

新安股份 (600596)

公司研究/动态报告

有机硅草甘膦双擎驱动，看好业绩持续增长

—新安股份 (600596) 动态报告

动态研究报告/基础化工

2018 年 07 月 03 日

报告摘要：

● 有机硅草甘膦双擎驱动，协同效应优势明显

公司主营草甘膦和有机硅制品，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作物保护产品群；围绕有机硅单体合成，拥有有机硅的上下游完整产业链。公司目前拥有甘氨酸法草甘膦产能 8 万吨/年，占全国总产能的 12%；有机硅单体产能 34 万吨/年，权益产能 29 万吨/年，位居国内有机硅行业第三。公司有机硅的副产品盐酸可用于草甘膦生产，而草甘膦的副产品氯甲烷又是有机硅生产的原料，双主业之间实现了氯元素循环，具备行业领先的成本优势和一体化的规模优势。

● 供需维持紧平衡，有机硅行业景气度上升

由于海外下游需求旺盛叠加海外老旧装置频繁停车因素，国内有机硅出口形势持续向好；2018 年有机硅行业无新增产能，国内企业始终保持高开工率及低库存，DMC 及下游硅油、硅橡胶等产品价格均呈现上行趋势，价格传导较为通畅。公司江南二期的 15 万吨/年有机硅单体项目已于 2017 年 10 月底开工建设，预计 2019 年 12 月底建成投产，达产后公司有机硅单体产能可达到 49 万吨/年，将成为国内最大的有机硅生产企业。

● 农药行业复苏，未来格局有望向好

受转基因作物种植面积增长、百草枯禁产留下替代空间、国内外企业补库存以及原材料涨价等多因素影响，国内草甘膦市场逐渐复苏，行业景气度上升。受国内供给侧改革和环保督查双重影响，草甘膦行业小产能出清，平均开工率不断走高，行业整合趋势加快，集中度显著提升。在目前持续环保高压态势下，行业几乎没有新增产能，存量产能的供给也将会受到制约。在草甘膦需求不断增长的背景下，预计下半年草甘膦供应仍偏紧，行业供需格局有望持续改善。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.05/2.21/2.80 元，对应 PE 分别为 8.0/7.4/5.8X，参考申万化工指数 20.6X 动态 PE，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨，下游需求不达预期，产品价格大幅下跌，项目建设及投产进度不及预期等。

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	10,571	11,374	14,208
增长率 (%)	7.0%	45.3%	7.6%	24.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	533	1,449	1,562	1,979
增长率 (%)	586.9%	172.0%	7.8%	26.7%
每股收益 (元)	0.77	2.05	2.21	2.80
PE (现价)	21.2	8.0	7.4	5.8
PB	2.9	1.9	1.5	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

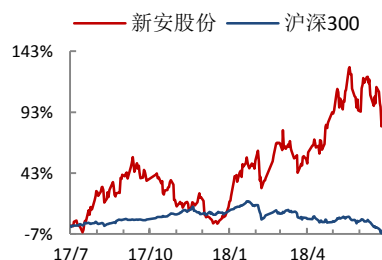
当前价格： 16.30 元

交易数据

2018-7-2

近 12 个月最高/最低 (元)	19.55/8.04
总股本 (百万股)	706
流通股本 (百万股)	687
流通股比例 (%)	97.32
总市值 (亿元)	115
流通市值 (亿元)	112

该股与沪深 300 走势比较



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

研究助理：薛聪

执业证号： S0100118060011

电话： 17698099528

邮箱： xuecong@mszq.com

相关研究

1. 民生化工周报 20180629：丙烯酸、萤石价格上涨，菊酯、PA66 价格再创新高
2. 基础化工行业 2018 年中期投资策略报

目录

一、有机硅草甘膦双擎驱动，协同效应优势显著	3
二、供需维持紧平衡，有机硅行业景气度上升	4
（一）国内外需求稳定增长，长期支撑有机硅行业景气度提升	4
1、受益于海外产能锁定，我国有机硅产品出口趋势向好	4
2、国内有机硅消费量大幅提升，未来增速保持稳定	4
（二）供给侧优化，国内有机硅产业步入景气期	5
1、供给结构不断改善，行业集中度提高	5
2、行业新增产能有限，开工率保持高位	6
3、有机硅价格创新高，盈利水平持续提升	6
三、农药行业复苏，未来格局有望向好	7
（一）原料价格上涨助推草甘膦景气度上升	7
（二）产能缩减，行业供需格局改善	9
（三）海外市场进入上行周期，拉动草甘膦出口	10
四、盈利预测与投资建议	10
五、风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

一、有机硅草甘膦双擎驱动，协同效应优势显著

公司主营有机硅材料、作物保护两个产业，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；围绕有机硅单体合成，搭建从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品，成为拥有全产业链优势的有机硅企业。公司目前拥有有机硅单体产能 34 万吨/年，占全国总产能的 12%，位居国内有机硅行业第三；草甘膦产能 8 万吨/年，占全国总产能的 11.4%，在国内草甘膦生产企业中位居前列。

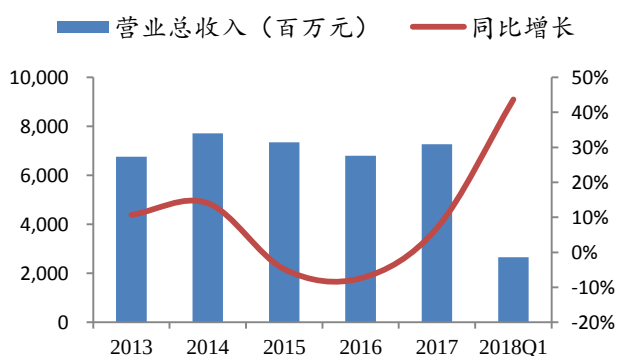
表 1：公司现有产能

业务	装置	产能 (万吨)	持股比例
有机硅	新安迈图	20	75%
	衢州开化	4	100%
	江南化工	10	100%
	权益产能合计	29	
草甘膦	江南化工	5	100%
	马南高新技术园	3	100%
	权益产能合计	8	
多菌灵	宁夏新安	1	75%
	权益产能合计	0.75	
敌草隆	宁夏新安	1	75%
	权益产能合计	0.75	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

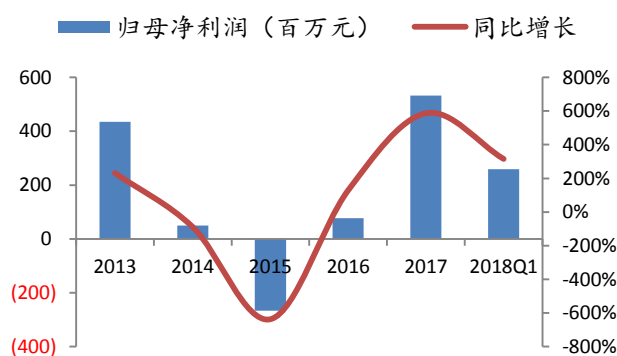
2017 年公司实现营收 72.76 亿元，归母净利润 5.33 亿元，有机硅和农化产品分别实现收入 35.5、30.2 亿元，占全部收入的 48.8%和 41.5%。受益于 2018 年上半年有机硅和草甘膦产品量价齐升，公司一季度营收 26.6 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润为 2.59 亿元，同比增长 315.5%，公司今年进入全面快速发展的新阶段。

图 1：2013-2018Q1 公司营业总收入及增长率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

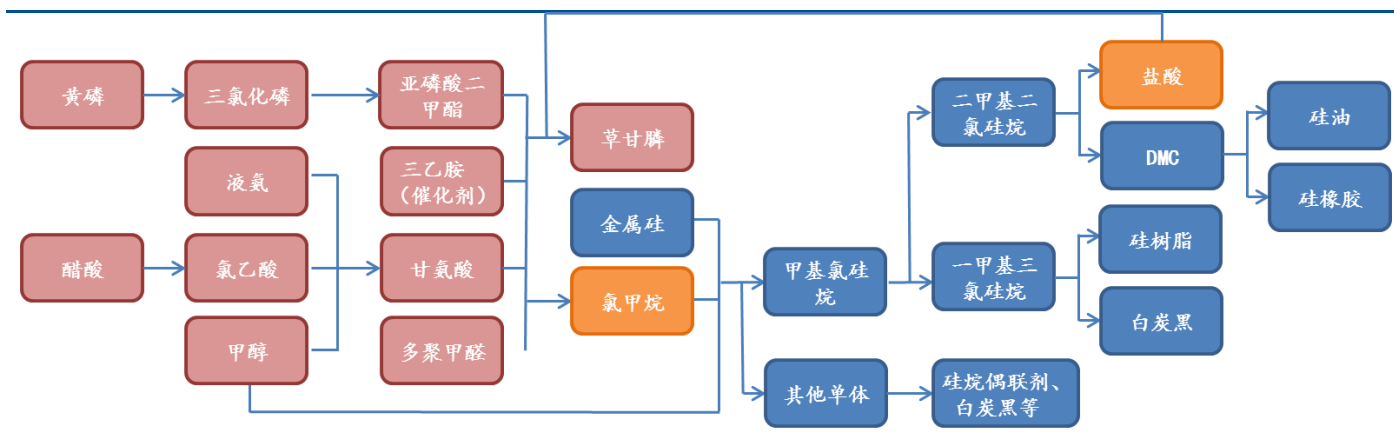
图 2：2013-2018Q1 公司归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的有机硅和草甘膦两个板块业务间具备较强协同作用，有机硅的副产品盐酸可用于草甘膦生产，而草甘膦的副产品氯甲烷又是有机硅生产的原料，公司双主业之间实现了氯元素循环，具备行业领先的成本和一体化的规模优势。

图 3：公司有机硅+草甘膦一体化产业链



资料来源：民生证券研究院整理

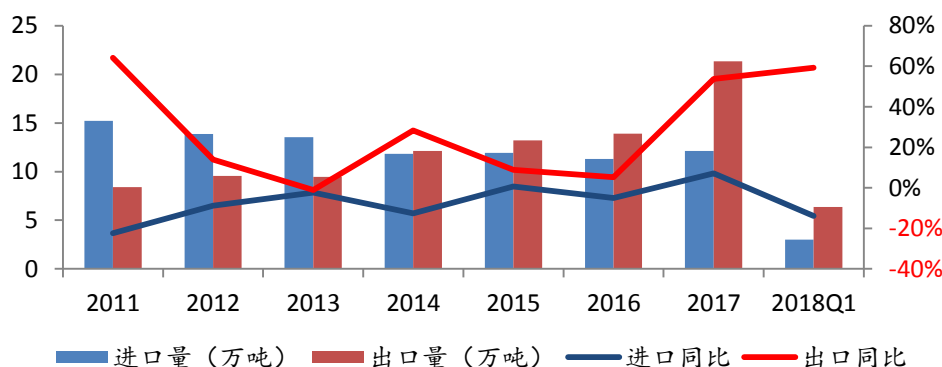
二、供需维持紧平衡，有机硅行业景气度上升

（一）国内外需求稳定增长，长期支撑有机硅行业景气度提升

1、受益于海外产能锁定，我国有机硅产品出口趋势向好

有机硅海外需求近年来快速增长，订单持续流向中国，一方面是因为海外经济复苏导致需求端较为旺盛，目前美国经济复苏较为明显，欧洲、日本经济整体向好，东南亚、中东等地经济活跃；另一方面是 2018 年国际上无新增产能投放叠加海外老旧装置频繁停车因素所致，海外迈图工厂的关停以及英国道康宁工厂的老旧设备将影响行业整体开工率。2017 年我国有机硅累计出口超过 21.4 万吨，同比增长 53.6%，出口增加持续挤占了国内有机硅用量。2017 年有机硅出口量约占国内产量 22%，而 2016 年占比仅为 16%。同时由于有机硅自给率的提升，进口量增长停滞，在国内 2018 年-2019 上半年暂无新增产能情况下，净出口扩大有望拉长有机硅行业景气持续时间。

图 4：2011-2018Q1 我国有机硅进出口数据



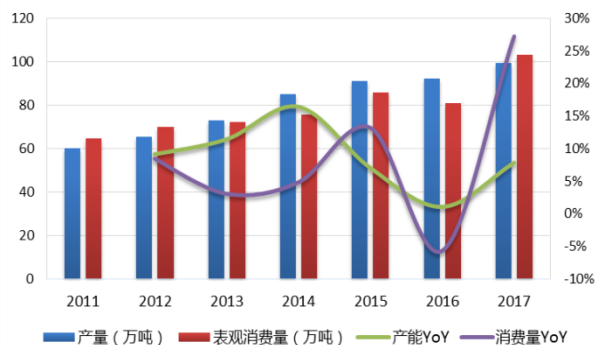
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、国内有机硅消费量大幅提升，未来增速保持稳定

2017 年，我国有机硅单体表观消费量约为 106.4 万吨（折聚硅氧烷），较 2016 年的 89.4 万吨

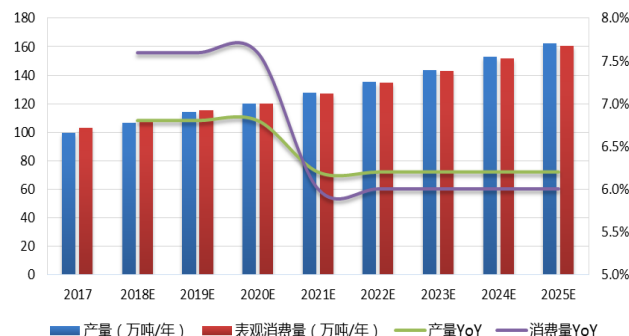
大幅增长 19.0%，而 2011-2016 年期间表观消费量年均增长率仅为 6.0%。随着海外产能继续萎缩，我国建筑、电子电器和纺织工业等不断发展，我国有机硅产品的消费量长期增速将远高于全球平均水平。预计到 2020 年需求量增长到 120 万吨，2016-2020 年期间有机硅单体年均需求增长率为 7.6%；至 2025 年，国内有机硅单体（折聚硅氧烷）的需求量将达到 160 万吨，五年年均需求增长率为 6.0%。

图 5：国内有机硅单体（折硅氧烷）产量及表观消费量



资料来源：百川资讯，中国产业信息网，民生证券研究院

图 6：国内有机硅单体（折硅氧烷）供需平衡预测



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

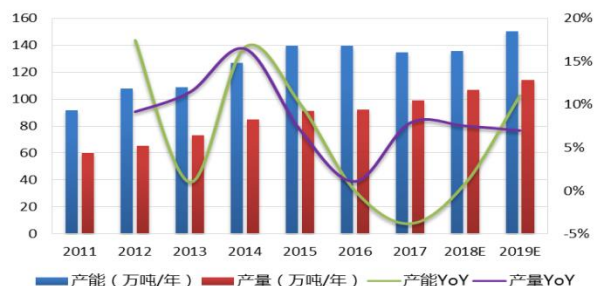
（二）供给侧优化，国内有机硅产业步入景气期

1、供给结构不断改善，行业集中度提高

近年来，我国有机硅行业发展迅速，已成为全球最大的生产基地和消费市场，在全球有机硅行业中占据了重要的地位。2008 年至 2012 年是我国有机硅产业发展的高峰期，也是单体产能迅速扩张的阶段，2008 年国内单体产能仅 81 万吨，而短短的 5 年时间，至 2012 年国内单体产能就达到了 214 万吨，累计增加了 133 万吨，年均增长率达 25.7%。2012 年以后，我国有机硅行业发展有所放缓，特别是由于中游单体和中间体产能扩张，带动对上游金属硅的需求，也同时催生了众多下游技术门槛较低的硅橡胶厂商，使得产业链出现两端产业结构性过剩局面。

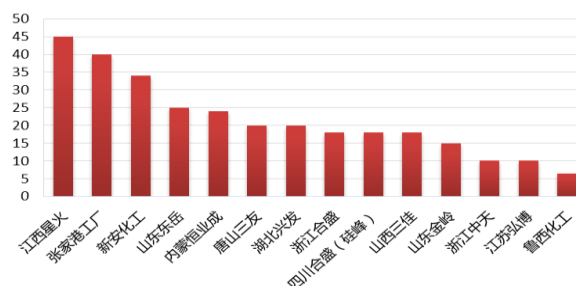
2017 年我国有机硅单体企业有效产能约 270 万吨，总产量 197 万吨，产量同比增加 7.1%，增速较上一年提高近 5 个百分点，我国的有机硅单体产能扩张经历了小步快跑模式。目前国内有机硅产能最大的三家单体企业分别为江西星火、道康宁张家港工厂和新安化工，CR3 为 44%。

图 7：国内有机硅单体（折硅氧烷）产能变化



资料来源：百川资讯，化工部研究院，民生证券研究院

图 8：2017 年国内有机硅单体主要厂商产能（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

2、行业新增产能有限，开工率保持高位

有机硅单体行业集中度不断提升，环保成本增加及政策趋严为主要原因。有机硅行业属于高耗能、高污染行业，其生产过程会间接导致煤炭燃烧并产生空气和废水污染。环保加码提升了企业经营门槛，倒逼小产能退出市场，预计今年山西三佳和江苏弘博将有 28 万吨产能永久退出。2018 年我国有机硅单体没有新增产能，2019 年只有公司江南二期项目的 15 万吨新建有机硅单体项目有望投产，具体建设内容为：15 万吨/年有机硅单体、0.5 万吨/年含氢硅油、5 万吨/年生胶、5 万吨/年 107 胶等。届时公司将成为国内最大的有机硅生产企业。预计至 2020 年我国有机硅单体新增产能 30 万吨，至 2025 年有机硅单体新增产能 60 万吨。

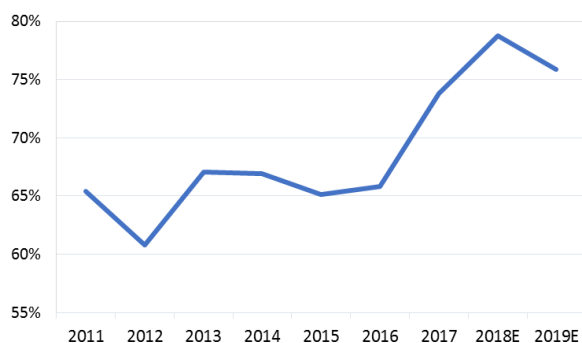
表 2：我国有机硅行业扩产计划及进展

企业名称	新增产能（万吨）	预计投放时间	备注
新安迈图	15	2019Q4	配套年产能 10 万吨聚硅氧烷扩产项目
合盛硅业	20	2020Q1	项目进展顺利
蓝星星火	10	2022	预计五年内投产
四川硅峰	20	暂不明确	暂不明确

资料来源：百川资讯，化工部规划院，民生证券研究院

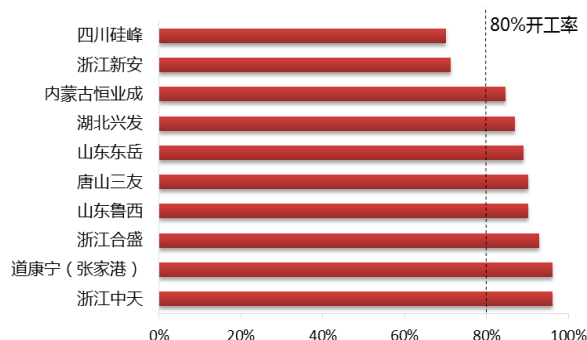
2017 年国内有机硅单体行业名义开工率约为 66%、实际开工率约为 73%，2018 年第一季度有机硅单体行业开工率约为 85%，行业自 2008 年至 2015 年的最坏的时期已经过去，随着行业景气度的持续，单体行业开工率有望维持在 75%-80%。

图 9：国内有机硅开工率自 2016 年期逐年提升



资料来源：百川资讯，化工部研究院，民生证券研究院

图 10：2017 年国内有机硅企业开工率普遍超过八成



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

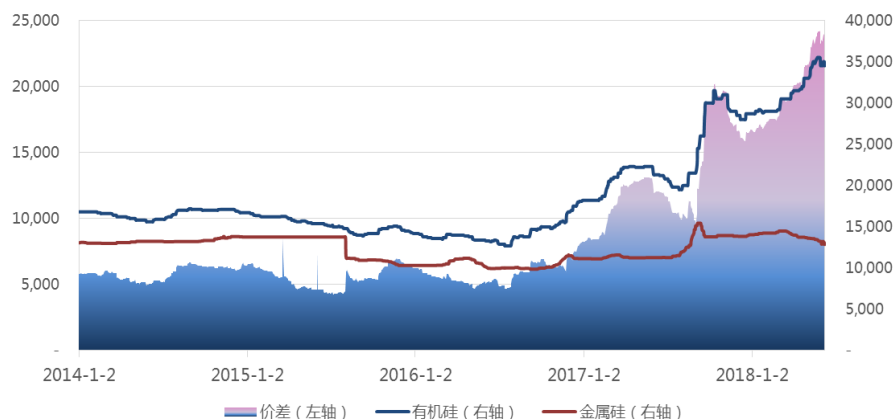
3、有机硅价格创新高，盈利水平持续提升

2007 年聚硅氧烷价格稳定在 3 万元/吨。2008 年 8 月份开始，随着国际经济的衰退，有机硅单体价格持续下跌，八甲基环四硅氧烷 (D4) 价格最低曾至 1.8 万元/吨。受国内外经济走弱影响，化工行业整体步入低谷期，外加贸易壁垒限制和加工标准的影响，下游需求乏力。

近年来，随着过剩产能逐渐被下游消化，有机硅行业景气度逐步提升。2017 年在环保强监管和供给侧改革的大背景下，有机硅产品价格普遍出现大幅回升，盈利能力增强。目前，有机硅 DMC 主流价格上涨至约 35000 元/吨，原材料金属硅港口价格在 13000 元/吨左右，DMC 与原材料金属硅、甲醇的价差扩大至 23000 元/吨以上，下游硅油、硅橡胶等产品价格均呈现上行趋势，

价格传导较为通畅。同时，2018 年行业无新增产能投放，加之海外迈图工厂的关停以及英国道康宁工厂开车形势不明朗，叠加需求依旧强劲，近期陶氏、德山、汉高等有机硅产业相关巨头纷纷发布涨价公告，有机硅行业景气度有望继续保持。

图 11：有机硅与上游原材料价差走阔（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，Wind，民生证券研究院

表 3：有机硅价格及价差（单位：元/吨）

有机硅价差	全年平均价差	Q1 平均价差	Q2 平均价差	Q3 平均价差	Q4 平均价差	全年最高价差	全年最低价差
2014	5,882	5,818	5,235	6,162	6,303	6,665	4,947
2015	5,563	6,057	4,768	5,067	6,337	8,403	4,222
2016	5,870	5,694	5,119	5,789	6,865	8,253	4,663
2017	12,971	9,701	12,526	12,043	17,867	20,210	8,247
2018	20,232	17,776	22,356	-	-	24,257	16,545
年涨跌幅	56.0%	83.2%	78.5%	-	-	20.0%	100.6%

有机硅价格	全年平均价格	Q1 平均价格	Q2 平均价格	Q3 平均价格	Q4 平均价格	全年最高价格	全年最低价格
2014	16,574	16,651	15,898	16,763	16,976	17,200	15,600
2015	15,219	16,319	15,531	14,482	14,649	16,700	13,900
2016	14,306	13,842	13,550	13,746	16,075	18,200	12,700
2017	23,296	19,544	21,893	22,521	29,550	31,500	18,200
2018	31,714	29,503	33,626	-	-	35,500	28,700
年涨跌幅	36.1%	51.0%	53.6%	-	-	12.7%	57.7%

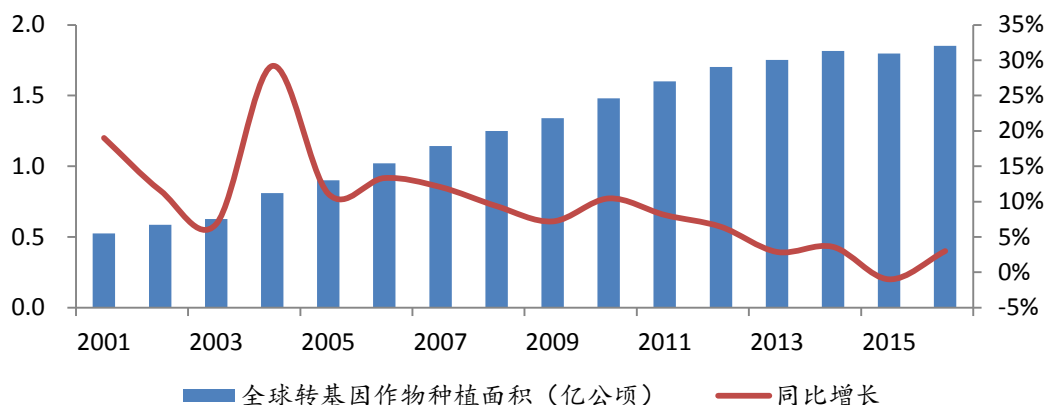
资料来源：百川资讯，Wind，民生证券研究院（注：统计截止日为 2018 年 6 月 29 日）

三、农药行业复苏，未来格局有望向好

（一）原料价格上涨助推草甘膦景气度上升

草甘膦除草剂具有低毒、无残留、广谱性等特点，主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花，是目前全球最大的除草剂品种。全球转基因作物种植面积从 2007 年的 1.14 亿公顷增长到 2016 年的 1.85 亿公顷，CAGR 为 5.5%，预计未来仍将以 5% 左右的速度稳定增长。转基因作物种植面积的持续稳定增长，将会长期利好草甘膦市场。

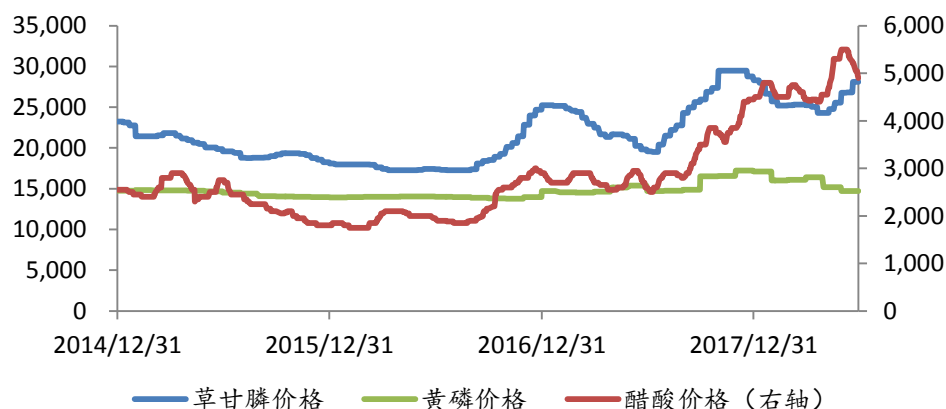
图 12：全球转基因作物种植面积及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

过去几年草甘膦市场价格波动较大, 受 2014 年北美地区干旱和 2015 年草甘膦致癌传闻等影响, 全球农药行业低迷直接导致经历了 2-3 年的低潮期, 2016 年下半年起全球农药行业特别是草甘膦开始复苏: 一方面得益于百草枯的禁产令和禁售令为草甘膦带来了增量空间; 另一方面, 环保检查对供给侧改革起到了助推作用, 由于醋酸、黄磷等原材料纷纷涨价, 叠加国内外企业补库存驱动, 2016 年下半年起草甘膦价格开始大幅反弹。

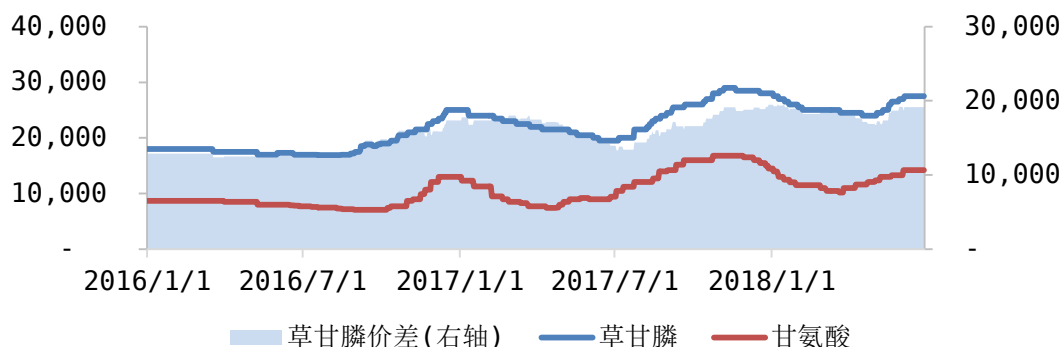
图 13: 草甘膦、黄磷、醋酸价格



资料来源: Wind, 民生证券研究院

甘氨酸是草甘膦重要中间体之一, 受环保监察及自身周期性影响, 甘氨酸价格持续上涨。根据百川资讯数据, 甘氨酸价格从 2016 年下半年的 7200 元/吨上涨至 2017 年末的 14500 元/吨, 涨幅超过 100%。再加上草甘膦产能缩减, 下游需求回暖等因素叠加影响, 导致草甘膦价格一路由 2016 年下半年的 17000 元/吨大幅增长至 2017 年 12 月的 29000 元/吨, 涨幅超过 70%, 目前草甘膦的价格维持在 27500 元/吨左右。从价差来看, 草甘膦价差从 2016 年第三季度的 13000 元/吨上涨至目前的 19000 元/吨, 盈利空间得到一定程度的改善。

图 14: 草甘膦与上游甘氨酸价差走阔 (单位: 元/吨)



资料来源：百川资讯，Wind，民生证券研究院

(二) 产能缩减，行业供需格局改善

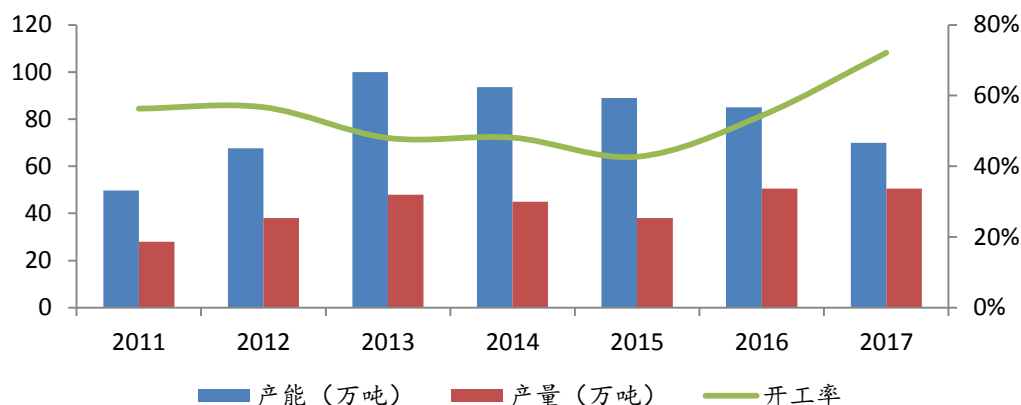
目前全球草甘膦产能主要集中在我国与孟山都，2017 年全球草甘膦产能 106.5 万吨/年，其中孟山都产能 38 万吨/年，国内产能为 68.5 万吨/年，同比下降 17.3%，包括甘氨酸法 49.5 万吨，占比 72.3%；IDA 法 19 万吨，占比 27.7%。受国内供给侧改革和环保督查双重影响，行业小产能出清，平均开工率不断走高，行业整合趋势加快，集中度也显著提升，目前国内主要由 11 家企业组成，CR5 为 66%，行业产能过剩情况得到一定修复。由于草甘膦行业是典型的高污染行业，生产过程中产生大量废水，在目前持续环保高压态势下，短期内产能大幅扩张可能性不大，存量产能的供给也将会受到制约。

表 4：国内草甘膦产能及工艺分布

企业名称	所在地区	工艺路线	产能（万吨/年）
安徽广信	安徽	甘氨酸	3
许昌东方	河南	甘氨酸	3
泰盛化工	湖北	甘氨酸	13
江苏腾龙	江苏	甘氨酸	5
金帆达	浙江	甘氨酸	2.5
新安化工	浙江	甘氨酸	8
福华化工	四川	甘氨酸	12
江山股份	江苏	甘氨酸	3
		IDA	4
好收成韦恩	江苏	IDA	7
扬农集团	江苏	IDA	3
和邦生物	四川	IDA	5

资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图 15：2011-2017 年国内草甘膦产能、产量及开工率



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

(三) 海外市场进入上行周期，拉动草甘膦出口

需求方面，受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响，草甘膦需求仍在增长。近日，孟山都和杜邦陶氏农业公司 Corteva Agriscience 达成一项许可协议，扩大 Roundup Ready 2 Xtend 技术（可以同时耐受草甘膦和麦草畏）在大豆中的许可授权，使得 Corteva 在北美的种子品牌中将拥有更多含有 Roundup Ready 2Xtend 技术的种子产品，孟山都预计 2018 年使用该技术的种子种植面积将达到 4000 万英亩。

我国是草甘膦生产第一大国，但是目前全球转基因作物主要在海外，国内草甘膦产量 80% 以上用于出口，国内需求只有 5 万吨左右。2016 年国内生产草甘膦 50.5 万吨，出口达 47.7 万吨，占中国除草剂总出口量的 49.4%。在出口国方面，我国主要出口到转基因作物种植较为普遍的美洲国家，美国、阿根廷和巴西等国是中国草甘膦出口的最大目标国。

公司目前拥有草甘膦产能 8 万吨，主要用于出口，我们认为目前草甘膦开工率已处历史高位，2018 年行业几乎没有新增产能，仅江西金龙预计新增 3 万吨，其他均不确定性较大。在草甘膦需求不断增长的背景下，预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面，环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸，环保持续高压下，甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”，供给缩减下价格将维持高位，从而对草甘膦成本形成强有力的支撑。

四、盈利预测与投资建议

公司有机硅二期项目具体建设内容为：15 万吨/年有机硅单体、0.5 万吨/年含氢硅油、5 万吨/年生胶、5 万吨/年 107 胶等，其中生胶/107 胶项目预计 2018 年 12 月底建成投产，有机硅单体项目预计 2019 年 12 月底建成投产。

关键假设：

公司 2018-2020 年公司产品满产满销，有机硅（折 DMC）销量分别为 16、16、23 万吨，草甘膦产量分别为 6.5、7、7.5 万吨。

2018-2020 年有机硅产品均价分别为 31000、31500、32000 元/吨，草甘膦均价分别为 25000、

26000、27000 元/吨。

投资建议：

基于以上假设，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 105.7/113.7/142.1 亿元，归母净利润分别为 14.5/15.6/19.8 亿元，EPS 分别为 2.05/2.21/2.80 元，对应 PE 分别为 8.0/7.4/5.8X，参考申万化工指数 20.6X 动态 PE，给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

原材料价格大幅上涨，下游需求不达预期，产品价格大幅下跌，项目建设及投产进度不及预期等。

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	10,571	11,374	14,208
营业成本	5,970	7,536	8,291	10,280
营业税金及附加	40	53	59	73
销售费用	294	416	452	562
管理费用	602	852	925	1,152
EBIT	370	1,715	1,648	2,141
财务费用	87	73	3	(74)
资产减值损失	43	0	0	0
投资收益	277	192	220	211
营业利润	537	1,834	1,866	2,426
营业外收支	51	0	0	0
利润总额	588	1,896	1,924	2,486
所得税	64	396	337	464
净利润	525	1,500	1,587	2,022
归属于母公司净利润	533	1,449	1,562	1,979
EBITDA	702	2,067	1,997	2,494

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	787	2179	3728	5687
应收账款及票据	1020	1508	1630	2033
预付款项	126	139	160	196
存货	1278	1280	1433	1767
其他流动资产	552	552	552	552
流动资产合计	3826	5792	7649	10415
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	10988	12910	15704
短期借款	1200	1200	1200	1200
应付账款及票据	1818	2091	2316	2865
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	3815	4243	4578	5350
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	4582	4917	5688
股本	705	705	705	705
少数股东权益	410	461	486	530
股东权益合计	4906	6406	7993	10016
负债和股东权益合计	9060	10988	12910	15704

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	7.0%	45.3%	7.6%	24.9%
EBIT 增长率	266.6%	362.9%	-3.9%	29.9%
净利润增长率	586.9%	172.0%	7.8%	26.7%
盈利能力				
毛利率	18.0%	28.7%	27.1%	27.6%
净利润率	7.3%	13.7%	13.7%	13.9%
总资产收益率 ROA	5.9%	13.2%	12.1%	12.6%
净资产收益率 ROE	11.8%	24.4%	20.8%	20.9%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.4	1.7	1.9
速动比率	0.7	1.1	1.4	1.6
现金比率	0.2	0.5	0.8	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	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	2.1	2.2	2.8
每股净资产	6.4	8.4	10.6	13.4
每股经营现金流	0.5	2.2	2.5	3.1
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.2	8.0	7.4	5.8
PB	2.5	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	17.8	5.4	4.8	3.0
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	1,500	1,587	2,022
折旧和摊销	375	353	349	354
营运资金变动	(342)	(146)	27	(36)
经营活动现金流	379	1,564	1,796	2,181
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	1,392	1,549	1,959

插图目录

图 1: 2013-2018Q1 公司营业总收入及增长率	3
图 2: 2013-2018Q1 公司归母净利润及增长率	3
图 3: 公司有机硅+草甘膦一体化产业链	4
图 4: 2011-2018Q1 我国有机硅进出口数据	4
图 5: 国内有机硅单体 (折硅氧烷) 产量及表观消费量	5
图 6: 国内有机硅单体 (折硅氧烷) 供需平衡预测	5
图 7: 国内有机硅单体 (折硅氧烷) 产能变化	5
图 8: 2017 年国内有机硅单体主要厂商产能 (单位: 万吨)	5
图 9: 国内有机硅开工率自 2016 年期逐年提升	6
图 10: 2017 年国内有机硅企业开工率普遍超过八成	6
图 11: 有机硅与上游原材料价差走阔 (单位: 元/吨)	7
图 12: 全球转基因作物种植面积及增长率	7
图 13: 草甘膦、黄磷、醋酸价格	8
图 14: 草甘膦与上游甘氨酸价差走阔 (单位: 元/吨)	8
图 15: 2011-2017 年国内草甘膦产能、产量及开工率	9

表格目录

表 1: 公司现有产能	3
表 2: 我国有机硅行业扩产计划及进展	6
表 3: 有机硅价格及价差涨跌 (单位: 元/吨)	7

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，曾任职于普华永道会计师事务所，及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。

薛聪，清华大学化学专业硕士，2018年5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。