

## 农业生产资料行业



## 产品价格处于谷底，生产能力过剩

——草甘膦除草剂行业上市公司研究  
2009 年 4 月 14 日

## 投资要点：

●石油、天然气、煤炭等能源价格变动是影响草甘膦价格的最重要因素。草甘膦行业的供求关系也是影响草甘膦价格的重要因素之一。

●2007 年到 2008 年草甘膦价格暴涨暴跌，导致新安股份、江山股份、华星化工、扬农化工、升华拜克等上市公司经营业绩大幅度波动。

●2009 年第一季度草甘膦价格停止下跌并且回升，已经处于谷底。欧美、日本等主要国家货币贬值预期强烈，石油、天然气、煤炭等能源价格预计将上涨。受此影响，生物替代能源需求将回升，草甘膦价格在需求拉动和成本推动下也将上涨。

●从长期来看，生物替代能源产业发展前景广阔，抗草甘膦转基因农作物播种面积将继续呈现爆发式增长，草甘膦需求量和价格预计将呈现震荡上行的走势。

●草甘膦行业进入门槛比较低、行业竞争激烈，正常的毛利率在 15%左右。由于近几年国内新建一批草甘膦生产项目，我国草甘膦行业产能合计在 50 万吨左右，占全球草甘膦产能的 60%-70%，行业出现产能过剩局面。

●给予新安股份（600596）、江山股份（600389）等草甘膦行业龙头公司“推荐”评级。

## 农业生产资料行业

|          |         |
|----------|---------|
| 新安股份评级   | 推荐      |
| 江山股份评级   | 推荐      |
| 华星化工评级   | 推荐      |
| 新安股份目前股价 | 40.30 元 |
| 江山股份目前股价 | 17.66 元 |
| 华星化工目前股价 | 18.94 元 |

## 基础数据

## 新安股份

|            |                  |
|------------|------------------|
| 总市值/流通市值   | 115.6 亿元/79.3 亿元 |
| 总股本/流通 A 股 | 2.87/1.97 亿股     |
| 每股净资产      | 10.43 元          |
| 净资产收益率     | 56.5%            |

## 江山股份

|            |                 |
|------------|-----------------|
| 总市值/流通市值   | 35.0 亿元/15.2 亿元 |
| 总股本/流通 A 股 | 1.98/0.86 亿股    |
| 每股净资产      | 4.92 元          |
| 净资产收益率     | 30.95%          |

## 华星化工

|            |                 |
|------------|-----------------|
| 总市值/流通市值   | 30.9 亿元/22.9 亿元 |
| 总股本/流通 A 股 | 1.63/1.24 亿股    |
| 每股净资产      | 4.14 元          |
| 净资产收益率     | 26.92%          |

## 重点公司盈利预测及投资评价

| 股票名称 | 评级 | 08EPS | 09EPS | 10EPS |
|------|----|-------|-------|-------|
| 新安股份 | 推荐 | 5.89  | 2.56  | 3.27  |
| 江山股份 | 推荐 | 1.52  | 1.21  | 1.35  |
| 华星化工 | 推荐 | 1.12  | 0.95  | 0.99  |

资料来源：公司数据

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3509

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

## 相关报告

《农林牧渔行业动态报告》

《农业生产资料行业 2009 年第二季度投资策略》

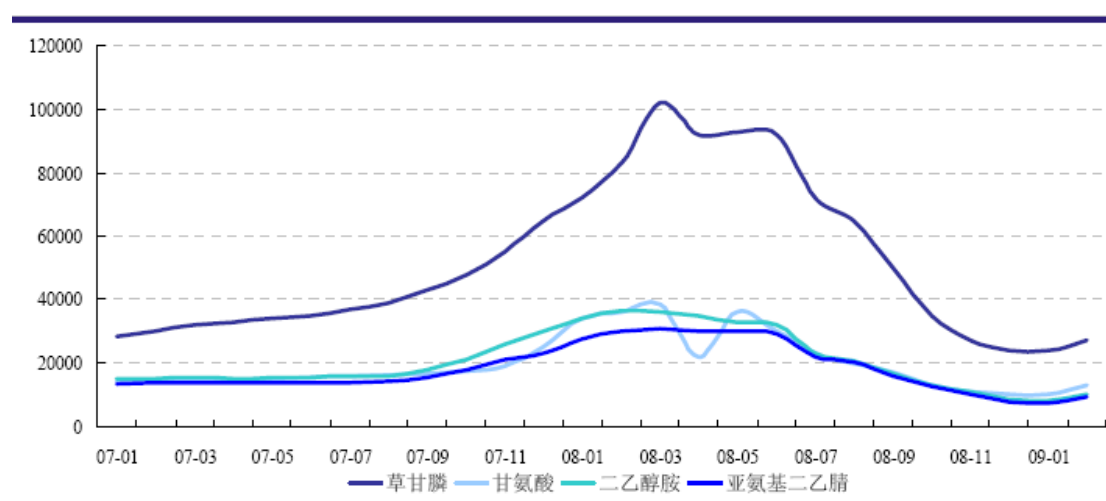
## 一、2007 年到 2008 年草甘膦价格暴涨暴跌

草甘膦除草剂于 1971 年被美国孟山都公司首先研制出来，由于具有优异的除草性能，在市场上迅速推广，成为全球销售额最大的农药品种。草甘膦属非选择性、低毒、无残留除草剂，几乎所有绿色植物，无论是作物还是杂草，施药后即被杀灭，主要用于抗草甘膦转基因农作物田间除草、非耕地除草、免耕农作物播种前除草等。

2007 年到 2008 年上半年，由于石油、天然气、煤炭等能源价格大幅度上涨，北美、南美和欧洲一些国家大量利用粮食、油料等农产品生产乙醇等生物替代能源，拉动农产品价格大幅度上涨。转基因农作物在抗除草剂、抗病虫害、提高产量等方面具有非转基因农作物无法比拟的优势，农产品价格大幅度上涨导致全球转基因农作物播种面积大幅度上升。1996 年全球转基因农作物播种面积为 170 万公顷，到 2007 年增加到 1.143 亿公顷，增长了 66 倍。全球抗草甘膦转基因农作物播种面积大幅度上升对草甘膦产生的巨大需求拉动是导致 2007 年到 2008 年上半年草甘膦价格大幅度上涨的主要原因。

除需求拉动因素之外，成本推动因素也是导致草甘膦价格在 2007 年到 2008 年上半年大幅度上涨的重要原因之一。生产草甘膦的原料是石油、天然气、煤炭、黄磷等，2007 年到 2008 年上半年这些资源类产品价格大幅度上升，导致草甘膦生产成本上升，推动草甘膦价格上涨。

2007 年以来草甘膦原药及主要中间体价格走势（元/吨）



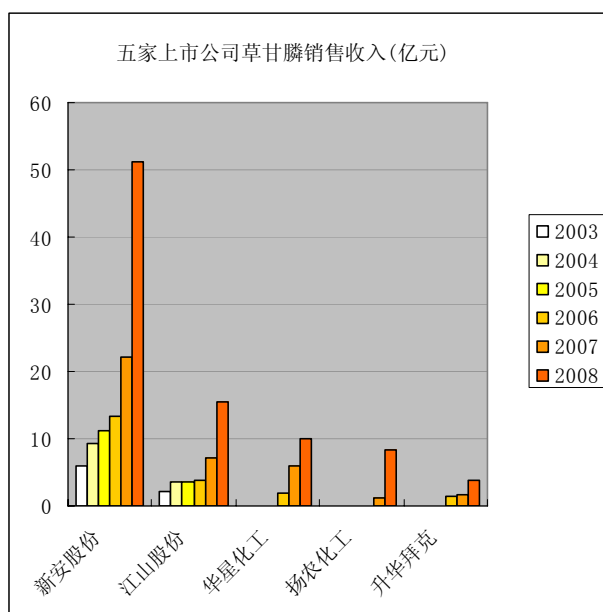
资料来源：中国化工在线、中国农药网

2008 年下半年以来，国际金融危机爆发，国际石油、天然气、煤炭、黄磷等资源类产品价格暴跌，跌幅超过三分之二，对生物替代能源需求降低，抑制了对草甘膦的需求。2007 年以来，国内新开工建设一批草甘膦生产项目，导致国内草甘膦生产能力过剩。受国际对草甘膦需求降低、国内草甘膦生产能力过剩双重压制，2008 年下半年草甘膦价格出现暴跌行情。除此之外，石油、天然气、煤炭、黄磷等资源类产品价格暴跌导致的草甘膦生产成本降低也是草甘膦价格出现暴跌行情的重要原因之一。

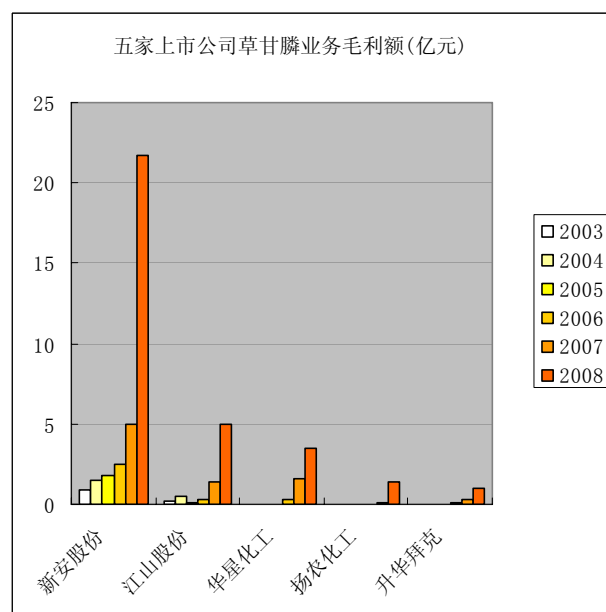
## 二、草甘膦价格暴涨暴跌对相关上市公司经营业绩的影响。

新安股份、江山股份、华星化工、扬农化工、升华拜克等是国内生产草甘膦除草剂的主要上市公司。2007 年到 2008 年上半年，草甘膦价格大幅度上涨导致这些公司草甘膦产品销售收入、毛利额等

大幅度上涨，大幅度提升了这些公司的经营业绩。

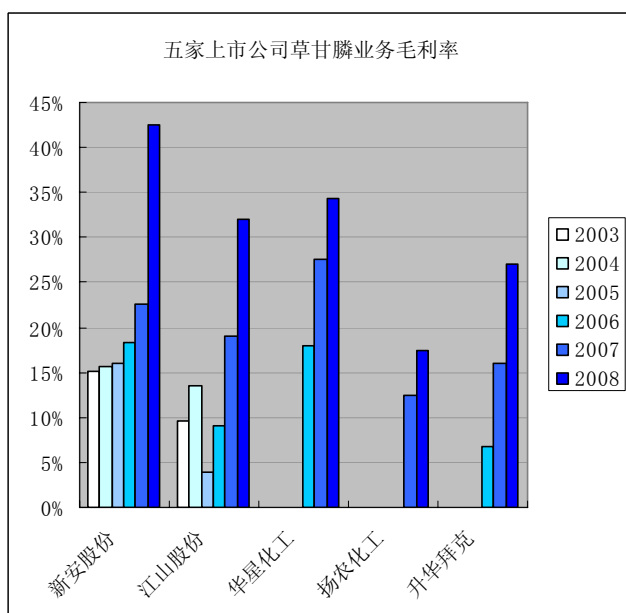


资料来源：公司年报

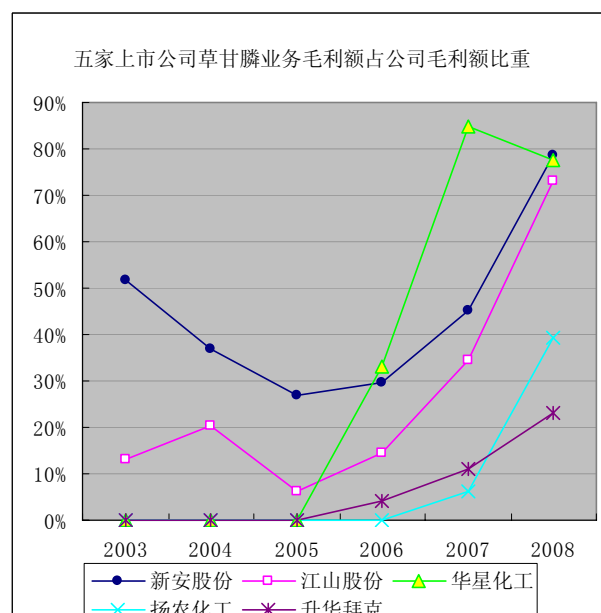


资料来源：公司年报

可以看出，2007 年尤其是 2008 年，新安股份、江山股份、华星化工、扬农化工、升华拜克等公司草甘膦产品销售收入和毛利额出现了爆发式增长。草甘膦产品毛利额占公司毛利额比重也大幅度增长，在新安股份、江山股份和华星化工，该比重超过 70%，是公司利润的最大来源；在扬农化工和升华拜克，该比重也快速上升到 20% 到 40%。



资料来源：公司年报

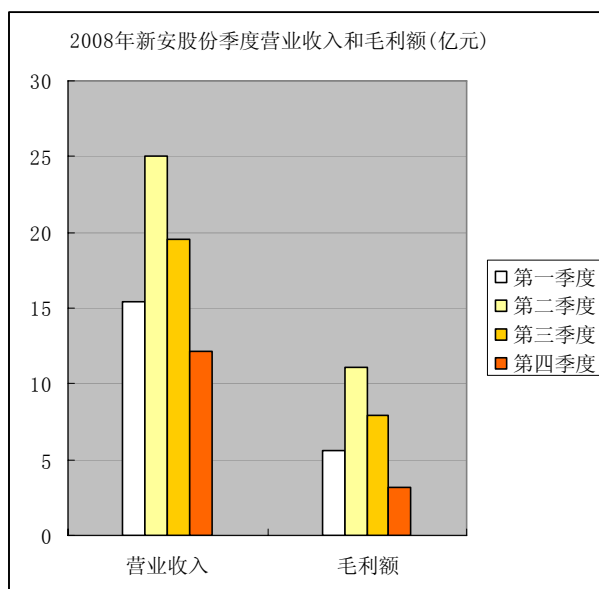


资料来源：公司年报

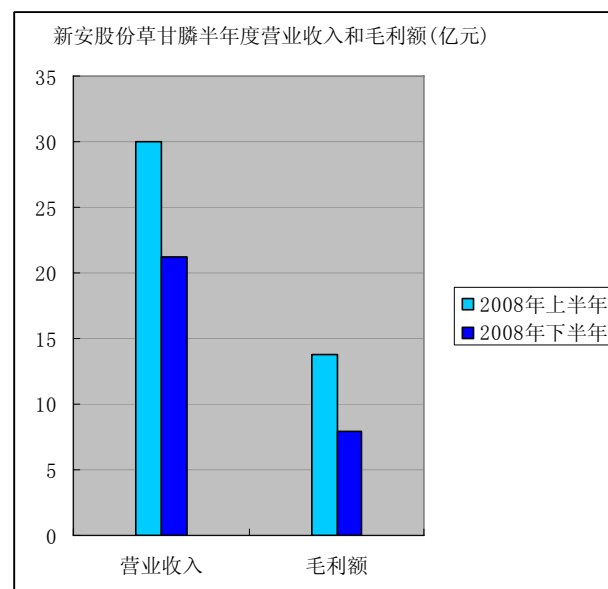
2008 年上半年由于草甘膦价格暴涨导致草甘膦毛利率大幅度上涨，属于非正常状态。除 2008 年外，草甘膦毛利率稳定在 15% 左右，毛利率不高。毛利率是衡量一个行业在生命周期中所处阶段和行业竞争程度的重要指标。毛利率不高是行业在生命周期中处于后期阶段的重要标志，也反映出行业进入门槛比较低、行业竞争激烈。

请务必阅读正文之后的重要声明

2008年下半年，草甘膦价格暴跌，相关上市公司草甘膦产品销售收入、毛利额、毛利率等指标回落。以新安股份为例，2008年第三季度和第四季度公司销售收入和毛利额逐季大幅度回落，回落的主要原因是草甘膦价格逐季大幅度下跌。公司毛利率第一到第四季度分别是35.92%、44.32%、40.35%和25.59%，公司草甘膦毛利率上半年和下半年分别是46.04%和37.39%，下半年都呈现逐季明显回落趋势。



资料来源：公司定期报告



资料来源：公司定期报告

### 三、2009年草甘膦价格走势预测及对相关上市公司业绩的影响

从前面的分析中可以看出，石油、天然气、煤炭等能源价格变动是影响草甘膦价格的最重要因素。草甘膦行业的供求关系也是影响草甘膦价格的重要因素之一。经过大幅度下跌以后，2009年第一季度草甘膦价格停止下跌并且回升，已经处于谷底。欧美、日本等主要国家为应对经济危机采取的扩张性的财政政策和货币政策预计会导致美元等国际主要货币贬值，石油、天然气、煤炭等能源价格预计将上涨。受此影响，生物替代能源需求将回升，草甘膦价格在需求拉动和成本推动下也将上涨。从长期来看，生物替代能源产业发展前景广阔，抗草甘膦转基因农作物播种面积将继续呈现爆发式增长，草甘膦需求量和价格预计将呈现震荡上行的走势。

但是，草甘膦行业进入门槛比较低、行业竞争激烈，正常的毛利率在15%左右。由于近几年国内新建一批草甘膦生产项目，行业出现产能过剩局面。目前，新安股份等六家上市公司草甘膦产能合计21万吨，加上非上市公司产能，我国草甘膦行业产能合计在50万吨左右，占全球草甘膦产能的60%-70%。

主要上市草甘膦产能(万吨)

|    | 新安股份 | 江山股份 | 华星化工 | 扬农化工 | 沙隆达 | 升华拜克 | 合计 |
|----|------|------|------|------|-----|------|----|
| 产能 | 8    | 8    | 1.5  | 1.5  | 1.5 | 0.5  | 21 |

资料来源：公司定期报告

我国抗除草剂转基因农作物尚未大规模商业化种植，国内需求有限，草甘膦以出口南美阿根廷、巴西等国为主。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。但是，产能过剩将抑制草甘膦价格回升，并对相关上市公司业绩造成不利影响。新安股份 2009 年第一季度净利润同比下降 50%以上，环比也大幅度下降。尽管草甘膦行业其他上市公司尚未公布 2009 年第一季度报，但是可以预计 2009 年第一季度以大幅度下降为主。

#### 四、草甘膦行业重点上市公司盈利预测和评级

新安股份和江山股份是国内草甘膦行业上市公司中产能最大的两家公司，2008 年草甘膦毛利额占公司毛利额都在 70%以上，是公司利润的最大来源。新安股份和江山股份 2008 年报主要财务数据如下表所示。

| 2008 年主要财务指标 | 新安股份   |                 | 江山股份   |                 |
|--------------|--------|-----------------|--------|-----------------|
| 营业收入（亿元）     | 72.19  | 同比增长 88.59%     | 32.32  | 同比增长 18.95%     |
| 毛利额（亿元）      | 27.64  | 同比增长 146.13%    | 6.78   | 同比增长 73.40%     |
| 营业利润（亿元）     | 22.16  | 同比增长 216.57%    | 3.71   | 同比增长 166.91%    |
| 利润总额（亿元）     | 21.85  | 同比增长 201.87%    | 3.70   | 同比增长 171.15%    |
| 净利润（亿元）      | 16.90  | 同比增长 239.73%    | 3.02   | 同比增长 175.91%    |
| 毛利率          | 38.29% | 同比增加 9 个百分点     | 20.98% | 同比增加 6.6 个百分点   |
| 净资产收益率       | 56.50% | 同比增加 22.74 个百分点 | 30.95% | 同比增加 15.17 个百分点 |
| 基本每股收益（元）    | 5.89   | 同比增长 239.72%    | 1.52   | 同比增长 176.36%    |
| 每股净资产（元）     | 10.43  | 同比增长 102.92%    | 4.92   | 同比增长 40.57%     |

新安股份基本每股收益 2008 年为 5.89 元，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 2008 年为 1.52 元，预计 2009 年为 1.21 元，预计 2010 年为 1.35 元。2009 年 4 月 14 日，新安股份和江山股份股价分别是 40.30 元和 17.66 元，静态市盈率分别 6.8 倍和 11.6 倍，低于大盘静态市盈率，给予新安股份（600596）、江山股份（600389）“推荐”评级。

## 投资评级说明

### ● 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

### ● 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。