

十年轮回，有机硅龙头重塑巅峰

公司深度研究

◆ 有机硅+农药双平台，盈利状况持续改善：

公司属于新材料和农药行业，是我国第二大有机硅单体生产企业以及最大的除草剂草甘膦生产企业之一。目前公司拥有 29 万吨权益有机硅单体产能和 8 万吨草甘膦，并计划于 2019 年底再建 15 万吨单体产能，达产后将成我国有机硅最大生产企业。公司 2015 年、2016 年扣非后分别亏损 3.29 亿和 1 亿元，2017 年公司预计扣非归母净利润 1.9 亿元，业绩持续改善。

◆ 有机硅供不应求，行业拐点已现：

在经历数年低迷后，DMC 价格从 2016 年中 12700 元/吨反弹至 29000 元/吨。成本端的支撑、产能增速放缓造成的供给短缺以及需求的强劲增长是推动有机硅行情的三大动力。金属硅与煤价上涨推高有机硅成本；2018、19 年全球未有新的产能规划，目前全球企业开工率持续维持在极限的 90%，供应紧张；有机硅需求增长强劲，我们预计未来几年全球保持 6% 的增速，其中我国 9% 的增速。2018 年全球有机硅单体消费量将达 506 万吨，相较于全球约 465 万吨的产量，2018、2019 年将出现约 40 万吨左右的供给缺口，价格大概率将继续攀升。

◆ 上下游产业链完整，公司将充分受益有机硅景气周期：

公司是有机硅龙头企业，2006 年商务部对国外有机硅产品征收高额反倾销税，DMC 价格从 21000 元/吨上涨至 38000 元/吨，公司走出一波波澜壮阔的 10 倍行情。公司有机硅上下游产业链完整，金属硅粉的自给率达 75% 以上，另有 30% 的氯甲烷来自于草甘膦的副产物，成本优势明显，将最大程度受益于行业景气。我们预计 DMC 每涨价 1000 元/吨，新安股份（DMC 权益产量以 14 万吨计）净利润将增厚 9500 万。

◆ **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017 年到 2019 年净利润为 5.36，8.14 和 13.13 亿元，目前股价对应 P/E 17、11 和 7 倍。考虑到公司所在有机硅行业重回景气，供给持续保持紧张，公司作为有机硅龙头企业在成本和上下游一体化上具有独特优势，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**有机硅价格、草甘膦价格下跌，环保因素造成计划外停产。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7347	6,802	6,921	9,085	9,757
增长率(%)	-4.8	-7.4	1.7	31.3	7.4
净利润(百万元)	-266.8	78	536	814	1,313
增长率(%)	-636.7	-129.1	590.6	52.0	61.2
毛利率(%)	9.5	13.2	17.5	23.0	28.1
净利率(%)	-3.6	1.1	7.7	9.0	13.5
ROE(%)	-5.9	2.0	11.1	14.6	19.0
EPS(摊薄/元)	-0.38	0.11	0.76	1.15	1.86
P/E(倍)	-31.22	107.4	15.6	10.2	6.3
P/B(倍)	2.10	2.1	1.8	1.6	1.3

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

金益腾

jinyiteng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.14

收盘价(元)：	11.81
总股本(亿股)：	7.05
总市值(亿元)：	83.31
近 3 月换手率：	244.95%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.36	20.39	6.59
绝对	-1.75	17.16	22.05

相关研报

业绩符合预期，有机硅龙头将迎来爆发期
2018-01-16

投资要件

关键假设

1. 2018、2019 年有机硅（DMC）均价在 28000 元/吨，32000 元/吨。草甘膦原药价格 2018 年为 25000 元/吨，2019 年为 26500 元/吨。
2. 2018 年公司产品满产满销，DMC 产量为 16.5 万吨，草甘膦产量 8 万吨。

我们区别于市场的观点

1. 相较于市场的主流观点，我们对有机硅行业未来两年的前景更加乐观，在供需已经出现缺口的情况下，有机硅产品价格继续上涨将是大概率事件。
2. 国内企业在全球的有机硅市场占有率将进一步提高，预计 2018 年将会达到 60%。
3. 我们预计 DMC 每涨价 1000 元/吨，新安股份（DMC 权益产能以 14 万吨计）净利润将增厚 9500 万。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要是有机硅产品价格的上涨，以及行业景气带来的销量增加。

估值和目标价格

我们预计公司 2017 年到 2019 年净利润为 5.36，8.14 和 13.13 亿元，目前股价对应 P/E 17、11 和 7 倍。考虑到公司所在有机硅行业重回景气，供给持续保持紧张，公司作为有机硅龙头企业在成本和上下游一体化上具有独特优势，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

投资风险

有机硅价格、草甘膦价格下跌，环保因素造成计划外停产。

目 录

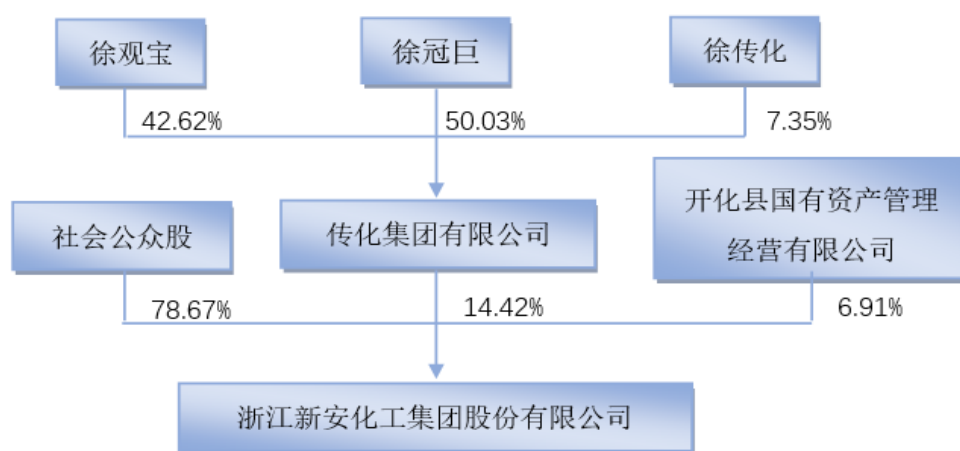
公司简介：业绩触底反弹，毛利率持续攀升	4
供给增速放缓，有机硅行业重回景气	5
有机硅产业链成熟，产品应用广泛	5
成本支撑有机硅价格回升	7
全球两年内无新增产能，有机硅供应日趋紧张	8
需求增长强劲，有机硅将供不应求	10
循环联产凸显新安股份成本优势	12
盈利预测与投资评级	12
风险提示	13
图表目录	15

公司简介：业绩触底反弹，毛利率持续攀升

公司主营产品包括有机硅和农药产品。公司有机硅材料产业链完整，从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成到下游制品加工，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品；农药产品开发形成以草甘膦原药及剂型产品为主导，杀虫剂、杀菌剂等多品种同步发展的产品群。公司是集有机硅材料和作物保护为一体的平台型上市公司，主导产品先后荣获中国名牌、最具市场竞争力品牌等荣誉称号。拥有 30 余项具有自主知识产权的专利技术，并有 20 余项科技成果获得国家和省级奖励。

公司第一大股东是传化集团有限公司，持股比例为 14.42%，实际控制人为徐冠巨，持有传化集团 50.03% 股权。第二大股东为开化县国有资产管理经营有限公司，持股比例 6.91%，其余 78.67% 为社会公众持股。

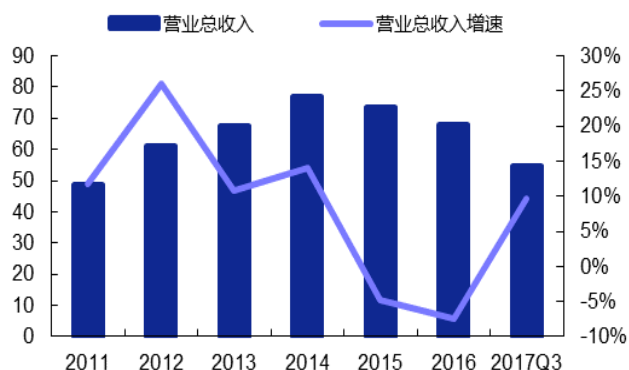
图表1： 公司股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

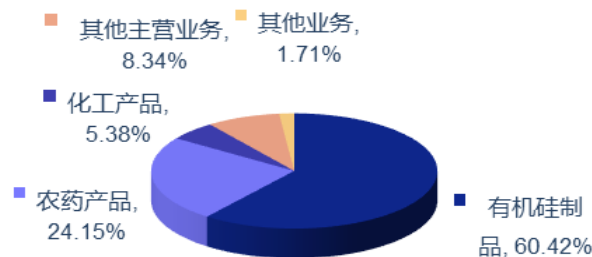
主营业务集中，产销量不断扩。公司发力有机硅生产和农药生产，已经逐步形成成熟的农药产品与有机硅制品生产工艺，同时着力发展有机硅下游和绿色剂型产品等成长产业。2016 年公司主营业务收入 68.02 亿，其中有机硅制品和农药占比分别为 49.44% 和 32.06%。2017 年，在经历厂区搬迁改造后，公司目前的产能主要包括 8 万吨草甘膦和 34 万吨有机硅单体（权益 29 万吨）。

图表2： 2011 年以来公司营业收入（亿）及增速

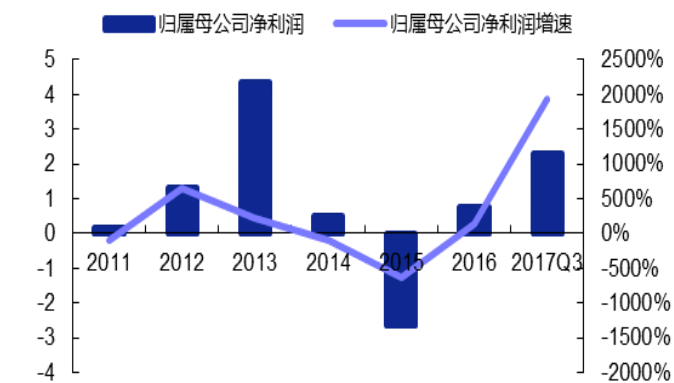


资料来源：Wind，新时代证券研究所

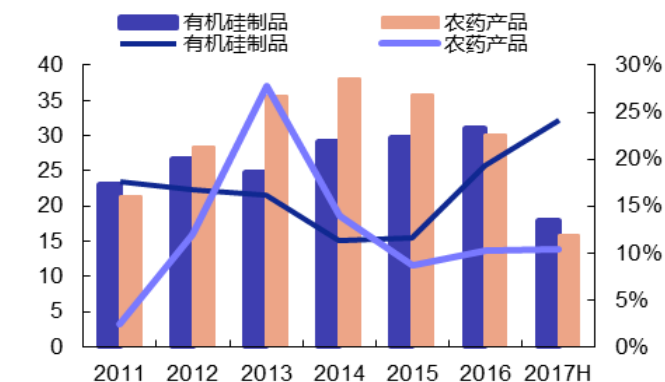
图表3： 2016 年各业务毛利占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图表4： 2011年以来公司归母净利润（亿）及增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图表5： 2011年以来主要产品营业收入（亿）及毛利率

资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司业绩触底反弹，重回上升通道。2015 年草甘膦与有机硅行业产能大量过剩，产品价格下跌，公司因此大幅亏损 2.67 亿。2016 年下半年以后，受益于供给侧改革和环保督查，有机硅材料、农药供需大幅改善，主要产品价格上涨，公司业绩触底反弹，2016 年成功扭亏为盈。进入 2017 年，公司业绩加速回暖，重回上升通道，截至 2017 年三季度，公司营业收入达 54.76 亿，归母净利润 2.32 亿，同比分别增长 9.68% 和 1935.53%。

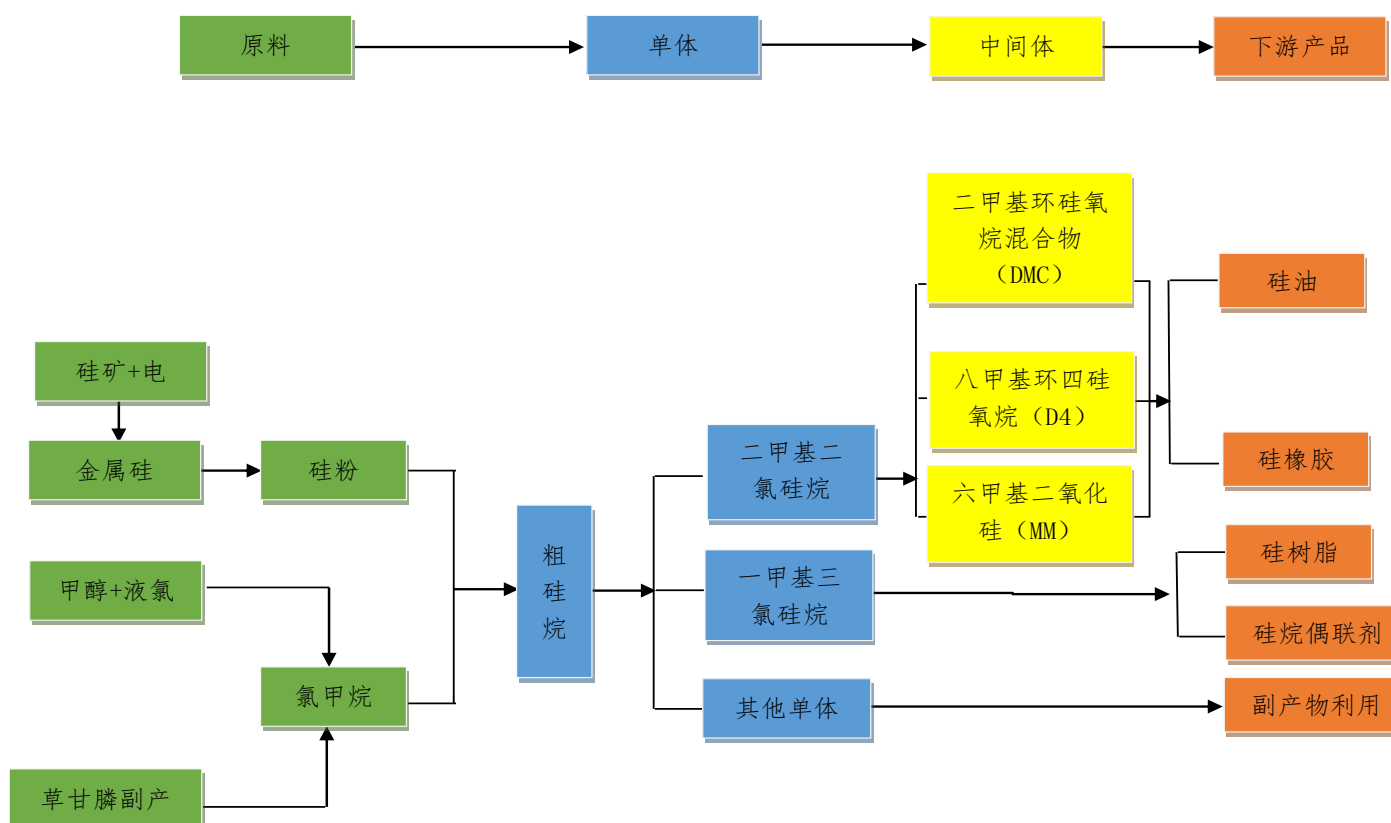
有机硅毛利率快速上升，主营占比逐渐提高：2013 年以来有机硅产品营收逐年增长，在主营中占比逐步提高，目前已经超过农药成为公司第一主营收入。同时，随着有机硅价格回暖，2015 年后有机硅制品毛利率快速上升。2017 年半年报显示有机硅产品销售毛利率 24.20%，同比上升 10.60%，毛利增加 2.24 亿；农化产品销售毛利率 10.24%，同比上升 1.24%，毛利增加 0.14 亿元。

供给增速放缓，有机硅行业重回景气

受困于产能过剩，有机硅（DMC）价格近十年一直在 20000 元/吨以下徘徊，2016 年跌至历史低点 12700 元/吨后开始反弹，目前价格稳定在 29000 元/吨左右。我们认为，成本端的支撑、产能增速放缓以及需求的强劲增长是这轮有机硅行情的三大动力。有机硅行情有望超过市场普遍预期。

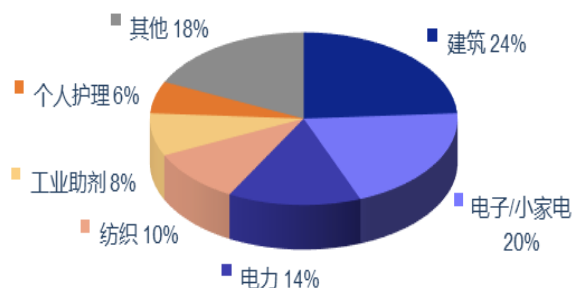
有机硅产业链成熟，产品应用广泛

有机硅，是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机键是直接和硅原子相连的化合物，其中以硅氧键(-Si-O-Si-)为骨架组成的聚硅氧烷是有机硅化合物中数量最多、研究最深、应用最广的一类，占总用量的 90% 以上。由于兼备了无机材料与有机材料的性能，有机硅具有表面张力低、粘温系数小、压缩性高、气体渗透性高等基本性质，还拥有耐高低温、电气绝缘、抗氧化稳定性、耐候性、难燃、憎水、耐腐蚀、无毒无味以及生理惰性优异特性，被广泛应用于密封、粘合、润滑、涂层、表面活性、脱模、消泡、抑泡、防水、防潮、惰性填充，其下游包括电子电气、建筑、纺织、食品、轻工、医疗等行业，是最为常见的基础工业品之一。

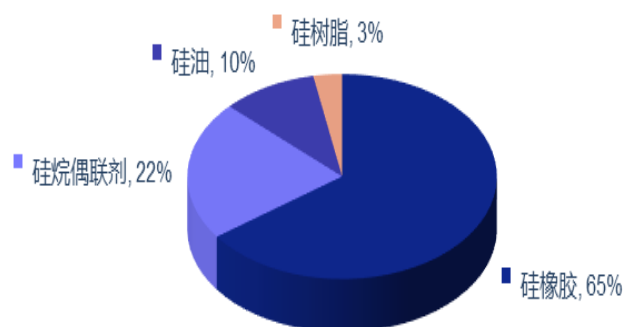
图表6： 有机硅产业链

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

有机硅的上游原料金属硅和氯甲烷，反应分离后生成单体，单体再经水解、裂解生成中间体，最后中间体根据不同的应用领域和需求聚合反应生成性能各异的有机硅产品。常见的有机硅单体有甲基氯硅烷、苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等，其中二甲基二氯硅烷是应用最为广泛的单体，占总量90%以上，是最重要的有机硅单体。有机硅中间体包括六甲基二硅氧烷（MM）、八甲基环四硅氧烷（D4）、二甲基环硅氧烷混合物（DMC）等。有机硅产品主要包括硅橡胶、硅油及二次加工品、硅树脂及硅烷偶联剂四大类，其中硅橡胶占比最大，2017年其占国内有机硅深加工产品比例达到65%，主要应用于建筑和电子行业。

图表7： 2017年国内有机硅应用领域分布

资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

图表8： 2017年有机硅终端产品分布

资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

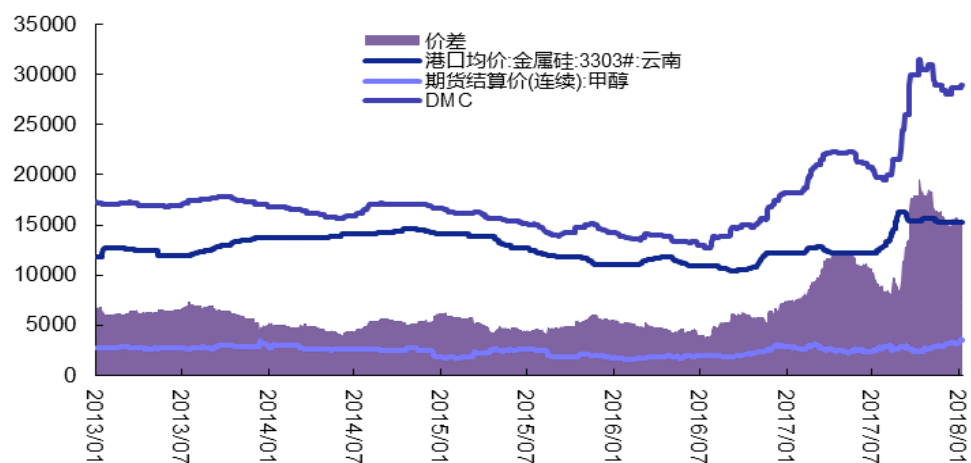
图表9： 有机硅终端产品特性及应用领域

产品	分类	特性	应用范围
硅橡胶	室温硅橡胶	耐老化, 着色、粘接性, 介电性, 耐候, 耐辐射, 耐腐蚀, 耐燃, 耐疲劳	主要用作粘接密封, 作密封剂。包括建筑工业中公路接缝密封剂, 电子工业中包封、灌注, 航空和与行业中飞船窗口密封等, 汽车工业的密封垫圈, 医疗卫生中防噪音耳塞等
	高温硅橡胶	耐高低温, 耐辐射, 耐臭氧, 耐候, 耐疲劳, 电绝缘性, 防潮, 无毒, 耐老化, 耐水蒸气	航空宇航业: 飞机飞船中各种胶管、氧气面罩等; 电子电器工业: 电视机阳极罩等; 汽车工业: 汽车点火器、加油泵等; 电缆工业: 各类电缆; 医疗卫生: 医疗软管、人造器官、婴儿奶嘴; 其他方面: 高压锅密封圈胶管、选择性薄膜等
硅油		耐高低温, 抗氧化, 强抗剪切性, 介电性, 耐热, 疏水性, 表面张力低, 表面活性, 化学稳定性好, 抗粘, 耐候	制品包括硅脂、消泡剂、脱模剂。机械工业: 润滑油、防震、阻尼用油等; 电器工业: 变压器、晶体管绝缘等; 化学工业: 发胶、造纸等; 医学: 消泡剂等; 一般工业: 涂料、橡胶等添加剂
硅树脂		硅树脂兼具有有机树脂及无机材料的双重特性, 具有独特的物理化学性能	绝缘漆: 电机设备线圈浸渍, 粘结云母, 玻璃丝浸渍; 涂料: 耐热的耐候涂料, 防辐射涂料等; 粘接剂: 金属和耐热非金属材料的粘接剂; 有机硅塑料: 层压塑料、泡沫塑料等
硅烷偶联剂		硅烷偶联剂改善了玻纤与树脂之间的粘合, 显著提高了增强塑料的机械性能	处理玻璃纤维增强材料; 处理矿物粉末填料; 增粘剂, 环氧、聚氨酯橡胶等粘接剂的增粘剂; 橡胶加工, 提高无机填料在橡胶中的分散性; 其他方面: 处理玻璃表面, 防止结冰现象

资料来源: 新时代证券研究所

成本支撑有机硅价格回升

有机硅的生产成本包括生产原料金属硅、氯甲烷(甲醇)以及反应时需要的动力燃料中压蒸汽。每吨有机硅单体消耗 0.24 吨金属硅、0.92 吨氯甲烷、10 吨中压蒸汽。硅矿和电费是生产金属硅粉的主要成本, 每吨金属硅需要耗电 13000 度电; 甲醇是制备氯甲烷的主要生产原料, 国内目前甲醇主要以煤制甲醇为主, 所以甲醇价格主要受煤价的影响; 中压蒸汽的成本也与煤价紧密相关。2016 年以来受国内供给侧改革和环保的影响, 金属硅和煤炭价格大幅上涨, 价格分别从 2016 年初的 10000 元/吨和 300 元/吨上涨到目前的 15000 元/吨和 700 元/吨, 在成本端有力支撑了 DMC 的价格。

图表10： DMC 价格及价差走势(万/吨)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图表11： 2018 年 DMC 生产成本组成（元/吨）

原料	单耗（吨）	单价（含税，元/吨）	单价（不含税，元/吨）	成本（含税，元/吨）	成本（不含税，元/吨）
金属硅	0.48	15000	12821	7200	6154
氯甲烷	1.83	6000	5128	10980	9385
中压蒸汽	20.00	200	171	4000	3419
生产费用		2300	2300	2300	2300
固定费用		2600	2600	2600	2600
合计				27080	23857

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

全球两年内无新增产能，有机硅供应日趋紧张

上世纪 90 年代以来，有机硅行业快速发展，到 2010 年全球有机硅单体产能达到 450 万吨，2010 年后受产能过剩及全球经济放缓影响，有机硅产能增速放缓，2017 年全球有机硅单体产能达到 541.5 万吨左右，但受装置老化等因素影响，迈图德国 15 万吨产能自从 17 年初停产后一直未复工，大概率将永久关闭，迈图美国的装置也未能正常运行，日本道康宁 4 万吨以及韩国 KCC 11 万吨装置也长久未能正常出货，中国的山西三佳和江苏弘博两家企业共计 28 万吨产能已长时间停工，实际上已经完全退出行业。全球实际开工产能只有 498.5 万吨左右，产量也从 2016 年的 452 万吨下降到 420 万吨左右，在前几年库存消耗将尽后，供给缺口已凸显。为了应对供需失衡的局面，2017 年末至今全球正常运行的装置开工率都维持在 90% 左右，产能利用已到极限，而 2018 年全球未见有新的产能投产，有机硅供应将持续紧张。

图表12： 国外有机硅单体产能分布

厂家	产能分布	产能(万吨)	备注
道康宁	美国 Carrolton, kentuck	40	
	英国 Barry, Wales	40	
	日本	4	即将关停
迈图	美国 Waterford, NY	22	运行不正常
	日本 Ota, Gummaprefectu	8	
	德国 Leverkusen	15	已关停，重启概率极小
罗迪亚（蓝星）	法国	28	
瓦克	德国 Burghausen	20	
	德国 Nunchritz	24	
KCC	韩国镇川	11	运行不正常
信越	日本群馬县	21	
	泰国 Maptaphut, Rayong	14	
合计		247	

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

我国的有机硅产能增速大幅下滑，行业集中度大幅提高。2006 年商务部对国外有机硅单体征收 13%-22% 的反倾销税，导致国内有机硅价格大幅上涨，并且吸引大量投资者进入有机硅行业。国内产能从 2008 年 80 万吨迅速增长到 2015 年的 280 万吨，产能过剩导致行业出现大面积亏损，大批工厂停工倒闭，2016 年的产能同比首次下降。截止 2017 年底，我国有机硅名义产能达到 294.5 万吨，但由于山西三佳和江苏弘博两家企业共计 28 万吨产能已长时间停工，实际上已经完全退

出行业，全国有机硅单体实际产能约 266.5 万吨，全行业企业也减至 10 家，行业集中度大幅提高。2017 年全国有机硅单体的实际产量约为 197 万吨，平均开工率为 74%。目前，随着新安迈图并线生产后，我国有机硅企业平均开工率已达 90%，产能利用已达极限。

图表13： 我国 2017 年有机硅单体产能与实际产量

公司	产能 (万吨)	实际产量 (合计, 万吨)
道康宁张家港	40	
蓝星星火	40	
新安迈图	34	
内蒙恒业成	24	
山东东岳	25	
合盛硅业	36	
唐山三友	20	
浙江中天	8	
湖北兴发	18	
鲁西化工	6.5	
山东金岭	15	
合计	266.5	197

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

图表14： 全球有机硅单体供需分析 (万吨)

万吨	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E
名义产能	455	472	490	510	527	554	541.5	549.5
产量	340	365	380	400	430	452	420	465
产能 YOY	4.60%	4.62%	2.52%	3.07%	4.77%	1.52%	1.21%	1.48%
产量 YOY	3.80%	7.35%	4.11%	5.26%	7.50%	5.12%	-7.08%	10.71%
开工率	75%	77%	78%	78%	82%	82%	78%	85%
需求	335	353	375	400	425	450	477	506
需求 YOY	6.15%	5.37%	6.23%	6.67%	6.25%	5.88%	6.00%	6.00%

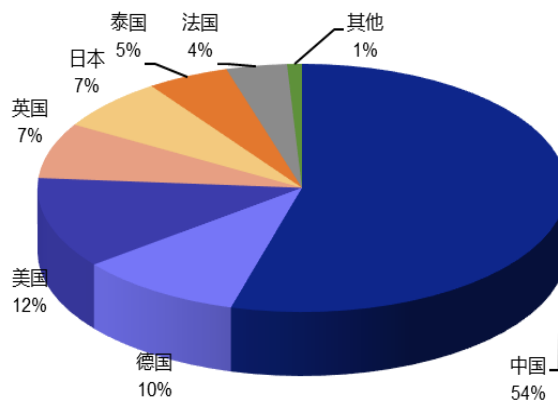
资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

图表15： 我国有机硅单体供需分析 (万吨)

万吨	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E
名义产能	183	214	230	245	260	279.5	266.5	274.5
产量	120	134	160	180	170	175	197	247
产能 YOY	18.83%	16.94%	7.48%	6.52%	6.12%	7.50%	-4.65%	3.00%
产量 YOY	12.15%	11.67%	19.40%	12.50%	-5.56%	2.94%	12.57%	25.38%
开工率	66%	63%	70%	73%	65%	63%	74%	90%
进口	30	28	27	24	24	23	22	22
出口	17	19	19	24	26	28	42	65
表观需求	134	143	168	179	167	170	180	204

万吨	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E
表观需求 YOY	-1.72%	6.72%	17.48%	6.55%	-6.70%	1.80%	5.88%	13.33%

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

图表16： 2017 年全球有机硅产能分布

资料来源：wind，新时代证券研究所

2018 年我国未有新增有机硅产能投放，增产主要来自于原有产线技改扩产。根据我们的研究,2018 年国内较为明确的扩产主要来自于浙江中天的 7 万吨产能，扩产后浙江中天产能将达 15 万吨，2019 年目前无增产计划，2020 年的新增产能主要来自于新安化工镇江的 15 万吨装置。

需求增长强劲，有机硅将供不应求

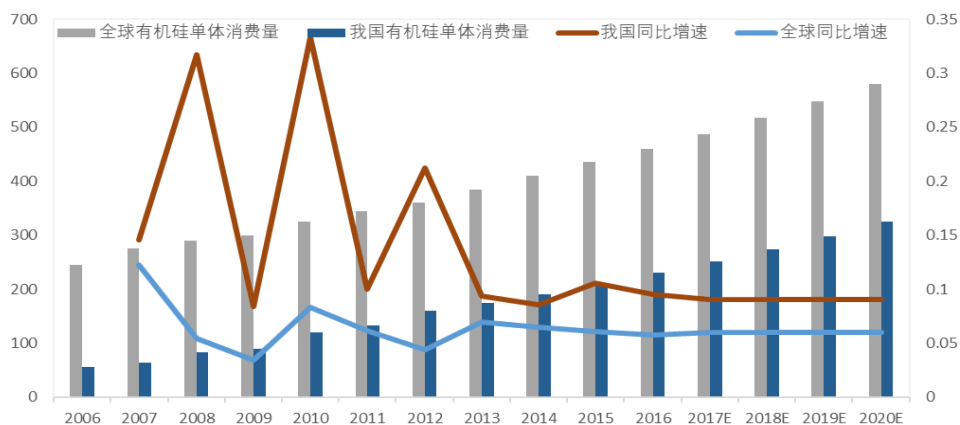
虽然近几年全球经济低迷、市场疲软对有机硅消费造成了一定影响，但总体来看仍然保持了稳步发展态势，2016 年全球有机硅单体的消费量达 450 万吨，2010-2016 年全球有机硅消费年均复合增长率约为 5.7%。中国目前是全球有机硅市场最大的生产国及消费国，2010 年有机硅单体消费量为 120 万吨，到 2016 年消费量增加到 228 万吨，年均复合增长率约为 11.6%，远高于世界其它国家和地区的增长速度，是全球有机硅产业发展的主要推动力量。

美国市场调查公司 Markets 发布报告称，未来五年世界有机硅市场将保持年均 5.85% 的增长速度，市场规模将从 2017 年 142 亿美元（约合 937.7 亿人民币），上升到 2022 年的 188.7 亿美元（约合 1246.8 亿人民币）。报告称，未来有机硅市场的增长，主要有两个原因：一是有机硅在越来越广阔的领域展示其优越性能并发挥作用。以有机硅弹性体为例，该产品因在建筑、汽车等领域越来越广泛的应用，而成为有机硅第一大产品，液体硅橡胶（LSR）在医疗器械方面的应用将推动该产品在全球范围内的需求进一步增长。第二个原因则与亚太、中东、非洲等新兴市场高速增长的需求有重要关系。亚洲太平洋地区是世界最大的有机硅消费市场，该地区在建筑、汽车、医疗、能源、电子等行业均保持快速增长，这将大大增加有机硅的市场需求。

中国作为快速发展的新兴国家和世界最大有机硅市场，在全球有机硅市场中占据较大份额。未来，随着中国建筑业、汽车制造业、电子、医疗等行业的高速发展，对有机硅的需求量将保持高速增长，也将是众多有机硅企业的必争之地。预计未来

几年，国内有机硅单体将保持 9% 左右的增长速度，到 2021 年，有机硅单体的消费量将达到 350 万吨以上的规模。我们预计 2018 年全球有机硅单体消费量将达 506 万吨，相较于全球约 465 万吨的产量，2018 年将出现约 40 万吨左右的供给缺口。

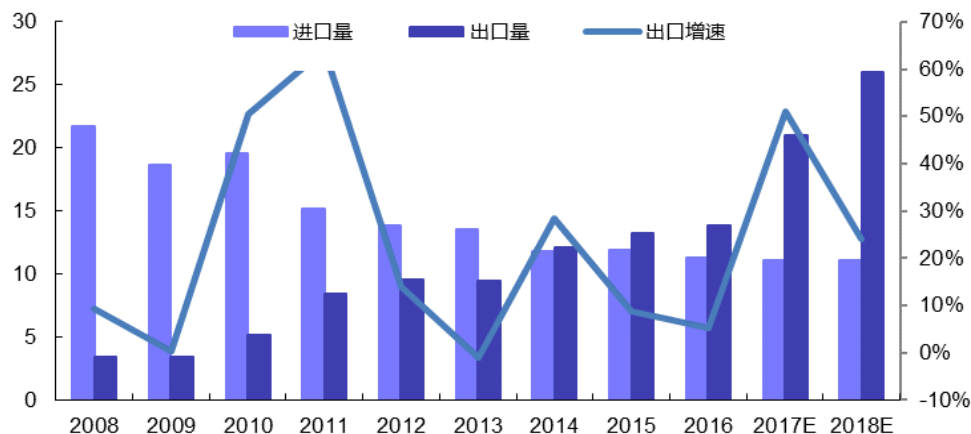
图表17： 全球及国内有机硅单体消费量（万吨）及同比增速



资料来源：Markets，新时代证券研究所

填补国外区域性短缺，我国有机硅出口大幅增长。2017 年我国有机硅出口较 2016 年大幅增长 50% 以上，按硅氧烷计达到 21 万吨，净出口 10 万吨（约合 20 万吨有机硅单体）。出口的大幅增长主要是源于国外工厂不能正常运行造成的区域性短缺，2017 年我国的有机硅产能已占全球产能的 54%，在全球未有新产能出现以及国外装置不断老化检修的背景下，2018 年我国的有机硅产销量占比有望进一步提高到 60%，这将有利于国内的企业缩小国内外产品的价差并拥有更大的定价权。目前国内有机硅企业开工率接近极限的 90% 左右，我们按最乐观预计，2018 年我国有机硅单体产量约为 247 万吨，较 2017 年提高约 50 万吨，但在全球库存在 2017 年基本耗尽以及需求稳定增加的情况下，供不应求的局面仍难改善。

图表18： 我国有机硅（硅氧烷）进出口情况（万吨）



资料来源：海关总署，新时代证券研究所

循环联产凸显新安股份成本优势

新安股份目前拥有 34 万吨（29 万吨权益）有机硅产能，并计划于 2019 年开始再建 15 万吨，建成后公司将拥有 49 万吨产能（权益产能 44 万吨），为国内最大的有机硅生产商。公司拥有完整的有机硅上下游产业链，包括硅矿、金属硅生产、有机硅单体制造以及下游硅橡胶的生产。公司金属硅粉的自给率达 75% 以上，另有 30% 的氯甲烷来自于草甘膦生产的副产物，相较于其他公司生产成本有天然的优势，将最大程度享受到有机硅行业景气带来的收益。

图表19： 公司主要产能及权益

业务板块	所属公司	产能(万吨)	合计产能 (万吨)
有机硅单体	镇江江南化工	10	34 (29 万吨权益)
	衢州开化	4	
	新安迈图	20 (15 万吨权益)	
草甘膦	本部、镇江江南化工	8	8

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

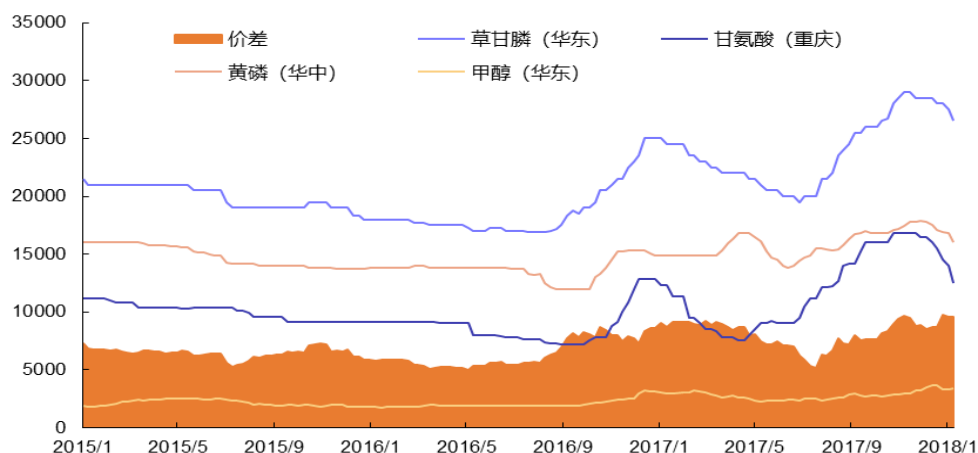
图表20： 有机硅业绩弹性测算（DMC 权益产量以 14 万吨计）

价格 (元/吨)	26000	27000	28000	29000	30000	31000	32000	33000	34000
吨净利 (元/吨)	3355	4030	4706	5381	6056	6731	7406	8082	8757
净利润 (亿)	4.80	5.94	6.89	7.84	8.79	9.74	10.69	11.64	12.59

资料来源：新时代证券研究所

草甘膦供需平衡，毛利率回升。草甘膦下游转基因作物近年回暖，需求稳中有升，全球供需基本平衡，受此影响草甘膦价格已从 2016 年的低位 15000 元/吨回升到 2017 年 12 月的 29000 元/吨，目前小幅回落至 26500 元/吨左右，但是草甘膦的生产原料甘氨酸和黄磷同样有较大幅度的下跌，价差保持相对稳定，目前在 9500 元/吨左右。公司拥有草甘膦产能 8 万吨，主要用于出口，受益于行业回暖，目前草甘膦毛利率回升至 10% 以上，未来将为公司贡献稳定利润。

图表21： 草甘膦价格及价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，百川资讯，新时代证券研究所

盈利预测与投资评级

我们对公司盈利预测做了如下假设：

3. 2018、2019 年有机硅（DMC）均价在 28000 元/吨，32000 元/吨。草甘膦原药价格 2018 年为 25000 元/吨，2019 年为 26500 元/吨。

4. 2018 年公司产品满产满销，DMC 产量为 16.5 万吨，草甘膦产量 8 万吨。

我们预计公司 2017 年到 2019 年净利润为 5.36，8.14 和 13.13 亿元，目前股价对应 P/E 17、11 和 7 倍。考虑到公司所在有机硅行业重回景气，供给持续保持紧张，公司作为有机硅龙头企业在成本和上下游一体化上具有独特优势，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表22： 盈利拆分

产品	指标（单位）	2016A	2017E	2018E	2019E
有机硅	销售均价（元/吨）	16000.00	22500.00	28000.00	32000.00
	成本（元/吨）	11067.86	13983.42	15342.74	15342.74
	毛利率（元/吨）	19.07%	27.29%	35.89%	43.90%
	产能(万吨)	14.00	17.00	17.00	17.00
	销量（万吨）	4.25	2.00	5.00	5.00
	营业收入（亿元）	5.81	3.85	11.97	13.68
	营业成本（亿元）	4.70	2.80	7.67	7.67
有机硅制品	销售均价（元/吨）	16750.00	23250.00	28750.00	32750.00
	税后均价（元/吨）	14316.24	19871.79	24572.65	27991.45
	成本（元/吨）	11467.86	14383.42	15742.74	15742.74
	毛利率（元/吨）	19.90%	27.62%	35.93%	43.76%
	产能(万吨)	14.00	14.00	17.00	17.00
	销量（万吨）	9.91	9.00	11.50	11.50
	营业收入（亿元）	14.19	17.88	28.26	32.19
草甘膦（以原药计）	营业成本（亿元）	11.36	12.95	18.10	18.10
	销售均价（元/吨）	18700.00	23800.00	25000.00	26500.00
	成本（元/吨）	14643.85	17722.22	18583.76	18583.76
	毛利率（元/吨）	11.51%	16.60%	17.49%	22.16%
	产能(万吨)	8.00	8.00	8.00	8.00
	销量（万吨）	8.00	7.00	8.00	8.00
	营业收入（亿元）	13.24	14.88	18.02	19.10
其他(含草甘膦制剂)	营业成本（亿元）	13.37	14.26	17.12	17.25
	营业收入(亿元)	34.79	32.61	32.61	32.61
	营业成本(亿元)	29.57	27.09	27.09	27.09
合计	毛利率	15.00%	16.93%	16.93%	16.93%
	营业收入(亿元)	68.03	69.22	90.85	97.57
	营业成本(亿元)	59.01	57.10	69.98	70.12
	营业收入同比增速	-7.41%	1.75%	31.26%	7.40%
	毛利率	13.26%	17.51%	22.97%	28.14%

资料来源：新时代证券研究所

风险提示

有机硅、草甘膦价格下跌，环保因素造成计划外停产。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2867	3352	3276	4419	4717	营业收入	7347	6802	6921	9085	9757
现金	477	645	683	621	1902	营业成本	6646	5901	5709	6998	7012
应收账款	495	574	513	914	619	营业税金及附加	21	27	19	26	30
其他应收款	41	125	44	177	60	营业费用	277	254	250	330	360
预付账款	64	77	67	121	81	管理费用	545	519	541	670	737
存货	933	858	875	1249	879	财务费用	62	72	82	93	61
其他流动资产	857	1073	1095	1336	1177	资产减值损失	68	-11	14	18	20
非流动资产	4972	4643	5045	5721	5636	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	180	201	232	262	289	投资净收益	83	22	248	9	7
固定资产	3434	3082	3042	3835	3835	营业利润	-188	63	554	958	1544
无形资产	550	599	613	629	646	营业外收入	34	131	153	88	101
其他非流动资产	808	760	1158	995	865	营业外支出	44	46	56	57	51
资产总计	7839	7994	8321	10139	10353	利润总额	-198	148	651	989	1595
流动负债	3154	3227	3074	4153	3089	所得税	60	61	104	158	255
短期借款	1081	1112	1112	1248	1112	净利润	-258	87	547	831	1340
应付账款	984	967	921	1393	925	少数股东损益	9	10	11	17	27
其他流动负债	1089	1147	1041	1512	1052	归属母公司净利润	-267	78	536	814	1313
非流动负债	337	331	306	284	222	EBITDA	279	592	1028	1437	2099
长期借款	250	220	195	173	111	EPS (元)	-0.38	0.11	0.76	1.15	1.86
其他非流动负债	87	111	111	111	111						
负债合计	3491	3558	3380	4438	3312						
少数股东权益	382	415	426	443	469	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	679	679	705	705	705	成长能力					
资本公积	749	752	752	752	752	营业收入(%)	(4.8)	-7.4	1.7	31.3	7.4
留存收益	2487	2531	2742	3006	3661	营业利润(%)	(262.2)	133.4	783.4	72.9	61.2
归属母公司股东权益	3966	4021	4515	5259	6572	归属于母公司净利润(%)	(636.7)	-129.1	590.6	52.0	61.2
负债和股东权益	7839	7994	8321	10139	10353	获利能力					
						毛利率(%)	9.5	13.2	17.5	23.0	28.1
						净利率(%)	(3.6)	1.1	7.7	9.0	13.5
						ROE(%)	(5.9)	2.0	11.1	14.6	19.0
						ROIC(%)	(3.1)	2.3	10.0	12.9	17.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	44.5	44.5	40.6	43.8	32.0
						净负债比率(%)	20.8	17.5	13.6	15.0	-8.9
						流动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.5
						速动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0
						应收账款周转率	15.8	12.7	12.7	12.7	12.7
						应付账款周转率	7.1	6.0	6.0	6.0	6.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	-0.38	0.11	0.76	1.15	1.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.31	1.00	1.47	2.71
						每股净资产(最新摊薄)	5.62	5.70	6.40	7.46	9.32
						估值比率					
						P/E	-31.22	107.41	15.55	10.23	6.34
						P/B	2.10	2.07	1.85	1.58	1.27
						EV/EBITDA	34.76	16.2	9.2	6.7	3.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 2011 年以来公司营业收入 (亿) 及增速	4
图表 3: 2016 年各业务毛利占比	4
图表 4: 2011 年以来公司归母净利润 (亿) 及增速	5
图表 5: 2011 年以来主要产品营业收入 (亿) 及毛利率	5
图表 6: 有机硅产业链	6
图表 7: 2017 年国内有机硅应用领域分布	6
图表 8: 2017 年有机硅终端产品分布	6
图表 9: 有机硅终端产品特性及应用领域	7
图表 10: DMC 价格及价差走势 (万/吨)	7
图表 11: 2018 年 DMC 生产成本组成 (元/吨)	8
图表 12: 国外有机硅单体产能分布	8
图表 13: 我国 2017 年有机硅单体产能与实际产量	9
图表 14: 全球有机硅单体供需分析 (万吨)	9
图表 15: 我国有机硅单体供需分析 (万吨)	9
图表 16: 2017 年全球有机硅产能分布	10
图表 17: 全球及国内有机硅单体消费量 (万吨) 及同比增速	11
图表 18: 我国有机硅 (硅氧烷) 进出口情况 (万吨)	11
图表 19: 公司主要产能及权益	12
图表 20: 有机硅业绩弹性测算 (DMC 权益产量以 14 万吨计)	12
图表 21: 草甘膦价格及价差走势 (元/吨)	12
图表 22: 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	吕阳 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/>