

化学制品

新安股份 (600596. SH) / 13.45 元
草甘膦等待转机 有机硅业务向好

事 项

2010年6月10日，华创证券化工行业研究员到浙江新安股份进行了调研。

主要观点

1、草甘膦暂时不乐观，有机硅情况较好。草甘膦处于产能过剩，行业处于洗牌的过程中，这种现状还将持续一段时间，小企业真正退出市场之时是行业出现转机之日。有机硅行业目前处于供需大体平衡状态，有机硅单体生产在两年内还可保持乐观，有机硅下游具备优势的企业产销情况非常好，毛利率也很高。

2、新安股份是国内草甘膦和有机硅行业的风向标。新安股份草甘膦和有机硅产品生产规模、技术水平和综合优势均居国内同行前列。目前草甘膦满负荷生产，行业竞争环境使草甘膦毛利不高；有机硅产销良好，是目前公司主要利润来源。

3、公司未来前景较好。对具备优势的新安股份来说，最后将从草甘膦行业洗牌中受益，回归到合理利润水平；公司向制剂领域发展，可提高毛利，开拓东南亚市场。公司目前已成为有机硅上下游一体化企业，产品包括单体、高温硅橡胶和室温硅橡胶，单体基本自用，即使未来有机硅单体出现有效产能过剩，公司依然能够良好发展。

4、预测新安股份 2010 年、2011 年 EPS 为 0.35 元和 0.48 元。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

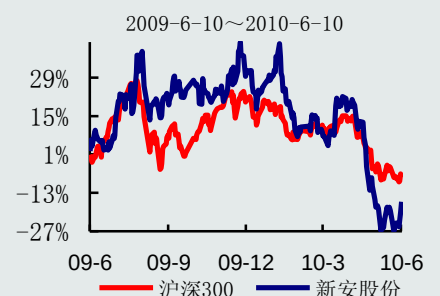
投资评级

投资评级:	不评级
评级变动:	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	67918
流通 A 股/B 股(万股)	48109/0
资产负债率(%)	26.92
每股净资产(元)	12.79
市盈率(倍)	31.00
市净率(倍)	1.05
12 个月内最高/最低价	51.1/11.4

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、行业现状

草甘膦是世界上最大的农药品种，约占全球农药市场需求的 19%。2008 年全球需求量 64 万吨，国际市场草甘膦原药需求年增长速度在 10% 左右，预计 2010 年消耗量约 76 万吨，国内草甘膦产能超过 70 万吨，几乎可以满足全球需求，行业处于产能严重过剩。目前只有具备成本优势的草甘膦企业处于满负荷生产，多数企业开工率严重不足，没有优势的小企业处于停产状态，行业处于洗牌的过程中，这种现状还将持续一段时间，小企业真正退出市场之时是行业出现转机之日。

有机硅行业目前处于供需大体平衡状态。经统计，国内有机硅单体产能 2011 年底将达到 166 万吨，从产能来说已经过剩，但有机硅单体生产具备技术壁垒，有效产能远小于表观产能，有机硅单体生产在两年内还可保持乐观；有机硅下游最大的应用领域是高温硅橡胶和室温硅橡胶，二者占 80% 以上的市场份额；目前有机硅下游企业较多，优势企业较少，具备优势的企业产销情况非常好，毛利率也很高。

二、公司现状

新安股份是国内草甘膦和有机硅行业的风向标。公司充分利用草甘膦—有机硅的产品链结构优势，不断扩大草甘膦、有机硅生产规模，在保持草甘膦产品国内龙头地位的前提下，有机硅迅速成长为公司新的支柱产业，其生产规模、技术水平和综合优势均居国内同行前列。

草甘膦满负荷生产，毛利不高。由于公司在草甘膦生产方面具备优势，公司草甘膦处于满负荷生产；由于行业有效产能过剩，行业处于盈亏平衡点附近，新安股份草甘毛利依然较低，处于微利状态；虽然利润不高，但在行业洗牌过程中能有效维持客户，一旦行业出现转机，公司将成为最大的受益者。

有机硅产销良好，是目前公司主要利润来源。公司从有机硅单体生产企业逐步转向上下游一体化生产企业，公司现有有机硅上下游装置均满负荷生产，产销两旺。

三、公司未来前景较好

公司利用其特有的氯循环技术，从草甘膦和亚磷酸二甲酯生产过程中回收氯甲烷用于有机硅单体生产，降低了成本，提高了效益，增强了竞争力。

草甘膦行业低迷还将维持一段时间，但对具备优势的新安股份来说，最后将从行业洗牌中受益，回归到合理利润水平。公司建设超过 10 万吨的草甘膦下游加工，目前装置建设顺利。公司积极向草甘膦下游拓展，一方面可获得更高的毛利，另一方面，草甘膦制剂生产为公司草甘膦产品成功拓展东南亚和台湾市场提供了条件（东南亚和台湾地区没有草甘膦制剂生产企业）。

公司正在建设有机硅室温硅橡胶项目，目前建设顺利，部分产能已经投产；公司目前已成为有机硅上下游一体化企业，产品包括单体、高温硅橡胶和室温硅橡胶，有机硅单体基本自用，即使未来有机硅单体出现有效产能过剩，公司依然能够良好发展。

四、盈利预测

预测新安股份 2010 年、2011 年 EPS 为 0.35 元和 0.48 元。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2817	3332	3774	4484
现金	1841	2501	2885	3585
应收账款	134	134	164	144
其它应收款	11	8	9	9
预付账款	125	105	108	113
存货	559	522	536	539
其他	146	61	72	93
非流动资产	2877	2836	2852	2848
长期投资	148	98	123	123
固定资产	1681	1593	1510	1425
无形资产	404	490	543	598
其他	645	655	675	703
资产总计	5694	6169	6626	7332
流动负债	877	1048	972	1006
短期借款	113	217	146	159
应付账款	598	453	488	513
其他	166	377	339	334
非流动负债	656	853	1073	1360
长期借款	608	787	1006	1300
其他	48	66	67	60
负债合计	1533	1901	2045	2366
少数股东权益	212	223	232	243
股本	309	679	679	679
资本公积金	1103	757	791	832
留存收益	2484	2599	2849	3152
归属母公司股东权益	3895	4035	4318	4663
负债和股东权益	5694	6159	6596	7272

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	269	554	384	542
净利润	297	248	335	414
折旧摊销	184	109	108	116
财务费用	-4	15	10	9
投资损失	-1	-3	-4	-3
营运资金变动	-232	218	-66	13
其它	24	-32	0	-7
投资活动现金流	-940	-59	-98	-81
资本支出	789	0	0	0
长期投资	-162	-49	25	-0
其他	-313	-108	-73	-82
筹资活动现金流	1099	165	98	239
短期借款	6	104	-72	13
长期借款	484	179	219	294
普通股增加	22	370	0	0
资本公积增加	931	-346	34	41
其他	-344	-143	-84	-109
现金净增加额	427	660	384	700

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3850	4462	5463	6826
营业成本	3100	3720	4531	5647
营业税金及附加	17	27	36	39
营业费用	134	121	148	203
管理费用	325	298	358	494
财务费用	-4	15	10	9
资产减值损失	-3	19	22	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	3	4	3
营业利润	281	265	361	421
营业外收入	89	63	84	120
营业外支出	24	36	50	53
利润总额	346	292	395	487
所得税	49	44	59	73
净利润	297	248	335	414
少数股东损益	3	10	10	11
归属母公司净利润	295	238	326	403
EBITDA	461	388	479	546
EPS（元）	0.95	0.35	0.48	0.59

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-46.7%	15.9%	22.4%	25.0%
营业利润	-87.3%	-5.8%	36.3%	16.6%
归属母公司净利润	-82.5%	-19.1%	36.6%	23.9%
获利能力				
毛利率	19.5%	16.6%	17.1%	17.3%
净利率	7.7%	5.3%	6.0%	5.9%
ROE	7.6%	5.9%	7.5%	8.6%
ROIC	8.2%	8.4%	11.3%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	26.9%	30.9%	31.0%	32.5%
净负债比率	47.69%	53.13%	56.69%	61.99%
流动比率	3.21	3.18	3.88	4.46
速动比率	2.56	2.66	3.31	3.91
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.75	0.85	0.98
应收帐款周转率	22	33	36	44
应付帐款周转率	6.13	7.08	9.63	11.29
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.35	0.48	0.59
每股经营现金	0.40	0.82	0.57	0.80
每股净资产	5.74	5.94	6.36	6.87
估值比率				
P/E	14.09	38.34	28.06	22.65
P/B	1.07	2.26	2.12	1.96
EV/EBITDA	18	21	17	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801