

2010年01月13日

农药行业

评级：看好

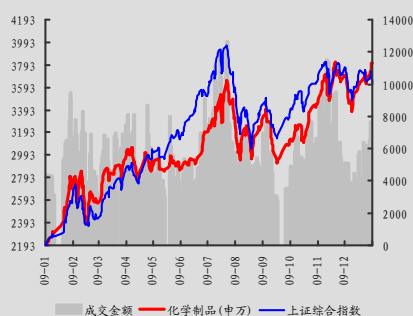
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

申万化工制品行业与上证指数：



近期相关报告一览：

《把握政策、周期两条主线-化工行业 2010 年投资策略》，
2010/1/11。

农药行业：平淡中蕴育机会

■ 2009 年：农药行业表现平淡。09 年农业对农药需求下降，主要由于国际、国内市场情况较差。09 年受到经济危机的影响，国际上农产品（包括谷物、经济作物等）种植面积下降较多，肉类制品、奶制品也有不同程度下降，也减少了对农作物的需求。根据相关数据，09 年上半年国内出口水平下降 21%，而农药出口的降幅达 32%。

在国内，由于 09 年初的气候原因（倒春寒、大旱等），使得虫害、杂草等危害轻于往年，对农药需求量减少；另外出口受到影响，大部分产品出口转内销，国内市场竞争加剧。09 年前三季度国内农药产量增速在 0-15% 之间波动，明显低于正常年份 15%-30% 的增速。

■ 2010 年：多项利好带来投资机会

1、中央“一号文件”继续指向农业。即将出台的 2010 年一号文件，中央将连续第七年聚焦三农，推出一批新的强农惠农政策。中央对三农持续的政策扶持，将带来几方面效果。1、提高农民收入，增强农村的消费能力。中央的经济刺激政策中，一直把“三农”作为投入重点，对农业的补贴标准、对补品的收购标准等都有一定提高。2、农业生产得到较大的支持。粮食播种面积、品种结构、高单产水平等，都是政策的扶持重点。3、利好化肥、农药企业。国家对农业农村投入的不断增加，将有利于粮播种面积的扩大；另一方面，化肥、农药的单位面积施用量也有较大增加，对化肥、农药企业构成利好。

2、行业内部整合即将开始，利于改善供需关系。农药产业调整政策（《农药工业产业政策》和《农药生产准入条件》）正在酝酿中。其中影响较大的措施有，到 2015 年农药企业数量减少 30%，国内前 20 位企业的销售额达到总销售额的 50% 以上，“三废”排放量减少 30%，副产物资源化利用率提高 30%。一旦产业调整政策出台，将会淘汰一大批落后产能，优势企业的市场份额将得到进一步扩张。

3、目前农药价格处于低位，即将到来的旺季将拉升农药价格。09 年国内外农产品价格大幅下跌，农业种植投入降低，影响到了农药价格，09 年全年农药价格处于历史上较低位置；近期农产品价格出现大幅上涨刺激农药需求，未来几个月进入用药旺季，农药价格将有较大的上升空间。另外 09 年农药产量增速一直处于历史低位（5% 左右），旺季到来时可能出现部分农药供应不足的情况。

4、国际原油价格高涨，从几方面为农药涨价提供动力。在通胀预期的背景下，油价上涨预期将带动国际上主要农产品价格继续上扬形成对农药行业的有力支撑；再有随着油价上升，农药生产成本上涨，从而引起产品涨价；另外油价上涨将使得各国更加重视新能源的开发，比如生物能源等，继而加大农药的施用量。

■ 除草剂：用量逐年提升

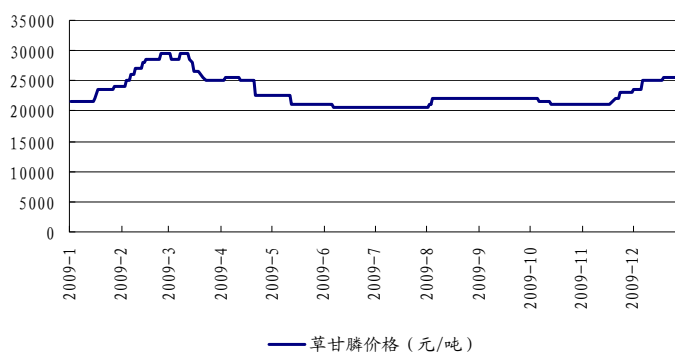
国内除草剂使用量低于全球平均水平。根据 07 年统计数据，全球农药市场销售额高达 300 亿美元左右，年增长率为 1.2%；其中除草剂为 150 亿美元左右，占 50%。而我国除草剂在农药中使用的比重不到 30%，远低于国际水平。

除草剂的用量将逐年提升。目前农业生产技术不断向前发展，免耕技术、转基因技术的大量应用，要求提高除草剂的使用量。免耕技术中，除草是其中的关键技术环节；转基因技术的出现，可以使农作物具有抗除草剂性能，从而进一步推广除草剂。目前全国农田化学除草面积已近 0.6 亿公顷，预计今后除草剂施用面积每年将增长 0.03 亿公顷，单位面积除草剂施用量也将逐步提高。

■ 草甘膦：价格持续上调

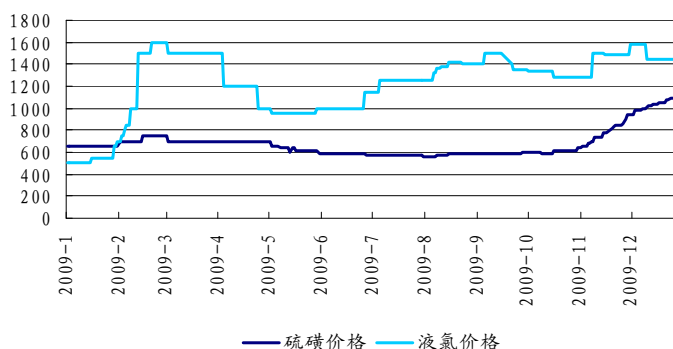
09 年底以来，草甘膦价格出现了连续上调的走势，一个月时间内由 21000 元/吨上涨到 25500 元/吨，涨幅达 21.4%。草甘膦价格的提升是成本、供求等多方面因素作用的结果。生产成本方面，近期草甘膦生产所需硫磺、氯气、甲醇等原料价格都有较大涨幅，见图表 2。

图表 1 草甘膦价格走势（元/吨）



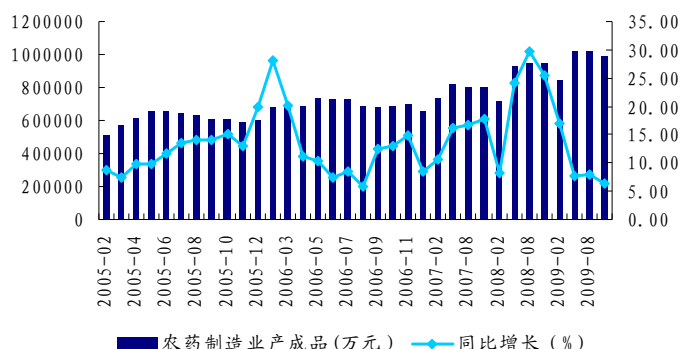
数据来源：化工在线

图表 2 硫磺、液氯价格走势（元/吨）



数据来源：化工在线

图表 3 国内农药制造业产成品及增速



数据来源: WIND 资讯

另外由于种种原因, 2010 年草甘膦的供应量也将有所下降。1、在 09 年年初, 农业部、工信部曾联合下发第 1158 号公告, 规定草甘膦生产企业必须将有效成分低于 30% (主要是 10%) 的水剂, 在 12 月 31 日前完成有效成分含量变更, 这意味着农药厂家到 2010 年将不准再生产 10% 草甘膦水剂。在公告没有发出之前, 10% 草甘膦水剂几乎一统国内草甘膦市场。2、由于 09 年行业的低迷情况, 规模 1 万吨以下的草甘膦企业几乎全部停工, 目前行业库存处于较低水平。

■ 重点关注公司: 新安股份 (600596)、扬农化工 (600486)、华星化工 (002018)。

1、华星化工 (002018): 高水平技术将给带来超额利润

高技术水平的农业企业。目前公司拥有 1.5 万吨草甘膦产能, 与国内 IDA 法草甘膦生产企业比, 公司在生产技术水平上不断提高, 节约了大量生产成本: 公司采用的空气氧化法、亚胺基二乙腈法生产分别可节约原料成本 1000 元/吨及 4000 元/吨, 并且产品收率都有不同程度提高。

业绩增长点。1、生产成本的降低: 5 万吨/年亚氨基二乙腈一期项目 (3.4 万吨) 正在建设中, 项目建成后可满足约 4.5 万吨草甘膦的原料需求; 2、产能扩张: 公司参股的星诺化工一期 2 万吨双甘膦即将投产, 未来将继续建设二期 2 万吨双甘膦项目; 3、房地产项目: 公司老厂区搬迁后, 以低成本得到 1500 多亩工业用地, 原有 500 多亩工业用地转为商业使用, 其开发收益用于公司老厂区搬迁使用, 预计 2010 年产生收益。

2、扬农化工 (600486): 菊酯+草甘膦双双受益

两大主营产品均进入上升周期。目前公司以菊酯、除草剂为主营产品。09 年中期公司卫生菊酯、除虫菊酯、除草剂占主营收入比重分别为 37.3%、22.9%、33.0%。目前草甘膦产品已经出现好转迹象, 菊酯作为重要的杀虫药剂, 有以下一些有利的形势: 1、前期甲胺磷等五种高毒有机磷农药退出市场; 2、09 年 10 月国内开始全面禁用氟虫腈, 给其它杀虫剂留出了市场空间; 3、卫生菊酯的使用受天气影响小, 增长较稳定。

业绩增长点。1、产能扩张: 目前公司拥有草甘膦产能 2.5 万吨, 09 年下半年公司进行了非公开增发, 投资 1.5 万吨草甘膦项目; 2、草甘膦、菊酯产品的恢复性增长将带来价格提升; 3、新产品开发, 公司已部分杀菌剂品种中试工作, 未来成长空间较大。

3、新安股份（600596）：业绩将逐年上升

有机硅业务已经开始复苏。有机硅的主要下游行业有建筑、汽车、电子、印染、涂料等，目前有机硅产品价格已由 09 年初的 18500 元/吨上涨到 24000 元/吨，涨幅 29.7%。公司有机硅产品产销两旺，显示出良好的复苏特征。

草甘膦业务回升。目前公司拥有草甘膦原粉产能 8 万吨/年，正在建设 2.5 万吨/年的 IDA 法草甘膦装置。公司草甘膦生产工艺独特，草甘膦生产中的副产物氯甲烷用于有机硅生产，有机硅的副产物氯化氢又用于生产草甘膦，因此公司草甘膦毛利率一直高出其它企业 6-10 个百分点。草甘膦价格回升将进一步带动公司业绩上升。

业绩增长点。目前公司有机硅单体产能 10 万吨；与迈图合作建设的 10 万吨单体项目，将于 2010 年初达产；在下游产品方面，公司正不断进行拓展：目前公司已经具有 1 万吨 107 胶、3 万吨生胶和 1 万吨混炼胶的生产能力；正在建设的下游产品项目有：3 万吨 107 室温胶项目（共两套装置），于 2010 年陆续投产；2010 年上半年还有 1.5 万吨生胶装置投产；另外在建的 2.5 万吨草甘膦装置将进一步扩大公司生产规模。

几家重点公司盈利预测及估值见下表。

表格 1 重点公司估值情况（2010/1/12）

代码	简称	每股收益（元）				市盈率			评级
		08A	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
行业均值（整体法）		1.01	0.69	1.18	1.36	33.9	22.7	17.1	
002018	华星化工	1.12	0.29	0.63	1.11	45.3	21.3	12.0	买入
600486	扬农化工	1.57	1.47	1.83	2.13	28.1	22.6	19.4	买入
600596	新安股份	5.89	1.18	1.81	2.40	39.9	26.0	19.6	买入

数据来源：WIND 资讯，日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。