

丰收之后是调整 产业链延伸值得看好

2008 年报点评

报告关键点：

- 08年业绩符合预期，全年来看仍是丰收的一年
- 我们预计09年草甘膦与有机硅均处于行业调整期，公司业绩将同比大幅度下滑
- 公司致力于技术进步和高附加值产业链深加工的延伸，长期发展值得看好

报告摘要：

- 全年业绩符合预期：**2008 年度公司共实现主营业务收入72.19亿元，同比增长88.59%；实现净利润约17.57亿元，实现基本每股收益5.89元，同比增长约239.72%；由于草甘膦和有机硅价格在四季度大幅下滑，公司08年四季度营业利润为8356万，环比大幅下降，全年业绩符合我们预期；由于草甘膦全年均价较高，08年仍然是丰收的一年，公司拟每10 股派发现金红利11 元（含税），保持了高分红的特点。
- 丰收之后是调整：**目前我国草甘膦产能约50 - 60万吨，全球约80万吨，全球消费量约50 - 60万吨，国内在建产能约10万吨，未来两年草甘膦市场供大于需，小产能面临关停或淘汰，09年2月以来随着草甘膦国际采购旺季的到来，草甘膦价格见底回升，但鉴于产能总体过剩的供给压力，我们预计09年草甘膦价格将逐渐回归理性，产业调整是09年的主旋律；由于国内有机硅单体新增产能在09 - 10年的集中释放，我们预计09 - 10年有机硅单体业务将维持较低毛利，以成本线获得价格支撑，等待下游应用的开发和需求的成长。
- 草甘膦 - 拓展原料路线，进军制剂领域：**公司江南化工厂2.5 万吨IDA法草甘膦装置预计将于09年下半年投产，公司原料路线和产品结构将更加完善；公司11万吨绿色农药剂型项目将进入建设期，建成后公司将从农药原料药进入农药制剂领域，成为公司未来新的增长点。
- 有机硅 - 延长产业链、聚焦深加工：**公司与迈图合资的10 万吨单体项目预计将于09 年下半年建成投产，绥化10 万吨硅块项目一期3 万吨已经初步建成、二期预计10年建成，今后公司将形成有机硅产业链的上下游一体化，并且重点放在有机硅下游产品的开发上，目前公司拥有1万吨室温胶、2万吨高温胶、0.7万吨混炼胶、1万吨三氯氢硅产能，在建的4.5万吨室温胶、9千吨偶联剂以及2.7万吨混炼胶，下游产品的增加可以有效提高产业链整体盈利能力。
- 产业链延伸值得看好：**公司在草甘膦和有机硅业务方面均具有技术和规模优势，目前两块业务均已进入产业链延伸发展阶段，随着高附加值产品的开发，我们预计公司盈利能力及稳定性将逐步提高，值得长期看好。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司09、10、11年EPS分别为1.93、2.40、3.46元，给予增持-A评级，十二个月目标价48元。
- 风险提示：**草甘膦和有机硅价格波动对公司盈利影响较大

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,828.0	7,219.2	3,700.0	4,630.4	5,711.7
Growth(%)	32.9%	88.6%	-48.7%	25.1%	23.4%
净利润	494.6	1,690.1	553.6	688.7	993.7
Growth(%)	50.1%	241.7%	-67.2%	24.4%	44.3%
毛利率(%)	29.3%	39.2%	28.1%	30.6%	35.8%
净利润率(%)	12.9%	23.4%	15.0%	14.9%	17.4%
每股收益(元)	1.72	5.89	1.93	2.40	3.46
每股净资产(元)	5.74	11.46	12.90	14.94	18.39
市盈率	23.6	6.9	21.0	16.9	11.7
市净率	7.1	3.5	3.1	2.7	2.2
净资产收益率(%)	32.4%	53.5%	15.8%	18.3%	23.6%
ROIC(%)	34.7%	84.8%	14.7%	22.8%	35.9%
EV/EBITDA	14.6	5.2	15.3	10.7	6.8
股息收益率	1.2%	1.5%	1.7%	2.1%	3.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 48.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 30.00 元

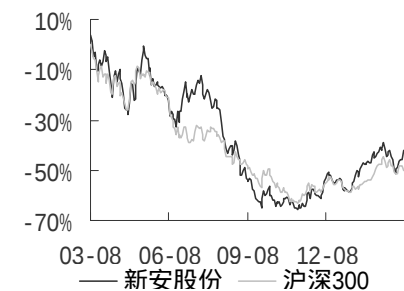
现价： 43.50 元

报告日期： 2009-03-10

市场数据

总市值(百万元)	12,475.21
流通市值(百万元)	8,558.35
总股本(百万股)	286.79
流通股本(百万股)	196.74
12 个月最高/最低	25.18/81.50 元
十大流通股东(%)	33.47%
股东户数	24,076

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.62	14.97	8.15
绝对收益	1.28	20.03	(42.15)

研究员

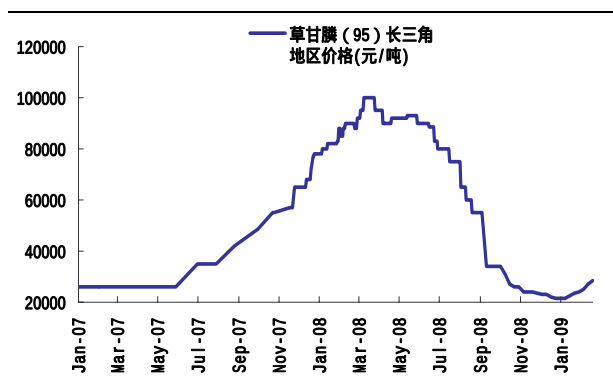
刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
方峻	行业分析师
021-68765357	fangjun@essence.com.cn
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essences.com.cn

前期研究成果

新安股份：三季度是盈利顶点	2008-10-28
管理费用的控制是增长的主要原因	2007-07-30

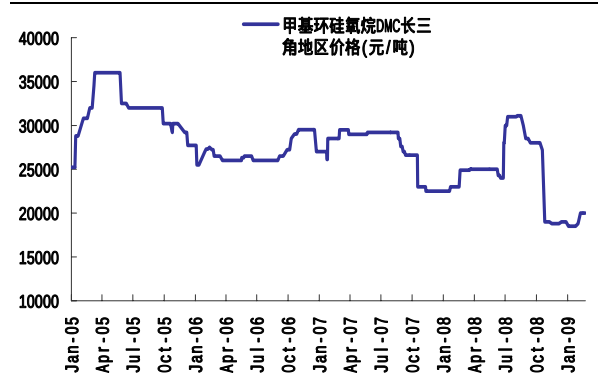
1. 附录：主导产品价格趋势

图 1 草甘膦价格见底反弹



数据来源：化工在线、安信证券研究中心

图 2 有机硅单体需求未见明显好转



数据来源：化工在线、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-3-7	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,828.0	7,219.2	3,700.0	4,630.4	5,711.7	成长性					
减: 营业成本	2,707.2	4,387.1	2,659.5	3,211.3	3,666.7	营业收入增长率	32.9%	88.6%	-48.7%	25.1%	23.4%
营业税费	16.4	68.3	18.5	44.0	54.3	营业利润增长率	44.3%	221.0%	-70.1%	35.5%	62.4%
销售费用	104.1	140.8	99.9	115.8	142.8	净利润增长率	50.1%	241.7%	-67.2%	24.4%	44.3%
管理费用	261.5	332.8	259.0	324.1	371.3	EBITDA 增长率	43.4%	186.5%	-68.4%	36.7%	55.0%
财务费用	29.9	21.8	2.7	9.7	1.6	EBIT 增长率	43.7%	210.7%	-70.2%	36.4%	60.9%
资产减值损失	19.9	61.4	-3.3	26.0	13.8	NOPLAT 增长率	49.4%	215.8%	-67.0%	34.9%	57.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.3%	89.9%	-13.1%	-0.1%	18.2%
投资和汇兑收益	1.4	9.3	-	-	-	净资产增长率	39.3%	99.6%	12.6%	15.8%	23.1%
营业利润	690.4	2,216.4	663.7	899.5	1,461.3	利润率					
加: 营业外净收支	23.4	-31.8	-	-	-	毛利率	29.3%	39.2%	28.1%	30.6%	35.8%
利润总额	713.8	2,184.6	663.7	899.5	1,461.3	营业利润率	18.0%	30.7%	17.9%	19.4%	25.6%
减: 所得税	180.1	426.7	79.6	116.9	219.2	净利率	12.9%	23.4%	15.0%	14.9%	17.4%
净利润	494.6	1,690.1	553.6	688.7	993.7	EBITDA/营业收入	22.1%	33.5%	20.7%	22.6%	28.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	18.8%	31.0%	18.0%	19.6%	25.6%
货币资金	820.8	1,397.5	1,524.4	2,380.5	2,932.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	78	53	116	110	110
应收帐款	53.3	229.5	38.9	48.6	60.0	流动营业资本周转天数	50	61	136	79	85
应收票据	31.1	7.0	9.7	12.1	15.0	流动资产周转天数	117	93	214	207	225
预付帐款	96.4	94.1	183.0	290.2	412.7	应收帐款周转天数	6	3	5	4	4
存货	477.7	527.8	377.7	456.1	520.8	存货周转天数	37	26	46	33	31
其他流动资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	248	188	447	402	383
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	175	152	363	269	238
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	22.9	124.5	41.6	41.6	41.6	ROE	32.4%	53.5%	15.8%	18.3%	23.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.9%	40.0%	12.2%	14.1%	18.8%
固定资产	939.8	1,194.6	1,192.8	1,649.6	1,842.0	ROIC	34.7%	84.8%	14.7%	22.8%	35.9%
在建工程	337.4	435.4	931.9	219.6	309.8	费用率					
无形资产	284.1	334.3	342.5	350.4	358.1	销售费用率	2.7%	2.0%	2.7%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	92.1	50.9	155.0	103.3	103.6	管理费用率	6.8%	4.6%	7.0%	7.0%	6.5%
资产总额	3,155.6	4,395.8	4,797.5	5,552.2	6,596.5	财务费用率	0.8%	0.3%	0.1%	0.2%	0.0%
短期债务	432.1	107.0	100.0	200.0	200.0	三费/营业收入	10.3%	6.9%	9.8%	9.7%	9.0%
应付帐款	369.8	484.5	255.0	308.0	351.6	偿债能力					
应付票据	323.6	145.0	111.0	134.0	153.0	资产负债率	47.8%	25.2%	22.9%	22.8%	20.1%
其他流动负债	161.4	155.9	224.9	215.1	203.0	负债权益比	91.6%	33.8%	29.7%	29.6%	25.1%
长期借款	129.5	124.2	524.2	524.2	524.2	流动比率	1.15	2.51	4.23	4.75	5.46
其他非流动负债	91.5	85.1	68.5	72.9	78.0	速动比率	0.77	1.88	3.47	4.06	4.73
负债总额	1,509.0	1,109.4	1,097.4	1,268.0	1,323.7	利息保障倍数	24.12	102.62	245.70	94.07	913.23
少数股东权益	191.3	295.1	324.1	413.3	649.3	分红指标					
股本	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	DPS(元)	0.50	0.60	0.68	0.84	1.21
留存收益	1,168.7	2,704.7	3,089.2	3,584.1	4,336.8	分红比率	29.0%	10.2%	35.0%	35.0%	35.0%
股东权益	1,646.6	3,286.4	3,700.1	4,284.2	5,272.8	股息收益率	1.2%	1.5%	1.7%	2.1%	3.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	533.7	1,757.9	553.6	688.7	993.7	EPS(元)	1.72	5.89	1.93	2.40	3.46
加: 折旧和摊销	124.3	181.9	99.4	137.9	160.3	BVPS(元)	5.74	11.46	12.90	14.94	18.39
资产减值准备	19.9	61.4	-3.3	26.0	13.8	PE(X)	23.6	6.9	21.0	16.9	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	3.5	3.1	2.7	2.2
财务费用	26.8	33.1	37.7	2.7	9.7	P/FCF	47.1	-22.4	8.0	14.7	32.1
投资收益	-1.4	-9.3	-	-	-	P/S	3.0	1.6	3.1	2.5	2.0
少数股东损益	39.1	67.8	30.5	93.9	248.4	EV/EBITDA	14.6	5.2	15.3	10.7	6.8
营运资金的变动	74.7	-199.7	-121.4	-131.0	-149.4	CAGR(%)	13.6%	-10.9%	39.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	711.7	1,859.7	561.4	825.2	1,268.4	PEG	1.7	-0.6	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-581.3	-699.8	-637.1	140.0	-460.0	ROIC/WACC	3.6	8.7	1.5	2.3	3.7
融资活动产生现金流量	130.3	-477.3	192.7	-150.7	-349.4	REP	1.6	0.4	2.2	1.4	0.7

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军,石油与化工行业首席研究员,化工硕士,5年证券研究经历,8年中国石化工作经验,曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名,2007年4月加盟安信证券研究中心
方峻,南京化工大学化学工程专业硕士,上海财经大学金融学博士

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034