

新安股份（600596）

公司研究/简评报告

供给格局好转推动有机硅价格持续上涨

—新安股份（600596）调研简报

简评报告/基础化工

2018 年 05 月 14 日

一、事件概述

近期，我们与上市公司就公司经营情况及未来发展进行沟通交流。

二、分析与判断

➤ 有机硅与草甘膦双产业驱动公司发展

公司是我国第二大有机硅单体生产企业以及最大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，达产后将成为我国有机硅最大生产企业。

➤ 供给端整合促进有机硅价格增长，公司直接受益

受益于行业供给端改善，有机硅价格自 2017 年来持续上涨。目前有机硅现货价格为 30367 元/吨，自 2017 年 5 月以来涨幅达 55%，价差为 22986 元/吨，一年涨幅达 77%，仅 2018 年前五个月，有机硅价格涨幅已达 20%。我国已成为有机硅全球最大的生产基地和消费市场。2017 年，我国有机硅单体企业共计 15 家，有效产能约 270 万吨，产量为 197 万吨，增速为 7.1%。随着 2017 年底公司与合盛硅业新产能顺利投放后，有机硅行业至 2019 年中无新增产能。随着下游需求的领域不断拓展，目前供不应求的格局持续加剧。一季度有机硅行业开工率逐步上行，从 75% 涨到 95%，已到达开工瓶颈。未来受环保成本加大和政策限制趋严的影响，有机硅单体行业集中度不断提升，我们认为未来我国有机硅单体规模化厂商将由现在 15 家合并为 12 家，CR5 将提升至 60%。供给端收缩将进一步推升有机硅价格上涨。

➤ 需求端增长，支撑有机硅价格增长

在国外产能锁定叠加海外老旧装置频繁停车背景下，海外订单不断向中国涌入。我国有机硅自给率的提升，进口量增长停滞，但净出口扩大有望拉长有机硅行业景气持续时间。印度、韩国和欧美需求旺盛，出口大幅增加，2018 年 DMC 价格已上调 5 次，累计涨幅达 2500 元/吨。2017 年出口增加 70%，18 年 2 月出口同比增加 83.3%，环比增加 4.5%，1、2 月一共同比增加 58.5%。其中出口量最大的目的地为韩国、印度和美国。出口大幅增长拉动有机硅表观消费量增长，2017 年，我国有机硅单体表观消费量增速大幅提升 19.0%，预计到 2020 年需求量增长到 120 万吨，到 2025 年达到 160 万吨。需求端强劲增长将给有机硅价格形成强有力支撑，公司将直接受益。

三、盈利预测与投资建议

我国有机硅单体竞争力靠前企业纵向一体化发展趋势明显，我们推荐业绩弹性最大的新安股份，公司具备 34 万吨/年的有机硅产能，并围绕有机硅单体的合成，搭建了完整有机硅产业链，最终形成以有机硅单体为主的有机硅系列产品。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 11.3 亿元、17.9 亿元和 21.3 亿元，EPS 分别为 1.61 元、2.54 元和 3.02 元对应目前股价 PE 分别为 10.8X、6.8X 和 5.8X，参考申万化工指数动态约 23 倍 PE 水平，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

有机硅价格大幅下滑。

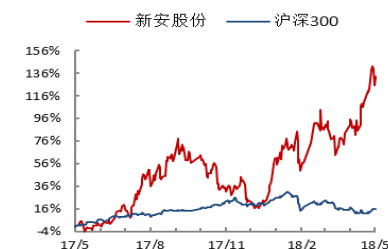
强烈推荐 首次评级

当前价格： 17.37 元

交易数据 2018-5-11

近 12 个月最高/最低	18.03/7.13
总股本（百万股）	706
流通股本（百万股）	679
流通股比例（%）	96.20
总市值（亿元）	118
流通市值（亿元）	114

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001
电话： 13621397096
邮箱： yanglin@mszq.com

研究助理：曹莉莉

执业证号： S0100117100029
电话： 18701586180
邮箱： caolili@mszq.com

相关研究

- 1.【民生基础化工】有机硅行业深度报告：纵向一体化引导行业发展，供需平衡维持高景气
- 2.民生化工周报 20170925：有机硅暴涨，氟化工、农化和化纤板块涨幅较大
- 3.民生化工周报 20170828：聚氨酯产业链回落，化纤板块反弹，塑料普涨

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,276	10,696	12,836	14,119
增长率 (%)	7.0%	47.0%	20.0%	10.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	533	1,132	1,794	2,127
增长率 (%)	586.9%	112.5%	58.4%	18.6%
每股收益 (元)	0.77	1.61	2.54	3.02
PE (现价)	22.6	10.8	6.8	5.8
PB	2.7	2.8	1.7	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7,276	10,696	12,836	14,119
营业成本	5,970	8,060	9,269	10,010
营业税金及附加	40	54	66	72
销售费用	294	421	510	559
管理费用	602	862	1,044	1,145
EBIT	370	1,300	1,947	2,333
财务费用	87	73	17	(69)
资产减值损失	43	0	0	0
投资收益	277	192	220	211
营业利润	537	1,419	2,151	2,613
营业外收支	51	0	0	0
利润总额	588	1,482	2,210	2,673
所得税	64	310	387	499
净利润	525	1,172	1,822	2,174
归属于母公司净利润	533	1,132	1,794	2,127
EBITDA	702	1,653	2,296	2,687

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	787	1909	3613	5719
应收账款及票据	1020	1526	1840	2021
预付款项	126	149	179	191
存货	1278	1369	1602	1720
其他流动资产	552	552	552	552
流动资产合计	3826	5640	7950	10382
长期股权投资	172	172	172	172
固定资产	3251	3246	3298	3332
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5234	5196	5261	5289
资产合计	9060	10836	13211	15671
短期借款	1200	1200	1200	1200
应付账款及票据	1818	2237	2589	2790
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	3815	4419	4971	5257
长期借款	268	268	268	268
其他长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	339	339	339	339
负债合计	4154	4758	5310	5596
股本	705	705	705	705
少数股东权益	410	450	479	526
股东权益合计	4906	6079	7901	10075
负债和股东权益合计	9060	10836	13211	15671

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	7.0%	47.0%	20.0%	10.0%
EBIT 增长率	266.6%	251.0%	49.8%	19.8%
净利润增长率	586.9%	112.5%	58.4%	18.6%
盈利能力				
毛利率	18.0%	24.6%	27.8%	29.1%
净利润率	7.3%	10.6%	14.0%	15.1%
总资产收益率 ROA	5.9%	10.4%	13.6%	13.6%
净资产收益率 ROE	11.8%	20.1%	24.2%	22.3%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.3	1.6	2.0
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
现金比率	0.2	0.4	0.7	1.1
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	27.2	27.7	27.5	27.6
存货周转天数	65.3	62.0	63.1	62.7
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.6	2.5	3.0
每股净资产	6.4	8.0	10.5	13.5
每股经营现金流	0.5	1.8	2.8	3.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.6	10.8	6.8	5.8
PB	2.7	2.8	1.7	1.3
EV/EBITDA	17.9	6.9	4.3	2.9
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	525	1,172	1,822	2,174
折旧和摊销	375	353	349	354
营运资金变动	(342)	(89)	(53)	(40)
经营活动现金流	379	1,294	1,951	2,328
资本开支	789	252	356	321
投资	344	0	0	0
投资活动现金流	(344)	(60)	(135)	(110)
股权募资	136	0	0	0
债务募资	135	0	0	0
筹资活动现金流	124	(112)	(112)	(112)
现金净流量	159	1,122	1,704	2,106

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨林，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，周期组组长，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。