

动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

新安股份 (600596)

推荐

09 年中期策略会会议纪要

(维持评级)

2009 年 7 月 13 日

2H09 有机硅需求将受益于地产销售复苏

分析师: 邱伟 qiuwei@guosen.com.cn 0755-82133263

分析师: 张栋梁 zhangdl@guosen.com.cn 0755-82130532

事项:

新安股份高管参加了国信证券 09 年中期策略会, 与投资者就行业与公司情况做了充分交流。

评论:

■ 房地产消费复苏将带动有机硅需求复苏

有机硅产品作为性能优异的密封胶、防水剂等 in 房地产领域应用广泛。硅酮密封胶作为建筑接缝密封胶应用于玻璃幕墙、铝合金门窗和塑钢门窗的胶粘密封, 全球使用量达到 50 万吨/年, 国内消费量达到 20 万吨。厨房、浴室、洗手间的防水密封, 橱窗、柜台、护墙板的密封也需要使用有机硅产品。将水性有机硅防水剂掺入水泥砂浆中, 可以起到缓凝剂、减水剂和增强剂的效果, 广泛用于外墙饰面、地下工程以及防水、防潮处理; 油性有机硅防水剂则用于釉面、瓷砖、地板砖、陶瓷等。

总体而言, 与房地产消费相关的有机硅需求量占总需求的 40% 左右。1Q09 以来房地产销售市场的复苏将带动房地产相关消费, 考虑到 3-6 个月的滞后期, 我们认为 2H09 有机硅需求将受房地产销售拉动而复苏。

■ 有机硅新装置 9 月投产, 成本优势将进一步突出

有机硅单体价格在 08 年底、09 年初跌至 16000 元/吨的低点, 行业大部分企业处于亏损状态, 新安股份的低成本优势使其保持微利; 目前有机硅单体价格反弹至 19000 元/吨, 新安股份装置满负荷正常生产, 有机硅行业整体的开工率达到 80% 左右。

与外资合作伙伴迈图规划有机硅单体产能总计 30 万吨/年, 新建的 10 万吨/年装置预计将于 8 月底建成, 9 月初开工建设。新装置顺利运行后, 将至少降低生产成本 30% 以上。

■ 过剩产能压制草甘膦价格, IDA 法 2 万吨/年装置 09 年底建成

前期草甘膦新增产能给草甘膦价格带来压力, 草甘膦价格自 3 月份从 27000 元/吨下跌到 21000 元/吨, 草甘膦行业开工率在 60-70%。我们预计 2H09 年草甘膦市场将趋于平稳。

镇江江南化工 IDA 法草甘膦生产装置建设进展顺利, 2 万吨/年 IDA 草甘膦有望于 09 年底建成投产。

■ 收购杭化院打造良好科研平台，实现领先化工企业周期性成长

公司通过收购持有杭州化工研究院 33.43% 股权，成为杭化院的第一大股东。利用杭化院在精细化工、新材料等领域的领先产品开发能力，打造一个良好的科研平台，吸引优秀人才进行研发工作，有利于公司开拓新业务、实现产品多元化。

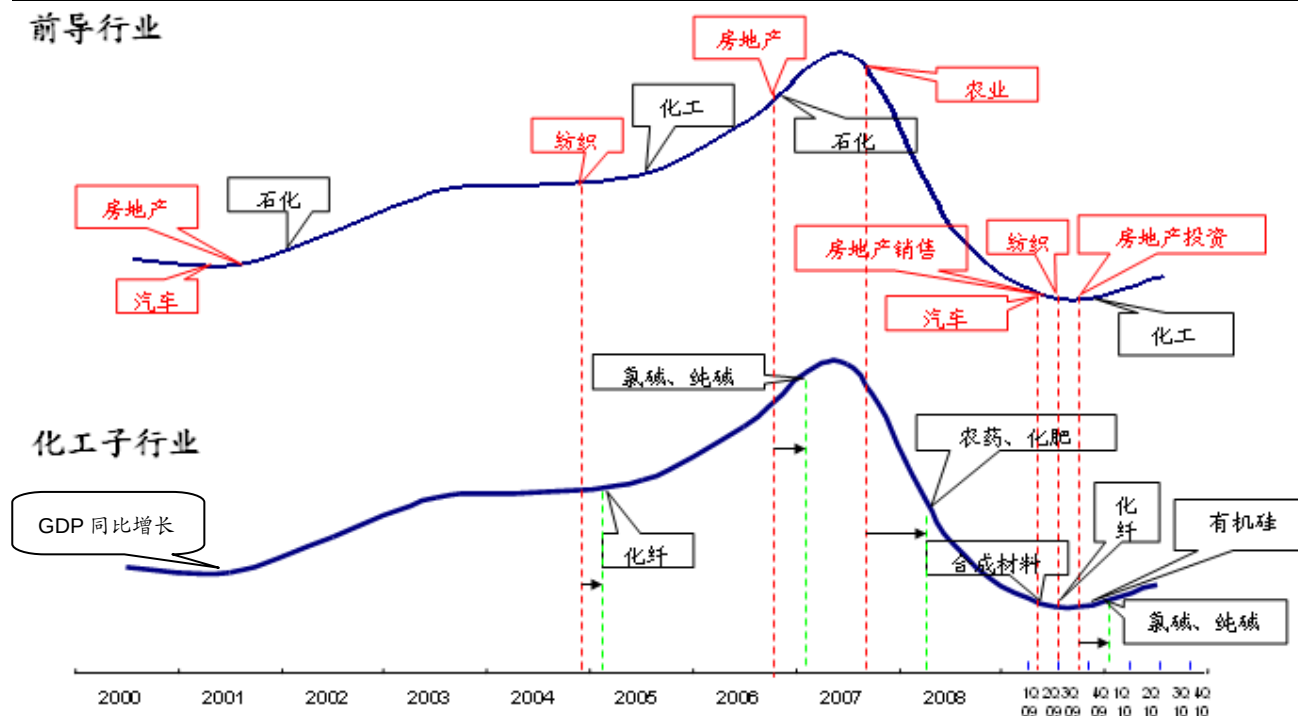
我们认为国内领先化工企业将走上周期性成长之路（详见我们的 09 年化工行业中期策略《次第复苏下的周期性成长股》），中国领先化工企业目前处于产品多样化阶段的初期：在资本、技术、人力资源方面的原始积累已经基本完成，研发已经初步进入产出期，未来将不断有新产品投放市场并取得超额收益。以满足下游需求为导向，通过开拓性的研发、并购等手段，实施向下游及相关多样化方向扩张的策略，正是以新安股份为代表的国内领先化工企业在这一发展阶段的特征。

■ 房地产销售带动有机硅需求复苏，维持“推荐”评级

“草甘膦+有机硅”双轮驱动新安股份业绩增长，08 年草甘膦市场火热给公司带来丰厚利润；在 09 年草甘膦市场归于平静后，房地产销售复苏带动的有机硅需求复苏将成为驱动公司业绩超预期的关键因素。

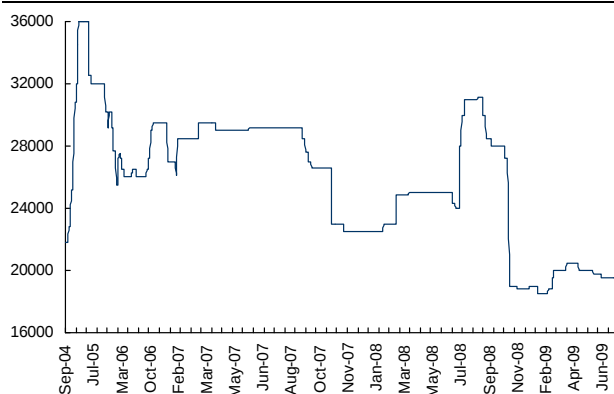
预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 1.70、2.90、3.40 元，维持公司“推荐”评级。

图 1：行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏示意图



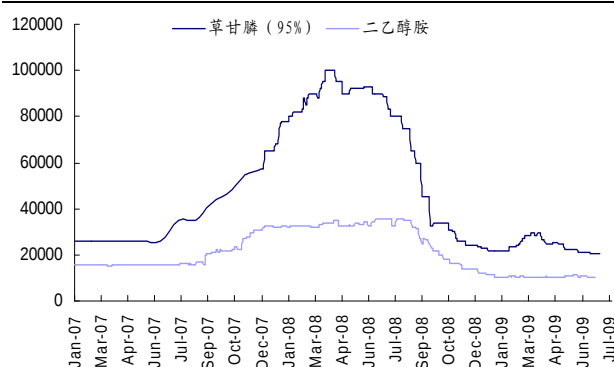
资料来源：国信证券经济研究所

图 2：04.09 - 09.07 甲基环硅氧烷价格变化 元/吨



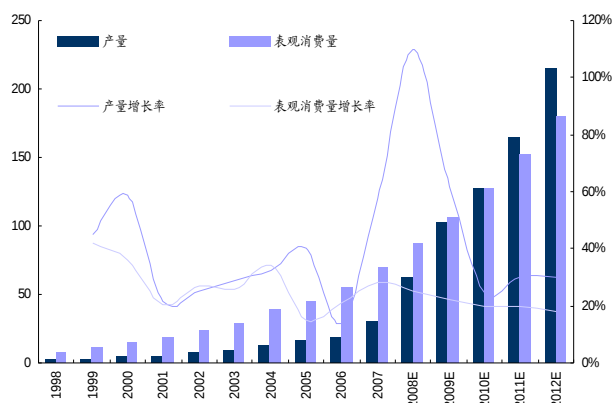
资料来源：Chemsino，国信证券经济研究所

图 3：07.01 - 09.07 草甘膦价格走势 元/吨



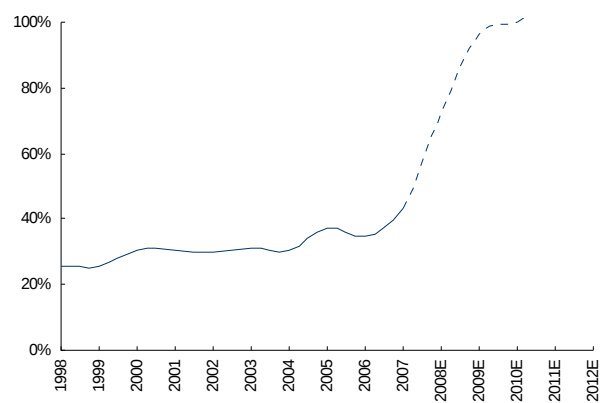
资料来源：Chemsino，国信证券经济研究所

图 4: 国内有机硅单体生产、消费情况 万吨



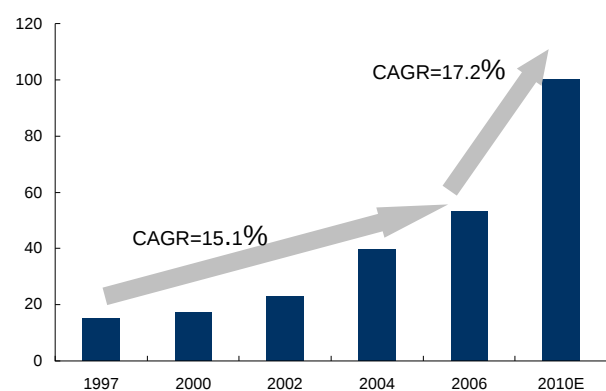
资料来源: 中国化工信息网, 国信证券经济研究所

图 5: 96-10E 国内有机硅单体自给率



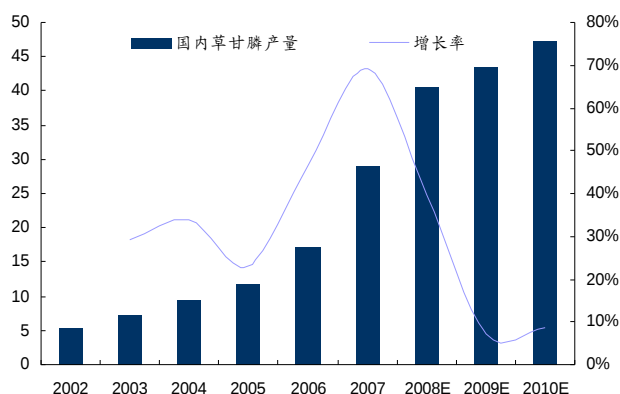
资料来源: 中国化工信息网, 国信证券经济研究所

图 6: 2006 ~ 2010 年草甘膦全球增长情况 万吨



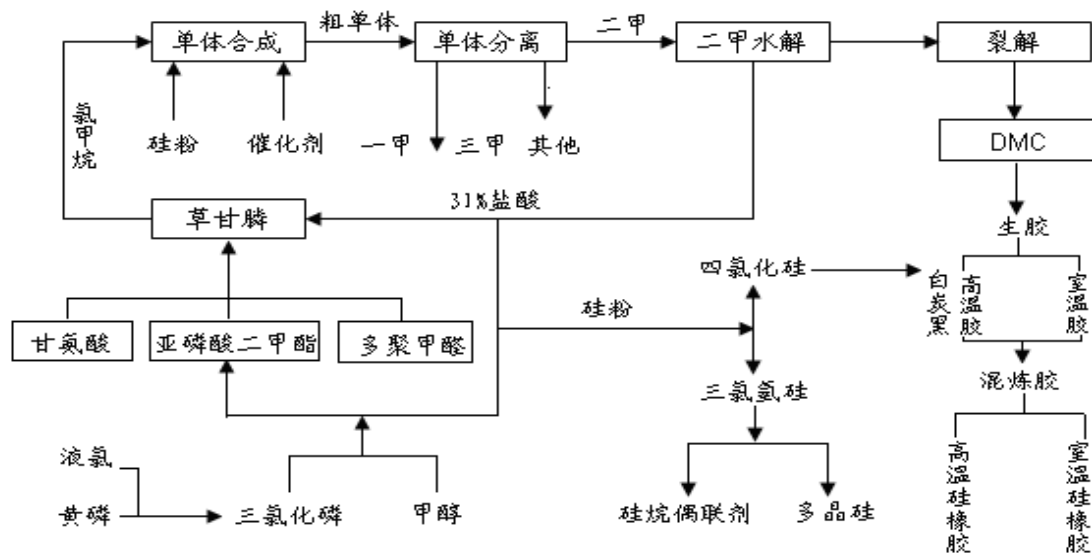
资料来源: 石化行业协会, 国信证券经济研究所

图 7: 国内草甘膦产能扩张情况 万吨



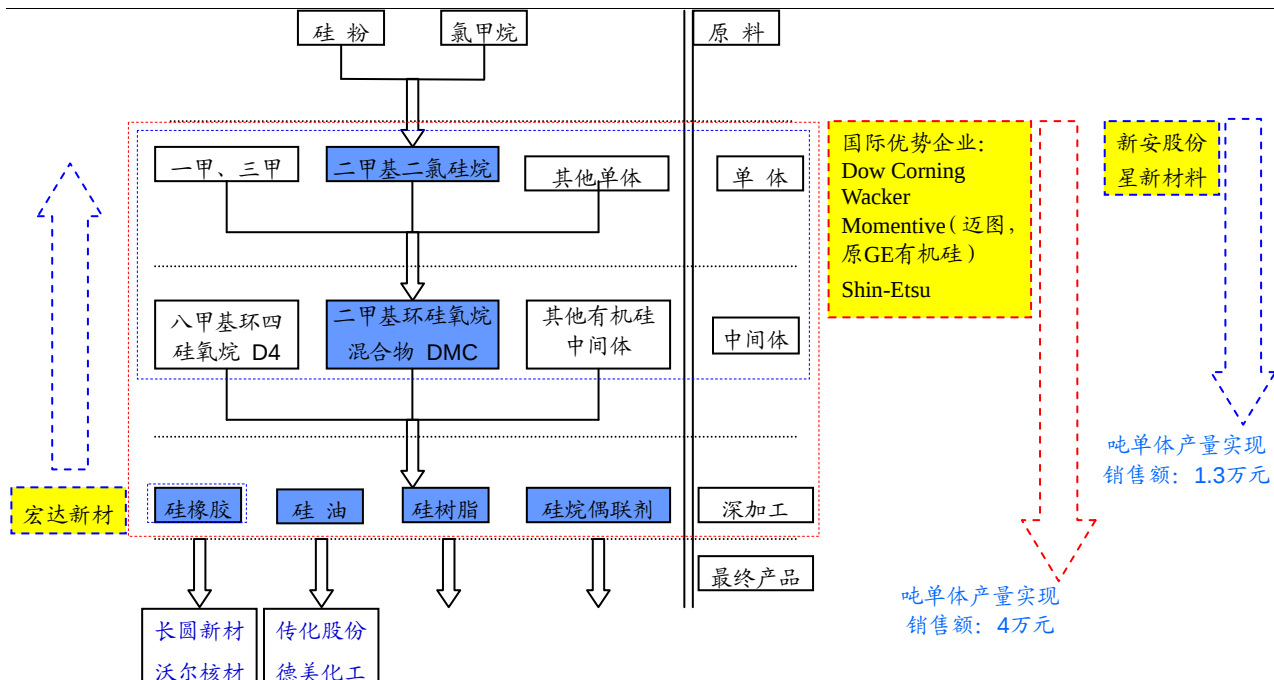
资料来源: Chemsino, 国信证券经济研究所

图 8：新安股份有机硅与草甘膦联产工艺



资料来源：国信证券经济研究所

图 9：有机硅产业链



资料来源：国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1398	1847	2498	3462	营业收入	7219	4070	5633	6234
应收款项	236	134	185	205	营业成本	4387	3040	3944	4218
存货净额	528	360	417	503	营业税金及附加	68	16	23	25
其他流动资产	94	53	74	81	销售费用	141	81	152	168
流动资产合计	2256	2394	3174	4251	管理费用	333	219	255	282
固定资产	1631	1639	1553	1456	财务费用	22	5	3	1
无形资产及其他	334	327	319	312	投资收益	9	9	9	9
投资性房地产	50	50	50	50	资产减值及公允价值变动	(61)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	124	124	124	124	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4396	4535	5221	6193	营业利润	2216	697	1244	1529
短期借款及交易性金融负债	114	100	100	100	营业外净收支	(32)	(32)	(32)	(32)
应付款项	558	376	261	279	利润总额	2185	666	1213	1497
其他流动负债	228	155	202	217	所得税费用	427	107	194	240
流动负债合计	900	631	563	597	少数股东损益	68	70	187	281
长期借款及应付债券	124	124	124	124	归属于母公司净利润	1690	489	832	976
长期负债合计	209	209	209	209	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	1109	840	773	806	净利润	1690	489	832	976
少数股东权益	295	357	522	770	资产减值准备	41	(61)	0	0
股东权益	2991	3337	3926	4617	折旧摊销	182	142	165	174
负债和股东权益总计	4396	4535	5221	6193	公允价值变动损失	61	20	20	20
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(231)	(6)	(196)	(80)
每股收益	5.89	1.70	2.90	3.40	其它	18	123	165	248
每股红利	0.69	0.50	0.85	0.99	经营活动现金流	1762	708	985	1339
每股净资产	10.43	11.64	13.69	16.10	资本开支	(435)	(101)	(91)	(90)
ROIC	67%	20%	39%	48%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	57%	15%	21%	21%	投资活动现金流	(537)	(101)	(91)	(90)
毛利率	39%	25%	30%	32%	权益性融资	36	0	0	0
EBIT Margin	32%	18%	22%	25%	负债净变化	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	34%	21%	25%	28%	支付股利、利息	(198)	(143)	(243)	(285)
收入增长	89%	-44%	38%	11%	其它融资现金流	(277)	(14)	0	0
净利润增长率	242%	--	70%	17%	融资活动现金流	(648)	(157)	(243)	(285)
资产负债率	32%	26%	25%	25%	现金净变动	577	450	651	964
息率	1.8%	1.3%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	821	1398	1847	2498
P/E	6.4	22.2	13.1	11.1	货币资金的期末余额	1398	1847	2498	3462
P/B	3.6	3.3	2.8	2.4	企业自由现金流	1784	635	935	1299
EV/EBITDA	4.8	13.7	8.2	6.8	权益自由现金流	1502	616	932	1298

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

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。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。