

强烈推荐-A (维持)

新安股份 600596.SH

当前股价: 11.96 元
2017年09月11日

预计有机硅、草甘膦涨价有望持续, 有机硅龙头大幅受益

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	70541
已上市流通股(万股)	67918
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	7.1
资产负债率	46.2%
主要股东	传化集团有限公司
主要股东持股比例	14.42%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn

孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

联系人
于庭泽
yutingze@cmschina.com.cn

事件:

自 2017 年 7 月底以来, 草甘膦价格上涨 27.5% 至 2.55 万元/吨, DMC 价格上涨 33% 至 2.65 万元/吨。

评论:

1、有机硅价格上涨, 供需结构改善, 行业龙头业绩弹性极大

1) 上游原材料涨价对产品价格形成强力支撑。近期有机硅中间体的主要原材料甲醇、金属硅均出现大幅上涨, 后期金属硅和甲醇价格有望维持高位走势, 对有机硅中间体价格形成支撑。2) 行业供给结构持续改善。供给端来看, 目前有效产能仅 230 万吨, 环保高压可能进一步淘汰部分落后产能, 未来新增产能极为有限, 因为环保压力大、行业准入门槛提升(限制新建 10 万吨/年以下的生产装置); 需求端来看, 有机硅下游主要是建筑、电子行业, 房地产需求传导带动需求持续好转, 同时随着有机硅应用领域向电子、电力、医疗器械、美容等领域的扩展以及被用于替代部分橡胶和塑料产品, 未来需求有望高速增长。3) 对涨价的业绩弹性大。待 9 月底迈图 10 万吨新建产能投产后公司有机硅权益产能达 29 万吨。有机硅中间体原料金属硅实现较大比例自给, 一体化优势显著, DMC 每涨价 1000 元, 公司 eps 增厚 0.21 元。

2 草甘膦龙头受益于行业景气度提升, 公司盈利能力进一步增强

1) 原材料涨价叠加需求增长推动草甘膦价格上涨, 景气上行趋势确立, 价格有望继续上涨至 3 万元/吨。自 2017 年 7 月以来, 草甘膦主要上游原料甘氨酸、黄磷由于环保督察趋严快速上涨, 推动草甘膦价格上涨。其中, 甘氨酸上涨 58% 至 1.4 万元/吨, 黄磷上涨 16% 至 1.5 万元/吨, 随着环保督察组深入调查, 后续原材料价格走势继续看涨。2) 海外农药巨头进入补库存周期、转基因种植面积持续提升拉动草甘膦未来 2 年需求稳定增长。2016 年全球草甘膦消费量近 80 万吨, 随着转基因作物在南美和北美渗透率逐步提升, 未来草甘膦需求量将稳步增长; 自 2017 年初海外农药巨头进入新一轮补库存周期, 一般补库持续时间 2 年, 预计未来 2 年草甘膦出口量将持续好转。3) 作为草甘膦龙头企业, 将受益于产品价格上涨, 同时, 盈利能力因生产成本降低而提升。公司现有草甘膦产能 5 万吨, 9 月新增 3 万吨产能即将投产, 加之现有的草甘膦库存几乎为历史最低位, 公司将直接受益于草甘膦涨价, 按照现有成本估算, 草甘膦每涨价 1000 元, 公司 eps 增厚 0.08, 随着白南山产能搬迁, 马南园区新产能上线, 生产成本有望降低, 尤其是人工成本可以降至 50%, 公司草甘膦业务盈利能力将进一步提升。

3 公司有机硅产业链布局完善, 未来前景可期

1) 积极布局完整产业链, 实现上下游一体化。现有行业内企业集中于有机硅单体生产, 产品较为单一, 而公司从金属硅冶炼, 硅粉加工, 甲基、苯基等多种有机

硅中间体合成，到硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂等系列产品的生产，形成了完整的产业链。2) 氯循环一体化优势明显。氯循环应用于草甘膦生产，氯甲烷是生产草甘膦回收的，然后生产有机硅会形成盐酸，盐酸浓缩后可以用于产草甘膦。公司两大主营产品生产链条形成了有机结合，有效降低了生产成本。3) 公司长期有望受益于有机硅下游高端产品收入占比提升。长期来看，有机硅下游高端产品技术壁垒高，国内竞争者少，同时需求保持稳定增长，未来进口替代空间大。提高高端产品比例，实现差异化生产。公司将有机硅终端发展作为重要战略，投入专门的研发力量做有机硅新品研发，积极向下游拓展，以期获得更高的产品附加值。同时根据客户需求实现个性定制，产品差异化生产，不断提升产品竞争力。

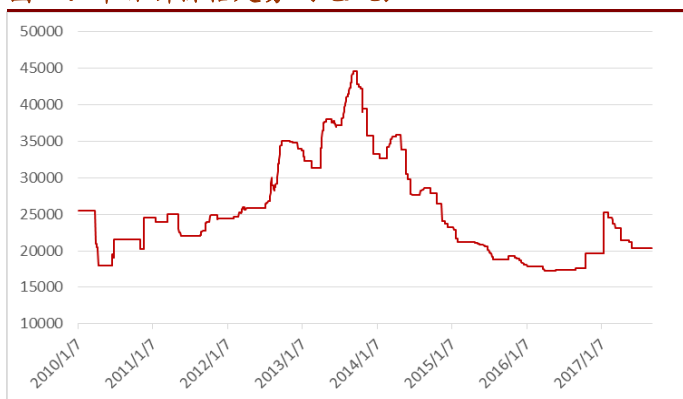
4、投资建议

维持“强烈推荐-A”投资评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46/0.54/0.65 元，目前股价对应 PE 为 27/23/19 倍，看好公司有机硅长期成长空间。

5、风险提示

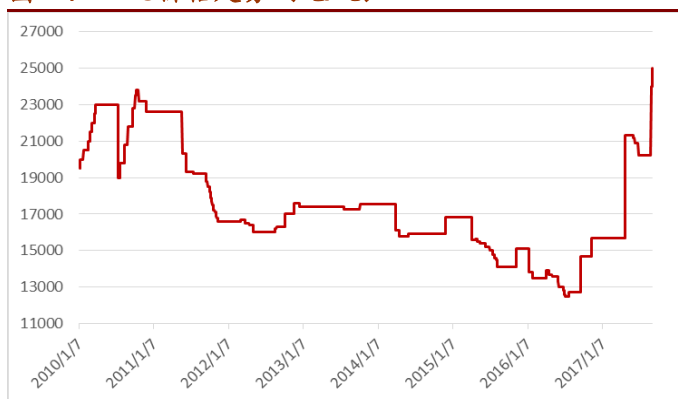
产品价格大幅下滑、在建项目进度低于预期、行业产能大幅扩张。

图1：草甘膦价格走势（元/吨）



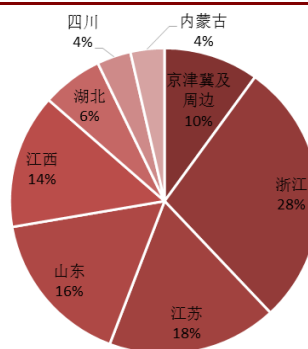
资料来源：百川资讯、招商证券

图2：DMC价格走势（元/吨）



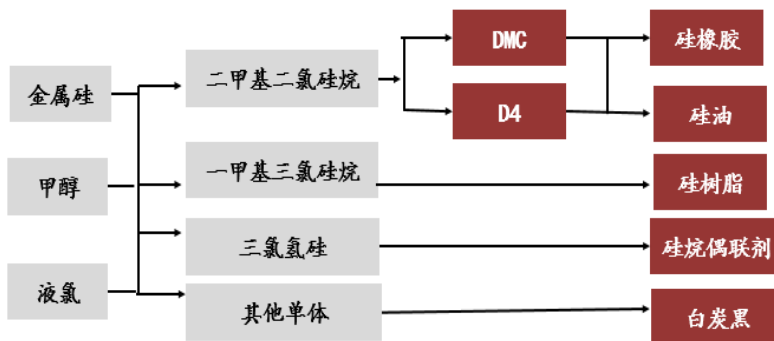
资料来源：百川资讯、招商证券

图3：有机硅产能分布



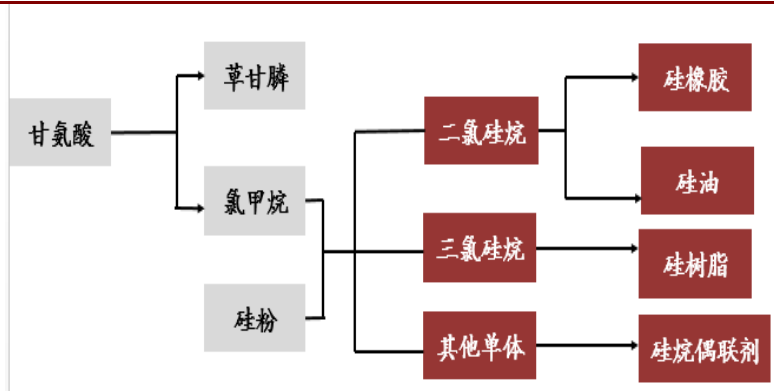
资料来源：百川资讯，招商证券

图 4：有机硅产业链上下游一览



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 5：草甘膦有机硅一体化图



资料来源：公司官网、招商证券

表 1：DMC、草甘膦涨价对公司净利润影响的弹性测算（百万元）

价格（万元/吨）	1.9	2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3
1.7	372	372	371	370	370	369	369	368	368	367	366	366
1.8	383	382	381	381	380	380	379	379	378	377	377	376
1.9	393	392	392	391	391	390	389	389	388	388	387	387
2	403	403	402	402	401	400	400	399	399	398	398	397
2.1	414	413	412	412	411	411	410	410	409	408	408	407
2.2	424	423	423	422	422	421	421	420	419	419	418	418
2.3	434	434	433	433	432	431	431	430	430	429	429	428
2.4	445	444	444	443	442	442	441	441	440	439	439	438
2.5	455	454	454	453	453	452	452	451	450	450	449	449
2.6	465	465	464	464	463	462	462	461	461	460	460	459
2.7	476	475	475	474	473	473	472	472	471	471	470	469
2.8	486	486	485	484	484	483	483	482	481	481	480	480
2.9	496	496	495	495	494	494	493	492	492	491	491	490
3	507	506	506	505	504	504	503	503	502	502	501	500

资料来源：wind，招商证券（注：横轴为草甘膦的价格，纵轴为 DMC 价格）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2867	3352	3200	5443	5571
现金	477	645	213	2127	2165
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	418	410	465	516	533
应收款项	495	574	622	691	712
其它应收款	41	125	141	157	162
存货	933	858	924	1024	1043
其他	504	739	836	928	956
非流动资产	4972	4643	4263	3924	3688
长期股权投资	180	201	201	201	201
固定资产	3434	3082	2763	2478	2291
无形资产	550	599	539	485	437
其他	808	760	760	760	759
资产总计	7839	7994	7463	9367	9259
流动负债	3154	3227	2338	3955	3498
短期借款	1081	1112	100	1500	1000
应付账款	984	967	1075	1192	1214
预收账款	154	219	243	270	275
其他	935	928	919	993	1008
长期负债	337	331	317	302	286
长期借款	250	220	206	191	175
其他	87	111	111	111	111
负债合计	3491	3558	2655	4257	3784
股本	679	679	705	705	705
资本公积金	721	739	739	739	739
留存收益	2566	2603	2931	3213	3555
少数股东权益	382	415	432	452	476
归属于母公司所有者权益	3966	4021	4375	4657	4999
负债及权益合计	7839	7994	7463	9367	9259

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	170	620	622	595	714
净利润	(267)	78	328	381	458
折旧摊销	409	381	399	358	321
财务费用	61	68	46	43	55
投资收益	(83)	(22)	(77)	(87)	(90)
营运资金变动	15	179	(86)	(120)	(50)
其它	34	(64)	12	18	20
投资活动现金流	(381)	(334)	(10)	(10)	(80)
资本支出	(423)	(513)	(10)	(10)	(80)
其他投资	42	179	0	0	0
筹资活动现金流	78	(126)	(1045)	1330	(596)
借款变动	98	(118)	(1102)	1386	(515)
普通股增加	0	0	26	0	0
资本公积增加	(2)	18	0	0	0
股利分配	0	0	0	(99)	(116)
其他	(18)	(25)	31	43	35
现金净增加额	(134)	160	(433)	1914	38

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7347	6802	7705	8561	8831
营业成本	6646	5901	6559	7272	7409
营业税金及附加	21	27	50	56	57
营业费用	277	254	247	274	283
管理费用	545	519	562	618	638
财务费用	62	72	46	43	55
资产减值损失	68	(11)	12	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	1	2
投资收益	83	22	77	86	88
营业利润	(188)	63	307	372	466
营业外收入	34	131	131	131	131
营业外支出	44	46	46	46	46
利润总额	(198)	148	392	457	552
所得税	60	61	47	56	70
净利润	(258)	87	345	401	482
少数股东损益	9	10	17	20	24
归属于母公司净利润	(267)	78	328	381	458
EPS (元)	(0.39)	0.11	0.46	0.54	0.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	-7%	13%	11%	3%
营业利润	-262%	-133%	390%	21%	25%
净利润	-637%	-129%	323%	16%	20%
获利能力					
毛利率	9.5%	13.2%	14.9%	15.1%	16.1%
净利率	-3.6%	1.1%	4.3%	4.5%	5.2%
ROE	-6.7%	1.9%	7.5%	8.2%	9.2%
ROIC	-2.7%	1.2%	5.9%	5.2%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	44.5%	35.6%	45.4%	40.9%
净负债比率	17.6%	17.8%	4.3%	18.2%	12.9%
流动比率	0.9	1.0	1.4	1.4	1.6
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0
存货周转率	6.8	6.6	7.4	7.5	7.2
应收帐款周转率	15.8	12.7	12.9	13.0	12.6
应付帐款周转率	7.1	6.0	6.4	6.4	6.2
每股资料 (元)					
每股收益	-0.39	0.11	0.46	0.54	0.65
每股经营现金	0.25	0.91	0.88	0.84	1.01
每股净资产	5.84	5.92	6.20	6.60	7.09
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.16	0.19
估值比率					
PE	-30.4	104.7	25.7	22.1	18.4
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.5	9.4	6.2	6.0	5.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。