

农药(07030403)

技术与整合——中国农药行业投资路线

 郑方铤
 021-68419393-1201
 zhfb@xyzq.com.cn
 裴力军
 021-68419393-1271
 peilj@xyzq.com.cn
 2008年03月26日

农药
投资评级： 推荐

中国农药行业正面临着实现成功转型和加速发展的历史性机遇，我们建议从技术和整合两条路线出发，投资于行业内的优质上市公司。

- **农药行业竞争特性：技术为本，市场为翼。** 农药属于精细化工行业，与医药行业相似，具有明显的技术依赖性。与此同时，农药企业又需对市场需求具有很强的把握能力。根据产业链中的定位以及产品原创性的差异，农药企业可分为创制型、以仿制为主型和农药制剂企业。这三种企业对技术开发和把握市场需求两种能力的依赖程度又有所不同。
- **中国农药行业现状：分散的行业，成长的市场。** 我国农药生产企业众多，厂家分散，前 10 大企业占全国总产量的比重只有 19.5%。2007 年，我国农药产量（折 100%原药）达 173.1 万吨，从 1990 年到 2007 年的年复合增长率为 12.7%；2004 年以来我国农药行业的销售收入和利润总额（含非农药业务）分别保持了 20%以上和 40%以上的高速增长。
- **中国农药行业面临历史性机遇。** 中国农药行业正面临着实现成功转型和加速发展的历史性机遇，原因在于 6 大因素的共同推动：（1）全球农产品价格进入上升周期；（2）国家政策扶持带动农民收入增长；（3）行业整合起步，优势企业将脱颖而出；（4）高毒农药削减，为高效低毒农药腾出巨大空间；（5）国际农药产业向中国转移；（6）美国新能源法推动草甘膦需求长期增长。
- **农药行业投资主题：技术与整合。** 新产品研发能力、关键中间体自给能力、工艺路线的效率以及环保治理能力是中国农药企业树立竞争优势的有效手段。中国农药行业整合的大幕已经拉开，机制合理、决策高效、技术领先、经营灵活的企业将成为行业整合的主导力量。在长达数年的整合大潮结束后，行业集中度将大为提高，百亿收入的农药企业有望在中国诞生。
- **重点公司推荐：** 在农药行业上市公司中，我们推荐机制优势明显和技术准备充分的华星化工（002018）、技术壁垒难以逾越的新安股份（600596）、菊酯领域遥遥领先的扬农化工（600486），并建议对农药制剂领域正在将渠道、服务和技术优势转化为品牌优势的诺普信（002215）保持积极关注。

重点公司列表

重点公司	08E	09E	评级
华星化工	1.60	2.05	强推
新安股份	2.81	3.10	推荐
扬农化工	1.39	1.68	推荐
诺普信	0.78	1.06	-

股价走势

相关报告

- 华星化工 - 草甘膦扩产推动业绩高速增长（2007.10.22）
- 华星化工 - 近看行业景气，远看优良素质（2007.12.28）
- 新安股份 - 双核心驱动长期增长（2007.12.03）
- 新安股份 - 资源循环之路越走越宽（2008.03.19）
- 扬农化工 - 业绩即将爆发的菊酯龙头（2007.12.18）
- 诺普信 - 农药制剂龙头：小荷才露尖尖角（2008.02.17）
- 草甘膦国际及国内市场动态点评（2008.01.15）
- 优质农药公司的长期价值正为市场所认识（2008.02.17）

目录

1、农药行业基础：技术为本，市场为翼	- 4 -
1.1 农药的定义及农药行业产业链	- 4 -
1.2 农药行业竞争特性——技术为本，市场为翼	- 4 -
2、中国农药行业现状：分散的行业，成长的市场	- 5 -
2.1 中国农药行业的产量与效益逐年增长	- 5 -
2.2 中国农药行业高度分散	- 7 -
3、中国农药行业面临历史性机遇	- 8 -
3.1 全球农产品价格进入上升周期，带动农药需求增长	- 8 -
3.2 农民收入迎来快速增长期	- 9 -
3.3 行业整合起步，优势企业将脱颖而出	- 10 -
3.4 高毒农药削减，为高效低毒农药腾出巨大空间	- 11 -
3.5 国际农药产业向中国转移，伴随出口门槛提高	- 13 -
3.6 美国《新能源法》推动草甘膦需求长期增长	- 14 -
4、农药行业投资主题：技术与整合	- 18 -
4.1 技术领先者将继续扩大竞争优势	- 18 -
4.2 行业整合将造就百亿农药企业	- 19 -
5、重点公司推荐	- 20 -
5.1 华星化工（002018）：近看行业景气，远看优良素质	- 20 -
5.2 新安股份（600596）：双核心驱动长期增长	- 21 -
5.3 扬农化工（600486）：菊酯龙头进入利润快增期	- 22 -
5.4 诺普信（002215）：小荷才露尖尖角	- 23 -
图 1 农药行业产业链	- 4 -
图 2 我国农药产量稳步增长	- 5 -
图 3 2003 年我国各类农药产量比例	- 6 -
图 4 2007 年我国各类农药产量比例	- 6 -
图 5 我国农药行业历年销售收入及增长率	- 6 -
图 6 我国农药行业历年利润总额及增长率	- 6 -
图 7 全球主要农产品价格全面进入上升周期	- 8 -
图 8 我国农产品批发价格指数持续上涨	- 9 -
图 9 我国水稻种植面积和产量多年来基本持平	- 9 -
图 10 我国农产品价格和农民收入增长变化趋势	- 10 -
图 11 2005 年我国的农药需求结构（按量计）	- 12 -
图 12 我国历年农药出口额及出口比例	- 13 -
图 13 中国农药产品的国际市场占有率逐年提高	- 13 -
图 14 草甘膦合成的甘氨酸法工艺路线	- 15 -
图 15 草甘膦合成的 IDA 法工艺路线	- 15 -
图 16 07 年以来草甘膦原药及主要中间体价格走势	- 16 -
图 17 我国农药行业的主要技术壁垒	- 18 -
图 18 国际农药行业格局高度集中	- 19 -
图 19 我国农药行业市场格局分散	- 19 -

表 1	不同类型农药企业的竞争特点	- 5 -
表 2	2005 年我国前 20 大农药原药生产商	- 7 -
表 3	2006 年我国农药行业工业总产值前 20 位企业	- 7 -
表 4	农业部新规一览	- 11 -
表 5	农业部推荐用于替代 5 种有机磷高毒农药的品种名单	- 12 -
表 6	有机磷高毒农药替代的相关受益公司	- 12 -
表 7	国内外草甘膦产能汇总	- 17 -
表 8	主要农药上市公司的技术优势	- 19 -
表 9	农药制剂行业主要企业	- 20 -
表 10	华星化工盈利预测	- 21 -
表 11	新安股份盈利预测	- 22 -
表 12	扬农化工盈利预测	- 22 -
表 13	诺普信盈利预测	- 23 -

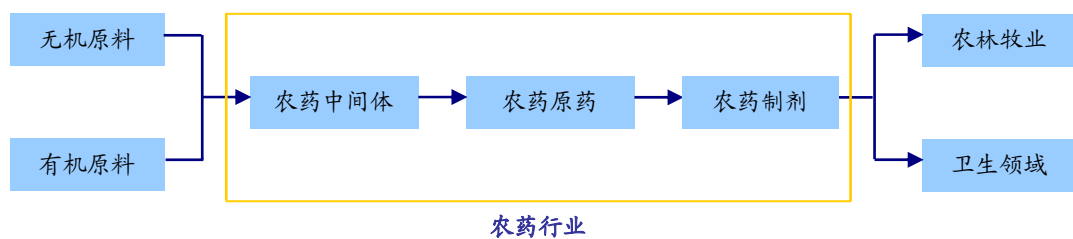
1、农药行业基础：技术为本，市场为翼

1.1 农药的定义及农药行业产业链

农药是指用来防治危害农作物的害虫、杂草和病菌的药剂。实际使用的农药产品是由农药原料药和农药助剂制成的农药制剂，其中农药原药起主要作用，称为有效成分或活性成分。

农药中间体、农药原药合成和制剂加工构成了完整的农药产业链。农药行业处于化工产业链的末端，上游为黄磷、液氯等无机原料和甲醇、三苯等基本有机原料，下游为农林牧业生产和卫生领域，其中卫生用农药占比重较小。

图 1 农药行业产业链



资料来源：兴业证券研发中心

农药按原料药来源可分为化学农药和生物农药。化学农药来源于化学合成，生物农药的来源是生物及其基因产生或表达的各种生物活性成分。全球范围看，化学农药占农药行业市场份额的 90% 以上，生物农药与化学农药相比，施用较复杂、且药效往往相对较弱，但由于生产和施用过程较为环保，因此未来的市场空间将会继续扩大。

1.2 农药行业竞争特性——技术为本，市场为翼

农药属于精细化工行业，具有与医药行业相似的特性——对技术的依赖性大，研发投入大、周期长、风险大、成功率低，一旦研制成功则利润丰厚。

与此同时，农药企业又需要对市场需求具有很强的把握能力。这种对市场需求的把握体现在两点：（1）在产品研发和生产组织阶段对各种农作物种植面积和病虫害发生的变化趋势有良好的判断，从而合理地分配资源的投入；（2）以稳定的质量和有效的营销树立品牌优势，最终让用户认可并购买自己的产品。

根据其在产业链中的定位差异，农药企业可以分为原药企业和制剂企业。其中，原药企业除了直接销售原药外，往往也将部分原药产品进一步加工为制剂出售。根据产品原创性的差别，原药企业可分为创制型农药企业（研发型农药企业，R&D based company）和以仿制为主的农药企业（过专利期农药企业，Generic company）。这三种企业对技术开发和把握市场需求两种能力的依赖程度又有所不同。

表1 不同类型农药企业的竞争特点

企业类型	业务模式	技术依赖性	市场依赖性	代表企业
创制型农药企业	从事新农药有效成分的创制并拥有专利，形成“知识产权农药—丰厚利润—巨额的开发投入—新的知识产权农药”的良性循环	极强。能否持续开发出新品种决定了企业的竞争力	中。对市场需求的预判能力有助于提高新产品开发的商业成功概率	拜耳、先正达、巴斯夫、孟山都、陶氏、杜邦等国际巨头
仿制为主的农药企业	主要生产专利期满或不受专利约束的农药有效成分，以开发能力和成本控制为依托，占领相应农药品种因专利到期后价格下降而急剧扩大的市场	强。开发和生产过专利期农药并在其基础上进行创新需要强大技术能力，且技术决定了生产成本	较强。对市场需求的预判能力以及树立品牌优势是竞争力的重要体现	国际：MAI、Nufarm、Atanor等； 国内：绝大多数农药原药企业
农药制剂企业	购买农药原药以及分散剂和助剂进行复配加工，产品销售给终端用户	较强。应用界面化学技术开发环保型制剂是发展主流	强。渠道优势和品牌壁垒是企业成功的关键因素	发达国家行业较为集中，中、印等国数量众多

资料来源：兴业证券研发中心

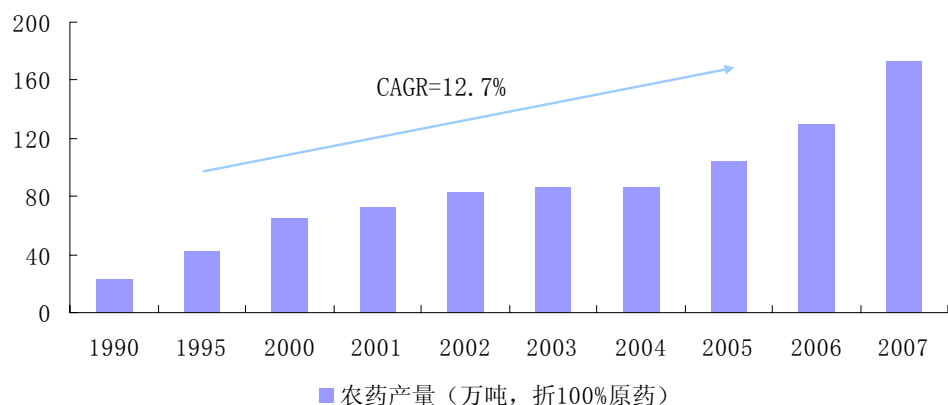
目前我国的400余家农药原药企业基本以过专利农药的生产为主，但是部分企业在自主创新上也取得了长足的进步。长期看，创制型农药企业是我国农药龙头企业的发展方向，但是我们认为，在目前我国农药行业产业提升的初级阶段，如果业务模式合理、产品定位准确，仿制为主的原药企业盈利潜力同样巨大。

2、中国农药行业现状：分散的行业，成长的市场

2.1 中国农药行业的产量与效益逐年增长

经过50余年的发展，我国农药行业已建立从原药生产、中间体配套到制剂加工在内的较完整的工业体系。目前我国农药生产除满足农业生产需求外，还大量出口。

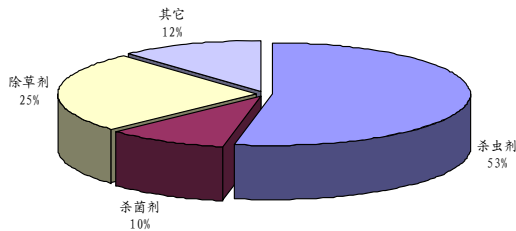
图2 我国农药产量稳步增长



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

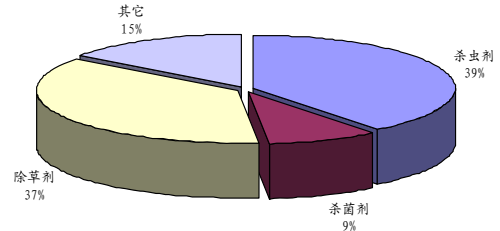
根据国家统计局和行业协会的统计，2007年我国农药产量（折100%原药）达173.1万吨，从1990年到2007年的年复合增长率为12.7%。虽然国家统计局的数据由于将部分农药制剂产量计入原药产量而比实际产量有所高估，但是我们从中国仍然可以看出，农药生产的总体增长趋势是明确的。

图3 2003年我国各类农药产量比例



数据来源：国家统计局，兴业证券研发中心

图4 2007年我国各类农药产量比例

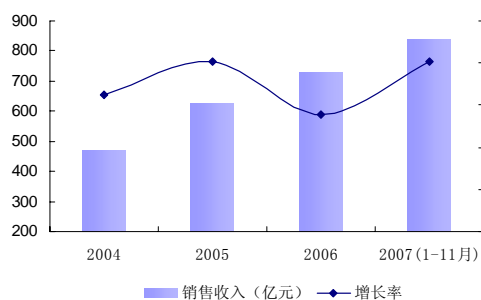


数据来源：国家统计局，兴业证券研发中心

从各类农药的产量比例上看，近年来我国农药行业的产品结构发生了深刻变化。三大类农药中，杀虫剂占总产量的比重从2003年的53%下降到2007年的39%，而除草剂的比重则从25%大幅提高到37%。这一结构变化与我国农药行业的两大变化趋势——有机磷高毒杀虫剂的逐步退出市场和草甘膦受国际需求带动出口大幅增长相一致。

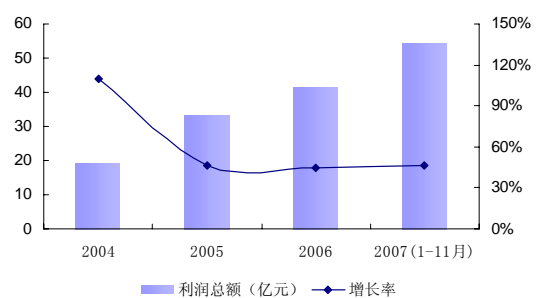
由于农药的价值并不与产量直接挂钩，例如高效菊酯农药的价格可能在100万元/吨以上，而一些传统农药的价格仅为几万元/吨，因此我们进一步从经济效益的角度考察农药行业的历史增长率。

图5 我国农药行业历年销售收入及增长率



数据来源：国家统计局，兴业证券研发中心

图6 我国农药行业历年利润总额及增长率



数据来源：国家统计局，兴业证券研发中心

根据国家统计局和行业协会的数据，2004年以来我国农药行业的销售收入和利润总额分别保持了20%以上和40%以上的高速增长。虽然这一数据未剔除农药企业中非农药业务的收入，但农药行业经济效益逐年增长的趋势依然清晰。

2.2 中国农药行业高度分散

我国农药生产企业众多，厂家分散。以产量计，2005年，前10大原药企业占全国原药总产量的比重只有19.5%，前20大企业占总产量比重只有30.8%。以产值计，前10大企业占行业现价工业总产值的比重只有23.2%，前20大企业比重只有31.5%。与之相比，经过多年竞争与整合，国际农药行业高度集中。最大的两家农药企业拜耳和先正达2005年销售额在60亿美元以上，分别占全球19.2%和17.4%的市场份额，前六大农药企业合计占全球市场份额的71%。

表2 2005年我国前20大农药原药生产商

公司名称	生产量(万吨)	占全国总产量比例(%)	公司名称	生产量(万吨)	占全国总产量比例(%)
江山股份	32511	3.13	山东侨昌	13259	1.28
沙隆达集团	30266	2.91	先正达南通	12976	1.25
新安股份	27646	2.66	镇江江南化工	12873	1.24
江苏苏化	18822	1.81	滑县红旗药业	12749	1.23
长兴中山化工	17241	1.66	新沂利民	11959	1.15
广安农药	17194	1.65	江苏常隆	11250	1.08
大成股份	17186	1.65	华星化工	11238	1.08
邵阳留体化学	14356	1.38	江苏绿丰	11082	1.07
浙江金帆达	13751	1.32	浙江嘉化	10426	1.00
江苏腾龙	13365	1.29	常宁银河化工	10300	0.99
前10大合计	202338	19.47			
前20合计	320450	30.83			
全国总产量	1039400	100.00			

资料来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

表3 2006年我国农药行业工业总产值前20位企业

公司名称	现价工业总产值(万元)	占全行业工业总产值比例(%)	公司名称	现价工业总产值(万元)	占全行业工业总产值比例(%)
红太阳集团	341657	4.54	江苏克胜	80014	1.06
扬农集团	300054	3.99	拜耳杭州	76637	1.02
江山股份	190924	2.54	湖南海利集团	71240	0.95
新安股份	170439	2.26	河北威远集团	68923	0.92
沙隆达集团	152638	2.03	大成股份	67521	0.90
江苏苏化	151387	2.01	山东京蓬	63052	0.84
山东侨昌	126996	1.69	长青农化	52559	0.70
江苏常隆	112559	1.50	江苏快达	51043	0.68
华阳集团	98685	1.31	华星化工	50032	0.66
常州康美	98307	1.31	先正达南通	45704	0.61
前10大合计	1743646	23.16			
前20合计	2370371	31.49			
行业工业总产值	7528421	100.00			

资料来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

与跨国农药公司专注于自己创制的农药产品不同，我国农药企业生产的产品基本上是过专利期的产品，同一个品种有十几家甚至几十家企业生产。

我国农药行业过低的产业集中度具有明显弊端：一方面造成厂点多而分散、技术水平 and 产品质量参差不齐、生产过程的物耗和能耗较大、没有规模经济优势，特别是众多小企业生产过程环境污染较为严重、监控困难；另一方面，单个企业实力弱，无力承担创制农药新品种的巨额资金，创新能力低下，不利于提高我国农药行业整体国际竞争力的提高。这一问题已经得到国家相关行业管理部门的高度关注，并开始着手推动改革，对此我们在下文中将继续展开分析。

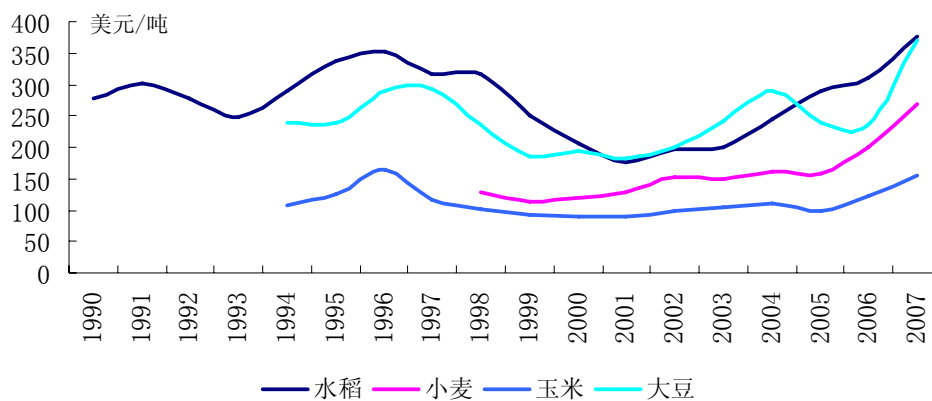
3、中国农药行业面临历史性机遇

我们认为，在全球农产品价格进入上升周期、国家政策扶持带动农民收入增长、行业整合起步、高毒农药削减导致产品结构变化、国际农药产业向中国转移、转基因植物种植面积扩大拉动草甘膦需求大幅增长等因素的作用下，中国农药行业正面临着实现成功转型和加速发展的历史性机遇。

3.1 全球农产品价格进入上升周期，带动农药需求增长

2003 年以来，全球主要农产品先后开始从低位回升，进入 2007 年，主要农产品价格均出现大幅上涨，全面进入上升周期。2008 年 2 月 13 日，联合国粮食及农业组织发布报告预计，世界谷物储备将降至近 20 年来最低水平，全球粮食市场供应趋紧、价格高企的局面仍将延续。

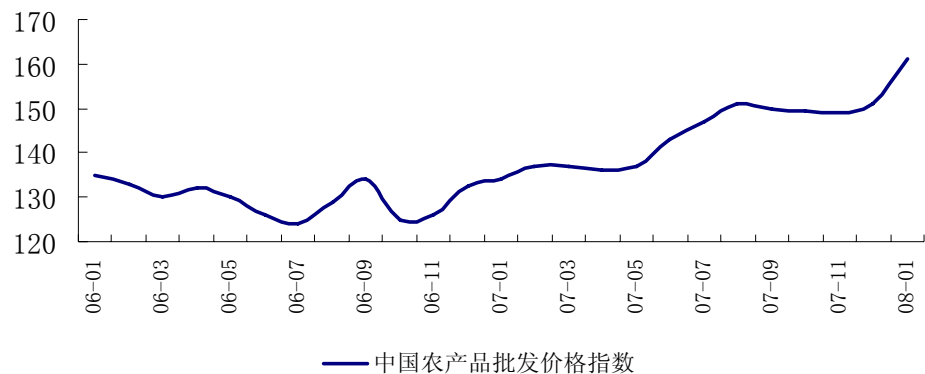
图 7 全球主要农产品价格全面进入上升周期



数据来源：农业部，Reuters，兴业证券研发中心

我们认为，本轮农产品牛市具有多方面的基本面背景：（1）主要发展中国家经济增长、消费升级带动粮食需求增加；（2）生物燃料大量生产增加对农作物需求；（3）油价高企增加农产品运输成本；（4）虽然技术进步提高了可耕地的单位产量，但全球农产品供给增速依然落后于需求。

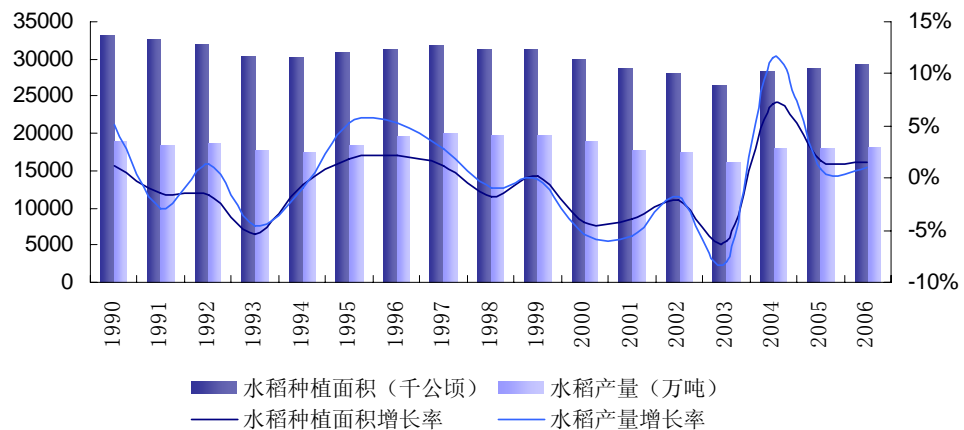
图8 我国农产品批发价格指数持续上涨



数据来源：农业部，兴业证券研发中心

与国际农产品价格走势相对应，2006 年底以来，我国农产品批发价格指数持续上涨。由于历史上需求稳定，我国水稻、小麦等主要农作物种植面积和产量多年来增长有限，在农产品价格显著上涨的情况下，国家政策必然支持农业生产的投入，以保证农产品的供给跟上需求增长的步伐。由于农药的应用对保证农业丰产的重要作用，对农药的需求将会有较明显的增长。

图9 我国水稻种植面积和产量多年来基本持平

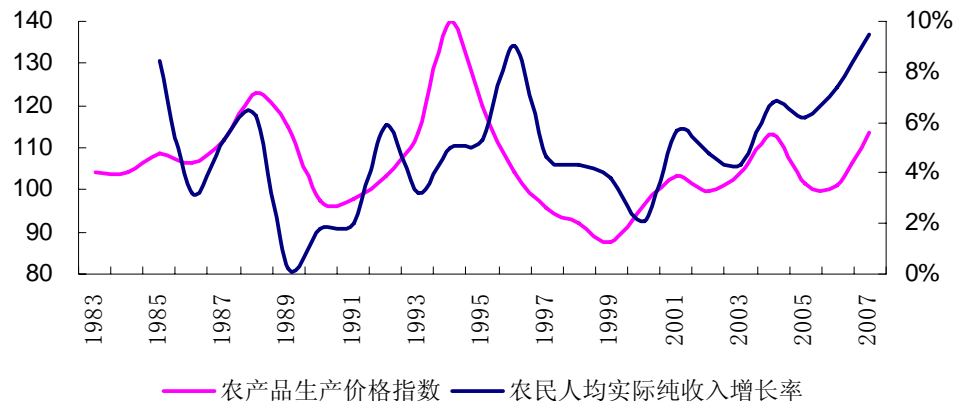


数据来源：农业部，兴业证券研发中心

3.2 农民收入迎来快速增长期

我国农药行业的前一次快速发展时期是在 20 世纪 80 年代到 90 年代中期，这段时期内我国农业发展很快，也带动了作为支农行业的农药工业的迅速发展。由于在 20 世纪 90 年代中后期，粮食产量已超过国内需求，农产品价格下跌，国内的农药需求增长趋缓。

图 10 我国农产品价格和农民收入增长变化趋势



数据来源：国家统计局，兴业证券研发中心

近年来，国家政策向农村倾斜，粮食实行保护价收购、减免农业税、推行种粮补贴和农机补贴，推行“社会主义新农村建设”。在此背景下，农村收入迎来快速增长期，2007年农民人均纯收入实际增长9.50%，创下20年来的新高。农民收入增长和农产品价格提高将带动农药消费的增长。

3.3 行业整合起步，优势企业将脱颖而出

我国农药行业的产业结构不合理，农药生产企业数量多、实力弱，一方面造成竞争秩序混乱，另一方面环保、农药安全等问题难以有效监控，并且单个企业根本无力承担研制新产品的投入，创新能力低下。在此背景下，进行产业结构调整、提高农药行业的准入门槛、加快优势企业的并购重组已经成为政府部门、行业协会和民间的共识。

2006年1月，国家发改委发布公告，要求自2006年7月1日起，申请农药企业核准的注册资金最低要求为：原药企业3000万元，制剂（加工、复配）企业1000万元，鼠药制剂、分装、卫生用药企业500万元，此外不再受理申请乳油农药企业的核准。此项政策对原药企业注册资金的最低要求增加了2倍，明显提高了农药行业的准入门槛。这一政策可视为农药行业整合的探路石。

2007年12月，针对目前我国农药登记管理中主要存在的产品数量多、“一药多名”和标签管理不规范三个比较突出的问题，农业部和国家发改委颁布了6项新规。为了保证六项规范性文件的实施，农业部决定，将2008年作为农药管理年。

我们认为，这些新规拉开了农药行业规范与整合的序幕。我国目前有2200多家农药企业，市场高度分散，产品同质化和低端化严重，企业竞争秩序较为混乱。通过实施新规，有助于规范农药行业的竞争秩序，提高行业的准入门槛，促进优势企业做大做强，以适应对食品安全和环保日益重视的社会发展要求。在行业规范与整合中，优质农药公司将面临市场占有率与盈利能力快速提高的历史性机遇。

表 4 农业部新规一览

规章名称	发布日期	发布单位	主要内容
《农药标签和说明书管理办法》	2007年12月8日	农业部	进一步明确了标签应当标注的内容和不得标注的内容，同时规定农药名称应当标注在标签的显著位置
《关于修订〈农药管理条例实施办法〉的决定》	2007年12月8日	农业部	将农药临时登记证的累积有效期由4年缩短到3年
《农药登记资料规定》	2007年12月8日	农业部	提高农药登记门槛，减少临时登记与正式登记的差距，尤其是提高了临时登记在农药残留方面的要求
农药名称登记核准管理的公告	2007年12月8日	农业部	从2008年1月8日起停止批准商品名称，农药名称一律使用通用名称或简化通用名称；自2008年7月1日起，农药产品一律不得使用商品名称
《农药名称管理规定》公告	2007年12月12日	农业部、国家发改委	对农药产品的命名进行具体规范
《农药产品有效成分含量管理规定》公告	2007年12月12日	农业部、国家发改委	对农药产品的有效成分含量进行规范

资料来源：农业部，兴业证券研发中心

3.4 高毒农药削减，为高效低毒农药腾出巨大空间

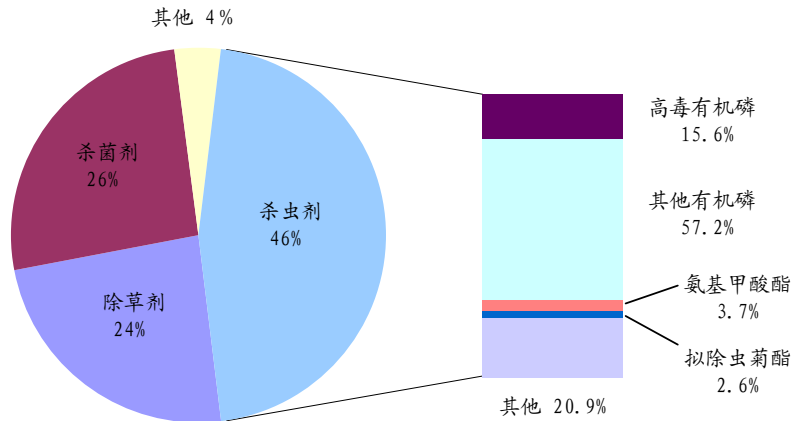
我国农药产品结构曾经长期存在“三个70%”（即杀虫剂占产量的70%、有机磷占杀虫剂总产量的70%、高毒有机磷品种占有有机磷的70%）的不合理格局。随着全社会对食品安全和环境保护的日益重视，高毒农药的削减已从计划落实到实施。

2003年12月，国务院批复农业部和国家发改委制订的《关于削减生产和使用甲胺磷等5种高毒有机磷农药的方案》。方案规定，从2004年起，分三个阶段削减甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷和磷胺5种高毒有机磷农药。2008年1月，国家发改委、农业部等六部委联合发布公告，决定自公告发布之日起，停止5种高毒有机磷农药的生产、流通和使用。至此，高毒有机磷农药生产和使用的大门完全关闭。

根据中国农药协会2006年1月起在全国范围内的摸底调查，2005年全国5种高毒农药的产能约15万吨，产量为9.2万吨，同年销售量8万吨，其中国内销售量4.9万吨，出口3.1万吨。根据ARN的统计，这5种高毒农药经过多年削减，仍占国内杀虫剂市场的15.6%。

高毒农药的削减和淘汰，对我国农药行业产生深远影响。品种老化的农药生产企业面临重大挑战，许多生产企业面临着停产和转产，但这对于品种结构良好的优势企业则意味着又一次新的发展机遇。高毒有机磷品种的禁用，将给低毒有机磷、拟除虫菊酯和吡啶类杀虫剂带来巨大的新增市场空间。

图 11 2005 年我国的农药需求结构 (按量计)



资料来源: 全国农业技术推广服务中心, 兴业证券研发中心

我们认为, 高毒有机磷品种的禁用只是我国农药产业升级迈出的第一步, 随着食品安全和环保要求的进一步提高, 今后高毒和高环境风险的农药品种将日益被高效低毒、低污染品种所替代。研发和生产技术先进、品种结构良好的优势企业发展空间将日益广阔。

表 5 农业部推荐用于替代 5 种有机磷高毒农药的品种名单

	第一批 (2006年)	第二批 (2007年)
防治水稻害虫	氟虫腈、敌百虫、三唑磷、毒死蜱、阿维菌素、噻嗪酮	敌氟腈、吡虫啉、啉虫脒、氟虫腈、毒死蜱 (防治稻纵卷叶螟)
防治小麦害虫	啉虫脒、抗蚜威、三氟氯氰菊酯	吡虫啉、毒死蜱、二嗪磷、硫丹、辛硫磷、啉虫脒
防治棉花害虫	吡虫啉、啉虫脒、丁硫克百威、哒螨酮、阿维菌素、茚虫威、甲氨基阿维菌素	高效氯氟氰菊酯、毒死蜱、氟虫腈
防治蔬菜害虫	吡虫啉、啉虫脒、联苯菊酯、溴虫腈、吡虫啉、啉虫脒、甲氨基阿维菌素、氟虫腈	茚虫威

资料来源: 农业部, 兴业证券研发中心

表 6 有机磷高毒农药替代的相关受益公司

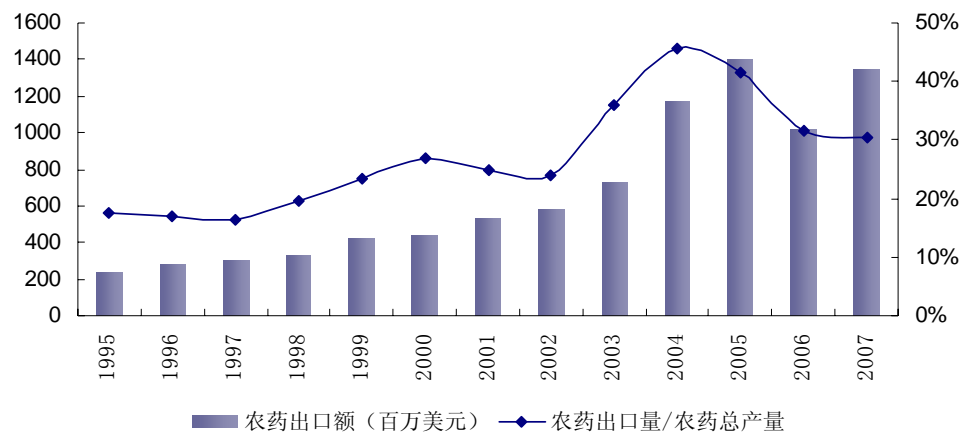
公司名称	受益品种	被替代品种
华星化工	吡虫啉、啉虫脒、氟虫腈	无
扬农化工	三氟氯氰菊酯、联苯菊酯、高效氯氟氰菊酯	无
新安股份	毒死蜱	无
江山股份	敌百虫	久效磷
威远生化	甲氨基阿维菌素	无
升华拜克	甲氨基阿维菌素	无
红太阳	三氟氯氰菊酯、吡虫啉、毒死蜱	无
湖南海利	氨基甲酸酯	无
沙隆达	敌百虫、吡虫啉	甲胺磷、甲基对硫磷
华阳科技	毒死蜱	甲基对硫磷

资料来源: 农业部, 兴业证券研发中心

3.5 国际农药产业向中国转移，伴随出口门槛提高

中国农药企业由于在原料配套、资源（能源、水）、劳动力成本、技术水平和生产设备等方面所具有的综合优势，在农药原药生产上具有很强的全球竞争力。经过多年发展，中国目前已是全球最大的农药生产国和出口国。发达国家农药企业受环保和生产成本等因素影响，近年来农药的生产一直在向外转移，而中国则是最主要的产能转移承接者。

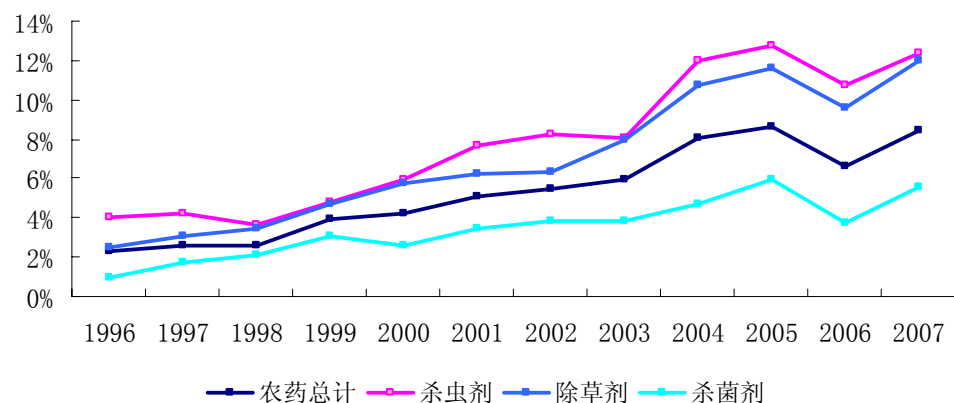
图 12 我国历年农药出口额及出口比例



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

作为国际农药产业转移的直接反映，90 年代中期以来，我国的农药出口额逐年增长。特别是 2001 年中国加入 WTO 之后，农药出口额加速增长。与之相伴，中国农药产品的国际市场占有率也从 1996 年的 2.3% 提高到 2007 年的 8.5% 以上。

图 13 中国农药产品的国际市场占有率逐年提高



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

由于农药产品对人畜健康、环境安全的特殊性，容易引起贸易摩擦，我国政府近年来一直致力于提高农药产品的出口门槛。2005 年底，降低了部分农药产品的出口退

税比例；2006年9月，取消了对已列入PIC、POPs公约农药品种的出口退税政策。受此影响，中国农药出口额和出口产品的国际市场份额出现了多年来的首次下降。但在国际产业转移的大潮下，随着农药企业根据政策导向逐步进行产品结构调整，2007年农药出口重回高速增长的轨道。

国际农药产业向中国的转移处于进行之中，并有进一步深化的趋势。阿根廷农药巨头阿丹诺与华星化工在国内建立合资企业生产双甘磷和2,4-D酸等除草剂原药就是例证。我们预计，在国家致力于引导农药企业产业升级，提高出口门槛的背景下，拥有技术和环保优势、生产低毒、低污染品种的农药企业将获得更好的发展。

3.6 美国新能源法推动草甘膦需求长期增长

3.6.1 中国是主要的草甘膦生产国和出口国

草甘膦是全球最大的农药品种，以销售额计占全球农药市场份额的15%以上，也是我国农药企业的主要出口品种。草甘膦属芽内后吸非选择性除草剂，主要用于抗草甘膦转基因作物（玉米、大豆、棉花等）田间除草、非耕地除草等领域。草甘膦由孟山都公司（Monsanto）于1971年研制成功，由于具有高效、广谱、低毒、无残留等优越性能，问世后即被迅速推广，并随着转基因植物的大规模种植而得到更为广泛的应用。

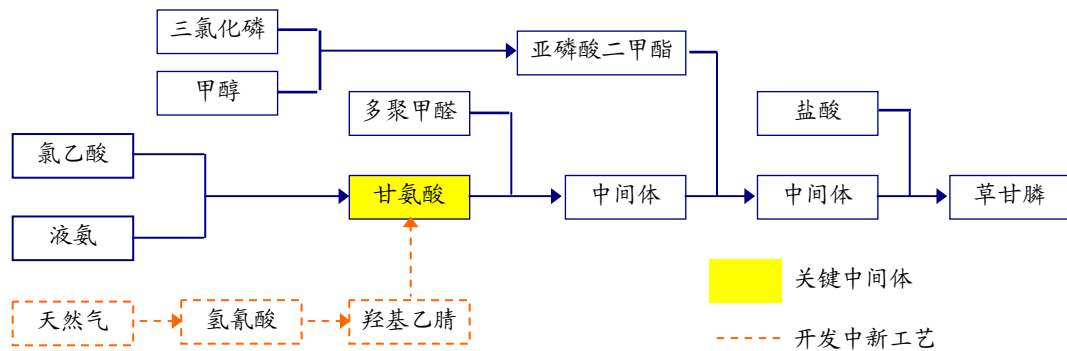
20世纪90年代起，孟山都在全球各地的草甘膦专利陆续到期，仿制型农药企业开始生产草甘膦。随着2000年孟山都的最后一个草甘膦专利到期，草甘膦的生产已无专利壁垒。中国企业从90年代起开发和生产草甘膦，由于技术成熟和具备成本优势，市场占有率逐步扩大。目前中国已是主要的草甘膦原药生产国和出口国，以产能计占全球总产能50%以上的份额，产品80%以上出口。

3.6.2 草甘膦合成主要工艺路线和竞争要点

目前草甘膦的合成主要有甘氨酸和亚氨基二乙酸（IDA）两种工艺路线，IDA路线又可分为二乙醇胺路线和氢氰酸路线。涉及草甘膦生产的主要公司中，新安股份采用甘氨酸路线；华星化工采用IDA路线，包括二乙醇胺和氢氰酸两种路线；江山股份采用甘氨酸和IDA两种路线；扬农化工的在建项目采用IDA路线。

虽然我国目前有数十家企业具备生产草甘膦的能力，但是不同企业的竞争力存在很大差别。从技术上看，草甘膦行业的竞争主要在于以下几点：（1）生产效率的高低。即单位产出所消耗的原料和能源存在差别；（2）产业链的延伸。草甘膦合成的几种关键中间体甘氨酸、二乙醇胺和亚氨基二乙腈由于具有技术壁垒，都存在不同程度的供给短缺且利润丰厚，因此通过自建或战略合作的方式延伸产业链的企业将获得竞争优势；（3）环保差异。能通过物料循环利用等方式降低污染的企业在环保和成本上占据优势，且在环保政策日趋严格的背景下优势将日益突出。

图 14 草甘膦合成的甘氨酸法工艺路线



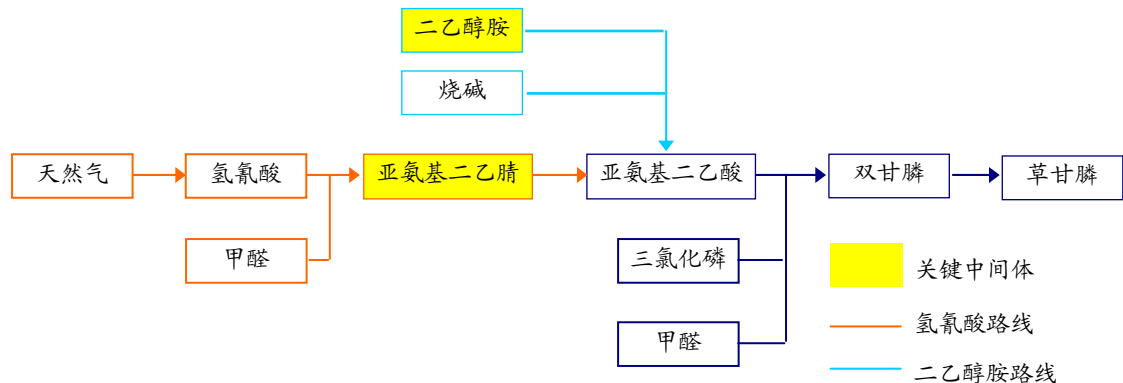
资料来源：兴业证券研发中心

在甘氨酸法工艺路线的企业中，新安股份在生产效率和工艺的环保上占据明显优势。其生产每吨草甘膦的甘氨酸消耗量仅为 0.55 吨，低于一般企业 0.6 吨以上的水平；亚磷酸二甲酯自给也在很大程度上降低了成本；草甘膦与有机硅联产的工艺使得氯资源得以循环利用，环保和成本优势明显。

在关键中间体甘氨酸的制备方面，上市公司渝三峡的控股子公司采用自主知识产权的天然气-氢氰酸-羟基乙腈路线生产甘氨酸，代表了国际先进的生产工艺，与国内目前普遍采用的氯乙酸氨解工艺相比，具有低成本、少污染、产品收率和纯度较高的优点，并且产品除了应用于工业领域，还可进而应用于医药和食品领域，优势明显。

但是，目前该项目刚刚于 3 月份开车运行，由于天然气路线制甘氨酸目前在国内还没有一条工业化的生产线，其实际运行效果如何、需要多长的磨合期仍然存在相当的不确定性。考虑到该生产路线的战略意义，我们将对渝三峡甘氨酸项目的运行情况保持密切关注，根据新的数据做出进一步的判断。

图 15 草甘膦合成的 IDA 法工艺路线



资料来源：兴业证券研发中心

在 IDA 法工艺路线中，二乙醇胺路线的产能占多数份额。国内企业所用的二乙醇胺

基本来自进口，而亚氨基二乙腈则主要向位于重庆的紫光化工采购。亚氨基二乙腈主要通过氢氰酸制备。孟山都等国外草甘膦企业所用氢氰酸基本来自生产丙烯腈的副产物，在国内，则是紫光化工率先开发天然气-氢氰酸-亚氨基二乙腈生产路线，并达到量产。

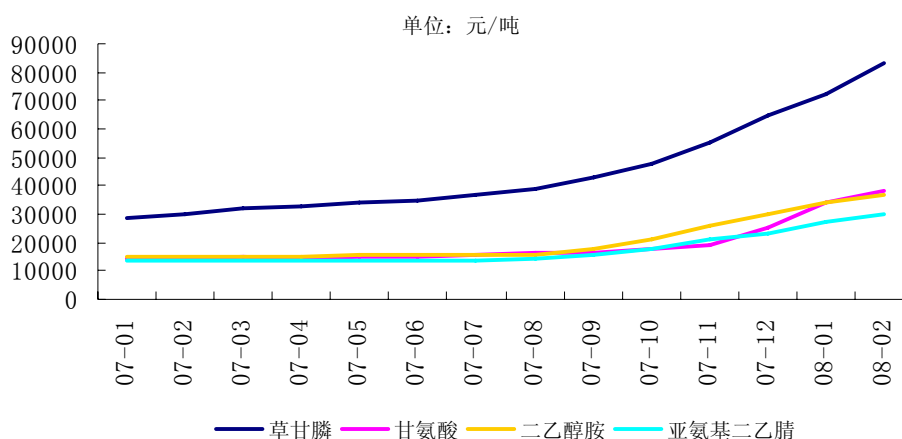
上市公司中，华星化工已完成了天然气制亚氨基二乙腈工艺的技术准备，并于08年3月13日发布公告，拟增发募集资金建设天然气制50,000吨/年亚氨基二乙腈项目。我们认为，该项目可将草甘膦生产的产业链向上游延伸至关键中间体亚氨基二乙腈的制备，确保草甘膦生产原料的稳定供应并带来明显的成本领先，将进一步强化华星化工在国内草甘膦领域的竞争优势。

3.6.3 能源价格高企导致需求大增，草甘膦进入大牛市

从20世纪90年代以来，转基因抗草甘膦作物如大豆、玉米等在全球大面积种植，草甘膦需求持续增加。特别是随着近年来以国际市场原油价格为代表的能源价格持续攀升，以玉米等农作物作为原料生产生物燃料的项目激增，导致对草甘膦的需求增速进一步提高。

2007年12月19日，美国总统布什签署新能源法案，其中要求大幅增加生物燃料乙醇的使用量，规定到2022年，美国年产生物能源将达到360亿加仑，为06年产量的7倍，草甘膦需求的长期增长前景进一步明确。我们预计，草甘膦的全球需求未来将长期保持15%以上的增长率。

图 16 07 年以来草甘膦原药及主要中间体价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

在需求激增而短期内供给增长有限的情况下，07年以来草甘膦价格大幅上涨，从07年初的2.8万元/吨涨至目前的8万元/吨以上。

3.6.4 预计草甘膦行业08年景气延续，长期看将保持可持续发展

本轮草甘膦价格上涨是由供求关系变化的基本面因素所推动，根据我们前文的分析，

草甘膦的全球需求将在目前 60 万吨左右的基础上长期保持 15% 以上的增长率。

供给方面，草甘膦最大生产商孟山都公司与老客户的长单（6-8 年）到期后，出于环保和发展战略等考虑缩减了部分产能，导致国际市场的供给不足。由此也导致订单大量转移到中国企业。

当然，在草甘膦市场持续景气的背景下，我们也应看到国内众多企业纷纷计划新上或扩产草甘膦项目。目前计划中的 08 年新增产能约为 14 万吨/年，计划投产期大都在下半年，在预计 09 年新增产能将进一步提高。结合供需面情况，我们判断，供不应求导致的草甘膦价格高位运行在 2008 年将继续延续，但到 2009 年时，国内产能的大量增加将导致竞争趋于激烈。

虽然我们判断 09 年行业的竞争会趋于激烈，但是我们仍然看好草甘膦行业的长期发展前景。这是因为，首先，严格的环保和产业政策对产能的无序扩张形成极大限制；其次，全球经济增长带来的农产品和生物能源需求增加是长期的趋势，草甘膦的市场需求也将保持稳步增长，从而缓解供给增加带来的价格压力；第三，由于中国企业在技术和成本的综合实力上优势明显，草甘膦的全球产能向中国转移是必然趋势，因此国外企业草甘膦产能的增长预计将有限。

表 7 国内外草甘膦产能汇总

	当前产能	08 年新	技术路线		当前产能	08 年新	技术路线
国内：新安股份	7.1	0.9	甘氨酸	江苏苏化	1		甘氨酸
江山股份	2.7	1.8	甘氨酸/IDA	山东侨昌	1		IDA
南京红太阳	2	1.5	IDA	沙隆达	0.6		甘氨酸
浙江长兴	2		甘氨酸	苏州佳辉	0.6		IDA
华星化工	1.5	1	IDA	太仓农药	0.6		IDA
浙江捷马	1.5	1	IDA	江西电化	0.5		甘氨酸
浙江金帆达	1.2		甘氨酸	广西自主	0.5		甘氨酸
浙江好收成	1.2		IDA	安徽氯碱	0.5		IDA
福建三农	1		甘氨酸	上海沪江	0.5		甘氨酸
胜邦绿野	1		甘氨酸	四川贝尔	0.5		IDA
江苏快达	1		IDA	上海开普	0.3		IDA
拜克开普	1		IDA	河北奇峰	0.3	0.8	甘氨酸
浙江菱化	1		甘氨酸	常熟农药	0.3		甘氨酸
江苏安邦	1		IDA	武汉中鑫	0.3		IDA
江苏银燕	1		IDA	安阳林药	0.2		甘氨酸
乐山福华	1	1.5	甘氨酸	安徽海丰	0.2		IDA
湖北泰盛	1	1	甘氨酸	中原绿农	0.1		甘氨酸
山东滨农	1	1	甘氨酸	扬农化工		1.5	IDA
山东润丰	1		甘氨酸	安徽广信		2	甘氨酸
国内合计	38.2	14.0					
实际具备开工资格	约 25	14.0					
国外：孟山都（美）	20	无					
其它国外企业	7	-					
国外合计	27	-					
总计	65.2	14.0					

资料来源：兴业证券研发中心

在此背景下，我们预计，当草甘膦供不应求导致的价格和产能的阶段性波动平静之后，草甘膦行业将会经历一轮洗牌，仓促加入和扩产的企业由于技术准备不足等原因导致成本偏高和质量控制等问题，可能被边缘化，而掌握技术、成本和环保优势的少数企业将获取行业绝大多数利润，行业也将获得可持续发展。

4、农药行业投资主题：技术与整合

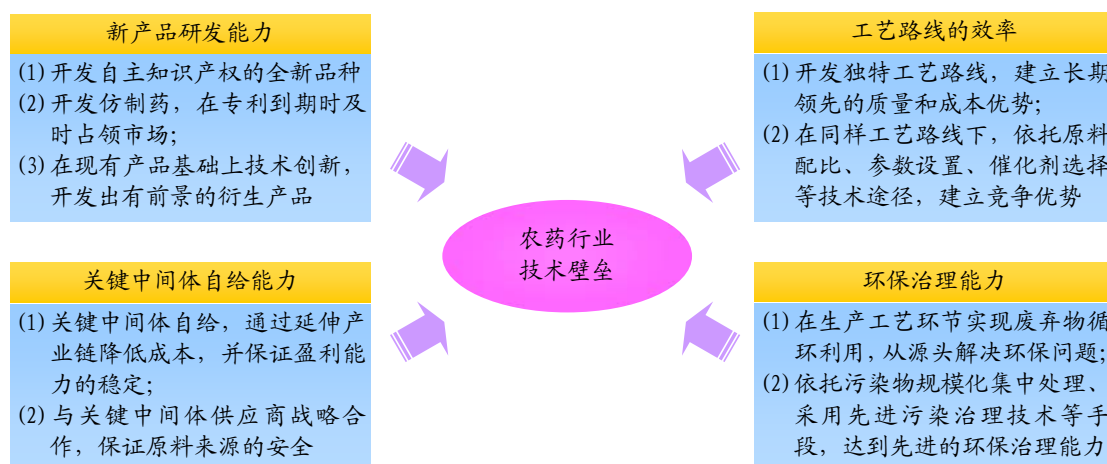
4.1 技术领先者将继续扩大竞争优势

农药行业是技术高度密集型行业，不论对于创制型农药企业还是以仿制为主的农药企业，企业之间的竞争最为关键的是技术的竞争。

对于全球性农药公司，能研发出新产品的厂商就能保证销售的增长。农药领先企业立足于开发拥有自主知识产权的产品，单个拥有知识产权的产品年销售额十亿甚至几十亿美元，可独占市场 10 年甚至更长时间，形成“知识产权农药——丰厚利润——巨额的开发研制——新的知识产权农药”的良性循环。

对于更为广阔的过专利期农药市场，技术竞争的表现更为复杂，新产品研发能力、工艺路线的效率、关键中间体的自给能力、环保治理能力都成为企业树立竞争优势的有效手段。由于我国农药企业主要生产过专利期或不受专利约束的农药，因此这些技术竞争手段也是领先企业的主要壁垒所在。

图 17 我国农药行业的主要技术壁垒



资料来源：兴业证券研发中心

在农药及相关行业上市公司中，新安股份、华星化工、扬农化工等公司通过长期的研发投入和经验积累，在各自领域建立了强大的技术优势，农药上游企业渝三峡通过资产重组，也一举进入技术领先者行列。

表 8 主要农药上市公司的技术优势

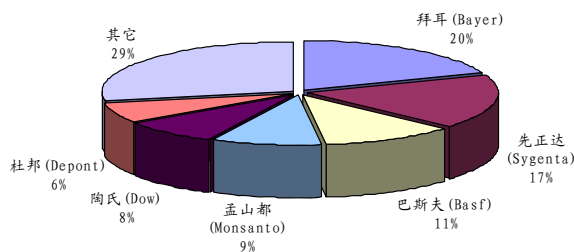
公司名称	主要农药产品	技术优势
新安股份	草甘膦	(1) 两大主导产品草甘膦和有机硅之间实现氯资源的循环利用, 在成本和环保上具有明显优势; (2) 高效的生产工艺。草甘膦生产的单位物料和能源消耗较低, 生产每吨草甘膦的甘氨酸消耗量仅为 0.55 吨左右, 明显低于竞争对手
华星化工	草甘膦、沙蚕毒类杀虫剂、吡虫啉、啉虫脒、苯氧菌酯等	(1) 双甘膦空气氧化生产草甘膦技术, 节约成本近 500 元/吨; (2) 筹建中的天然气-氢氰酸-亚氨基二乙腈项目将实现草甘膦关键中间体自给, 大幅降低成本; (3) 掌握氟虫腈、啉虫脒、吡虫啉等大批高效低毒农药的生产技术, 新产品储备丰富
扬农化工	卫生用菊酯、农用菊酯	(1) 国内菊酯领域唯一掌握成熟的关键中间体制造技术的企业; (2) 唯一拥有从基础原料、中间体直到菊酯原药完整产业链
渝三峡	甘氨酸(草甘膦上游, 试生产中)	掌握天然气-氢氰酸-羟基乙腈-甘氨酸合成技术, 与传统的氯乙酸氨解工艺相比, 具有低成本、少污染、产品收率和纯度较高的优点

资料来源: 兴业证券研发中心

4.2 行业整合将造就百亿农药企业

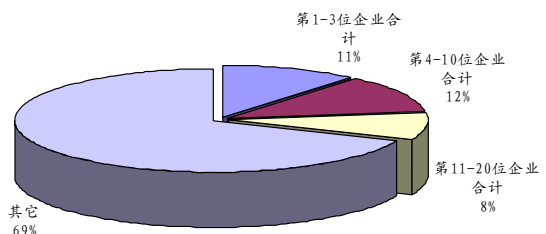
经过多年的竞争和整合, 国际农药行业已经形成了高度集中和垄断的格局。拜耳、先正达、巴斯夫、陶氏、孟山都、杜邦 6 家领先企业合计占全球市场份额的 71%, 其中拜耳和先正达 2005 年销售额均超过 60 亿美元。

图 18 国际农药行业格局高度集中



数据来源: Phillips McDougall, 兴业证券研发中心

图 19 我国农药行业市场格局分散



数据来源: 国家统计局, 兴业证券研发中心

我国农药行业的产业集中度过低。截至 2006 年底, 我国有农药企业 2200 多家, 其中原药企业 400 余家, 制剂企业 1800 多家。根据国家统计局统计, 2006 年农药全行业规模以上企业完成工业总产值 752.84 亿元, 其中前 20 位企业完成工业总产值合计仅占全行业的 31.5%。考虑到大型农药企业往往多元化经营, 其他化工业务所占比重高于小企业, 因此实际的行业集中度甚至低于这一比例。

若单独分析农药制剂行业, 2006 年收入排名第一的诺普信市场占有率仅为 1.27%, 行业格局更是极度分散。

表 9 农药制剂行业主要企业

	2006年销售收入(万元)	市场份额(%)
深圳诺普信农化股份有限公司	44409	1.26
广西田园生化股份有限公司	31513	0.90
青岛海利尔药业股份有限公司	28650	0.82
江西正邦化工有限公司	14800	0.42
海南正业集团有限公司	8086	0.23

资料来源:《中国农药工业年鉴》

中国农药行业整合的大幕已经拉开,在产业政策的外来引导和市场竞争的内在动力共同作用下,农药企业的优胜劣汰进程正在加速。大批品种和技术落后、经营不善、污染严重的企业逐步退出市场,而行业领先者一方面继续强化竞争优势,另一方面则在积极寻找收购整合、快速拓展的机会。在这一轮可能长达数年的整合大潮结束后,行业集中度将大为提高,百亿收入的农药企业将在中国诞生。

我们认为,机制合理、决策高效、技术领先、经营灵活的企业将成为行业整合的主导力量,迎来市场份额和利润的高速增长。其中的代表性上市公司是华星化工和诺普信。

5、重点公司推荐

在农药行业上市公司中,我们推荐机制优势明显和技术准备充分的华星化工、技术壁垒难以逾越的新安股份、菊酯领域遥遥领先的扬农化工,并建议对农药制剂领域正在将渠道、服务和技术优势转化为品牌优势的诺普信保持积极关注。

5.1 华星化工(002018):近看行业景气,远看优良素质

国内产品结构最合理的综合性农药企业。华星化工是国内沙蚕毒类杀虫剂翘楚,上市以来进一步建设了多个市场前景良好的高效低毒农药项目,产品覆盖杀虫剂、除草剂和杀菌剂三大农药系列,并且技术储备十分丰富。

草甘膦领域技术优势将日益明显。华星的草甘膦生产采用 IDA-双甘膦-草甘膦路线,公司掌握了双甘膦空气氧化技术,每吨草甘膦节约成本近 500 元。重庆项目(天然气-亚氨基二乙腈,规划总产能 5 万吨)预计 09 年上半年投产,届时产业链向上游延伸,将大幅降低生产成本,并保证关键原料的稳定供应。

机制优势明显,有望成为行业整合主导者。华星化工是民营企业,多位主要高管均持有公司股份,激励机制合理。公司的治理结构良好,管理规范,管理层具有丰富的行业经验和优秀的决策能力。在国内农药行业开始由分散走向集中之际,华星有望成为行业整合的主导者之一。

维持“强烈推荐”评级。草甘膦产能的扩张和产业链向上游延伸将令华星化工成为本轮草甘膦景气周期中的主要受益企业之一，并且在草甘膦行业景气度回归正常后仍能维持合理利润。我们维持华星化工 08、09、10 年的 EPS 为 1.60、2.05 和 2.41 元的预测，公司已踏上高成长之旅。维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：草甘膦业务竞争加剧风险、原材料涨价风险。

表 10 华星化工盈利预测

单位：万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	84833	129498	166994	212493
营业利润	7987	26791	34398	40393
净利润	6820	20082	25787	30284
总股本（万股）	12558	12558	12558	12558
摊薄每股收益（元）	0.54	1.60	2.05	2.41
摊薄每股净资产（元）	4.02	5.52	7.57	9.98

资料来源：兴业证券研发中心

5.2 新安股份（600596）：双核心驱动长期增长

独特的技术优势。新安独创的氯资源循环工艺不仅实现了清洁生产，而且大幅度降低了草甘膦和有机硅的生产成本。在有机硅单体合成方面，关键指标二甲选择性高达 85%以上，明显高于国内同行。独特的技术加上良好的管理保证公司具备长期领先同行的盈利能力。

草甘膦 08 年将继续助推业绩增长。结合国际市场需求和国内产能情况，我们维持对草甘膦行业 2008 年保持景气的一贯判断。目前草甘膦各厂家的出厂价已基本在 8.5 万元/吨以上。新安 08 年的订单已经基本排定，价格将根据市场价实时调整。草甘膦将是公司 08 年业绩增长的主要推动力。

有机硅业务：DMC 价格回升，三氯氢硅将贡献利润。进入 08 年，DMC 价格出现了明显回升，目前主要厂家的售价基本在 2.4 万元/吨以上。多晶硅市场高度景气，带动三氯氢硅供不应求，此项业务 08 年即有望为新安带来 7000 万元以上的毛利，成为 08 年之后重要的利润来源。

长期发展战略清晰，未来利润增长点众多。4.5 万吨/年室温硫化硅橡胶、绿色农药剂型制造和甲基氯硅烷综合利用二期工程等三个募集资金项目将成为新安未来重要增长点。此外，与迈图合作的 10 万吨单体项目将于 09 年上半年投产，高温硫化硅橡胶扩建、1 万吨/年三氯氢硅项目也将成为重要利润来源。

维持“推荐”评级。我们暂时维持新安 08、09 年 EPS 分别为 2.81、3.10 元的预测，由于草甘膦的高景气和有机硅业务的复苏程度都有可能超出我们原先的盈利预测假设，公司的盈利水平存在很大的超预期可能。公司在草甘膦和有机硅领域都具有突出的竞争能力，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、原材料涨价风险。

表 11 新安股份盈利预测

单位：万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	382797	563436	662551	842163
营业利润	69043	111816	136776	171735
净利润	49462	80571	88961	108249
总股本（万股）	28679	28679	28679	28679
摊薄每股收益（元）	1.72	2.81	3.10	3.77
摊薄每股净资产（元）	5.07	7.32	9.80	12.82

资料来源：兴业证券研发中心

5.3 扬农化工（600486）：菊酯龙头进入利润快增期

菊酯行业的绝对龙头。从市场占有率、技术优势和定价权三个方面来看，扬农化工都是国内拟除虫菊酯行业的绝对龙头，并在国际市场上具有强劲竞争力。国家强制高毒杀虫剂退出市场将促进菊酯农药的市场占有率由 5%-8%提高至 15%左右，增长前景可期。

产能和技术储备充分。依托技术优势，扬农的高效菊酯杀虫剂持续推陈出新。07 年 7 月增发募集资金投资项目中，高效氯氟氰菊酯项目、贲亭酸甲酯及 DV 酰氯项目、麦草畏项目和溴氰菊酯项目已经竣工并陆续投产，双（三氯甲基）碳酸二甲酯项目预计 09 年投产。

草甘膦项目助推业绩。扬农自筹资金建设的草甘膦项目（估计产能大于 10000 吨/年）已于 07 年底竣工投产，预计 08 年将成为重要的利润增长点。公司拟增发股份投资于 3 万吨草甘膦项目，对此我们持谨慎乐观的看法。

维持“推荐”评级。扬农化工的主要优势在于掌握菊酯领域的核心技术，具备自主创新能力。我们暂不考虑拟增发项目对公司业绩和股本的可能影响，结合公司草甘膦市场的新信息，调高公司 08、09 年 EPS 为 1.39、1.68 元，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：草甘膦业务竞争加剧风险、原材料涨价风险。

表 12 扬农化工盈利预测

单位：万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	141589	208768	264064	317415
营业利润	10422	22634	27227	30898
净利润	9240	16293	19600	22243
总股本（万股）	11700	11700	11700	11700
摊薄每股收益（元）	0.79	1.39	1.68	1.90
摊薄每股净资产（元）	6.54	7.66	9.00	10.52

资料来源：兴业证券研发中心

5.4 诺普信 (002215): 小荷才露尖尖角

农药制剂行业的龙头企业。公司产品包括三大系列 395 个产品, 使用范围覆盖全国 80% 以上的农作物病虫害。2007 年上半年符合产业导向的水基化环保型农药制剂已占销售收入的 53.2%, 远高于 14.7% 的全国平均水平。

竞争优势奠定高速增长。诺普信将强大的营销能力、技术服务能力和以市场为导向的产品开发能力结合为有机整体, 成为高速增长的引擎。从 04 年到 07 年, 公司主营收入和净利润的年复合增长率分别达到 97% 和 84%。这些竞争优势正在积累成为诺普信的品牌优势, 并构筑公司的竞争壁垒。

募集资金项目巩固领先地位。东莞和陕西共 3 万吨/年水基化环保型农药制剂生产项目将进一步提高产品的市场占有率, 营销网络和研发中心的建设将为公司长期成长打下坚实基础。

建议积极关注。作为仅占有 1.26% 市场份额的行业龙头, 诺普信将在这一轮农药制剂行业的整合浪潮中迅速壮大。公司业绩的高速增长也由此具有可持续性。我们预计诺普信 07、08、09 年全面摊薄 EPS 分别为 0.52、0.78、1.06 元。以 3 月 24 日收盘价计, 基于 08 年 EPS 的市盈率为 40 倍, 略为高估。但考虑到公司未来的高成长性, 建议积极关注。

风险提示: 业务快速发展过程中的经营管理风险、政策风险。

表 13 诺普信盈利预测

单位: 万元	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	31247	72046	99585	139439
营业利润	3636	7899	10988	15139
净利润	2990	6184	9323	12721
总股本 (万股)	9000	9000	12000	12000
摊薄每股收益 (元)	0.25	0.52	0.78	1.06
摊薄每股净资产 (元)	1.06	1.58	4.67	5.73

资料来源: 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
- 观 望: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元彧 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoym@xyzq.com.cn

研究报告发布

金 琼 电话: 021-68419393-1049 Email: jinq@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。