

农化行业：已到提前布局时

推荐 (上调)

2010年8月9日

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
盐湖钾肥	1.95	2.23	推荐
扬农化工	0.90	1.20	推荐
诺普信	0.65	1.06	推荐
华邦制药	1.01	2.00	推荐
联化科技	0.86	1.18	推荐
兴发集团	0.58	0.78	推荐
华鲁恒升	0.59	0.76	推荐
湖北宜化	0.98	1.20	推荐
云天化	0.60	0.86	推荐

相关报告

《磷肥钾肥继续回暖，MDI 厂商报价下调 - 化工行业周报 (100726-100801)》2010-8-2

《磷肥需求较好，钾肥市场继续回暖 - 化工行业周报 (100719-100725)》2010-7-26

《把握精细化工发展机遇，关注传统行业低估机会 - 基础化工行业 2010 下半年投资策略》2010-7-13

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

投资要点

近期化工板块（尤其是传统大宗化学品上市公司）放量上涨，引发市场关注，对此我们的观点如下：

- **传统与大宗化学品：景气前景决定回升空间。**我们认为传统与大宗化学品低估后的投资机会已经到来，但是各子行业的后续表现将有分化。主要依据是各子行业 PB 的前期调整低点已经处于历史较低水平，但是下游需求的差异决定了子行业复苏程度将有较大差别。从开工率、ROE 等指标看，磷肥已步入复苏；钾肥初步回暖，农药、氮肥等行业尚处低位，后续有望迎来景气回升。
- **农化行业基本面正在发生积极变化。**进入 7 月，农化行业的基本面出现了一些积极变化：首先，9、10 月是北半球用肥旺季，下游备货提前启动，市场需求逐步回暖，国际化肥价格也有所上涨；第二，磷肥产品出口旺盛，价格坚挺，行业盈利情况理想；第三，钾肥国内需求近期出现大幅增长，复合肥企业采购积极，进口、边贸、国产各类产品销售旺盛，货源紧张，氯化钾价格上涨趋势初现。
- **农化行业 2011 年前景向好。**首先，今年以来的大面积干旱、洪涝、低温等极端气候继续同时发生的概率较小，农化产品需求至少将恢复性增长；其次，农化行业尤其是农药行业已经连续三年需求低迷，从历史景气周期来看有望步入上行通道；最后，农产品价格的适度上涨伴随农业种植面积的增加，将从需求增长和降低价格敏感性两个方面对明年的农药和化肥行业产生积极影响。
- **建议积极布局钾肥、农药，关注氮肥、磷化工，持有磷肥。**钾肥拥有良好的竞争结构，行业景气刚刚步入上升通道；农药行业明年需求和景气的回暖是大概率事件，可积极考虑提前布局；氮肥行业复苏过程将较为曲折，但是煤头优势企业仍将受益于气头成本上升和行业集中度提升；磷肥的较高景气将延续，目前仍可持有。另外，磷化工行业同样值得关注。
- **重点公司推荐：**盐湖钾肥、扬农化工、诺普信、华邦制药、联化科技、兴发集团、华鲁恒升、湖北宜化、云天化。

目 录

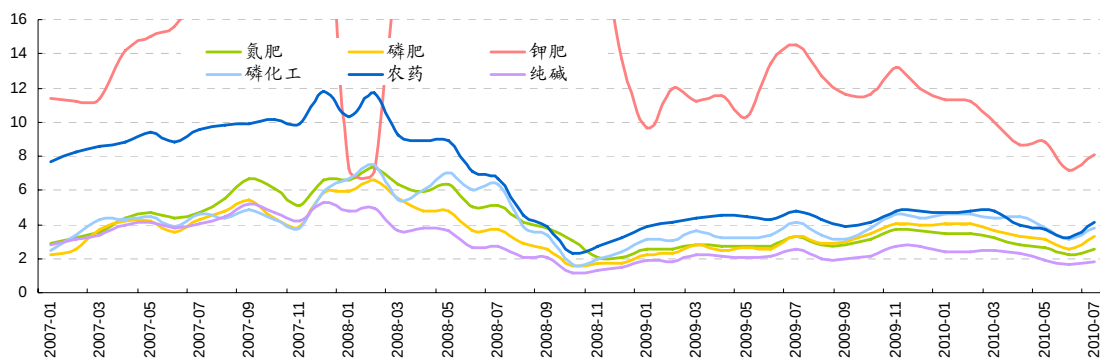
1、传统与大宗化学品：景气前景决定子行业回升空间.....	3 -
2、农化行业基本面正在发生积极变化	5 -
3、农化行业 2011 年前景向好.....	7 -
4、投资策略：积极布局钾肥、农药，关注氮肥、磷化工，持有磷肥.....	8 -
5、重点公司推荐	9 -
5.1 盐湖钾肥：钾肥领军企业，吸收合并利于长远.....	9 -
5.2 扬农化工：已到经营低谷，未来增长可期.....	9 -
5.3 诺普信：成长空间广阔，阶段调整后将迎来新一轮增长.....	9 -
5.4 华邦制药：重组后将成农药原药领先企业.....	9 -
5.5 联化科技：承接产业转移，创新驱动成长.....	10 -
5.6 兴发集团：经营情况良好，项目建设稳步推进.....	10 -
5.7 华鲁恒升：成本领先的化肥/煤化工优秀企业	10 -
5.8 湖北宜化：资源储备较为丰富，产业版图持续扩张.....	10 -
5.9 云天化：三大主业齐头并进，后续发展值得关注.....	10 -
图 1 大宗化工品主要子行业 PB 情况（一）	3 -
图 2 大宗化工品主要子行业 PB 情况（二）	3 -
图 3 当前化工主要子行业景气度	4 -
图 4 2009 年传统化学品产能、产量及需求情况.....	4 -
图 5 2010 年 5 月以来主要子行业开工率	4 -
图 6 化工主要子行业滚动 ROE 情况	4 -
图 7 国内尿素逐月产量	5 -
图 8 国内磷肥逐月产量（折纯）	5 -
图 9 国内钾肥逐月产量	5 -
图 10 国内农药原药逐月产量	5 -
图 11 国内尿素逐月出口情况.....	6 -
图 12 国内磷肥逐月出口情况	6 -
图 13 06 年以来国内外尿素价格	6 -
图 14 09 年以来国内外尿素价格	6 -
图 15 07 年以来国内外磷酸二铵价格	6 -
图 16 09 年以来国内外磷酸二铵价格	6 -
图 17 07 年以来国内外氯化钾价格	7 -
图 18 09 年以来国内外氯化钾价格	7 -
图 19 09 年以来国内菊酯、百草枯产品价格.....	7 -
图 20 09 年以来国内草甘膦及主要原料价格.....	7 -
图 21 08 年以来国际农产品价格	8 -
图 22 国内农产品批发价格总指数（2000.1=100）	8 -
表 1 今年以来国内自然灾害及对农业生产的影响.....	7 -
表 2 相关上市公司盈利预测及投资评级	11 -

1、传统与大宗化学品：景气前景决定子行业回升空间

我们在基础化工行业 2010 年下半年投资策略《把握精细化工发展机遇，关注传统行业低估机会》（2010.7.13）指出：受困于产能过剩和需求增长放缓，传统与大宗化学品处于调整期，但是在市场预期偏低、部分领域需求恢复的背景下，下半年有望迎来低估后的投资机会。近期随着指数回暖，传统化工上市公司股价大幅反弹，我们认为这一时点已经到来，但是子行业表现将有分化。

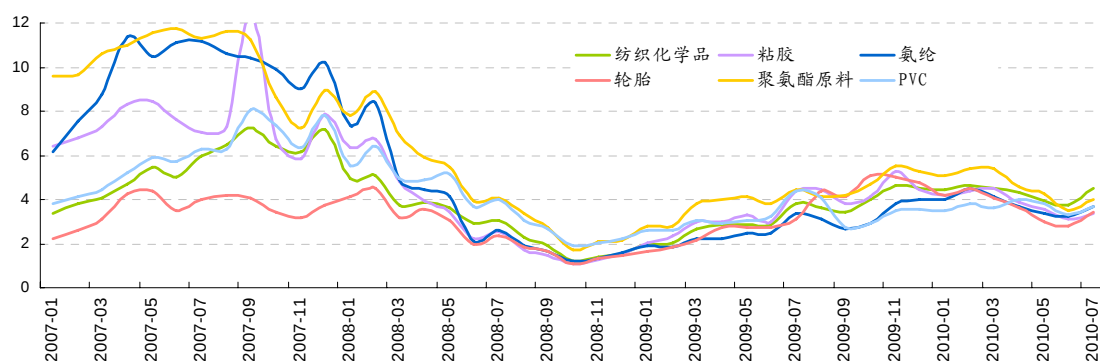
我们认为前期跌幅过大加之近期部分子行业需求恢复（或存在恢复预期）是本轮反弹的主要原因。通过观察主要子行业的 PB 指标（图 1、图 2，我们可以发现：各子行业 PB 前期调整低点已经处于历史较低水平。

图 1 大宗化工品主要子行业 PB 情况（一）



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

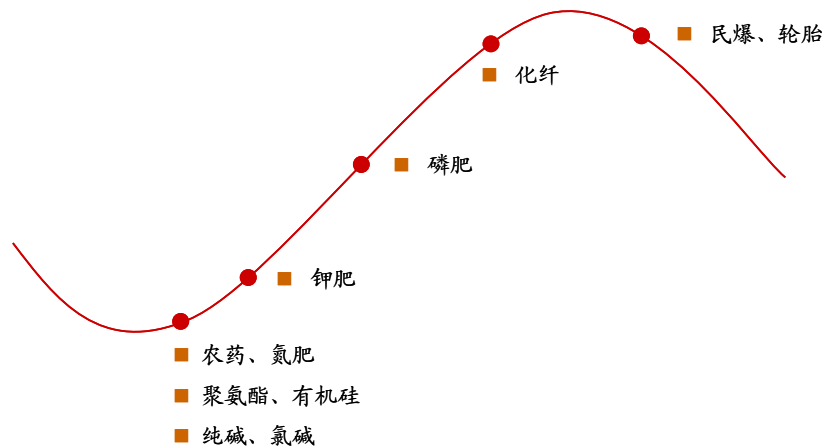
图 2 大宗化工品主要子行业 PB 情况（二）



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

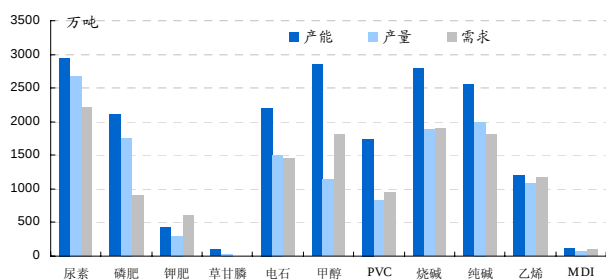
而结合对下游需求的分析，各子行业景气差异较大：房地产相关的 PVC、纯碱持续低迷，农业相关的化肥、农药等子行业中，磷肥、钾肥需求近期底部攀升，农药、氮肥尚在底部蓄势；而轮胎、民爆等子行业则面临着下游需求高位下滑，原料价格显著上涨等不利因素，景气高位滑落。

图3 当前化工主要子行业景气度



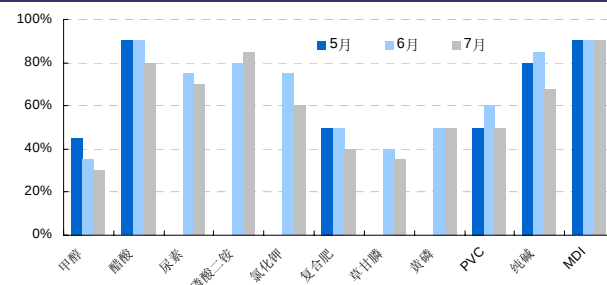
备注：景气度曲线仅标示子行业景气变化方向，实际景气高度取决于供需情况等具体因素。
 资料来源：兴业证券研发中心

图4 2009年传统化学产品产能、产量及需求情况



资料来源：兴业证券研发中心

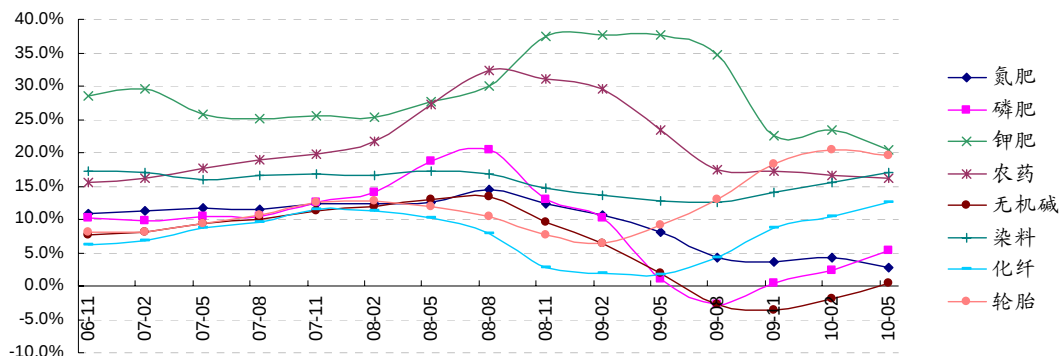
图5 2010年5月以来主要子行业开工率



资料来源：兴业证券研发中心

上述事实从各子行业的开工率上也可以得到验证（图5）：今年5月以来，甲醇、复合肥、草甘膦、PVC等产品开工率持续低迷，而磷肥（受出口拉动）、钾肥等行业开工率已经逐渐提升并处于较高水平（钾肥7月开工率下滑主要是因为青海降雨导致钾肥厂家被动停工）。

图6 化工主要子行业滚动ROE情况



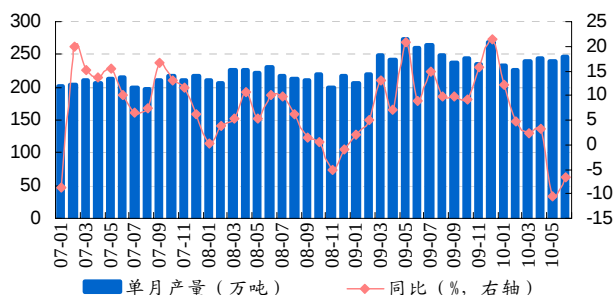
资料来源：Wind，兴业证券研发中心

我们再来看反映行业经营情况的 ROE 指标,从最近四个季度的滚动 ROE 情况看,之前景气高涨的轮胎行业开始步入下行周期;另一方面,氮肥、钾肥、农药等农化相关子行业 ROE 下行周期已经持续了 7-8 个季度,(从持续时间来看)有望迎来景气回升;而受益于出口旺盛、原料价格下跌,磷肥行业已经率先复苏。这也与开工率数据相一致。

2、农化行业基本面正在发生积极变化

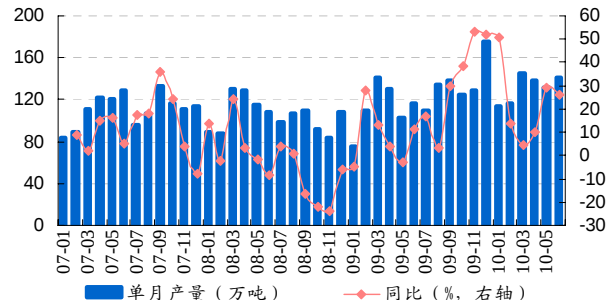
自 2008 年下半年以来,农化行业伴随化工行业整体步入下行通道,产品销售不畅、价格低迷,库存压力增加,而这一情况在今年上半年达到顶峰,受极端天气影响,作物种植面积减少(干旱、洪水),病虫害发作大幅下降(低温),农化产品需求萎缩。以尿素行业为例,上半年尿素累计产量(折纯)为 1432.9 万吨(同比降低 0.5%,三年来首次同比下降),1-5 月全国库存 752 万吨(同比大幅增加 17.3%)。

图 7 国内尿素逐月产量



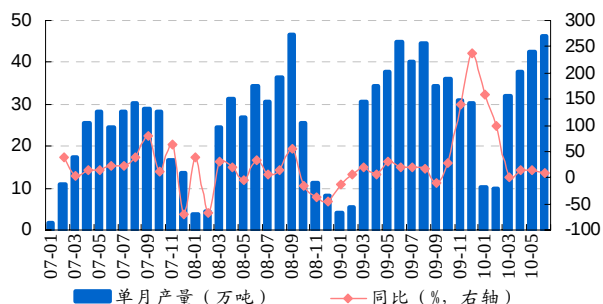
资料来源：cpcia，兴业证券研发中心

图 8 国内磷肥逐月产量（折纯）



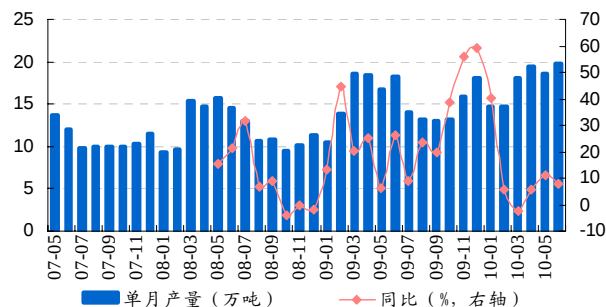
资料来源：cpcia，兴业证券研发中心

图 9 国内钾肥逐月产量



资料来源：cpcia，兴业证券研发中心

图 10 国内农药原药逐月产量

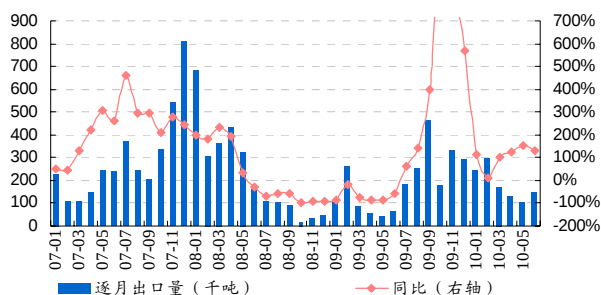


资料来源：cpcia，兴业证券研发中心

进入 7 月,农化行业的基本面发生了一些积极变化:首先,9、10 月是北半球用肥旺季,下游备货提前启动,市场需求逐步回暖,全球开工率有所上升,国际化肥价格也有所上涨(图 13-18);第二,受益于 6 月开始执行 7% 的淡季出口关税,以及国内外产品较大的价差,磷肥产品出口旺盛(图 12),磷肥价格坚挺,行业盈利情况理想,云贵等主产区开工率始终维持在 80% 以上,社会库存大幅下降;第三,下游复合肥开工率由 5 月的 50% 上升至目前的 85%,钾肥国内需求近期出现大幅增长,复合肥企业采购积极,进口、边贸、国产各类产品销售旺盛(据悉

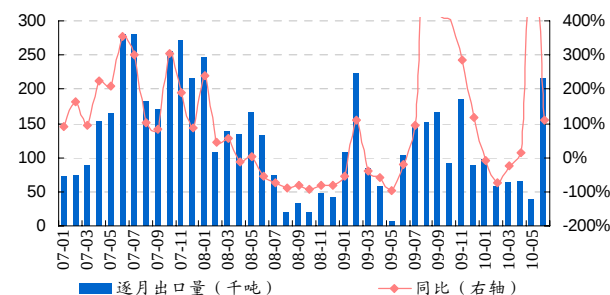
盐湖钾肥近期新订单已达几十万吨), 社会库存大幅下降(由7月初的近400万吨下降至目前的200万吨出头), 货源紧张, 氯化钾价格上涨趋势初现。

图 11 国内尿素逐月出口情况



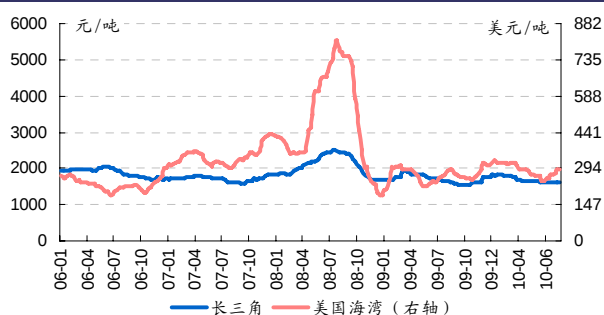
资料来源：cpcia, 兴业证券研发中心

图 12 国内磷肥逐月出口情况



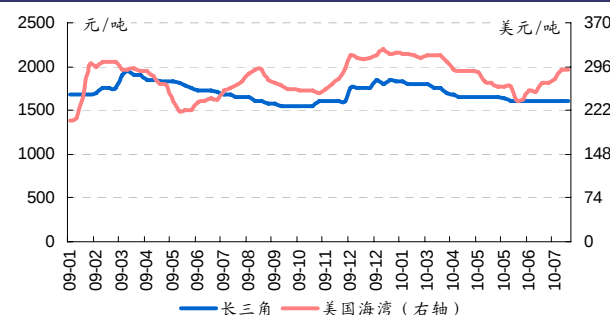
资料来源：cpcia, 兴业证券研发中心

图 13 06 年以来国内外尿素价格



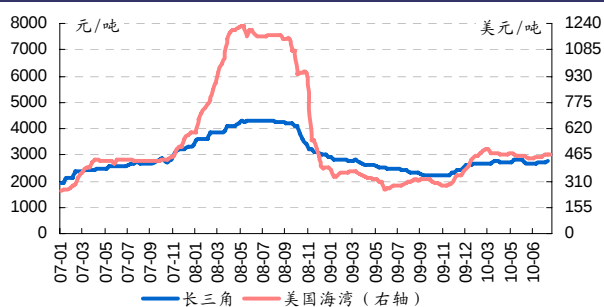
资料来源：Bloomberg、百川资讯, 兴业证券研发中心

图 14 09 年以来国内外尿素价格



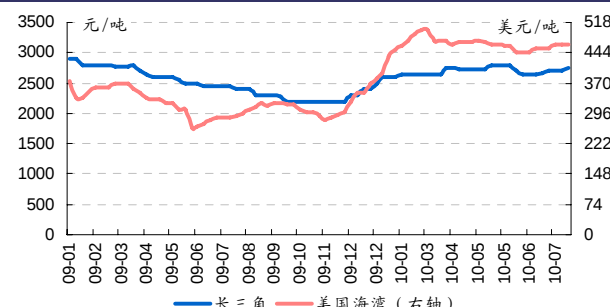
资料来源：Bloomberg、百川资讯, 兴业证券研发中心

图 15 07 年以来国内外磷酸二铵价格



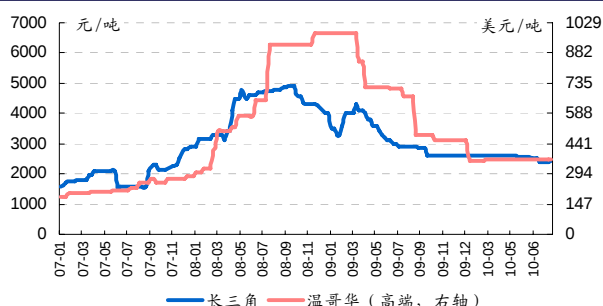
资料来源：Bloomberg、百川资讯, 兴业证券研发中心

图 16 09 年以来国内外磷酸二铵价格



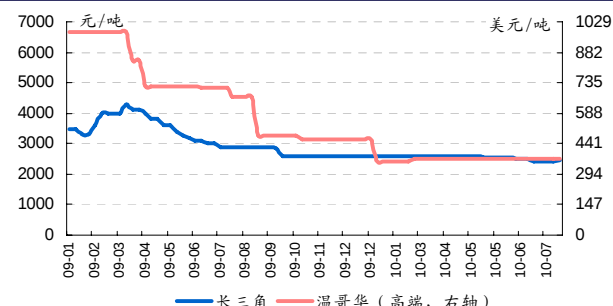
资料来源：Bloomberg、百川资讯, 兴业证券研发中心

图 17 07 年以来国内外氯化钾价格



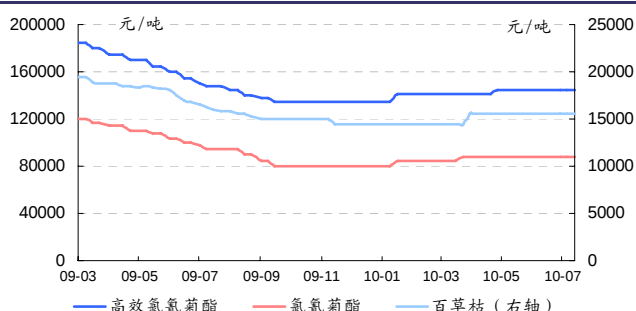
资料来源：Bloomberg、百川资讯，兴业证券研发中心

图 18 09 年以来国内外氯化钾价格



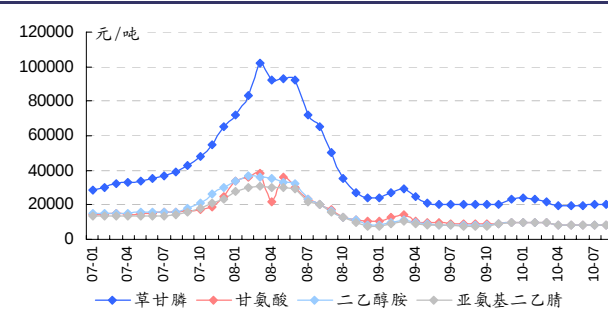
资料来源：Bloomberg、百川资讯，兴业证券研发中心

图 19 09 年以来国内菊酯、百草枯产品价格



资料来源：百川资讯，兴业证券研发中心

图 20 09 年以来国内草甘膦及主要原料价格



资料来源：兴业证券研发中心

3、农化行业 2011 年前景向好

我们认为农化行业 2011 年需求前景良好，进而将带动行业景气回升。理由主要有三点：

首先，今年以来的大面积干旱、洪涝、低温等极端气候继续同时发生的概率较小，相反今年洪涝等造成的粮食产量减少、土壤养分流失将使得下半年乃至明后年的农化产品需求出现增长。

表 1 今年以来国内自然灾害及对农业生产的影响

灾害	持续时间	受灾面积	造成的损失
西南五省干旱	8 个月（从去年 9 月开始）	6.09 亿亩	09 年甘蔗、冬小麦减产，今年春播以及作物后期生长受到极大影响
北方干旱	4 个月	1.2 亿亩	造成粮食减收 2000 万吨左右
南方洪涝	1 个月	2.66 亿亩	早稻减产几成定局

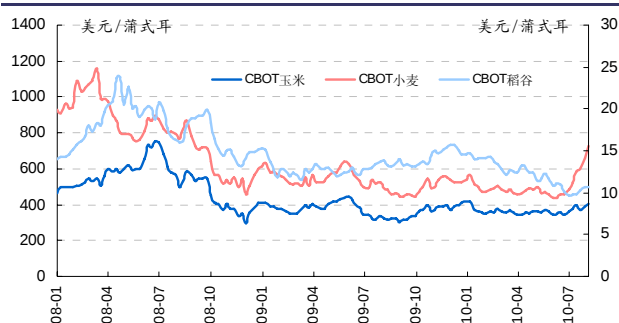
资料来源：兴业证券研发中心整理

其次，农化行业尤其是农药行业已经连续三年需求低迷，从历史景气周期来看已属极端情况，明年的需求步入上行通道是大概率事件（这也与我们上文的 ROE 分析相吻合）。

最后，供需紧张带动国际国内农产品价格出现上涨势头（图 21、图 22），这一趋势将有效提高国内农户明年的种植积极性。我们分析，由于适度的农产品涨价有利于增加农产品供给，同时有利于降低城乡收入差距，对社会经济总体影响正面，所以只要价格在合理范围内，能够为政策面所接受。因此，明年农业种植面积的增长前景完全可以预期。（注：增加农产品供给的目标也可以通过补贴实现，其同样将带来农业种植面积的增加，但是市场化手段最有效率，因此是最可能的政策路径。）

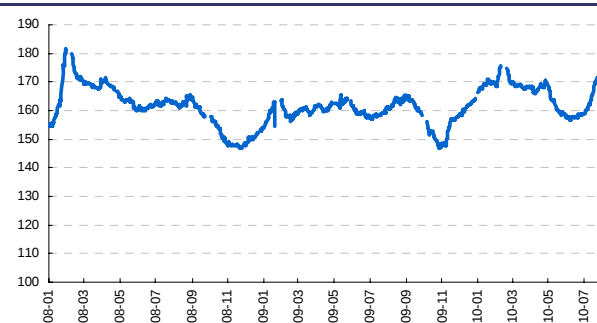
农产品价格的适度上涨伴随农业种植面积的增加，将从需求增长和降低价格敏感性两个方面对明年的农药和化肥行业产生积极影响。

图 21 08 年以来国际农产品价格



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 22 国内农产品批发价格总指数（2000.1=100）



资料来源：农业部，兴业证券研发中心

4、投资策略：积极布局钾肥、农药，关注氮肥、磷化工，持有磷肥

基于对 2011 年的农药化肥需求前景乐观，而农化各子行业基本面正在发生积极变化，预计将先后走出低谷，因此我们认为，农化行业已经到了提前布局的时刻。

从行业景气度来看，目前磷肥景气最好，钾肥景气开始向上，农药、氮肥有望逐渐走出低谷。我们对农化各子行业配置价值的排序是：钾肥/农药——氮肥——磷肥，主要原因是：钾肥拥有良好的竞争结构，行业景气刚刚步入上升通道；农药行业明年需求和景气的回暖是大概率事件（农药产品的丰富性为许多细分品种提供了良好的成长空间；当然大宗产品草甘膦产能过剩严重，行业仍需整固，但是下行空间已有限），可积极考虑提前布局；氮肥行业产能过剩、出口不顺畅，库存也仍然偏多，复苏过程可能将较为曲折，但是煤头优势企业仍将受益于气头成本上升和行业集中度提升；磷肥的较高景气将延续（今年 6 月国内磷酸二铵出口总量为 40.43 万吨，而据统计国内企业今年的出口总量在 100 万吨左右，因此出口还将延续到第四季度；国内需求也将逐步恢复），目前可以继续持有。

另外，属于大磷肥范畴的磷化工行业也将受益于磷肥景气的提升，由于精细磷化工是我国发挥磷矿资源比较优势的可持续路径，属于国家鼓励的发展方向，不存

在出口高关税风险，在磷肥执行旺季出口关税，国际供给紧张时，磷化工产品反而能够享受由此引致的产品上涨，我们认为同样值得关注。

5、重点公司推荐

5.1 盐湖钾肥：钾肥领军企业，吸收合并利于长远

- 中国钾肥的支柱企业，资源和技术优势突出。目前总产能达到 210 万吨（权益产能 121 万吨），占国产钾肥的 40%以上；
- 作为中国钾肥的支柱企业，一方面对于保障国家的钾资源安全起到战略作用，另一方面也将长期受益于供方优势的行业格局；
- 吸收合并利于公司长远发展，综合利用项目再添成长动力；
- 氯化钾价格有望见底回升，预计 2011 年需求将明显复苏；
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.95、2.23、2.51 元；
- 维持“推荐”评级。

5.2 扬农化工：已到经营低谷，未来增长可期

- 公司目前拥有国内规模最大、配套最全的菊酯产业链；
- 依托丰富的技术储备和广泛的客户关系，扬农正由单一的菊酯厂商向综合性农药企业转型；
- 预计 2011 年农药行业将逐步由低谷回暖。预计卫生菊酯和农用菊酯需求和价格将回升，杀菌剂等新业务将加入业绩增长动力行列；
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.90、1.20、1.41 元；
- 维持“推荐”评级。

5.3 诺普信：成长空间广阔，阶段调整后将迎来新一轮增长

- 农药制剂龙头，产品线最为完整，生产、研发与营销体系紧密结合，构成强大竞争优势；
- 农药行业由高度分散走向集中的过程为公司提供广阔成长空间，构建全面植保企业的战略亦取得初步成效。2010 上半年为成长途中的正常调整；
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.65、1.06、1.52 元；
- 维持“推荐”评级。

5.4 华邦制药：重组后将成农药原药领先企业

- 当前：医药（皮肤科、结核科用药）+旅游（少量）+22.74%颖泰嘉和股权；
- 拟吸收合并颖泰嘉和，完成后华邦制药总股本增加 3351 万股，达 1.675 亿股；
- 颖泰嘉和：创新能力突出的农药原药企业，建立了国内第一家 GLP 实验室，储备大量过专利期农药生产工艺，产品主要出口；
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.01、2.00、2.58 元（按吸收合并完成后的总

股本 1.6751 亿股计算);

- 维持“推荐”评级。

5.5 联化科技：承接产业转移，创新驱动成长

- 公司农药中间体业务收入占比超过 60%;
- 精细化工优势企业面临发展良机;
- 技术工艺和生产模式行业领先，公司处于快速成长期;
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.86、1.18、1.53 元;
- 维持“推荐”评级。

5.6 兴发集团：经营情况良好，项目建设稳步推进

- 拥有一系列磷矿资源，探明储量接近 1.5 亿吨，拥有多座水电站和自备电厂，电力自给率在 50%以上;
- 精细磷化工是我国发挥磷矿资源比较优势的可持续路径，出口不受限制，能充分享受行业景气;
- 磷化工行业长期看走向集中，拥有资源优势的企业将长期受益;
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.58、0.78、0.97 元;
- 维持“推荐”评级。

5.7 华鲁恒升：成本领先的化肥/煤化工优秀企业

- 技术和管理一流的化肥及化工企业，依托自主创新持续降低成本;
- 尿素业务长期看将明显受益于国内天然气价格上涨和行业集中度提升;
- 己二酸、醋酐、乙二醇项目带来新的利润增长点，煤化工产业链不断延伸;
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.59、0.76、0.92 元;
- 维持“推荐”评级。

5.8 湖北宜化：资源储备较为丰富，产业版图持续扩张

- 产品涵盖化肥、化工、热电 3 大领域 10 余个品种，是目前全国最大的化肥生产企业之一；煤炭、磷矿等资源储备较为丰富;
- 产业版图持续扩张，内蒙古宜化、湖南宜化、贵州宜化、宜化肥业等项目为未来提供增长点;
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.98、1.20、1.42 元;
- 维持“推荐”评级。

5.9 云天化：三大主业齐头并进，后续发展值得关注

- 化肥、玻纤、有机化工三大主业齐头并进，是国内玻纤三大巨头之一;
- 逐步丰富煤炭资源，正在由气头化工转化为多种原料、工艺路线并举;
- 云天化集团仍有大量优质资产（包括盈利情况很好的磷肥资产），整体上市前景值得期待（2008 年 11 月曾经提出定向增发方案，后因环境变化而搁置，

但我们预计在调整方案后仍会持续推进);

- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.60、0.86、1.15 元;
- 维持“推荐”评级。

表 2 相关上市公司盈利预测及投资评级

代码	名称	最新价 2010-8-6	EPS			PE			BPS	PB	投资评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
000792	盐湖钾肥	48.42	1.95	2.23	2.51	24.83	21.71	19.29	4.30	11.26	推荐
600486	扬农化工	23.25	0.90	1.20	1.41	25.83	19.38	16.49	9.26	2.51	推荐
002215	诺普信	28.63	0.65	1.06	1.52	44.05	27.01	18.84	5.46	5.24	推荐
002004	华邦制药	54.65	1.01	2.00	2.58	54.11	27.33	21.18	6.70	8.16	推荐
002250	联化科技	30.70	0.86	1.18	1.53	35.77	25.94	20.04	3.12	9.84	推荐
600141	兴发集团	16.30	0.58	0.78	0.97	28.10	20.90	16.80	4.34	3.76	推荐
600426	华鲁恒升	15.18	0.59	0.76	0.92	25.73	19.97	16.50	5.75	2.64	推荐
000422	湖北宜化	18.05	0.98	1.20	1.42	18.42	15.04	12.71	4.52	3.99	推荐
600096	云天化	17.96	0.60	0.86	1.15	29.93	20.88	15.62	7.69	2.34	推荐

资料来源: Wind, 兴业证券研发中心

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。