

分析师：	刘俊	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490208090171
联系人：	梅崧玺	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		
	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	张翔	(8627) 65799773	zhangxiang1@cjsc.com		

草甘膦价格见底 有机硅项目贡献增量

事件描述

新安股份 2010 年 8 月 16 日公布半年报，主要内容为：

公司 2010 年实现营业总收入 22.39 亿元，同比增长 10.95%；实现营业利润 1.2 亿元，同比减少 42.10%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.0 亿元，实现每股收益 0.152 元，同比减少 36.9%。实现扣除非经常性损益后基本每股收益 0.139 元，同比降低 42.16%。业绩基本符合预期，我们有以下四点点评：

第一：草甘膦价格 2010 年二季度继续下滑，农药业务毛利率同比，环比都有所降低，是公司业绩降低的主要原因。

第二：除了三费外，有机硅业务收入，毛利率有所回升，部分抵消了草甘膦盈利恶化的不利影响。

第三：新安迈图有机硅项目进度低于预期，但对公司的影响不大。未来公司有机硅业务增量明确。

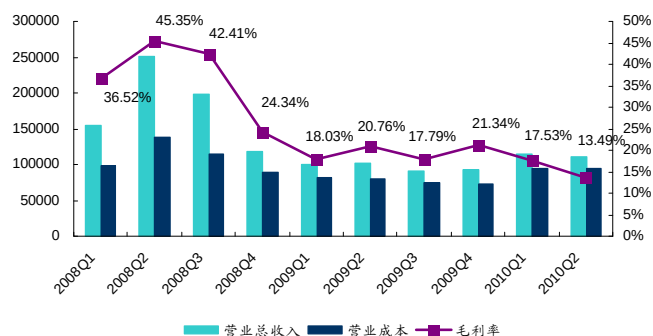
第四：盈利预测和估值：公司有机硅项目进度和盈利有较大的不确定性，若草甘膦价格维持当前低迷的状态，预计公司 2010 年，2011，2012 年业绩为 0.387，0.710，0.847 对应 PE 分别为 35.99，19.62，16.44。公司当前 PB 为 2.4，且账面上有大量的现金，我们预计公司可能会在草甘膦行业低估时期进行一些横向的收购以提高是市场份额和竞争力。考虑到当前草甘膦价格见底，有机硅未来增量明确，我们维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

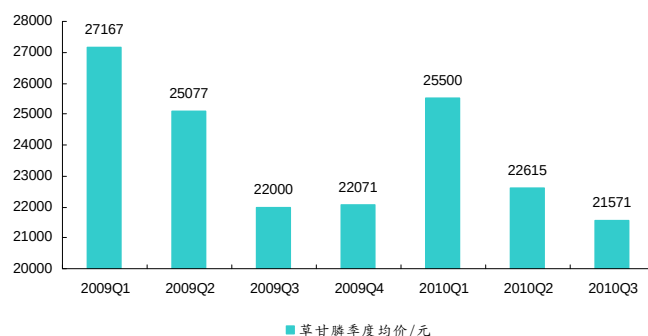
第一， 草甘膦价格 2010 年二季度继续下滑，农药业务毛利率同比，环比都有所降低，是公司业绩降低的主要原因。

公司 2 季度毛利率下降至 13.49%，为近年来罕见的低点，同比较 2009 年 1 季度降低 4.3%，环比较 1 季度降低 4%。我们认为草甘膦价格同比，环比大幅降低是公司毛利率降低的主要原因。根据我们跟踪的数据，草甘膦 2 季度均价达到 22615 元/吨，较 2009 年同期约降低 2500 元/吨，较 2010 年 1 季度约降低 3000 元/吨。

根据我们了解到的情况，公司目前出厂价预计为 19500 元/吨，维持不盈利。尽管草甘膦价格较 1 季度明显降低，但公司也未出现亏损，我们预计可能跟草甘膦副产物氯甲烷价格因氯气供应不足而大涨有关。氯甲烷之前正常情况为 2000 元/吨，当前价格为 4000 元/吨。公司出厂价 3 月份的时候达到过 23000 元/吨，当前黄磷价格上涨后，主要原料甘氨酸，黄磷价格跟一季度差别不大，行业成本跟之前没有明显的差别。参考 2009 去年的情况，草甘膦下半年的毛利率有继续走弱的可能。

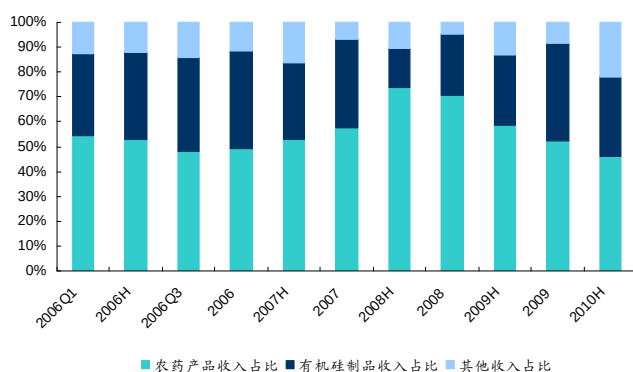
图 1: 公司 2010 年 2 季度毛利率持续走低


资料来源：公司公告，长江证券研究部

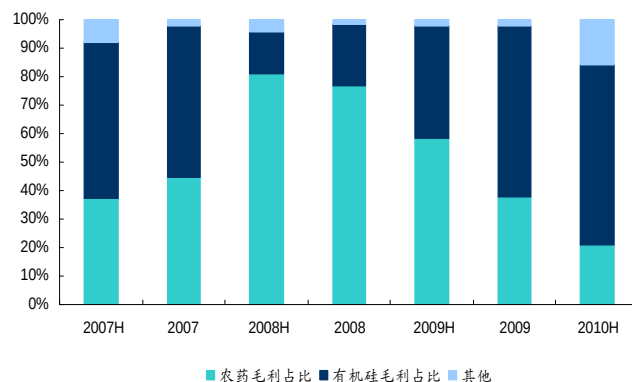
图 2: 2010 年 2 季度草甘膦均价同比，环比持续走低


资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

由于草甘膦价格的下跌，2010 年上半年，公司农药业务在营业收入中的占比下滑至 46.3%，农药业务在营业毛利中的占比下滑至 21.3%。

图 3: 2010 年上半年农药业务收入占比持续降低


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 2010 上半年农药业务毛利占比持续降低


资料来源：公司公告，长江证券研究部

草甘膦的产能和需求均难以精确统计，从目前的情况看，草甘膦行业处于全行业亏损的状态。新安由于其与有机硅联产的优势，且氯甲烷价格大幅上涨，草甘膦业务勉强能够维持，我们认为考虑到成本支撑，草甘膦价格基本见底。

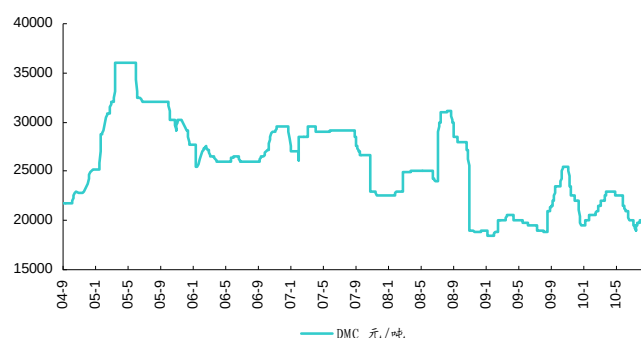
表 1: 当前草甘膦成本的估计

	单耗	单价	成本
甘氨酸	0.57	10000	5700
亚磷酸二甲酯	1.015	9500	9643
多聚甲醛	0.485	4000	1940
氢氧化钠	1.1	1880	2068
三乙胺	0.06	10000	600
甲醇	0.55	2390	1315
其它			1000
折旧、能源、人工等			1500
合计			23765
复产氯甲烷		4000	(3900)
完全成本			19865

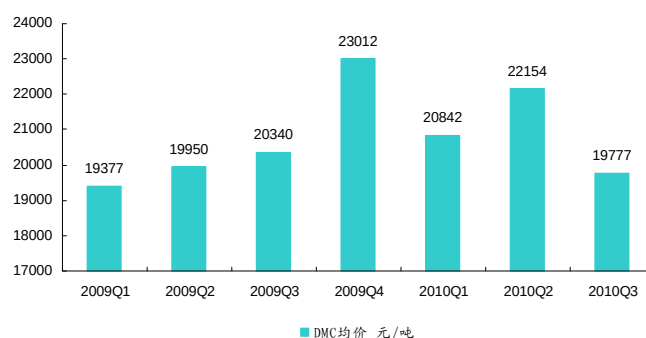
资料来源：长江证券研究部

第二：除了费用外，有机硅业务收入，毛利率有所回升，部分抵消了草甘膦盈利恶化的不利影响。

有机硅 6 月份价格前期跌至 19000，现在又重新站稳 20000 元/吨。有机硅国际厂商之前通过搞价格战等方式竞争，但国内以新安为代表的厂商反而在这个过程中成长起来了。如今国际的道康宁瓦克不愿意搞价格战，也就是说到 19000 的时候国际厂商就通过限制开工来支持价格，19000 元/吨基本就是价格的底部。若当前 DMC 的价格得到维持，有机硅业务的盈利还是不错的。未来随着迈图等项目的投产，有机硅业务的毛利率可能会由于分母基数的原因有所降低，但总收入的提高将足以抵消毛利率降低影响，有机硅业务也是公司近两年业务的主要增长点。

图 5：公司 2010 年 DMC 价格低位维持

资料来源：WIND，长江证券研究部

图 6：2010 年 2 季度 DMC 均价有所上涨

资料来源：WIND，长江证券研究部

我国当前有机硅产能接近 100 万吨，目前在建的产能超过 50 万吨，但由于有机硅的开工不稳定，行业部分产能为无效产能，且从投产到顺利开车，预计需要 1 年左右的调试期。因此行业的过剩情况可能小于市场的预期。

表 2：当前有机硅单体产能统计

公司名称	地址	产能（万吨）
江西星火	江西九江	20
山东金岭	山东广饶	12
新安股份	浙江建德	10
合盛化工	浙江嘉兴	6
浙江中天	浙江衢州	6
山西三佳	山西介休	6
山东东岳	山东淄博	6
唐山三友	河北唐山	6
江苏弘博	江苏溧阳	6
浙江恒业成	浙江绍兴	5
宏达新材	江苏扬中	5
江苏梅兰	江苏泰州	4
泸州北方	四川泸州	3
产能合计		95

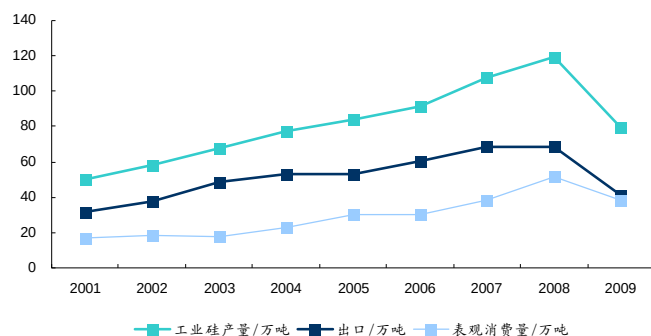
资料来源：长江证券研究部

表 3：在建有机硅单体产能统计

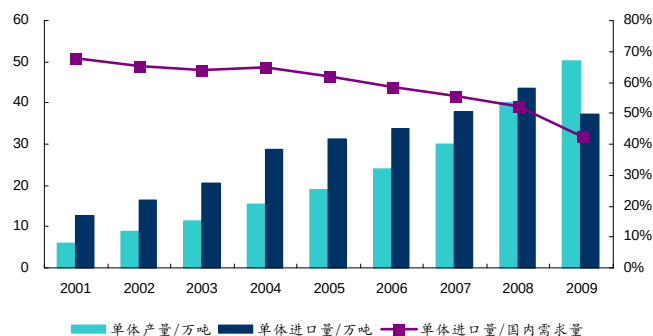
公司名称	地址	装置能力/万吨	备注
道康宁瓦克	张家港	40	一期 20 万吨计划 9 月份开车
新安股份	浙江建德	10	预计 9 月开车
鲁西化工	山东东阿	5	预计 2010 年底建成
泸州北方	四川泸州	7	预计 2010 年底建成
湖北兴发	湖北宜昌	6	预计 2010 年底建成
产能合计		68	

资料来源：长江证券研究部

市场对有机硅行业的认识很可能偏悲观，还有产业结构和二甲基回收技术两个方面的原因。但通过之前与业内专家的沟通，我们认为有机硅单体产能上来之后，我国有机硅产业链将从出口金属硅发展到出口单体，也就是说只需要把出口的产业链往下延伸了一步即可，对整体的竞争格局的影响可能不如市场预计的大。此外，单体技术中，二甲基的收率高低对有机硅盈利有较大的影响。根据前期的了解，收率每提高 1% 将影响盈利 1000 万，新安二甲基的收率达到 85%，高于行业平均 10% 左右，因此国内其他有机硅厂商给新安带来的竞争压力并不大，新安主要的竞争对手是以瓦克为代表的国际厂商。

图 3：当前工业硅出口比例仍在 50% 左右


资料来源：WIND，长江证券研究部

图 4：若出口的工业硅折算成单体


资料来源：WIND，长江证券研究部

表 4：有机硅产业链的竞争优势

产业链环节	核心竞争要素	产业特性
工业硅	能源价格，资源品位能源/资源密集型	能源/资源密集型
有机硅单体	生产技术水平	技术密集型
有机硅材料	应用技术水平	技术密集型
有机硅应用产品	劳动力价格	劳动力密集型

资料来源：长江证券研究部

第三：新安迈图有机硅项目进度低于预期，但对公司的影响不大，公司有机硅业务增量明确。

新安迈图有机硅 10 万吨单体项目当前仍在试车，迈图项目目前还在试车，压力容器有一些设备需要重新订购，我们预计 9 月份能够正式投产。其余的有机硅项目进度，盈利都具有较大的不确定性，目前来看难以准确的预测。尽管进度低于预期，但并不影响 2011 年的盈利情况。根据上半年建好的项目，我们预计公司下半年业绩的增量主要为（1）迈图项目投产；（2）大为 2.7 万吨室温胶 8 月份开始盈利；（3）4.5 万吨室温胶 1 期项目 2010 年年终建好。产能结果图参见本报告末。

第四：盈利预测和估值：

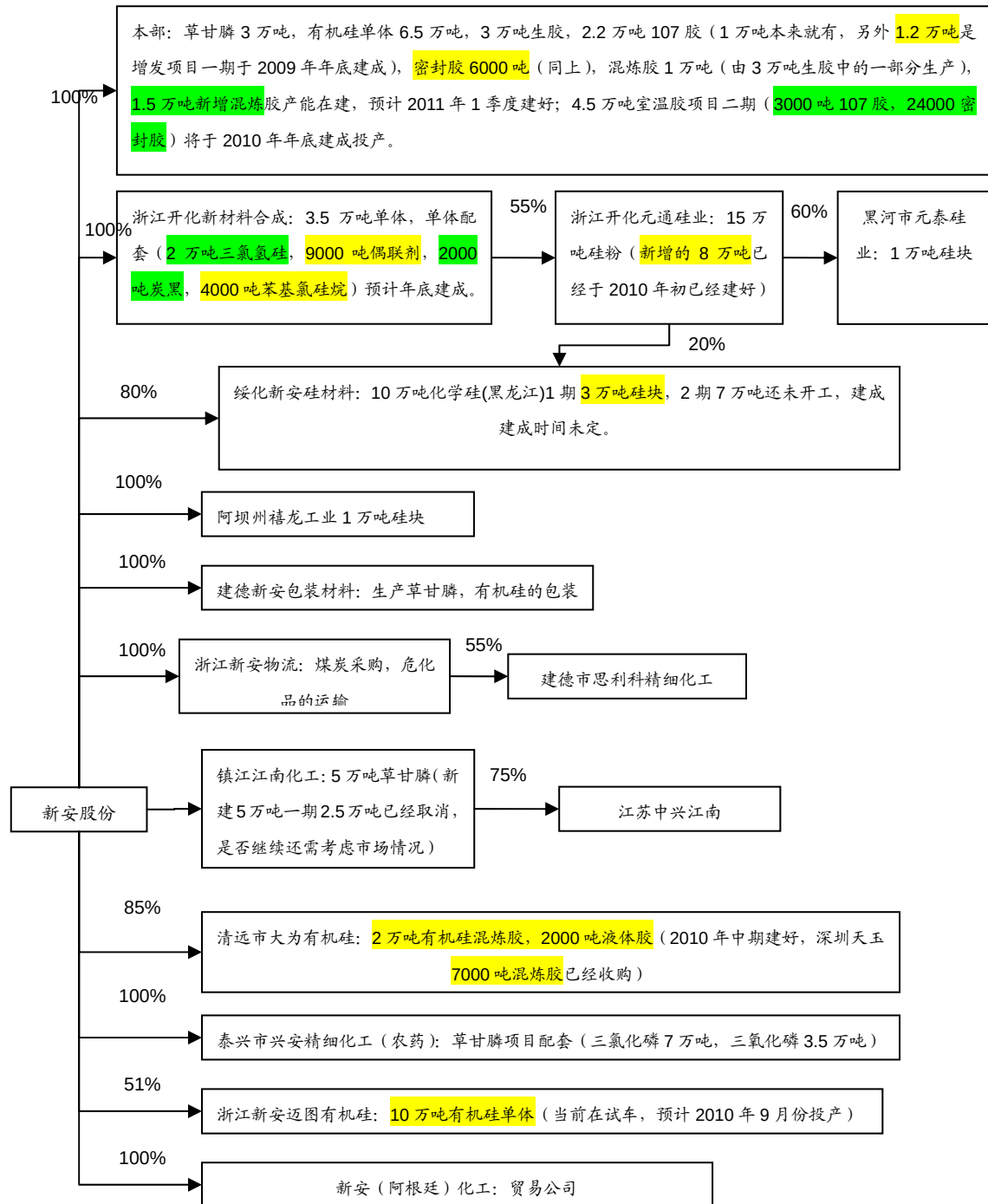
公司有机硅项目进度和盈利有较大的不确定性，若草甘膦价格维持当前低迷的状态，根据公司公告，增发项目，农药项目全部投产的话，2012 年业绩预计为 0.75 左右。预计公司 2010 年，2011，2012 年业绩为 0.387，0.710，0.847 对应 PE 分别为 35.99，19.62，16.44。公司当前 PB 为 2.4，且账面上有大量的现金，我们预计公司可能会在草甘膦行业低估时期进行一些横向的收购以提高是市场份额和竞争力。考虑到当前草甘膦价格见底，有机硅未来增量明确，我们维持对公司的“推荐”评级。

表 5：新安的产能结构表

	2009	2010E	2011E
单体	10.0	12.5	20.0
折合 DMC	5.0	6.25	10.0
107 胶	1.0	2.2	2.5
密封胶	0.0	0.6	3.0
室温胶合计	1.0	2.8	5.5
生胶	2.3	0.9	0
混炼胶	1.0	3.2	5.4
高温胶合计	3.3	4.1	5.4
硅块	2.0	5.0	5.0
硅粉	7.0	15.0	15.0
偶联剂		0.45	0.9
苯基氯甲烷		0.2	0.4
白炭黑			0.2
三氯氢硅			2

资料来源：长江证券研究部

图 9: 公司的股权/产能结构图



资料来源: 长江证券研究部 (黄色部分为公司 2010 年可能的业绩增量, 绿色部分为公司 2011 年可能的业绩增量)

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3850	6069	6832	7624	货币资金	1841	1695	1863	2237
营业成本	3100	4963	5385	5969	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	750	1107	1447	1655	应收账款	146	225	253	282
% 营业收入	19.5%	18.2%	21.2%	21.7%	存货	559	893	968	1073
营业税金及附加	17	27	30	33	预付账款	125	202	220	243
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	82	130	147	164
销售费用	134	212	239	267	流动资产合计	2817	3249	3567	4129
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	325	516	581	648	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	-4	30	27	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产合计	2278	2548	2781	2887
资产减值损失	-3	13	5	5	无形资产	404	383	364	346
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	27	27	27	27
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	21	2	1	1
营业利润	281	309	566	675	其他非流动资产	147	147	147	147
% 营业收入	7.3%	5.1%	8.3%	8.9%	资产总计	5694	6356	6887	7537
营业外收支	65	0	0	0	短期贷款	123	0	0	0
利润总额	346	309	566	675	应付款项	679	1086	1178	1306
% 营业收入	9.0%	5.1%	8.3%	8.9%	预收账款	65	103	116	130
所得税费用	49	43	79	95	应付职工薪酬	24	39	43	47
净利润	297	265	487	581	应交税费	-67	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	52	85	93	103
的净利润	294.7	262.9	482.1	575.5	流动负债合计	877	1313	1430	1586
少数股东损益	3	2	5	5	长期借款	608	608	608	608
EPS（元/股）	0.43	0.39	0.71	0.85	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	48	48	48	48
经营活动现金流净额	269	508	735	862	负债合计	1533	1969	2085	2241
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	3949	4172	4582	5071
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	212	215	219	225
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4161	4387	4801	5296
固定资产投资	-780	-461	-468	-376	负债及股东权益	5694	6356	6887	7537
其他	-160	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-940	-461	-468	-376		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.434	0.387	0.710	0.847
股权融资	988	0	0	0	BVPS	12.79	13.51	6.75	7.47
银行贷款增加（减少）	493	-123	0	0	PE	32.11	35.99	19.62	16.44
筹资成本	379	-69	-99	-112	PEG	1.28	1.44	0.79	0.66
其他	-760	0	0	0	PB	1.09	1.03	2.06	1.87
筹资活动现金流净额	1099	-193	-99	-112	EV/EBITDA	18.13	15.25	9.68	7.91
现金净流量	429	-145	168	374	ROE	7.5%	6.3%	10.5%	11.3%

分析师介绍

梅崑奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。