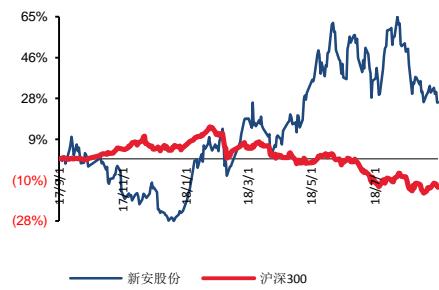




化学制品 农药

有机硅高景气，带动公司业绩大幅增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	706/679
总市值/流通(百万元)	10,575/10,174
12 个月最高/最低(元)	19.65/8.64

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

报告摘要

事项: 2018 上半年, 公司实现营收 59.70 亿元, +62.87%; 实现归母净利 7.11 亿元, +237.20%, 扣非净利 7.07 亿元, +420.47%。公司 Q2 营收 33.06 亿元, 同比+82.47%, 环比+24.06%; 归母净利 4.52 亿元, +204.31%, +74.33%, 扣非净利 4.53 亿元, +78.26%。公司预计三季度归母净利比上年同期将有大幅度增长。首次覆盖, 给予“买入”评级。

1. 有机硅高景气度, 推动公司业绩大幅上涨

上半年有机硅持续涨价, DMC 从年初的 29000 元/吨, 上涨至 35000 元/吨。从价差看, DMC 价差已达 15000 元/吨, 有机硅盈利不断上升。公司是有机硅龙头企业, 拥有从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链, 充分受益于行业景气回升。

目前公司拥有有机硅单体权益产能 29 万吨/年, 19 年年底还将扩建 15 万吨, 投产后规模竞争优势将更加明显。

国内有机硅 2017 年的表观产能为 297 万吨, 实际有效产能约为 277 万吨, 同比 2016 年上涨约 2%。2018 年全行业无新增产能投放。预计有机硅景气度将持续。

2. 环保趋严, 草甘膦长期受益

报告期内公司实现草甘膦原药 2.70 万吨、草甘膦制剂 7.28 万吨销售, 售价分别为 2.39 万元/吨、1.60 万元/吨, 销售价格同比增长 16%、13%。草甘膦自 2013 年下半年以来价格走低, 行业一度低迷, 小企业产能基本关停, 国内草甘膦总产能 93.7 万吨, 在产产能为 80 万吨。

公司草甘膦 8 万吨产能, 环保执行严格。在环保不断趋严的背景下, 长期看好公司草甘膦业务带来的弹性。

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 14.37 亿元、16.31 亿元和 17.96 亿元, 对应 EPS 2.04 元、2.31 元和 2.54 元, PE7X、6X 和 6X。考虑有机硅行业高景气度持续及产能投放, 给予公司 2019 年 10 倍 PE, 对应目标市值 163 亿元, 目标价 23 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济低于预期、产品价格大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,276	10,915	13,098	15,062
(+/-%)	7.0%	50.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	533	1,437	1,631	1,796
(+/-%)	586.9%	169.7%	13.5%	10.1%
摊薄每股收益(元)	0.75	2.04	2.31	2.54
市盈率(PE)	20	7	6	6

资料来源：Wind, 太平洋研究院

目录

一、 有机硅高景气度，18H1 业绩大幅增长	5
(一) 公司简介	5
(二) 业绩增长迅速	6
二、 有机硅高景气度，推动业绩大幅增长	7
(一) 18 年无新增产能，有机硅行业周期上行	7
三、 环保趋严，草甘膦中长期受益	10
四、 盈利预测与评级	12
五、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司产品产能	5
图表 2: 2011-2018Q2 公司营业收入	6
图表 3: 2011-2018Q2 公司归母净利润	6
图表 4: 公司资产负债率及权益收益率水平	6
图表 5: 2011-2018Q2 公司毛利率水平	6
图表 6: 有机硅单体行业近年几乎没有新增产能	7
图表 7: 有机硅单体产能分布	8
图表 8: DMC 价格走势 (元/吨)	9
图表 9: DMC 价差走势 (元/吨)	9
图表 10: 69%有机硅单体被用于橡胶生产	9
图表 11: 建筑领域消耗占比达 20%	9
图表 12: 国内 DMC 需求量	10
图表 13: 国内草甘膦价格	10
图表 14: 草甘膦产能分布	11
图表 15: 环保核查逐渐趋严	12

一、有机硅高景气度，18H1 业绩大幅增长

(一) 公司简介

公司主营作物保护、有机硅材料两大核心产业。作物保护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；有机硅已形成从硅矿冶炼、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。

目前公司拥有有机硅单体权益产能29 万吨/年，19年年底还将扩建15万吨；草甘膦产能 8 万吨/年。公司是有机硅、草甘膦双龙头企业。

图表 1：公司产品产能

产品	权益产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
有机硅	单体	29
	生胶	5
	107 胶+混炼胶	5
草甘膦	8	
多菌灵	0.75	
敌草隆	0.75	

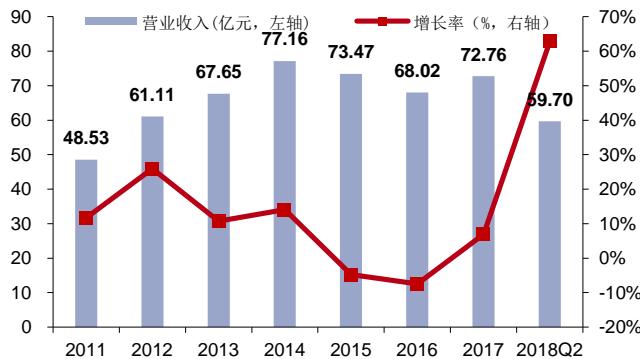
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

(二) 业绩增长迅速

18年H1公司实现营业收入59.7亿元，同比增长 62.87%，实现归属于上市公司股东的净利润7.11亿元，同比增长 237.2%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.07亿元，同比增长 420.47%；

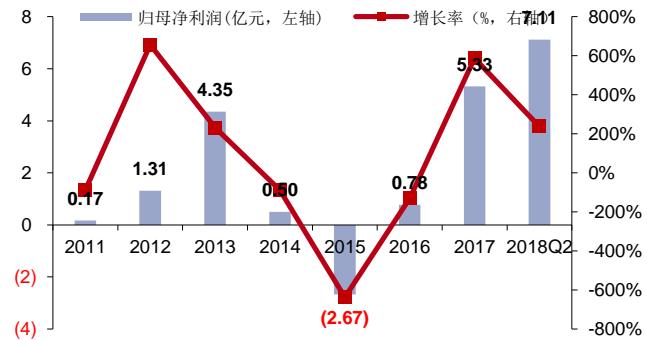
公司盈利状况良好，主要产品市场需求整体回暖，公司两大主导产品草甘膦、有机硅销售价格同比上涨；另外由于搬迁结束，主要产品产量及销量增加，对公司业绩的增长发挥了重要作用。

图表 2: 2011-2018Q2 公司营业收入



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 2011-2018Q2 公司归母净利润



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: 公司资产负债率及权益收益率水平



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 2011-2018Q2 公司毛利率水平



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

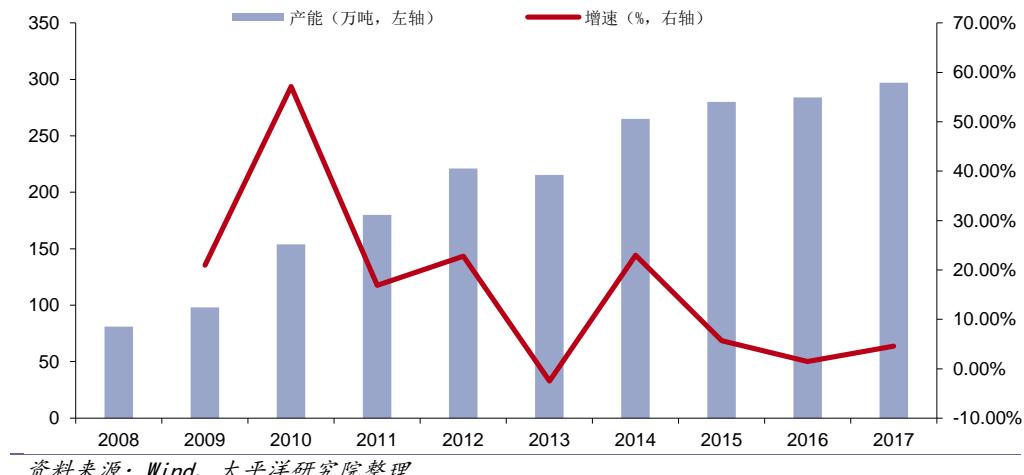
二、有机硅高景气度，推动业绩大幅增长

(一) 18年无新增产能，有机硅行业周期上行

1、近年产能增长有限，2018无新增产能投放

国内有机硅2017年的表观产能为297万吨，实际有效产能约为277万吨，同比2016年上涨约2%。2018年全行业无新增产能投放。

图表 6：有机硅单体行业近年几乎没有新增产能



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

行业17年新增产能主要包括新安化工（净增单体6万吨）、合盛硅业（收购的硅峰扩产单体8万吨）和兴发集团（技改新增单体4万吨）。行业扩产集中在龙头企业，集中度进一步提升。

17年扩产集中在行业龙头，当前CR5为63%（基于277万吨的实际产能计算）。18年行业无新增产能，预计高景气仍将持续。

图表 7：有机硅单体产能分布

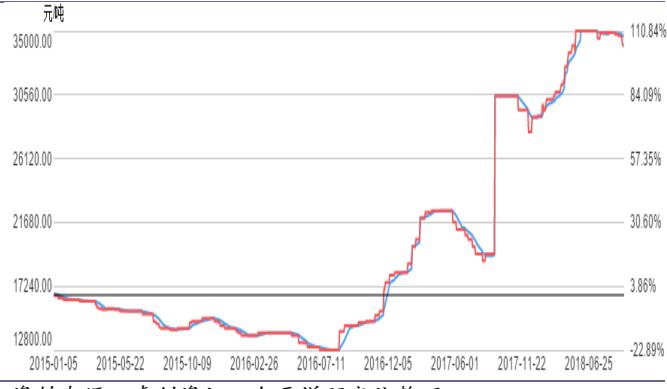
单体企业	产能 (万吨)	产能所在地	扩产计划
道康宁张家港	40	江苏	
江西星火	40	江西	
新安化工	34	浙江、江苏	19年底新增产能 15 万吨
内蒙恒业成	25	内蒙古	
山东东岳	25	山东	
唐山三友	20	河北	
浙江合盛	20	浙江	
湖北兴发	20	湖北	
浙江中天	8	浙江	
山东金岭	15	山东	
鲁西化工	6.5	山东	
四川硅峰(合盛收购)	14	四川	19年下半年投产 20 万吨
江苏弘博	10	江苏	
山西三佳	18	山西	
合计	295.5		

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

17年行业净新增产能主要包括新安化工、合盛硅业和兴发集团折DMC产能10万吨（非单体），国内需求基本保持平稳，海外需求增长较快。其中，海外需求增长较快主要因为迈图德国折DMC产能7.5万吨停产以及海外经济复苏对DMC需求的拉动作用。

16年7月至今，DMC从底部1.25万元/吨持续反弹至当前近3.5万元/吨：DMC产品价差已经高达15000元/吨。有机硅盈利水平达到高点。根据测算，预计新安按照目前价差来算，单吨DMC净利高达10000元以上。

图表 8: DMC 价格走势 (元/吨)



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 9: DMC 价差走势 (元/吨)

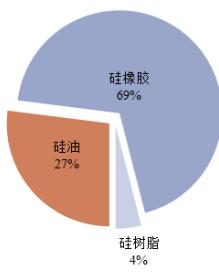


资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

2、下游需求增长偏刚性，行业持续受益

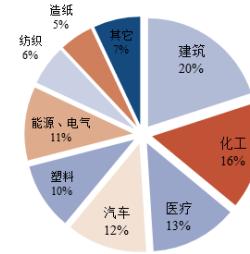
有机硅被誉为“工业味精”，其终端产品广泛的应用于建筑、纺织、医疗等多个工业领域，主要被用作密封、粘合、润滑、涂层、表面活性剂等。硅橡胶、硅烷偶联剂、硅油和硅树脂消费的有机硅中间体分别占比65%、22%、10%、3%。终端产品主要被用于建筑、电子、家电、电力等领域。

图表 10: 69% 有机硅单体被用于橡胶生产



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

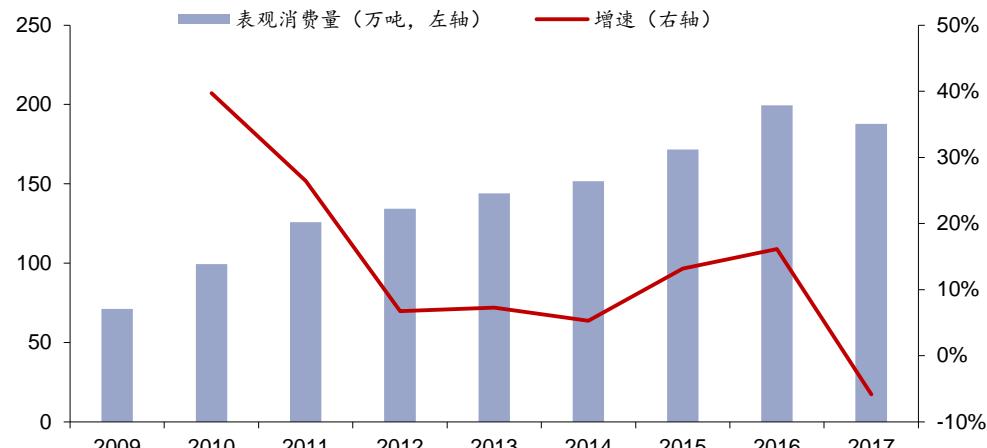
图表 11: 建筑领域消耗占比达 20%



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

国内对有机硅的消费需求2011年以前维持30%以上的高速增长，2012年绝对消费量达到130万吨，增速放缓至个位数，直至2015年消费量回升至171万吨，增速回升至13%。

图表 12：国内 DMC 需求量



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

三、环保趋严，草甘膦中长期受益

本周草甘膦主流价格维持在2.75万元/吨，草甘膦毛利率维持在23.99%。

图表 13：国内草甘膦价格



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

草甘膦自2013年下半年以来价格持续走低，行业一度低迷，小企业产能基本关停；且企业开工率整体维持低位，生产企业库存处于较低水平，供需关系改善明显。

草甘膦在产能主要集中在大型规模企业，国内草甘膦总产能93.7万吨，在产能为80万吨；从14-16年的产能对比可以看出，经过长时间价格低迷，17年草甘膦产能发生较大幅度下降，较15年产能下降6.5万吨。18年草甘膦新建产能基本没有。

近期草甘膦开工率维持在47.80%，同比去年增加8.53个百分点。

图表 14：草甘膦产能分布

单体企业 厂家	产能 (万吨)	开工状态
	产能 (万吨/年)	
浙江新安化工	8	维持开工
浙江金帆达	2	恢复生产
乐山福华	12	6-7 成
南通江山	7	装置开工
安徽广信	6	装置恢复
江苏扬农	3	装置开工
湖北兴发	13	装置开工
内蒙古腾龙	5	装置开工
许昌东方	3	装置维持开工
四川和邦	5	装置开工，5 成
浙江捷马	3	装置负荷偏低
好收成韦恩	6.2	装置正常
湖北沙隆达	2	装置正常
连云港立本	2	装置正常
山东润丰	2	装置正常
其它关停企业	14.2	装置正常
合计	94	

资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

环保督查升级，利好草甘膦行业。

后期环保部门极大可能巩固前期的环保成果和维持环保工作的延续性，原材料和草甘膦生产环节的环保问题将会通过停产、技改等手段不断纠正，影响原材料及草甘膦供应，从而推动草甘膦价格的上涨，草甘膦行业迎来长期利好。

图表 15：环保核查逐渐趋严

时间	事件
2013 年	环保部下发通知，决定对草甘膦生产企业开展为期 3 年的环保核查。
2014 年	四家草甘膦生产企业通过第一批环保核查
2016 年	对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省(自治区)开展第一批环境保护督察工作
2016 年	对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等 7 个省、市开展第二批环境保护督察工作。
2017 年	对四川、山东、安徽进行督查工作(四川集中了全国草甘膦产能的 20%)

资料来源：环保部公告、太平洋研究院整理

四、盈利预测与评级

我们预计公司2018-2020年归母净利分别为18.93亿元、24.44亿元和29.68亿元，对应EPS 2.25元、2.90元和3.52元，PE 9X、7X和6X。考虑公司今明两年长丝新增产能逐渐投产，给予公司2019年10倍PE，对应目标市值244亿元，第一步目标价29.30元，首次股改，给予“买入”评级。

五、风险提示

宏观经济低于预期、产品价格大幅波动。

资产负债表				利润表					
会计年度	单位:百万元			会计年度	单位:百万元				
	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
货币资金	787	1,143	2,767	4,368	营业收入	7,276	10,915	13,098	15,062
应收票据	511	664	664	664	营业成本	5,970	8,022	9,718	11,297
应收账款	509	764	917	1,054	营业税金及附加	40	60	72	83
预付账款	126	170	206	239	销售费用	294	349	524	602
存货	1,278	1,717	2,080	2,418	管理费用	602	819	943	1,205
其他流动资产	615	799	799	799	财务费用	87	82	68	-59
流动资产合计	3,826	5,257	7,432	9,542	资产减值损失	43	50	50	50
其他长期投资	200	260	260	260	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	172	224	224	224	投资收益	277	20	20	20
固定资产	3,251	3,501	3,724	3,923	营业利润	537	1,552	1,742	1,904
在建工程	876	1,139	1,139	1,139	营业外收入	145	145	180	200
无形资产	579	752	752	752	营业外支出	94	110	120	120
其他非流动资产	157	157	157	157	利润总额	588	1,587	1,802	1,984
非流动资产合计	5,234	6,032	6,256	6,455	所得税	64	172	195	214
资产合计	9,060	11,289	13,688	15,997	净利润	525	1,415	1,607	1,770
短期借款	1,200	1,340	1,500	1,500	少数股东损益	-8	-21	-24	-27
应付票据	593	593	593	593	归属母公司净利润	533	1,437	1,631	1,796
应付账款	1,226	1,647	1,995	2,319	NOPLAT	330	1,484	1,641	1,672
预收款项	279	419	502	578	EPS (摊薄)	0.75	2.04	2.31	2.54
其他应付款	245	245	245	245					
一年内到期的非流动	90	90	90	90					
其他流动负债	183	183	183	183					
流动负债合计	3,815	4,516	5,108	5,507					
长期借款	268	340	500	600					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	71	71	71	71					
非流动负债合计	339	411	571	671					
负债合计	4,154	4,928	5,679	6,179					
归属母公司所有者权	4,496	5,933	7,564	9,360					
少数股东权益	410	389	365	338					
所有者权益合计	4,906	6,322	7,929	9,698					
负债和股东权益	9,060	11,249	13,608	15,877					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	单位:百万元			会计年度	2017				
	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	834	1,353	1,952	2,022	成长能力				
现金收益	638	1,843	2,022	2,061	营业收入增长率	7.0%	50.0%	20.0%	15.0%
存货影响	-420	-439	-363	-338	EBIT增长率	266.6%	349.4%	10.6%	1.9%
经营性应收影响	-129	-501	-239	-221	归母公司净利润增长率	586.9%	169.7%	13.5%	10.1%
经营性应付影响	459	561	432	399	获利能力				
其他影响	286	-109	100	120	毛利率	18.0%	26.5%	25.8%	25.0%
投资活动现金流	-645	-1,128	-580	-580	净利率	7.2%	13.0%	12.3%	11.7%
资本支出	-942	-1,036	-600	-600	ROE	11.8%	24.2%	21.6%	19.2%
股权投资	306	-32	20	20	ROIC	6.4%	22.9%	19.4%	16.1%
其他长期资产变化	-8	-60	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	-47	130	252	159	资产负债率	45.9%	43.8%	41.7%	38.9%
借款增加	135	213	320	100	债务权益比	33.2%	29.1%	27.3%	23.3%
财务费用	-87	-82	-68	59	流动比率	100.3%	116.4%	145.5%	173.3%
股东融资	-55	0	0	0	速动比率	66.8%	78.4%	104.8%	129.4%
其他长期负债变化	-40	0	0	0	营运能力				
					总资产周转率	0.8	1.0	1.0	0.9
					应收账款周转天数	25	25	25	25
					应付账款周转天数	74	74	74	74
					存货周转天数	77	77	77	77
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.75	2.04	2.31	2.54
					每股经营现金流	1.18	1.92	2.77	2.86
					每股净资产	6.37	8.40	10.72	13.26
					估值比率				
					P/E	20	7	6	6
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	17	6	6	5

资料来源: WIND, 太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。