

农药



郑方钺

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

拐点初现，回暖可期

——农药行业动态跟踪报告

推荐 (维持)

2010年1月20日

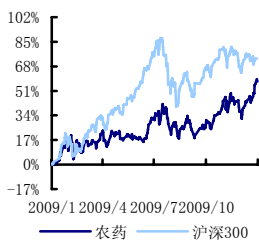
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
新安股份	1.17	2.28	强烈推荐
诺普信	0.67	1.00	推荐
扬农化工	1.46	1.90	推荐
利尔化学	0.50	0.77	推荐

投资要点

- **农药行业 09 年经营处于阶段性调整期。**2009 年前 11 月，中国农药行业收入增速放缓至 4.4%。利润总额同比下滑 27.8%。农药产量继续保持增长，进出口商品量保持平稳，反映出行业需求基本稳定，但是进口产品均价同比上升 14%，出口产品均价则同比下降 33%，主要受草甘膦价格大幅下跌的影响。产能过剩和原料价格的变化是导致企业利润波动的主要原因。
- **农药行业向上拐点初现。**2009 年 12 月至 2010 年 1 月，草甘膦、菊酯、百草枯等农药原药价格陆续开始上涨。我们判断，农药行业的向上拐点已经初步显现。在行业回暖的带动因素中，需求的趋旺是主要的支撑和引力，而原料价格的持续上涨则是触发因素。农药行业有望进入需求增长与价格上涨的正向循环。
- **草甘膦：有望阶段回暖，走出底部尚需时日。**中国的草甘膦生产能力超过 80 万吨/年，行业产能严重过剩，竞争格局的实质好转尚需时日。但是近期的成本和需求因素有望带动行业进入阶段回暖。
- **政策面的两个关注点：**(1) 2010 年 1 月 1 日起，对草甘膦企业经营成本和效益影响重大的 10%草甘膦水剂将不能再生产；(2)《农药工业产业政策》和《农药市场准入条件》征求意见已于 2009 年 11 月 10 日截止，有望于近期正式发布。相关政策有利于行业优势企业做大做强，具体成效则与政策执行的力度相关。
- **维持行业“推荐”评级。**我们认为大多数农药品种都有较好的价格反弹动力，草甘膦由于产能过剩依然严重，反弹空间相对受限，但是优势企业的盈利水平也有望得到改善。重点公司方面，维持对新安股份“强烈推荐”评级，维持对诺普信、扬农化工、利尔化学“推荐”的投资评级。

行业走势



相关报告

《技术与整合——中国农药行业投资路线》2008-03-26

诺普信系列研究报告

新安股份系列研究报告

扬农化工系列研究报告

目 录

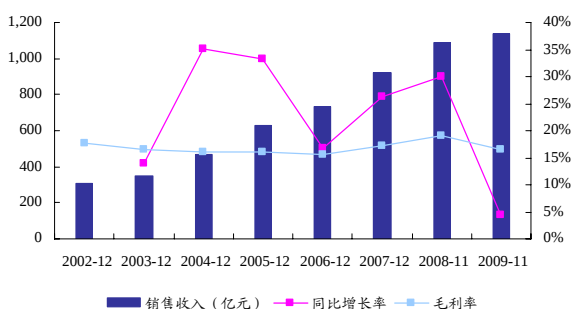
1、农药行业 09 年经营分析：收入增长，利润下降.....	3 -
1.1 收入增长同比放缓，利润水平大幅下降.....	3 -
1.2 产量继续增长，进出口波动出现差异.....	3 -
2、农药行业向上拐点初现	5 -
2.1 产品价格开始回升	5 -
2.2 行业回暖的判断逻辑：原料上涨触发，需求增长支撑.....	5 -
3、草甘膦：有望阶段回暖，走出底部尚需时日.....	6 -
3.1 产能过剩格局尚未有变化	6 -
3.2 成本和需求因素支持阶段回暖	7 -
4、政策面的两个关注点	7 -
4.1 10%草甘膦水剂停止生产	7 -
4.2 《农药工业产业政策》有望推出	8 -
5、维持行业“推荐”评级	8 -
 图 1 中国农药行业历年销售收入与毛利率.....	3 -
图 2 中国农药行业历年利润总额	3 -
图 3 中国农药行业历年产量与净出口量	3 -
图 4 2007 年以来农药逐月进口量、进口额与进口单价.....	4 -
图 5 2007 年以来农药逐月出口量、出口额与出口单价.....	4 -
图 6 2007 年以来草甘膦及主要原料价格走势.....	5 -
图 7 09 年以来部分菊酯产品枯价格走势	5 -
图 8 09 年以来百草枯价格走势	5 -
图 9 农药行业回暖的基本判断逻辑	6 -
图 10 农药行业产业链	6 -
 表 1 农药行业重点推荐公司	9 -
表 2 农药行业上市公司汇总	9 -

1、农药行业 09 年经营分析：收入增长，利润下降

1.1 收入增长同比放缓，利润水平大幅下降

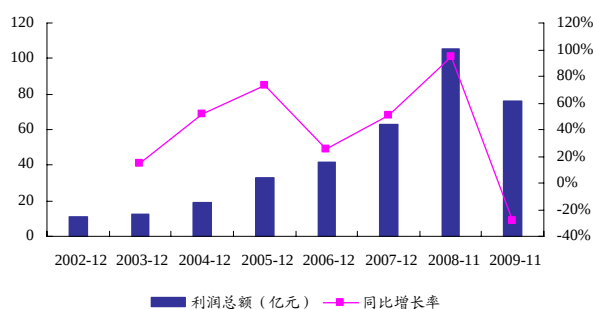
2009 年前 11 个月，农药行业在经历了 2008 年前 3 季度的超常增长后，在需求增长放缓、产品价格下跌的形势下，收入增长率从 2008 年的 30.1% 大幅下降至 4.4%。利润总额则从 2008 年前 11 个月 94.3% 的高增速转为同比下滑 27.8%。

图 1 中国农药行业历年销售收入与毛利率



数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

图 2 中国农药行业历年利润总额

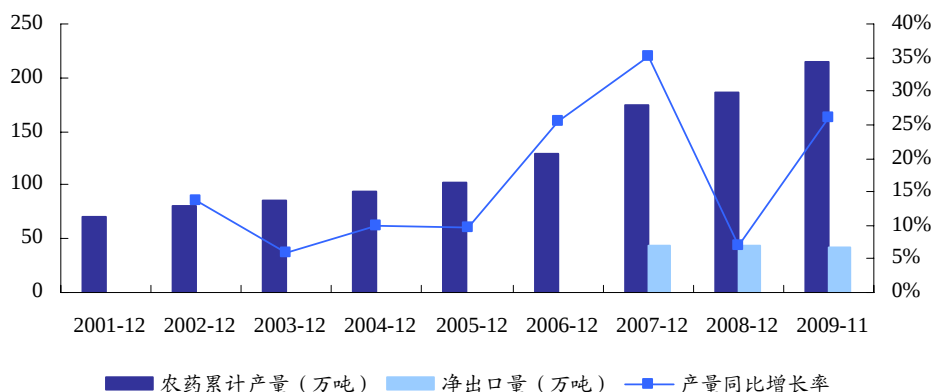


数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

1.2 产量继续增长，进出口波动出现差异

根据国家统计局数据，2009 年度前 11 个月，中国农药原药产量达到 215.4 万吨*，在经济增速放缓、行业景气下滑的背景下，仍然实现了 26.1% 的同比增长。从净出口数据看，07-09 年基本维持在 42-44 万吨之间，反映出国内的表现消费量继续保持增长。对此数据的含义，我们认为：（1）在国际金融危机导致经济增长放缓的背景下，中国农业保持平稳增长，由此对农药的需求构成支撑；（2）经济作物种植面积的扩大，导致农药的单位用量有所上升。

图 3 中国农药行业历年产量与净出口量



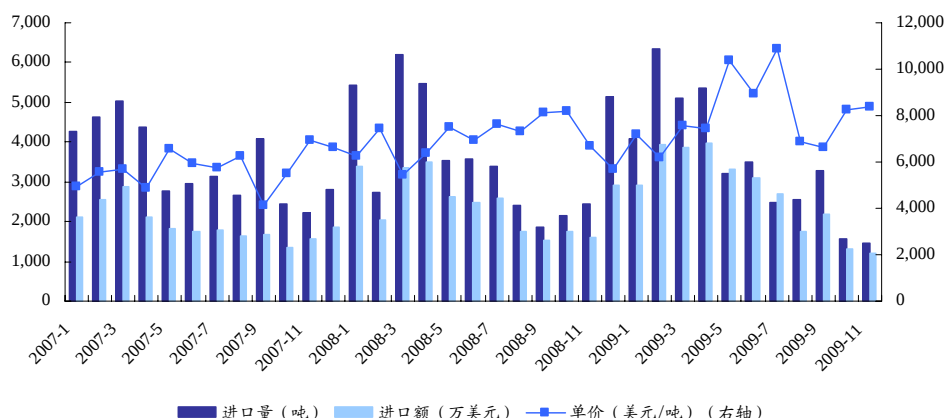
数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

*注：我国的农药产量统计数据较实际数值存在高估，原因在于：（1）各地所报的原药不是完全按照 100% 的含量；（2）一些制剂的产量也被统计入内。我们估计，以 08 年为例，实际出口

45-50万吨、国内使用大约50万吨计，产量大约95-100万吨。但是总体而言，由于前后年份统计口径基本一致，因此其增速数值仍然具有重要参考价值。

图4和图5是2007年以来中国农药逐月进出口数据。2009年前11个月，中国农药累计进口3.9万吨，累计出口46.0万吨，分别同比增长-0.59%和0.69%，基本持平。但是进出口金额为3.03亿美元，同比增长13.7%；出口金额则为46.0亿美元，同比下降32.9%。

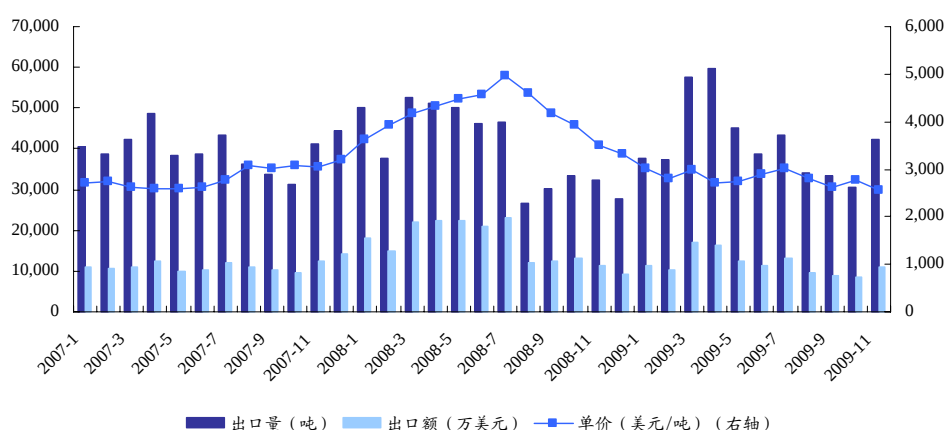
图4 2007年以来农药逐月进口量、进口额与进口单价



数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

农药进出口数据波动方向的差异，主要原因在于进出口产品价格变化趋势迥异。2009年，进口农药产品均价维持了稳步增长的态势，而出口产品均价则出现大幅下跌。其原因有二：（1）进口主要为农药高端产品，包括大量专利产品，其定价受经济景气影响较小；（2）出口产品在全球农药体系中定位处于中低端，议价能力整体不强，而草甘膦均价的大幅下跌更是成为拉低出口产品均价的主要因素。

图5 2007年以来农药逐月出口量、出口额与出口单价



数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

从2009年中国农药出口量保持稳定也可看出，在金融危机的影响之下，农药的国际需求也具有一定的稳定性。导致企业利润出现波动的因素主要来源于产能过剩和原料价格的变化，这些变化导致了产品价格的变化，进而传导至企业的收入和

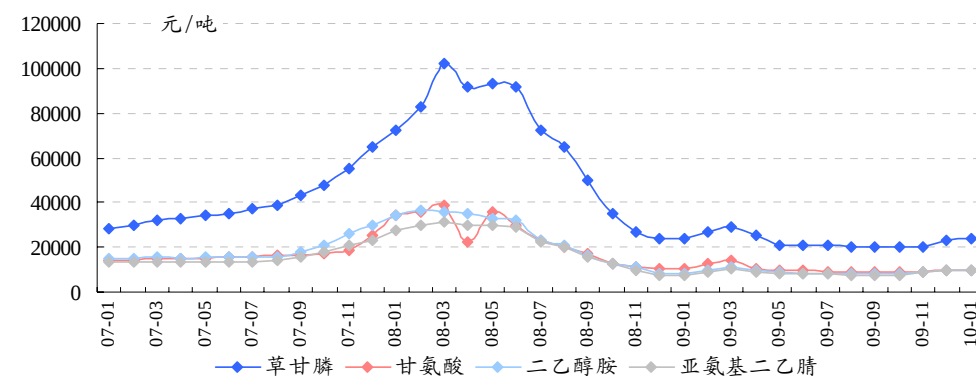
盈利水平。

2、农药行业向上拐点初现

2.1 产品价格开始回升

在 09 年以来化工产品价格底部回升的浪潮中，农药价格的回升最晚。其中的原因一方面在于农药下游农业的波动较小且滞后于整体经济周期，另一方面在于草甘膦产能的严重过剩对价格形成压制。

图 6 2007 年以来草甘膦及主要原料价格走势

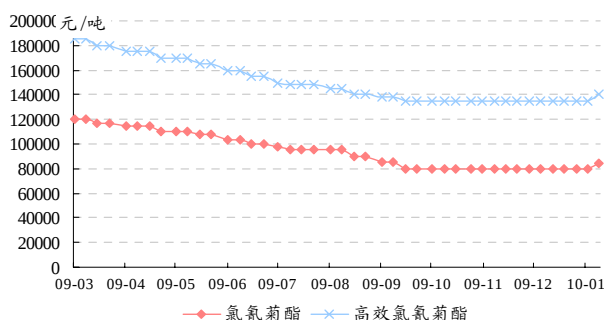


数据来源：兴业证券研发中心

直到 2009 年 12 月，草甘膦价格在底部横盘半年之后，受原料涨价推动，上涨了 3000 元/吨左右。目前市场价格约为 23000 元/吨（甘氨酸法）和 24000-25000 元/吨（IDA 法）。

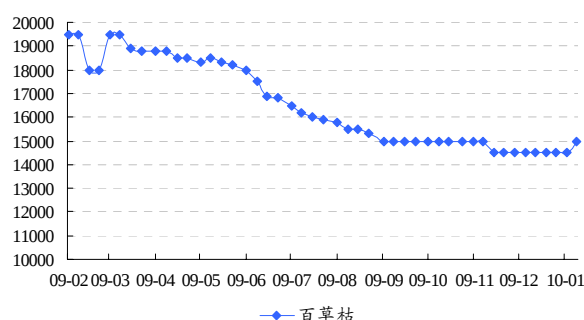
原料价格上涨同样驱动了其它农药品种的价格回升。2010 年 1 月中旬起，拟除虫菊酯、百草枯等重要农药品种的生产企业也开始提价或酝酿提价。

图 7 09 年以来部分菊酯产品价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

图 8 09 年以来百草枯价格走势



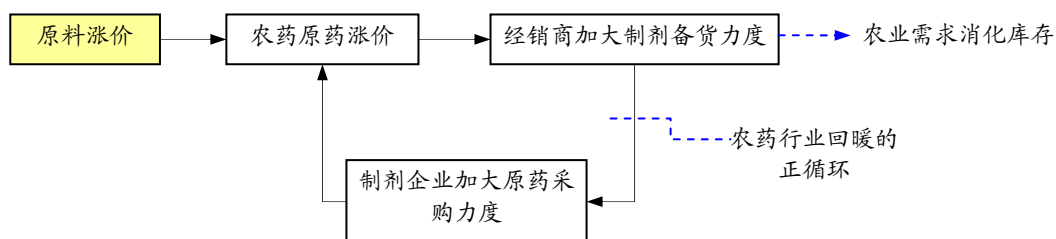
数据来源：兴业证券研发中心

2.2 行业回暖的判断逻辑：原料上涨触发，需求增长支撑

结合农药产业链各环节的最新动态，我们判断，农药行业的向上拐点已经初步显现。在行业回暖的带动因素中，需求的趋旺是主要的支撑和引力，而原料价格的

持续上涨则是触发因素。其基本的逻辑如下：

图 9 农药行业回暖的基本判断逻辑

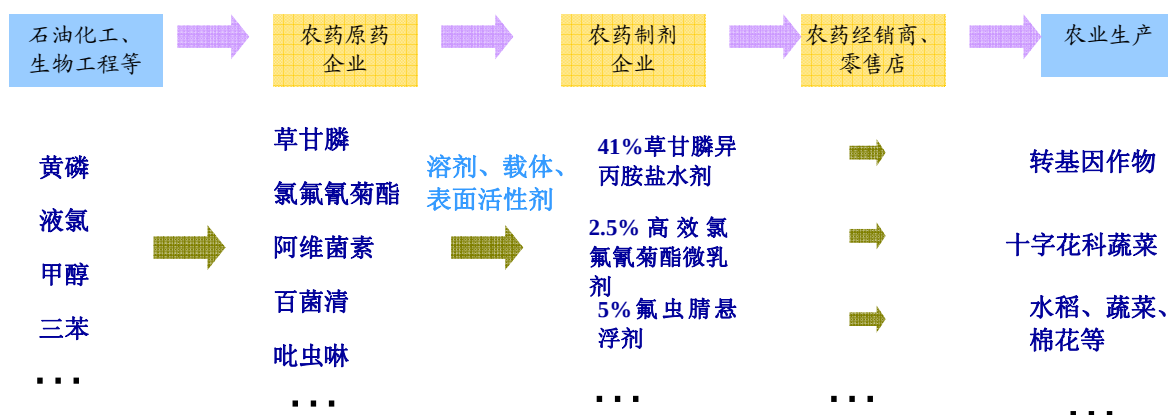


数据来源：兴业证券研发中心

在当前行业回暖的起点，由于农药原药价格长期低迷，以及制剂价格也处于较低水平，农药制剂下游经销商对于产品跌价心有余虑，因此库存维持在中等或偏低水平。当农药生产原料价格上涨达到一定幅度，推动农药原药企业明显提价，则将对制剂经销商的心理预期产生影响，从而加大制剂备货力度。由此，制剂企业将加大对原药的采购力度，进而推动原药价格进一步上涨，由此形成正向循环。

在农药经营回暖正向循环的演进中，下游农业对农药制剂的需求是根本驱动力。在经历了 08、09 连续两年农药需求偏少的“小年”之后，2010 年中国农药行业开局良好，有望迎来需求较快增长的“大年”。由此，我们农药行业回暖的判断得到需求趋旺的重要支持。

图 10 农药行业产业链



数据来源：兴业证券研发中心

3、草甘膦：有望阶段回暖，走出底部尚需时日

3.1 产能过剩格局尚未有变化

草甘膦是全球最大的农药品种，以销售额计，仍占全球农药市场份额的 10%以上。

同时由于全球主要产能集中于中国，因此对中国农药行业的经营业绩影响重大，也与大量农药企业的效益关系密切。

2009 年全球草甘膦需求约在 60 - 70 万吨之间，由于 2008 年国内产能的大跃进，目前中国的生产能力即超过 80 万吨/年，登记在册企业 50 余家。加上孟山都等国外产能，全球产能超过 100 万吨/年，行业产能严重过剩。

(注：关于国内草甘膦产能，未有权威统计，行业内有不同观点。由于行业高峰期时一些企业无证上马草甘膦项目，因此悲观者估计国内产能超过 100 万吨；但是考虑到一些项目停留于规划阶段，或者配套不齐，乐观者估计有开车能力的产能为 60 余万吨。我们认为，80 余万吨是较为可信的估计。)

由于产品价格低迷，08 年底以来，大量企业停产或半停产，我们估计目前草甘膦行业开工率在 50% 左右。由于过剩产能的淘汰需要时间（停产时间越长，重新开车的成本越高，我们估计停产 1 年半至 2 年将是过剩产能退出的临界时间跨度），因此行业竞争格局的实质好转尚需时日。

3.2 成本和需求因素支持阶段回暖

虽然草甘膦行业的洗牌期尚未结束，但是成本和需求因素有望带动行业进入阶段回暖。成本方面，以目前的原料价格计，行业内大量开工中企业仍未能覆盖固定成本，处于亏损生产的不合理局面。随着经济继续回升、上下游行业利润率提高，这一趋势有望传导到草甘膦行业，带来企业盈利空间的改善。

需求方面，草甘膦在未来的全球需求预计将保持每年 10% 左右的速度增长；中国目前用量约 5 万吨/年，随着农户种植习惯的改变和转基因作物种植面积的扩大，未来的草甘膦需求增速预计将高于全球。短期看，即将到来的北半球春耕旺季有望成为草甘膦市场阶段回暖的有力支持。

4、政策面的两个关注点

近期农药行业有两个政策面因素值得关注：一是 10% 草甘膦水剂停止生产；二是《农药工业产业政策》有望推出。

4.1 10% 草甘膦水剂停止生产

根据农业部第 1158 号公告（2009 年 2 月 25 日），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。逾期不再保留其农药田间试验批准证书、农药登记证、农药临时登记证和农药生产批准证书。据此，2010 年 1 月 1 日起，对草甘膦企业经营成本和效益影响重大的 10% 草甘膦水剂将不能再生产。

此前，国内草甘膦生产工艺中，一般将原药结晶后残余的母液（含有部分草甘膦

和大量难处理杂质)加草甘膦原粉后,调配成10%的草甘膦水剂外售。这一做法实际上是将草甘膦生产中的污染物排放至农田。第1158号公告生效后,草甘膦母液不但不能制成10%水剂外售,还需要将污染物进行处理,因此将增加草甘膦企业成本,同时具有技术和环保优势的行业领先企业相对获利。

虽然如此,10%草甘膦水剂能否真正全面停产、如何确保企业不将草甘膦母液中的污染物违规排放,依赖于各地的法律法规执行力度。

4.2 《农药工业产业政策》有望推出

工业和信息化部的《农药工业产业政策》和《农药市场准入条件》征求意见已于2009年11月10日截止,有望于近期正式发布。

我们预期,相应政策将强调鼓励企业技术创新、鼓励优势企业通过兼并重组等方式做大做强,长期看对于农药行业竞争结构的改善和优秀企业的脱颖而出具有重要意义。

5、维持行业“推荐”评级

综合以上分析,我们认为,经过一年多的低迷,农药行业向上的拐点初步显现,行业经营回暖可期。农药品种方面,我们认为大多数品种都有较好的价格反弹动力,草甘膦由于产能过剩依然严重,反弹空间相对受限,但是优势企业的盈利水平也有望得到改善。我们维持对农药行业“推荐”的投资评级。

重点公司方面,我们继续看好草甘膦和有机硅的领先企业新安股份、国内农药制剂龙头企业诺普信、技术和研发优势突出的扬农化工、氯代吡啶类农药的领先企业利尔化学,维持对新安股份“强烈推荐”、诺普信、扬农化工和利尔化学“推荐”的投资评级。

同时,对于农药行业中一批有独特竞争优势的企业,包括拟收购公司新型农药开发能力强大的华邦制药、农药中间体开发生产的优势企业联化科技、永太科技,我们将保持长期持续关注。

此外,基于对农药价格和盈利水平回升的预期,可适度关注农药高业绩弹性公司的交易性机会,包括江山股份和华星化工等。

表 1 农药行业重点推荐公司

代码	股票简称	股价 (100120))	EPS			PE			BPS	总股本 (亿股)	投资评级
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E			
600596	新安股份	48.80	1.17	2.28	3.33	41.7	21.4	14.7	12.56	3.09	强烈推荐
002215	诺普信	35.02	0.67	1.00	1.43	52.3	35.0	24.5	3.01	2.03	推荐
600486	扬农化工	47.47	1.46	1.90	2.35	32.5	25.0	20.2	11.56	1.32	推荐
002258	利尔化学	26.99	0.50	0.77	1.05	54.0	35.1	25.7	4.03	2.02	推荐

资料来源：兴业证券研发中心

表 2 农药行业上市公司汇总

代码	公司简称	主要农药产品	农药业务占收入 比重 (09上半年)	09上半年总收入 (亿元)	最新总股本 (亿股)
600596	新安股份	草甘膦 (8 万吨)	58.9%	20.18	3.09
002215	诺普信	农药制剂	100.0%	8.96	2.03
600486	扬农化工	拟除虫菊酯、草甘膦 (4.5 万吨)	100.0%	11.67	1.32
002258	利尔化学	氯代吡啶类农药	100.0%	2.44	2.02
002004	华邦制药	新型除草剂、杀菌剂等*	71.7% (估)	9.24 (估)	1.32
002250	联化科技	农药中间体	63.8%	5.60	1.29
002326	永太科技	含氟农药中间体	16.6%	2.22	1.34
600389	江山股份	草甘膦 (7 万吨)	62.8%	12.28	1.98
002018	华星化工	草甘膦 (2.5 万吨)、杀虫单、双等	99.5%	4.33	2.45
000525	红太阳	百草枯、拟除虫菊酯、中间体**	24.3%	15.62	2.80
000553	沙隆达	乙酰甲胺磷、百草枯、草甘膦	91.8%	9.85	5.94
600731	湖南海利	氨基甲酸酯类杀虫剂	86.3%	3.14	2.56
600532	华阳科技	神农丹、灭多威等	55.0%	2.09	1.52
000732	ST 三农	草甘膦 (1 万吨)	70.0%	1.73	2.33
000407	胜利股份	草甘膦、酰胺类除草剂	33.3%	7.08	4.99
000565	渝三峡	草甘膦中间体 (甘氨酸)	N. A.	1.98	1.73
600803	威远生化	阿维菌素	84.5%	4.33	2.36
600226	升华拜克	阿维菌素、草甘膦	49.2%	7.42	2.70

资料来源：兴业证券研发中心

*：属华邦制药拟吸收合并公司颖泰嘉和的主营业务，重组尚未完成；

**：红太阳的农药中间体吡啶业务为拟收购项目，重组尚未完成。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。