

全年业绩大幅增长，全产业链布局成长可期

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2018 年年报, 实现营业收入 110 亿元, 同比增长 51.2%, 归母净利润 12.3 亿元, 同比增长 131.5%, EPS 为 1.80 元。同时公司发布 2019 年一季度业绩预告, 预计实现归母净利润 1.18-1.25 亿元, 同比降低 51.8%-54.5%。
- **全年主营产品量价齐升业绩大增, 18Q4 有机硅价格回落业绩下滑。** 公司是国内有机硅和草甘膦行业龙头, 现有有机硅产能 34 万吨/年(权益产能 24 万吨/年), 草甘膦产能 8 万吨/年。全年来看, 公司业绩大增源自主营产品的量价齐升: 公司全年销售有机硅(折 DMC) 13.4 万吨, 同比增长 22.8%, 有机硅产品不含税销售均价 2.57 万元/吨, 同比增长 33.6%; 全年销售农药(折原药) 9.2 万吨, 同比增长 27.4%, 草甘膦原药不含税销售均价为 2.48 万元/吨, 同比增长 16.1%。分季度来看, 公司 18Q1-Q4 收入分别为 26.6/33.1/27.6/22.7 亿元, 归母净利润分别为 2.59/4.52/4.54/0.68 亿元, 公司 Q4 业绩大幅下滑主要由于有机硅价格和价差均出现大幅下跌, 18Q4 有机硅均价为 22081 元/吨, 环比下降 33.1%, 均价差为 11468 元/吨, 环比下降 48.6%。受此影响公司 2019Q1 业绩也出现下滑, 19Q1 有机硅均价和价差分别为 19250 元/吨和 9500 元/吨, 分别同比下降 34.7%和 46.9%。
- **布局有机硅全产业链, 发力有机硅下游终端。** 目前国内有机硅单体有效开工企业只有 12 家, 产能 275 万吨/年, 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。上游方面, 公司与盐津县政府签订金属硅布局项目, 拟在 5 年内分三期建设年产 10 万吨工业硅项目, 保证有机硅上游原料供应安全。中游方面, 公司镇江江南有机硅二期 15 万吨/年有机硅单体装置预计 2020 年一季度建成, 届时公司有机硅单体产能将达到 50 万吨/年, 成功进入全球第一梯队。下游方面, 公司携手赢创建设年产 8000 吨气相二氧化硅项目, 预计 2021Q1 投产; 公司向美国迈图转让新安迈图 24%股权, 在液体硅橡胶、硅烷偶联剂、密封胶等有机硅新材料领域进行合作; 公司浙江励德项目投资 2400 万美元建设 2.5 万吨/年有机硅高性能终端材料项目, 聚焦新能源等终端重点领域。
- **供给侧改革叠加环保趋严, 助力草甘膦行业回暖。** 目前国内具有草甘膦生产企业 9 家, 产能 68.5 万吨/年。受供给侧改革与环保趋严的双重影响, 部分企业停产限产, 2018 年草甘膦行业开工率高达 83%, 全年原药均价同比增长 16%。另外, 随着落后小产能的市场出清, 草甘膦行业集中度不断提升, 国内 CR3 达到 66%。公司作为国内草甘膦的龙头企业之一, 逐渐形成了具有自主知识产权的国际领先的氯、硅、磷元素大循环, 实现了资源利用最大化和绿色化。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 5.79 亿、7.01 亿、8.62 亿, EPS 分别为 0.82 元、0.99 元、1.22 元, 对应 PE 分别为 18X、15X 和 12X, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 环氧硅烷、草甘膦价格波动的风险、环氧硅烷需求不及预期的风险、草甘膦出口不及预期的风险、公司项目进展不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11000.95	10227.27	11242.21	12045.59
增长率	51.19%	-7.03%	9.92%	7.15%
归属母公司净利润(百万元)	1233.39	579.23	700.91	862.29
增长率	131.52%	-53.04%	21.01%	23.02%
每股收益 EPS(元)	1.75	0.82	0.99	1.22
净资产收益率 ROE	19.95%	8.97%	9.95%	11.10%
PE	8	18	15	12
PB	1.84	1.76	1.60	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

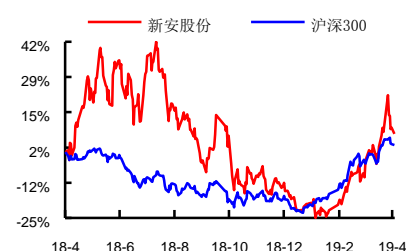
西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: yilin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-57758571
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.06
流通 A 股(亿股)	6.87
52 周内股价区间(元)	10.3-19.65
总市值(亿元)	104.19
总资产(亿元)	101.07
每股净资产(元)	8.00

相关研究

关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司环硅氧烷（DMC）销量分别为 10 万吨、12 万吨、14 万吨，不含税均价分别为 20000 元/吨、21000 元/吨、22000 元/吨；

假设 2：2019-2021 年公司草甘膦原药销量分别为 4.5 万吨、4.5 万吨、4.5 万吨，不含税均价分别为 24000 元/吨、24500 元/吨、25000 元/吨；2019-2021 年公司草甘膦制剂销量分别为 13 万吨、13 万吨、13 万吨，不含税均价分别为 16000 元/吨、16500 元/吨、17000 元/吨；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
有机硅（折 DMC）	收入	5775.70	5004.25	5888.00	6558.00
	增速	85.9%	-13.4%	17.7%	11.4%
	毛利率	31.9%	25.0%	26.0%	28.0%
农药（折原药）	收入	4392.94	4349.09	4436.59	4524.09
	增速	45.7%	-1.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
其他业务	收入	832.31	873.93	917.62	963.51
	增速	-27.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	11001.0	10227.3	11242.2	12045.6
	增速	51.2%	-7.0%	9.9%	7.1%
	毛利率	24.1%	19.9%	20.7%	22.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11000.95	10227.27	11242.21	12045.59	净利润	1250.82	587.42	710.82	874.47
营业成本	8350.99	8192.96	8909.72	9389.15	折旧与摊销	414.77	31.88	63.55	88.88
营业税金及附加	48.00	47.90	53.02	83.11	财务费用	67.41	51.14	56.21	60.23
销售费用	348.76	409.09	449.69	481.82	资产减值损失	64.24	40.00	40.00	40.00
管理费用	437.47	859.09	944.35	1011.83	经营营运资本变动	-718.59	-445.96	-372.49	-328.55
财务费用	67.41	51.14	56.21	60.23	其他	-53.41	-72.42	-95.00	-90.89
资产减值损失	64.24	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	1025.24	192.06	403.09	644.14
投资收益	15.66	50.00	50.00	50.00	资本支出	4114.19	-500.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4964.63	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-850.44	-450.00	-450.00	-250.00
营业利润	1425.33	677.09	839.23	1029.45	短期借款	-256.53	653.25	320.46	-113.39
其他非经营损益	-39.26	13.99	-2.98	-0.66	长期借款	118.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	1386.07	691.08	836.26	1028.79	股权融资	18.03	0.00	0.00	0.00
所得税	135.25	103.66	125.44	154.32	支付股利	0.00	-246.68	-115.85	-140.18
净利润	1250.82	587.42	710.82	874.47	其他	-256.80	-196.05	-56.21	-60.23
少数股东损益	17.43	8.19	9.91	12.19	筹资活动现金流净额	-376.67	210.53	148.41	-313.80
归属母公司股东净利润	1233.39	579.23	700.91	862.29	现金流量净额	-192.89	-47.42	101.49	80.34
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1070.14	1022.73	1124.22	1204.56	成长能力				
应收和预付款项	1549.34	1553.08	1671.91	1784.85	销售收入增长率	51.19%	-7.03%	9.92%	7.15%
存货	1462.93	1403.68	1580.34	1734.24	营业利润增长率	165.33%	-52.50%	23.95%	22.67%
其他流动资产	580.23	383.92	422.02	452.18	净利润增长率	138.33%	-53.04%	21.01%	23.02%
长期股权投资	188.65	188.65	188.65	188.65	EBITDA 增长率	99.58%	-60.15%	26.16%	22.90%
投资性房地产	107.10	107.10	107.10	107.10	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	484.17	936.67	1163.83	毛利率	24.09%	19.89%	20.75%	22.05%
无形资产和开发支出	686.92	673.01	659.10	645.19	三费率	7.76%	12.90%	12.90%	12.90%
其他非流动资产	4461.32	4459.18	4457.04	4454.90	净利率	11.37%	5.74%	6.32%	7.26%
资产总计	10106.64	10275.51	11147.04	11735.50	ROE	19.95%	8.97%	9.95%	11.10%
短期借款	943.37	1596.62	1917.08	1803.69	ROA	12.38%	5.72%	6.38%	7.45%
应付和预收款项	463.46	1636.58	1588.76	1553.71	ROIC	30.10%	18.29%	17.89%	18.44%
长期借款	386.13	386.13	386.13	386.13	EBITDA/销售收入	17.34%	7.43%	8.53%	9.78%
其他负债	2043.67	110.34	114.25	116.86	营运能力				
负债合计	3836.63	3729.67	4006.23	3860.40	总资产周转率	1.15	1.00	1.05	1.05
股本	705.91	706.52	706.52	706.52	固定资产周转率	6.77	42.25	15.82	11.47
资本公积	881.72	881.11	881.11	881.11	应收账款周转率	17.87	14.21	15.09	15.07
留存收益	4088.03	4420.59	5005.65	5727.76	存货周转率	6.06	5.68	5.91	5.62
归属母公司股东权益	5648.39	5916.04	6501.10	7223.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.00%	—	—	—
少数股东权益	621.61	629.80	639.71	651.90	资本结构				
股东权益合计	6270.01	6545.84	7140.81	7875.10	资产负债率	37.96%	36.30%	35.94%	32.90%
负债和股东权益合计	10106.64	10275.51	11147.04	11735.50	带息债务/总负债	34.65%	53.16%	57.49%	56.73%
					流动比率	1.38	1.33	1.35	1.52
					速动比率	0.95	0.90	0.91	1.01
					股利支付率	0.00%	42.59%	16.53%	16.26%
					每股指标				
					每股收益	1.75	0.82	0.99	1.22
					每股净资产	8.00	8.38	9.21	10.23
					每股经营现金	1.45	0.27	0.57	0.91
					每股股利	0.00	0.35	0.16	0.20
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1907.51	760.11	958.99	1178.56					
PE	8.45	17.99	14.87	12.08					
PB	1.84	1.76	1.60	1.44					
PS	0.95	1.02	0.93	0.86					
EV/EBITDA	3.14	8.72	7.14	5.64					
股息率	0.00%	2.37%	1.11%	1.35%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn