格和进口到岸价格 4000 元/吨左右，60% 白粉氯化钾国产出厂价格和进口到岸价格 4200 元/吨左右；50% 粉状硫酸钾国产出厂价格和进口到岸价格 4200 元/吨左右，50% 颗粒状硫酸钾国产出厂价格和进口到岸价格 4300 元/吨左右。寡头垄断形成的价格具有很大的不确定性，未来欧美等国家通货膨胀预期将导致国际钾肥价格可能出现上涨走势。

国家对进口钾肥价格实行管制政策。2009 年 2 月国家改进对钾肥价格管理办法。一般贸易进口钾肥港口交货基准价格改为企业根据国家规定的作价办法制定。进口企业可以港口交货基准价格为基础，在上浮幅度 3%、下浮不限的范围内制定具体港口交货价格，此规定将于 2009 年 7 月 1 日开始实行。国产钾肥出厂价格及边贸进口钾肥销售价格继续实行市场调节价。新的钾肥价格管理办法将使钾肥价格慢慢回归市场化，避免国产钾肥厂按政府规定低价放货、但个别中间商谋取暴利的弊端；同时可以提高钾肥进口企业进口钾肥积极性，增加国内钾肥供给量，促进国内钾肥供求平衡。

由于我国钾肥资源严重供不应求，盐湖钾肥 (000792)、冠农股份 (600251)、中信国安 (000839) 等拥有丰富钾肥资源的上市公司具有长期投资价值，第二季度给予推荐评级。盐湖钾肥基本每股收益预计 2009 年为 3.93 元，预计 2010 年为 4.44 元；冠农股份基本每股收益预计 2009 年为 2.75 元，预计 2010 年为 3.9 元；中信国安基本每股收益预计 2009 年为 0.38 元，预计 2010 年为 0.45 元。

三、农药行业

1、杀虫剂

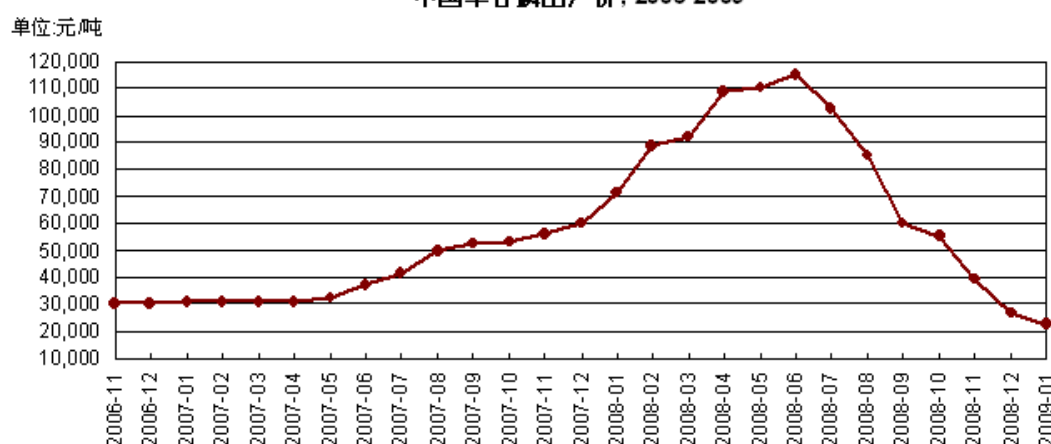
据农业部组织专家会商分析，预计 2009 年全国农作物重大病虫害总体为偏重发生年，发生面积约 60 亿亩次，比上年增加 5% 左右。其中，小麦条锈病、稻纵卷叶螟、稻飞虱、水稻螟虫、草地螟、玉米螟、棉铃虫仍将严重发生，小麦赤霉病、稻瘟病、油菜菌核病有潜在流行威胁，玉米粗缩病、水

稻条纹叶枯病等病毒病呈发生范围扩大、程度加重态势。第二季度，对**扬农化工（600486）、诺普信（002215）**等杀虫剂行业龙头公司给予推荐评级。扬农化工基本每股收益预计 2009 年为 1.86 元，预计 2010 年为 2.38 元；诺普信基本每股收益预计 2009 年为 0.77 元，预计 2010 年为 0.99 元。

2、除草剂

2007 年下半年和 2008 年上半年，国际草甘膦除草剂价格大幅度上涨，草甘膦行业进入壁垒低，价格大幅度上涨导致国内草甘膦除草剂产能大幅度增加，2008 年末达到 50 万吨左右，产能严重过剩。

中国草甘膦出厂价，2006-2009



资料来源：中国农药网

2008 年下半年，国际和国内除草剂价格大幅度下跌，目前已经下降到 2006 年水平，继续下跌的空间不大。但是由于国内产能扩展过大，草甘膦价格回升依赖国际市场需求，第二季度国内草甘膦价格将以在低位振荡为主，大幅度反弹的可能性很小。2008 年上半年，巴西大幅度下调对中国产草甘膦反倾销税率，由 35.8%降至 2.9%，2009 年 2 月进一步降至 2.1%，有效期 5 年。反倾销税率的下调对国内草甘膦产品开拓巴西市场有积极影响。第二季度，对**新安股份（600596）、江山股份（600389）、华星化工（002018）**等生产草甘膦除草剂上市公司给予中性评级。新安股份基本每股收益预计 2009 年为 2.56 元，预计 2010 年为 3.27 元；江山股份基本每股收益预计 2009 年为 1.21 元，预计 2010 年为 1.35 元；华星化工基本每股收益预计 2009 年为 0.95 元，预计 2010 年为 0.99 元。

四、动物医药行业

我国传统的畜禽分散养殖方式正在发生变化，规模化养殖是行业发展的方向，规模化养殖比重的不断增加对畜禽疫病防控带来挑战，畜禽疫苗市场需求将快速增长。国家对口蹄疫疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗、禽流感疫苗等实行强制免疫，对相关疫苗需求稳定，行业龙头公司在政府畜禽防疫部门采购中受益最大。消费者和政府对于食品安全的日益关注将导致行业进入门槛提高，竞争将更加规范，为畜禽疫苗和兽药行业大型龙头公司的发展提供机遇。

第二季度仍然是畜禽疫病的高发季节，给予**中牧股份（600195）、金宇集团（600201）和天康生物（002100）**推荐评级。中牧股份基本每股收益预计 2009 年为 0.6 元，预计 2010 年为 0.7 元；金宇集团基本每股收益预计 2009 年为 0.4 元，预计 2010 年为 0.47 元；天康生物基本每股收益预计 2009 年为 0.7 元，预计 2010 年为 0.85 元。

维持农业生产资料行业“中性”评级

请务必阅读正文之后的重要声明

五. 重点公司评级

代码	名称	细分行业	3月30日 收盘价	EPS(元)			PE			最新 评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600426	华鲁恒升	尿素	14.2	0.82	0.87	1.12	17.32	16.32	12.68	推荐
600423	柳化股份	尿素	10.6	0.72	0.92	1.13	14.72	11.52	9.38	推荐
000792	盐湖钾肥	钾肥	57.8	1.78	3.93	4.44	32.47	14.71	13.02	推荐
600251	冠农股份	钾肥	40.5	0.12	2.75	3.90	337.50	14.73	10.38	推荐
000839	中信国安	钾肥	12.85	0.23	0.38	0.45	55.87	33.82	28.56	推荐
600486	扬农化工	农药	31.94	1.57	1.86	2.38	20.34	17.17	13.42	推荐
002215	诺普信	农药	21.31	0.58	0.77	0.99	36.74	27.68	21.53	推荐
600596	新安股份	农药	39.88	5.89	2.56	3.27	6.77	15.58	12.20	中性
600389	江山股份	农药	17.6	1.52	1.21	1.35	11.58	14.55	13.04	中性
002018	华星化工	农药	18.39	1.12	0.95	0.99	16.42	19.36	18.58	中性
600195	中牧股份	畜禽医药	15.99	0.42	0.60	0.70	38.07	26.65	22.84	推荐
600201	金宇集团	畜禽医药	8.88	0.26	0.40	0.47	34.15	22.20	18.89	推荐
002100	天康生物	畜禽医药	14.76	0.56	0.70	0.85	26.36	21.09	17.36	推荐

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。