

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lilil12345@sina.com

草甘膦盈利大幅下滑, 拖累公司业绩

——新安股份(600596) 中报点评

研究报告——中报点评

观望(维持)

发布日期: 2010年08月17日

报告关键要素:

新安股份二季度业绩环比下滑, 草甘膦盈利状况恶化程度超出预期, 2010年为公司业绩低谷。2011年业绩有望增长, 主要来自于迈图10万吨/年有机硅单体项目。目前公司估值水平较高, 维持“观望”评级。

事件:

- 新安股份(600596)今日公布2010年中报。营业总收入22.39亿元, 同比增长10.95%; 归属上市公司股东的净利润1.03亿元, 同比下降36.92%; 基本每股收益0.15元。

点评:

- 草甘膦行业持续低迷, 拖累公司业绩。生物能源热带来的转基因粮食种植面积扩大, 使得草甘膦价格在08年年中达到100000元/吨的历史高点, 同期新安股份的草甘膦盈利能力也达到了巅峰, 毛利率高达46%; 此后受到经济危机的负面冲击, 草甘膦价格一路下泄, 09年以来一直在2万-2.5万元之间徘徊, 草甘膦价格停滞不涨的主要原因是: (1) 国内草甘膦产能过剩较为严重。据不完全统计, 目前我国草甘膦年产能已超过100万吨, 而2009年全球草甘膦需求量仅为80万吨左右; (2) 油价在70-80美金之间徘徊, 难以回到08年年中140美金/桶的价格高点, 生物能源热降温; (3) 出口退税率下调, 影响草甘膦出口。今年7月15日, 我国取消了草甘膦产品的出口退税(原税率为9%), 使得草甘膦产品出口成本增加; 而由于经济危机发生以来, 国际草甘膦需求也有所下滑, 因此, 国内草甘膦出口企业提升出口价格转嫁成本的能力有限。综合以上几方面因素, 国内草甘膦企业的经营状况自08年下半年以来每况愈下, 尽管新安拥有良好的资源循环利用体系, 依然难以摆脱盈利能力下滑的阴影。今年上半年, 公司草甘膦产品毛利率仅为7.14%, 较上年同期下滑了12个百分点之多。该产品盈利创近4年来新低, 严重拖累了公司的业绩。但由于目前大部分国内草甘膦企业已处于亏损状态长达近1年, 预计后期其价格和毛利率继续下滑的幅度有限。

图1: 草甘膦价格走势

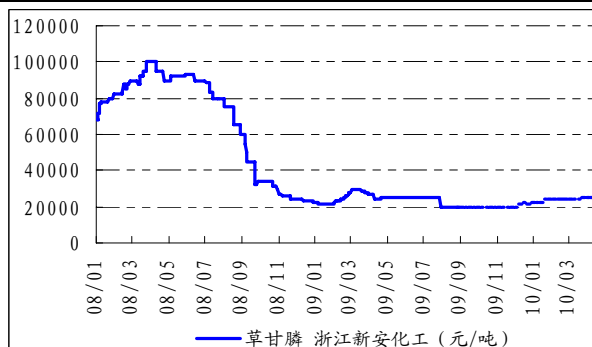
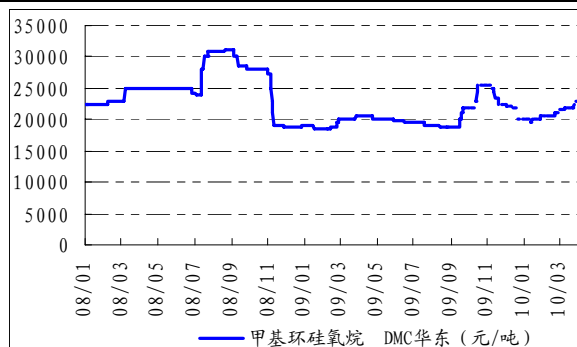


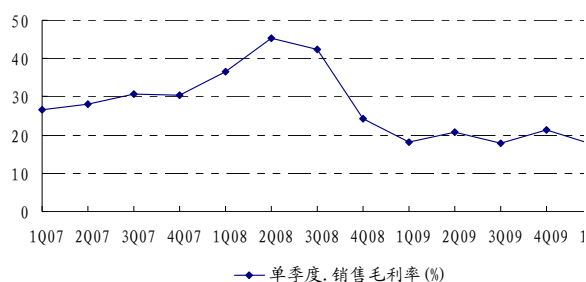
图2: 有机硅中间体价格走势



资料来源: 百川资讯

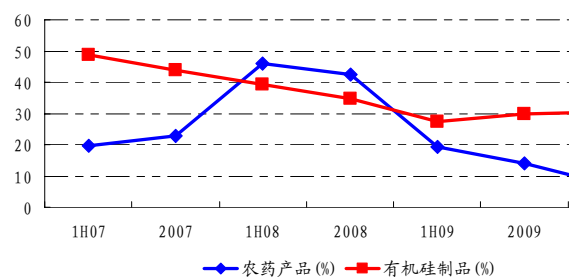
资料来源: 百川资讯

图3: 公司单季度综合毛利率走势



资料来源: Wind

图4: 公司分产品毛利率走势



资料来源: Wind

- **有机硅业务盈利能力小幅回升，后期盈利能力仍有望提升。**从公司另一主导产品有机硅看，09年上半年是该产品的盈利低点，此后其毛利率稳步提升，目前公司有机硅产品的毛利率水平约为30.64%，较上年同期增加了3.18个百分点。高技术壁垒是有机硅业务盈利能力较强的主要原因。但由于目前国内有机硅单体产能扩张较快，未来也将趋于过剩，后期公司有机硅业务盈利能力的提升将主要来自于两个方面：（1）单体产能扩张。与迈图合作的10万吨/年有机硅单体项目投产，有望降低公司有机硅产品的综合成本；（2）下游产业链延伸。下游有机硅深加工产品，如室温和高温硅橡胶产品的陆续达产有望带来公司有机硅产品附加值的提升。
- **公司业绩低点已现，后期有望回升。**综合以上分析，我们认为，今年将是公司的业绩底部，此后，公司业绩有望回升。预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.35元和0.61元，对应昨日收盘价13.93元，动态市盈率分别为39.8倍和22.83倍，估值较高，维持“观望”的投资评级。
- **风险提示：**迈图项目投产日期不确定；草甘膦盈利情况继续恶化；有机硅深加工项目无法顺利达产。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	72.19	38.50	33.71	42.73
增长比率 (%)	88.58	-46.67	-12.43	26.76
净利润 (亿元)	16.9	2.95	2.35	4.17
增长比率 (%)	241.41	-82.56	-20.15	77.09
基本每股收益 (元)	2.49	1.00	0.35	0.61
市盈率 (倍)	5.60	13.93	39.80	22.83

市场数据 (2010年08月16日)

收盘价 (元)	13.93
一年内最高/最低 (元)	22.89/9.21
沪深 300 指数	2922.08
市净率 (倍)	2.40
流通市值 (亿元)	66.86

基础数据 (2010年6月30日)

每股净资产 (元)	5.80
每股经营现金流 (元)	0.24
毛利率 (%)	15.55
净资产收益率 (%)	2.62
资产负债率 (%)	31.52
总股本/流通 A 股 (亿股)	6.8/4.8
B 股/H 股 (万股)	--

个股相对沪深 300 指数走势



公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。