

# 草甘膦、有机硅持续景气，公司迎来经营拐点

**公司深度研究**

## ◆ 草甘膦景气向上，带来盈利高弹性：

草甘膦三废及母液处理难、成本高，环保督查下部分企业限产、关停，造成草甘膦供应紧张，而今年以来农药出口需求不断向好，1-9月累计出口量同比增长14.3%，草甘膦供需改善价格从最低1.7万/吨涨至3万/吨。公司草甘膦权益产能10万吨，主要原料甘氨酸、黄磷分别由子公司金信（3.5万吨权益产能）及本部保障，同时公司母液处理技术成熟，能够实现部分回收利用，成本优势突出。公司草甘膦盈利弹性大，价格每上涨1000元/吨，将增厚业绩7700万元。

## ◆ 供需格局良好，有机硅盈利持续改善：

受环保督查影响，有机硅单体原料氯甲烷、金属硅供给不足价格强势，同时有机硅单体企业因环保检修增加，开工率不足6成，市场供应紧张。供需格局良好下DMC价格涨至3万元/吨，较16年价格低位上涨130%。公司有机硅DMC权益产能4万吨，其副产品盐酸和草甘膦副产品氯甲烷互为原料，能够实现循环生产，具备成本优势。在原料涨价推动下，“有机硅-金属硅及甲醇”价差已扩大至1.8万/吨（17年平均1.1万/吨），盈利持续改善。

## ◆ “矿-电-磷”产业链完整，磷化工盈利稳中有升：

公司“矿-电-磷”产业链完整，主要包括磷矿、黄磷、磷肥、精细磷化工，依托当地水电资源，具备成本优势，近年来磷矿业务盈利趋稳，毛利率约65%；黄磷及精细磷化工处于行业底部，盈利不高；磷肥近期受国际市场需求回暖提振，盈利开始回升，公司磷肥产销60万吨，价格每上涨100元/吨，增厚业绩4600万元。

## ◆ 盈利预测和投资评级：

预计17-19年EPS分别为0.70、0.85和1.00元。公司是国内“矿电磷一体化”精细磷化工龙头，拥有磷矿655万吨/年、磷酸盐18.25万吨/年、磷肥60万吨/年、草甘膦13万吨/年、有机硅单体16万吨/年。考虑到环保趋严下草甘膦、有机硅持续景气，公司草甘膦业务弹性大，有机硅盈利好，磷肥磷化工业务稳中有升，公司迎来经营拐点，给予“强烈推荐”评级。

## ◆ 风险提示：草甘膦、有机硅价格大幅下滑；产品销量不及预期

### 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12392	14,541	17,816	18,684	19,357
增长率(%)	8.8	17.3	22.5	4.9	3.6
净利润(百万元)	77.3	102	348	427	499
增长率(%)	-84.4	32.0	241.3	22.7	16.9
毛利率(%)	15.3	13.0	15.6	17.2	18.0
净利率(%)	0.6	0.7	2.0	2.3	2.6
ROE(%)	1.7	2.6	9.7	10.7	11.2
EPS(摊薄/元)	0.15	0.20	0.70	0.85	1.00
P/E(倍)	117.87	89.3	26.2	21.3	18.2
P/B(倍)	1.87	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 强烈推荐（维持评级）

### 分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

### 联系人

周峰春

zhoufengchun@xsdzq.cn

### 市场数据

时间 2017.11.15

收盘价(元)：18.19

总股本(亿股)：5.01

总市值(亿元)：91.08

近3月换手率：195.92%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.22	5.5	7.48
绝对	-0.33	15.42	26.25

### 相关研报

草甘膦、有机硅量价齐升，推动公司业绩大幅改善

2017-10-22

## 投资要件

### 关键假设

17-19 草甘膦含税销售均价为 2.35 万元/吨、2.55 万元/吨、2.75 万元/吨；有机硅 17-19 年含税销售均价 2.4 万元/吨；磷矿及其他业务毛利率稳定。

### 我们区别于市场的观点

我们认为草甘膦景气向上具有持久性，未来将超出市场预期：1) 需求：短期看，全球进入农药补库存周期，国内农药出口需求改善。长期看，转基因作物仍有较大市场潜力，草甘膦需求将继续稳定增长；2) 供给：短期看，环保督查草甘膦开工下滑，导致供给紧张，行业景气提升。长期看，行业加速淘汰落后产能，而新增产能因审批门槛提高进入困难，未来供给格局持续向好。

### 股价上涨的催化因素

草甘膦、有机硅价格持续上涨；业绩超预期

### 盈利预测和投资评级

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.70、0.85 和 1.00 元。考虑到环保趋严推动草甘膦、有机硅等行业持续景气，公司草甘膦业务弹性大，有机硅盈利好，磷肥磷化工业务稳中有升，公司迎来经营拐点，给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险

草甘膦、有机硅价格大幅下滑；产品销量不及预期

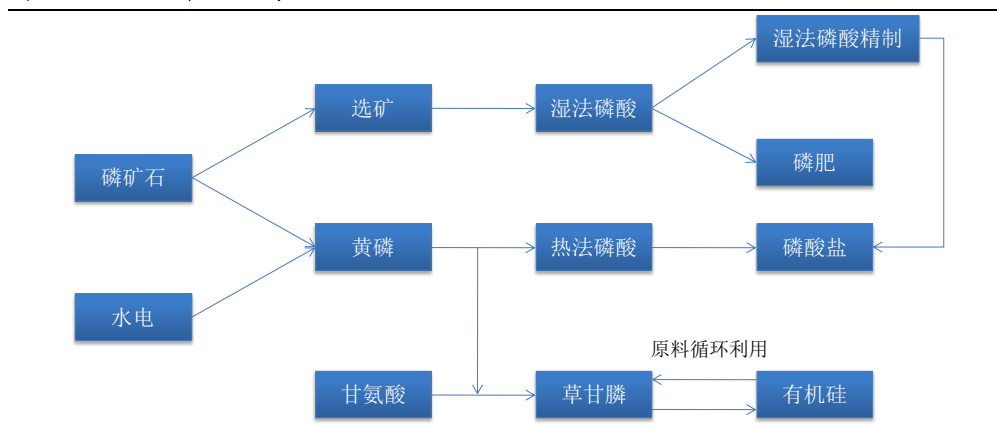
## 目 录

1、 公司概况：业绩触底，盈利改善空间大 .....	4
2、 草甘膦景气提升，公司业绩弹性巨大 .....	5
2.1、 转基因作物市场潜力大，海外补库存农药出口回暖 .....	5
2.2、 环保督查开工下滑，供给收缩景气复苏 .....	6
2.3、 原料配套企业成本优势扩大 .....	7
2.4、 国内草甘膦龙头，业绩弹性巨大 .....	8
3、 环保限产供需向好，公司有机硅盈利改善 .....	9
3.1、 行业集中度提升，环保推动行业景气 .....	10
3.2、 需求平稳增长，高端领域市场前景广阔 .....	11
3.3、 循环经济带来成本优势，“有机硅-金属硅-甲醇”价差走高 .....	11
4、 “矿-电-磷”一体化，磷化工盈利稳定 .....	12
5、 盈利预测和投资评级 .....	13
6、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15
图表目录 .....	16

## 1、公司概况：业绩触底，盈利改善空间大

公司主要经营磷酸盐、磷肥、草甘膦、有机硅等产品生产和销售，产业链涵盖上游矿石、能源供应以及下游精细产品开发，是国内“矿电磷一体化”的精细磷化工龙头代表企业，近年来通过打造“矿-电-磷”和“磷-硅-盐”循环产业链，成本和环保优势逐步显现。公司拥有磷矿 655 万吨/年、磷酸盐 18.25 万吨/年、磷肥 60 万吨/年、草甘膦 13 万吨/年、有机硅 16 万吨/年。

图表1：矿电磷一体化产业链



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

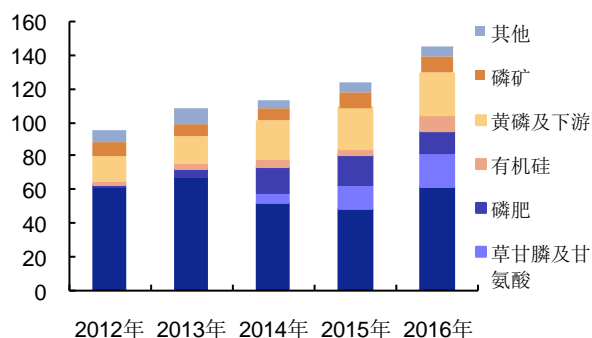
图表2：公司部分产能（万吨）及 17 年前三季度销售均价（不含税，元/吨）

产品	产能	权益产能	1-9 月均价	YOY
草甘膦	13	10	19467	24.62%
甘氨酸	8	3.5	自给	-
有机硅 DMC	8	4	16974	53.54%
磷矿石	655	655	180	-7.40%
黄磷	15.3	15.3	12945	21.43%
磷酸一铵	20	20	1788	6.56%
磷酸二铵	40	40	2096	4.41%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

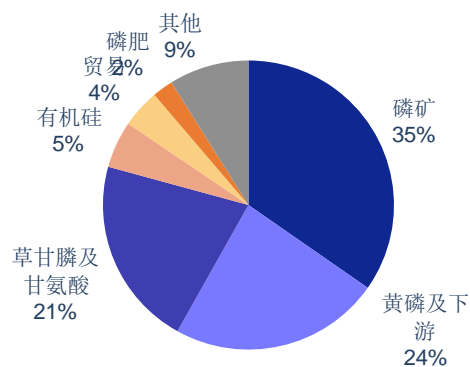
公司目前主要业务板块为磷矿、黄磷及下游、化肥、草甘膦、有机硅及贸易、氯碱等。2016 年公司营业收入 145 亿，其中磷矿占比 7%、黄磷及下游 17%、化肥 9%、草甘膦 13%、有机硅 7%、贸易 43%。从毛利贡献占比看，磷矿石 35%、黄磷及下游 23.49%、化肥 2%、草甘膦 21%、有机硅 5%。

图表3：2012-2016 营业收入及业务占比



资料来源：wind、新时代证券研究所

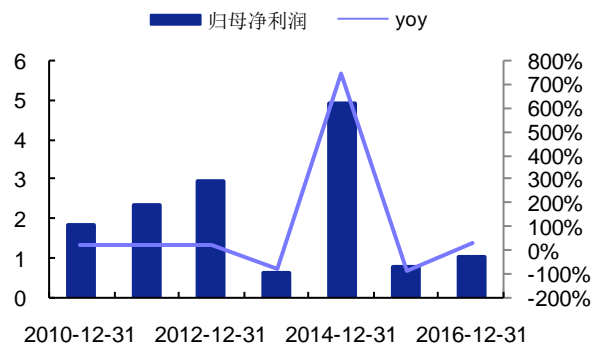
图表4：2016 年各业务毛利占比



资料来源：wind、新时代证券研究所

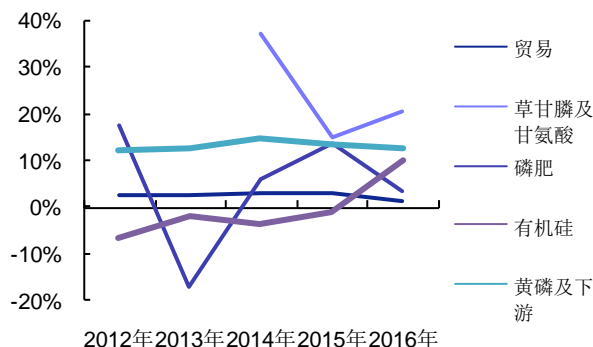
公司业务规模近年来不断扩大,收入从2012年96亿提高到2016年145亿,但由于磷肥行业等业务持续低迷,公司归母净利水平过去维持2-3亿,15-16年降至0.5-1亿,2016年磷肥业务毛利率下滑到3.25%。

图表5: 公司归母净利润(亿元)及增速



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表6: 公司主要业务产品毛利率



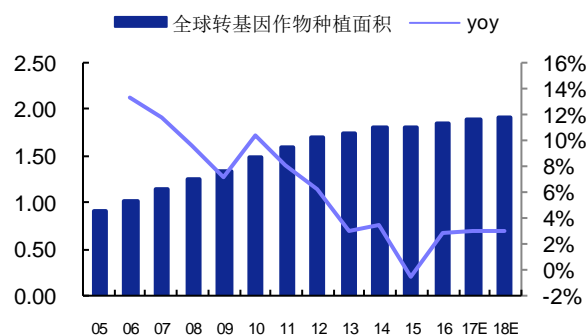
资料来源: wind、新时代证券研究所

## 2、草甘膦景气提升, 公司业绩弹性巨大

### 2.1、转基因作物市场潜力大, 海外补库存农药出口回暖

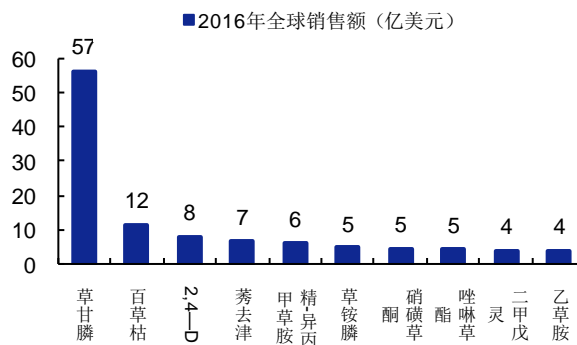
草甘膦除草剂具有低毒、无残留、广谱性等特点, 近年来受益抗草甘膦转基因作物全球范围大面积推广而得以快速增长。目前已成为全球最大的除草剂品种, 年消费量约80万吨, 占全球农药用量15%、占除草剂用量30%, 2016年销售额在除草剂品种中占比21%。

图表7: 全球转基因作物种植面积(亿公顷)



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表8: 2016 全球除草剂品种销售额排名



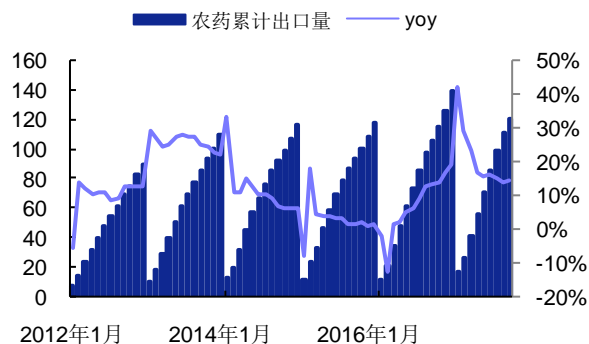
资料来源: 农药快讯、新时代证券研究所

长期看, 草甘膦市需求仍有增长潜力: 1) 目前全球转基因作物种植面积为1.85亿公顷, 其中美国、巴西、阿根廷、加拿大合计面积1.57亿公顷, 而中国只有280万公顷, 目前仅批准种植转基因抗虫棉花和抗病毒番木瓜, 未来市场空间广阔。农业部科技教育司司长廖西元曾表示: “十三五”期间中国将进一步聚焦转基因发展战略重点。同时中国化工完成收购全球第三大转基因种子先正达, 中国转基因作物有望加速推进; 2) 长期使用草甘膦会产生杂草抗性, 而通过复配可有效解决, 使草甘膦保持旺盛的“生命力”, 截止2017年9月, 国内草甘膦混剂登记数量123个, 主要复配对象为2甲4氯、麦草畏、2,4-滴, 同时与草铵膦复配的相关

研究也在进行,未来市场规模将继续扩大。16年全球转基因作物种植面积1.85亿公顷,同比增长3%,我们预计17、18年增速维持3%。

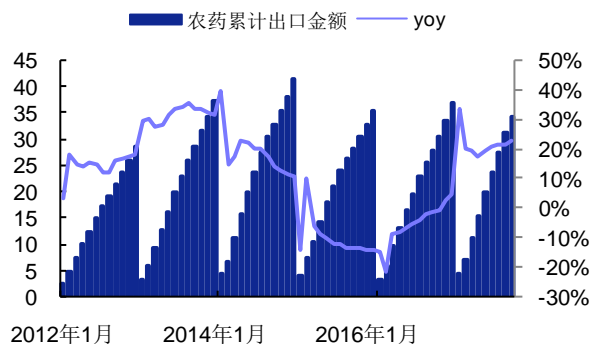
近期海外农药补库存,改善国内草甘膦需求。2015-2016年全球农药行业低迷,孟山都、先正达等海外农药巨头降低库存至最近三年最低水平。2017年全球迎来农药补库存周期,1-9月我国农药出口数量121万吨,同比增长14.3%,出口金额34.24亿美元,同比增长22.7%,出口受益改善明显。16年草甘膦出口47.7万吨,占农药总出口量34.76%,农药出口改善利好草甘膦需求增长。

图表9: 2010-2017.9 农药累计出口数量(万吨)



资料来源:海关总署、新时代证券研究所

图表10: 2010-2017.9 农药累计出口金额(亿美元)



资料来源:海关总署、新时代证券研究所

## 2.2、环保督查开工下滑,供给收缩景气复苏

国内草甘膦产能79万吨,行业开工率约60%,主要厂商有泰盛化工13万吨、福华化工12万吨、新安化工8万吨、韦恩7万吨,前4家企业市场集中度51%,考虑到行业实际有效产能约65万吨,真实集中度更高。同时近年来草甘膦景气低迷,厂商投资减少,加上新建产能审批严格,行业门槛提高,未来新增产能十分有限,供给格局将长期向好。

图表11: 国内草甘膦生产厂家、技术路线及分布

企业	产能(万吨)	方法	地区
安徽广信	3	甘氨酸法	华东
新安化工	8	甘氨酸法	华东
江苏腾龙	5	甘氨酸法	西北
南通江山	3	甘氨酸法	华东
金帆达	2.5	甘氨酸法	华东
许昌东方	3	甘氨酸法	华东
泰盛化工	13	甘氨酸法	华中
福华化工	12	甘氨酸法	西南
安一化工	5	甘氨酸法	西南
华星化工	1.5	IDA法	华东
好收成韦恩	7	IDA法	华东
南通江山	4	IDA法	华东
扬农集团	3	IDA法	华东
捷马化工	1	IDA法	华东
贝尔化工	3	IDA法	西南
和邦生物	5	IDA法	西南

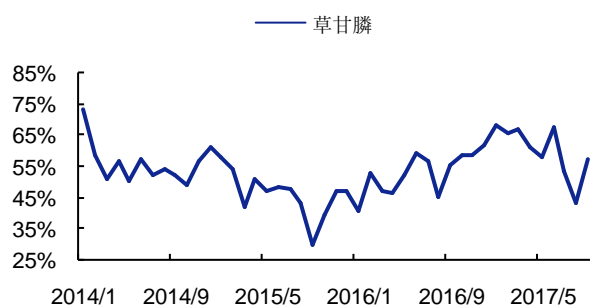


企业	产能 (万吨)	方法	地区
甘氨酸法产能合计	52.5		
IDA 法产能合计	26.5		
总产能	79		

资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

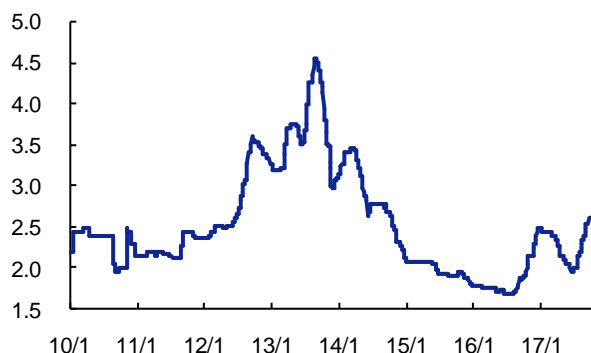
草甘膦生产的主要环境污染问题出自“三废”排放及母液回收及过程控制，母液即农药生产过程中产生的废液，1吨草甘膦会产生母液约4.5-5吨，目前采用膜分离法和焚烧法处理，但设备及处理成本较高，不少中小企业难以达到处理标准要求。自环保督查以来，大量问题企业限产、停产，草甘膦市场供给紧张。8月第四批环保督查进驻四川、山东，行业开工大幅下滑不足4成，四川开工率甚至最低下滑至30%，供需矛盾尖锐。根据百川统计，截至10月初行业开工企业数量仅11家，中小开工率仍维持低位，目前草甘膦价格约3万元/吨，较年初涨幅20%，考虑到2+26城市环保督查、京津冀采暖季限产等环保工作正在推进，市场供应不足短期难缓解。

图表12： 草甘膦月度开工率（截至17年9月）



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

图表13： 草甘膦价格走势（万元/吨）



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

### 2.3、原料配套企业成本优势扩大

生产草甘膦的工艺主要分甘氨酸和DEA法，其中甘氨酸法在我国应用较广，主要原料为甘氨酸、黄磷及甲醇等，原材料成本占比约90%。环保督查影响，原料产品供应出现紧张，10月甘氨酸价格1.6万/吨、较同期涨幅100%，黄磷价格1.59万/吨、较同期涨幅25%，原料成本提高支撑草甘膦价格上涨。

图表14： 甘氨酸价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

图表15： 黄磷价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

国内甘氨酸产能 60 万吨，约 10 万吨作为食品级供应，剩余 50 万吨用于甘氨酸法草甘膦生产（其中内蒙腾龙、许昌东方、金信化工和福华集团自给为主，不投放市场），甘氨酸产能整体过剩。17 年环保督查趋严，甘氨酸副产盐酸胀库问题严重，加上京津冀冬季采暖限产（甘氨酸企业 50% 集中在河北），导致行业开工负荷下降，目前东华金龙、东华冀衡开工率不到 40%，甘氨酸供不应求、价格上涨。考虑到冬季采暖限产行动将持续至 18 年 3 月，我们判断甘氨酸供给持续趋紧，价格易涨难跌。

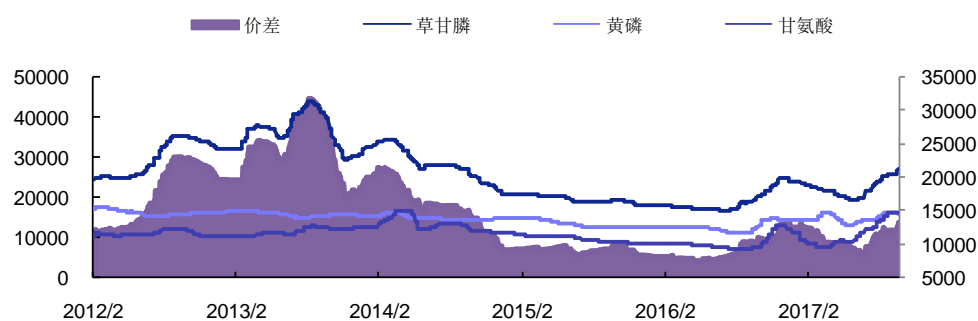
**图表16： 国内甘氨酸企业产能统计**

公司	产能统计（万吨）	分布区域	环保影响
东华金龙	10	河北	冬季采暖限产至 18 年 3 月
东华冀衡	9	河北	冬季采暖限产至 18 年 3 月
鸿泰化工	8	山东	冬季采暖限产至 18 年 3 月
金信化工	8	湖北	
福华集团	4	四川	
东华舰	3.5	河北	冬季采暖限产至 18 年 3 月
诚信化工	3	四川	
三峡英力	3	重庆	
冀州华恒	3	河北	冬季采暖限产至 18 年 3 月
元氏宏升	3	河北	冬季采暖限产至 18 年 3 月
许昌东方	2	河南	
内蒙腾龙	1.5	内蒙	
卫东化工	1	山东	冬季采暖限产至 18 年 3 月
振兴化工	1	山东	冬季采暖限产至 18 年 3 月
合计	60		

资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

根据草甘膦及其原料 10 月价格测算，草甘膦及原料（甘氨酸、黄磷）成本价差为 1.35 万元/吨，已接近 2016 下半年价差水平，草甘膦企业盈利大幅改善，而具备原料自给能力的企业成本优势将更加明显。

**图表17： 草甘膦-黄磷-甘氨酸价差变化（元/吨）**



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

## 2.4、国内草甘膦龙头，业绩弹性巨大

公司草甘膦由控股子公司泰盛化工负责生产，公司对其持股比例为 75%，其



中 24%是通过全资子公司宜昌楚磷化工间接持有。2016 年草甘膦原药扩建项目建成完工，泰盛化工草甘膦总产能提升至 13 万吨，当年实现销量 11.83 万吨，贡献收入 19 亿元。

公司草甘膦生产具备成本优势：1) 原料甘氨酸能够完全自给，子公司宜昌金信主要负责甘氨酸的生产、销售，总产能 8 万吨/年，全部用于供应公司草甘膦生产。公司对宜昌金信持股 75%（其中 50%兴瑞化工持有、25%泰盛化工持有，实际控股 43.75%）；2) 公司位于宜昌精细化工园，上下游配套产业关联紧密，水电资源丰富，基础设施完善，公司草甘膦副产品氯甲烷与有机硅副产品盐酸之间互为原料，能够实现循环利用，达到经济和环保效益最大化；3) 此外，公司具备成熟的母液处理技术，并通过母液回收，将其中的工业盐用于兴瑞化工碱产品原料，降低生产成本。

9 月 29 日公司公告拟现金收购内蒙古腾龙不低于 51%的股份，内蒙古腾拥有草甘膦 5 万吨，同时配套甘氨酸 1 万吨等原料产能。收购完成后将进一步优化公司草甘膦生产布局，做大做强其草甘膦业务，巩固公司龙头地位。

受益行业景气，前三季度公司草甘膦量价齐升，销售均价 1.95 万/吨，同比增长 24.62%，产销量分别 10.22 和 9.32 万吨，贡献销售收入 18.14 亿；从半年数据看，子公司泰盛化工实现净利 7053 万，16 年同期仅 2166 万。

**公司草甘膦盈利及弹性测算：**1) 草甘膦盈利：单吨草甘膦成本构成为 0.57 吨甘氨酸、0.35 吨黄磷、1.17 吨液氯、0.49 吨多聚甲醛、1.26 吨甲醇；假设折旧、摊销、人工等费用为 3200 元/吨，原料价格参照市场，测算草甘膦完全成本 2.3 万/吨。若公司草甘膦销售均价 2.8 万元/吨，则对应吨净利为 4390 元/吨。

**图表18： 公司草甘膦成本构成及测算（单耗：吨；单价及成本：元/吨）**

成本构成	单耗	含税单价	含税成本	成本占比
甘氨酸	0.570	15000	8550	36%
黄磷	0.345	14800	5106	22%
多聚甲醛	0.485	5500	2668	11%
甲醇	1.260	2700	3402	14%
生产费用	-	3200	3200	16%
完全成本	-	-	22926	100%

资料来源：新时代证券研究所

草甘膦业绩弹性：假设成本维持不变，按照草甘膦 10 万吨权益销量计算，价格每上涨 1000 元/吨，公司业绩可增厚 7700 万。我们预计草甘膦供需持续偏紧，行业维持高景气，草甘膦盈利扩大将带给公司较大业绩弹性。

**图表19： 公司草甘膦业绩弹性测算（价格：元/吨；吨净利：元；总净利：亿元）**

价格(含税)	25000	26000	27000	28000	29000	30000	31000	32000	33000	34000	35000
吨净利	2094	2859	3625	4391	5157	5922	6688	7454	8220	8986	9751
草甘膦净利	2.09	2.86	3.63	4.39	5.16	5.92	6.69	7.45	8.22	8.99	9.75

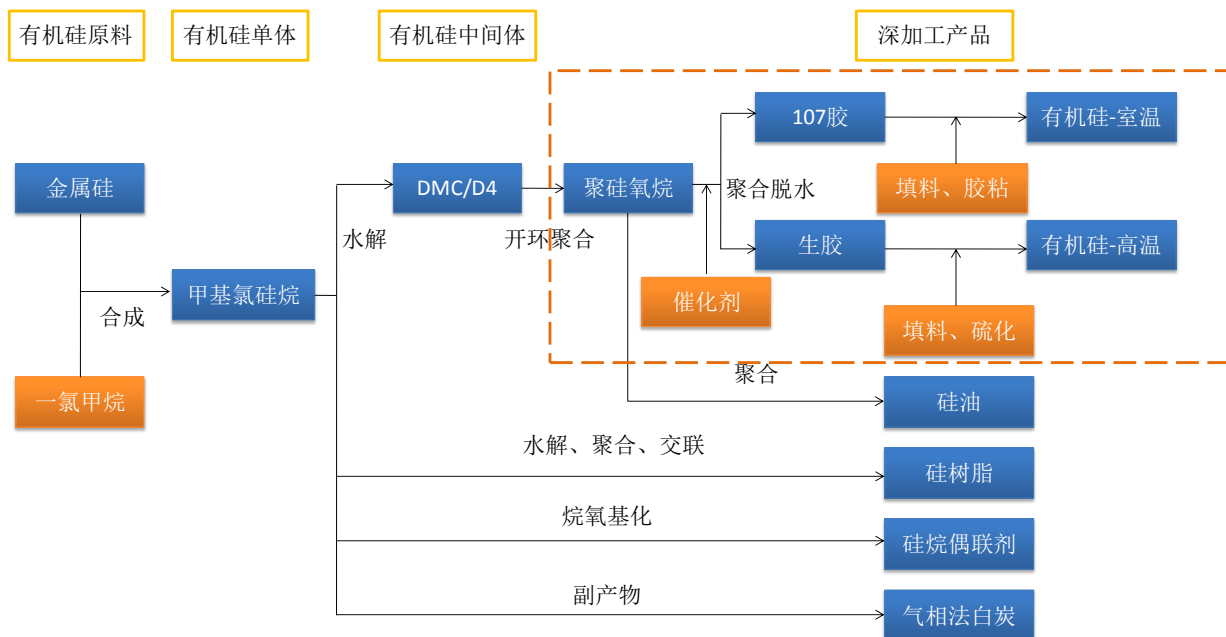
资料来源：新时代证券研究所；\*销量按权益产量 10 万吨（即盈利扣除少数股东权益部分）

### 3、环保限产供需向好，公司有机硅盈利改善

有机硅产业链主要由原料、单体、中间体和深加工四部分组成，原料以金属硅和甲烷为代表，单体以甲基氯硅烷为代表，中间体以 DMC 为代表，下游主要是硅

橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂等。单体生产反映一个国家有机硅产业发展水平，占据产业链重要地位。

图表20： 有机硅产业链

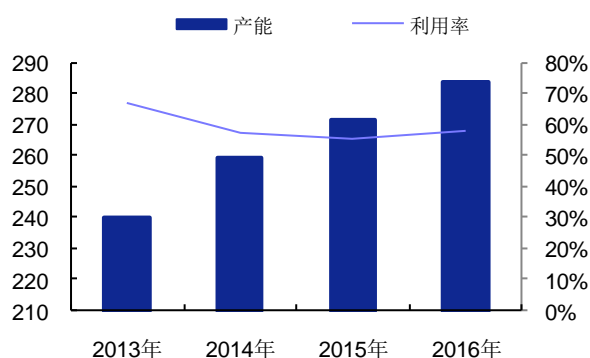


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 3.1、行业集中度提升，环保推动行业景气

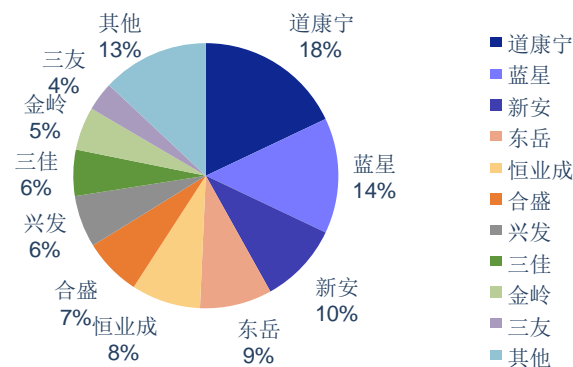
2008-2016 年国内有机硅单体产能由 81.31 万吨增长到 284 万吨，产能结构性过剩，行业开工率长期保持在 60% 低位水平。产能增速总体呈下降趋势，16 年新增产能 12 万吨，同比增长 4.5%，行业过剩产能缓慢出清，行业集中度逐步提高，前 10 家厂商产能占比 87%，供给格局良好。

图表21： 有机硅产能（万吨）及利用率



资料来源：wind、新时代证券研究所

图表22： 有机硅行业前十家产能集中度

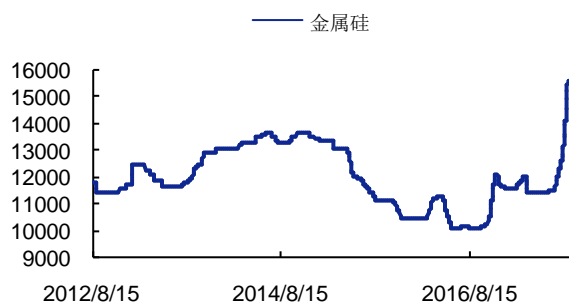


资料来源：前瞻产业研究、新时代证券研究所

有机硅单体生产污染严重，国内外普遍采用直接法工艺生产甲基氯硅烷单体，其中合成工序会产生大量废水、废气和废浆渣。同时单体生产工艺流程长、反应过程多，所用原料、中间产品多属易燃易爆物质，闪点和自燃点较低，存在爆炸、火灾、污染事故等隐患。目前国内处理技术不成熟，环保成本过高，部分厂商生产尚不能达标。受第四批环保督查及集中检修影响，加上四川地区有机硅副产酸依旧难处理，行业整体开工率不高；同时原料甲醇、金属硅货源紧张，价格持续上涨；开工不足加上成本推动，DMC 价格涨至 3 万/吨，同比涨幅 130%。

**图表23： 甲醇价格走势（元/吨）**

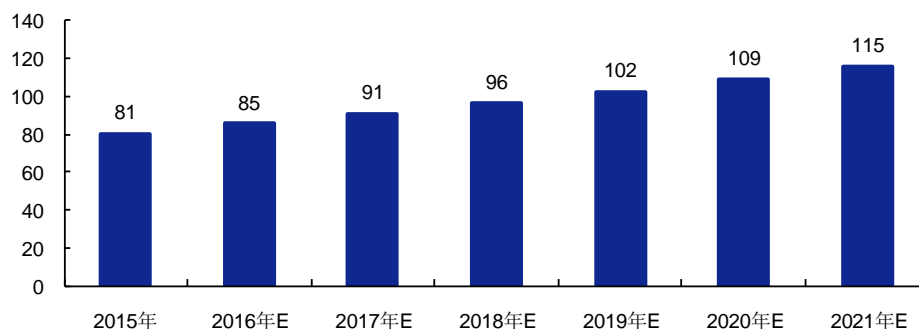
资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

**图表24： 金属硅价格走势（元/吨）**

资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

### 3.2、需求平稳增长，高端领域市场前景广阔

需求方面，有机硅单体主要下游产品是硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂和硅树脂，消费占比分别 55%、16%、13%和 3%，硅橡胶主要应用在硅胶制品行业、幕墙、门窗密封行业，与建筑行业景气关联性强。根据美国咨询公司弗若斯特沙利文统计数据，2015 年全球建筑用有机硅市场规模大约为 80.5 亿美元，预计到 2021 年市场规模将会达到 115.5 亿美元，年复合增长率为 6.2%，未来将保持平稳增长。

**图表25： 2015-2021E 全球建筑有机硅需求复合增速 6.2%（单位：亿美元）**

资料来源：《全球建筑用有机硅市场的动力与阻力》、新时代证券研究所

此外，十三五期间我国有机硅向高性能化、多功能化、复合化、精细化、环境友好和低成本、高附加值方向发展，高端有机硅未来将在电子信息、电力电气、新能源、核电、高铁以及轨交等应用领域迎来发展机遇，市场前景广阔。

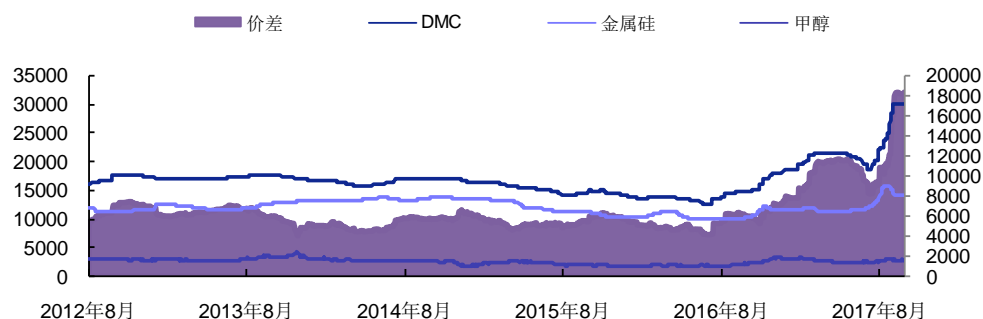
### 3.3、循环经济带来成本优势，“有机硅-金属硅-甲醇”价差走高

公司有机硅相关产品主要是 DMC、107 胶和 110 胶，应用于橡胶、纺织、汽车等各个领域。有机硅单体产能 16 万吨（2 套 8 万吨装置），平均开车周期 38-45 天；2017 年预计新增 4 万吨/年有机硅单体产能、1 万吨/年 107 胶、1 万吨/年 110 胶产能，规模进一步扩张。

2015 年公司开始有机硅业务，打造循环产业链：有机硅单体主要原材料氯甲烷是草甘膦生产过程的重要副产品，有机硅副产品盐酸可循环用于生产草甘膦，通过循环生产，有机硅中的氯甲烷成本比重从 42%降低至 25%，具备成本优势。

2017 年上半年有机硅业务收入 6.36 亿，2016 年全年为 9.67 亿，毛利率也从 10.24% 提升至 30.47%，盈利能力大幅改善，公司有机硅前三季度销售均价 1.69 万/吨，同比增长 53.54%。根据测算，“有机硅-金属硅-甲醇”价差已扩大至 1.8 万/吨，公司盈利受益改善。

**图表26： 有机硅-金属硅-甲醇价差变化（元/吨）**



资料来源：百川资讯、新时代证券研究所

#### 4、“矿-电-磷”一体化，磷化工盈利稳定

公司近年来不断完善“矿-电-磷”产业链，不断向上游磷矿石开采、水力发电以及下游的化工生产发展，主要包括磷矿、黄磷、磷肥、精细磷化工。公司自备水力发电厂，具有成本优势，黄磷及下游产品能源成本占比达 21%、62%，受益明显。2016 年公司自有水电数量 25 个，总装机容量 16.15 万千瓦，用电自给率达到 50%，用电成本较市场采购价格低约 0.26/千瓦时。

**磷矿：**公司是国内磷矿龙头公司，所在地宜昌拥有丰富的水、电及磷矿资源，截至 2016 年公司拥有磷矿 13 座，磷矿资源储量 2.67 亿吨，年产能 655 万吨，用电自给率达到 50%。2016 年公司磷矿产销量 668 万吨、512 万吨，实现销售收入 9.84 亿，近年来由于下游磷肥需求持续走弱，磷矿价格从 12 年最高 650 元/吨降至当前 420 元/吨，毛利率维持约 65%。

**黄磷及精细磷化工：**公司拥有黄磷产能 15.25 万吨，主要用于供应公司内部生产；同时拥有精细磷酸盐产品：三聚磷酸钠 16 万吨、六偏磷酸钠 4.8 万吨、次磷酸钠 2 万吨，行业处于底部，盈利维持稳定。

**磷肥：**公司主要产品为磷酸一铵、磷酸二铵，合计产能 60 万吨，近年来行业产能过剩严重，加上此前中东磷肥产能释放影响出口需求，以及磷肥优惠政策取消，行业盈利整体下滑至底部位置，2016 年公司磷肥业务毛利率降至 3.25%，接近历史最低水平。进入 2017 年，受环保政策影响、出口市场回暖以及原料硫磺、合成氨涨价支撑成本，磷肥价格重心不断上移，目前磷酸一铵（55%）约 2300 元/吨，磷酸二铵（64%）2500 元/吨，较年初涨幅分别 11%、7%。随着国际磷酸二铵需求持续旺盛以及磷肥冬储到来，预计价格继续向上，公司业绩有望超预期。

**磷肥业绩弹性测算：**假设全年磷肥产销量 60 万吨，磷酸一铵和磷酸二铵价格分别为 2100 元/吨、2500 元/吨，测算磷肥业务贡献净利 4800 万元。当磷酸二铵、磷酸一铵涨价 100 元/吨，增厚业绩 4600 万元。

**图表27： 磷肥业绩弹性测算（价格：元/吨；吨净利：元；磷肥净利：亿元）**

价格(含税)	2086	2186	2286	2386	2486	2586	2686
吨净利	-127	-63	3	69	134	200	266
磷肥净利	-0.89	-0.44	0.02	0.48	0.94	1.4	1.86

资料来源：新时代证券研究所；\*磷肥销量合计 60 万吨，磷酸一铵 20 万吨，磷酸二铵 40 万吨，增值税 11%

总体看，磷化工行业整体依然过剩，行业景气接近底部，未来有望迎来景气回升，预计公司相关业务盈利将保持相对稳定。

## 5、 盈利预测和投资评级

假设：17-19 草甘膦含税销售均价为 2.35 万元/吨、2.55 万元/吨、2.75 万元/吨；有机硅 17-19 年含税销售均价 2.4 万元/吨；磷矿及其他业务毛利率稳定。

**图表28： 公司分业务盈利拆分**

产品	项目	单位	2016A	2017E	2018E	2019E
草甘膦	收入	亿元	19.60	24.96	27.24	30.56
	成本	亿元	15.62	18.43	19.27	20.11
	毛利率		20%	26%	29%	34%
	销量	万吨	11.83	12.00	12.50	13.00
	单价	元/吨	16568	20796	21795	23504
有机硅	收入	亿元	9.67	17.59	19.66	19.66
	成本	亿元	8.68	10.88	12.16	12.16
	毛利率		10%	38%	38%	38%
	销量	万吨	7.32	8.51	9.51	9.51
	单价	万元/吨	13210	20672	20672	20672
磷矿	收入	亿元	9.84	8.64	8.64	8.64
	成本	亿元	3.28	2.94	2.94	2.94
	毛利率		67%	66%	66%	66%
	销量	万吨	512	480	480	480
	单价	万元/吨	192	180	180	180
磷肥	收入	亿元	13.57	13.01	13.27	13.54
	成本	亿元	13.13	11.64	11.64	11.64
	毛利率		3%	11%	12%	14%
	销量	万吨	70.00	60.00	60.00	60.00
	单价	万元/吨	1939	2168	2212	2257
贸易	收入	亿元	62.05	81.77	85.84	88.99
	成本	亿元	61.25	81.77	85.83	88.98
	毛利率		1%	1%	1%	1%
其他	收入	亿元	30.68	32.18	32.18	32.18
	成本	亿元	24.52	24.73	22.94	22.94
	毛利率		20%	23%	29%	29%
营业收入			145.41	178.15	186.84	193.57
yoy			17%	23%	5%	4%
营业成本			126.48	150.38	154.78	158.77
毛利率			13%	16%	17%	18%

资料来源：新时代证券研究所；备注：其他为黄磷及下游、氯碱等

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.70、0.85 和 1.00 元。当前股价对应 PE 分别 26、21 和 18 倍。受益环保督查带来的草甘膦、有机硅等行业持续景气，公司草甘膦业绩弹性高，有机硅盈利不断改善，其他业务盈利将保持稳定，公司业绩底部向上，给予“强烈推荐”评级。

## 6、风险提示

草甘膦、有机硅价格大幅下滑；产品销量不及预期



## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4437	3866	4618	4503	4907
现金	1194	783	1069	1121	1161
应收账款	551	664	825	737	881
其他应收款	181	23	32	26	34
预付账款	106	76	165	146	176
存货	1183	984	1021	1043	1074
其他流动资产	1222	1335	1507	1430	1581
<b>非流动资产</b>	16936	17515	18105	17957	17719
长期投资	500	836	903	969	1036
固定资产	11042	11913	12133	12044	11871
无形资产	2036	1975	1999	2020	2037
其他非流动资产	3358	2791	3070	2923	2774
<b>资产总计</b>	<b>21373</b>	<b>21381</b>	<b>22723</b>	<b>22460</b>	<b>22626</b>
<b>流动负债</b>	9915	9863	10716	10038	9671
短期借款	4286	3289	5576	5327	4783
应付账款	1811	1666	2468	2085	2451
其他流动负债	3819	4907	2673	2626	2436
<b>非流动负债</b>	5415	4869	4699	4306	3888
长期借款	4477	3776	3605	3213	2794
其他非流动负债	939	1094	1094	1094	1094
<b>负债合计</b>	<b>15330</b>	<b>14732</b>	<b>15415</b>	<b>14344</b>	<b>13558</b>
少数股东权益	1173	765	1127	1572	2092
股本	530	512	512	512	512
资本公积	2865	2856	2856	2856	2856
留存收益	1463	1512	1846	2296	2755
归属母公司股东权益	4870	5884	6181	6544	6976
<b>负债和股东权益</b>	<b>21373</b>	<b>21381</b>	<b>22723</b>	<b>22460</b>	<b>22626</b>

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	739	1146	2373	1737	1958
净利润	102	171	711	872	1019
折旧摊销	667	809	650	685	713
财务费用	654	639	576	634	603
投资损失	-19	-107	-191	-191	-191
营运资金变动	-759	-409	627	-263	-186
其他经营现金流	94	44	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1368	-1173	-1050	-346	-285
资本支出	1270	956	524	-215	-304
长期投资	-221	-106	-67	-58	-67
其他投资现金流	-319	-322	-593	-619	-656
<b>筹资活动现金流</b>	547	35	-1624	-1695	-1237
短期借款	-687	-996	1700	-605	-147
长期借款	1067	-701	-171	-392	(419)
普通股增加	-1	-18	0	0	0
资本公积增加	3	-9	0	0	0
其他筹资现金流	165	1759	-3154	-698	-671
<b>现金净增加额</b>	<b>-82</b>	<b>8</b>	<b>-301</b>	<b>-304</b>	<b>437</b>

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>12392</b>	<b>14541</b>	<b>17816</b>	<b>18684</b>	<b>19357</b>
营业成本	10502	12648	15038	15478	15877
营业税金及附加	180	185	205	215	223
营业费用	404	472	552	579	600
管理费用	384	378	468	517	537
财务费用	654	639	576	634	603
资产减值损失	135	97	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	107	191	191	191
<b>营业利润</b>	<b>153</b>	<b>229</b>	<b>1077</b>	<b>1362</b>	<b>1618</b>
营业外收入	47	65	60	60	60
营业外支出	16	22	60	60	60
<b>利润总额</b>	<b>184</b>	<b>271</b>	<b>1077</b>	<b>1362</b>	<b>1618</b>
所得税	81	100	366	490	599
<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>171</b>	<b>711</b>	<b>872</b>	<b>1019</b>
少数股东损益	25	69	362	445	520
<b>归属母公司净利润</b>	<b>77</b>	<b>102</b>	<b>348</b>	<b>427</b>	<b>499</b>
EBITDA	1370	1505	2089	2457	2702
EPS(元)	0.15	0.20	0.70	0.85	1.00

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.8	17.3	22.5	4.9	3.6
营业利润(%)	(73.0)	49.9	370.1	26.5	18.8
归属于母公司净利润(%)	(84.4)	32.0	241.3	22.7	16.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.3	13.0	15.6	17.2	18.0
净利率(%)	0.6	0.7	2.0	2.3	2.6
ROE(%)	1.7	2.6	9.7	10.7	11.2
ROIC(%)	2.5	2.6	5.7	6.9	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.7	68.9	67.8	63.9	59.9
净负债比率(%)	146.2	137.4	115.5	95.4	74.4
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	22.9	23.9	23.9	23.9	23.9
应付账款周转率	6.2	7.3	7.3	6.8	7.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.20	0.70	0.85	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	5.23	2.04	4.74	3.47	3.91
每股净资产(最新摊薄)	9.73	9.76	10.35	11.08	11.94
<b>估值比率</b>					
P/E	117.87	89.28	26.16	21.32	18.24
P/B	1.87	1.86	1.76	1.64	1.52
EV/EBITDA	14.53	13.4	9.5	8.0	7.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 图表目录

图表 1: 矿电磷一体化产业链.....	4
图表 2: 公司部分产能 (万吨) 及 17 年前三季度销售均价 (不含税, 元/吨) .....	4
图表 3: 2012-2016 营业收入及业务占比.....	4
图表 4: 2016 年各业务毛利占比.....	4
图表 5: 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	5
图表 6: 公司主要业务产品毛利率.....	5
图表 7: 全球转基因作物种植面积 (亿公顷) .....	5
图表 8: 2016 全球除草剂品种销售额排名 .....	5
图表 9: 2010-2017.9 农药累计出口数量 (万吨) .....	6
图表 10: 2010-2017.9 农药累计出口金额 (亿美元) .....	6
图表 11: 国内草甘膦生产厂家、技术路线及分布 .....	6
图表 12: 草甘膦月度开工率 (截至 17 年 9 月) .....	7
图表 13: 草甘膦价格走势 (万元/吨) .....	7
图表 14: 甘氨酸价格走势 (元/吨) .....	7
图表 15: 黄磷价格走势 (元/吨) .....	7
图表 16: 国内甘氨酸企业产能统计.....	8
图表 17: 草甘膦-黄磷-甘氨酸价差变化 (元/吨) .....	8
图表 18: 公司草甘膦成本构成及测算 (单耗: 吨; 单价及成本: 元/吨) .....	9
图表 19: 公司草甘膦业绩弹性测算 (价格: 元/吨; 吨净利: 元; 总净利: 亿元) .....	9
图表 20: 有机硅产业链.....	10
图表 21: 有机硅产能 (万吨) 及利用率.....	10
图表 22: 有机硅行业前十大产能集中度.....	10
图表 23: 甲醇价格走势 (元/吨) .....	11
图表 24: 金属硅价格走势 (元/吨) .....	11
图表 25: 2015-2021E 全球建筑有机硅需求复合增速 6.2% (单位: 亿美元) .....	11
图表 26: 有机硅-金属硅-甲醇价差变化 (元/吨) .....	12
图表 27: 磷肥业绩弹性测算 (价格: 元/吨; 吨净利: 元; 磷肥净利: 亿元) .....	13
图表 28: 公司分业务盈利拆分 .....	13

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>