

业绩大幅改善，下半年景气有望延续

公司动态

◆ **上半年有机硅、草甘膦景气度高，公司成功扭亏为盈，实现净利润 2.1 亿元。**2017 年上半年公司实现营收 36.65 亿元，同比增长 5.16%；归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，上年度同期为-1737.33 万元，较去年同期增加 22836.8 万元，主要原因是公司两大主导产品盈利能力均有所增强，特别是有机硅产品：农化产品实现销售收入 15.9 亿元，毛利率为 10.24%，比上年同期毛利率 9.01% 上升了 1.24 个百分点；有机硅产品实现销售收入 17.9 亿元，毛利率为 24.2%，比上年同期毛利率 13.6% 上升了 10.6 个百分点。

◆ **有机硅下半年涨价预期仍然高企，公司拥有有机硅单体产能 32 万吨，将继续受益行业景气。**有机硅行业历经长达 5 年的寒冬以后，受到成本端、供给端、需求端三重因素影响，行业景气度开始回升。成本端：煤炭价格上涨抬升有机硅产业的价格中枢；供给端：供应增速放缓叠加竞争结构优化，同时环保核查使部分产能关停常态化；需求端：房地产需求传导带动需求持续好转。

下半年在金属硅、氯甲烷等原材料价格上涨的成本支撑下，叠加环保督查下有机硅行业本身检修增多、开工率下滑等因素，涨价预期高，公司在马南高新技术产业园的 20 万吨产能预计 9 月份就会开起来，届时公司有机硅单体总产能将达到 32 万吨，有机硅价差的扩大将增厚公司下半年业绩。

◆ **草甘膦涨势有望延续。**全球农药市场在历经两年多的行业低迷后，去库存已基本完毕，行业进入新一轮补库周期，全球草甘膦的需求量稳中有升；供给端环保督查行动日趋严厉，国内草甘膦行业部分产能退出，上半年草甘膦原药出厂价格同比上涨了 26.81%。

下半年在甘氨酸、黄磷等原料的成本支撑下，以及环保压力下草甘膦行业开工率下滑、库存降低，草甘膦供应紧张的格局难解，并且随着旺季的来临，8 月底 9 月初草甘膦的需求会不断增加，草甘膦的价格继续上涨的概率大。公司有草甘膦原药产能 8 万吨，将从草甘膦价格的上涨中受益。

◆ 估值与评级：

环保重压下，有机硅、草甘膦价格或将维持高位运行，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.53、0.61、0.67 元，目标价为 12.37 元，给予“增持”评级。

◆ 风险提示：

环保力度不及预期；下游需求大幅下滑；产品价格大幅下滑。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,347	6,802	7,739	9,296	10,959
营业收入增长率	-4.78%	-7.41%	13.77%	20.11%	17.90%
净利润(百万元)	-267	78	374	429	476
净利润增长率	-636.69%	---	382.43%	14.73%	10.77%
EPS(元)	-0.38	0.11	0.53	0.61	0.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.73%	1.93%	8.39%	9.21%	9.59%
P/E	---	98	20	18	16

增持(首次)

当前价/目标价：10.78/12.37 元

目标期限：6 个月

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-22167262

qiuxf@ebsec.com

陈冠雄 (执业证书编号：S0930517080003)
021-22169127

chenguanxiong@ebsec.com

市场数据

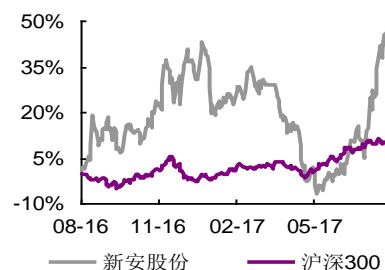
总股本(亿股)：7.05

总市值(亿元)：76.04

一年最低/最高(元)：6.99/11.84

近 3 月换手率：225.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.57	37.08	1.83
绝对	11.60	47.26	17.78

相关研报

目 录

1、 上半年扭亏为盈，实现净利润 2.1 亿	4
2、 产能出清，有机硅价格下半年有望维持高位	4
2.1、 有机硅产业链简介	4
2.2、 产能开始出清，下游需求稳定增长	5
2.3、 下半年有机硅价格有望继续上涨	7
3、 环保压力下草甘膦涨价有望延续	9
4、 盈利预测与估值分析	10
4.1、 绝对估值	10
4.2、 估值结论与投资评级	11
5、 风险提示	11

图表目录

图 1：有机硅产业链.....	5
图 2：有机硅甲基单体产能和增速.....	5
图 3：2016 年国内有机硅消费结构.....	7
图 4：聚氧硅烷进口数据.....	7
图 5：聚氧硅烷出口数据.....	7
图 6：DMC 价格、价差趋势（元/吨）.....	8
图 7：草甘膦价格、价差变化（元/吨）.....	9
表 1：国内主要有机硅单体生产企业和开工率.....	6

1、上半年扭亏为盈，实现净利润 2.1 亿

公司主营作物保护、有机硅材料两大核心产业，开发形成以草甘膦原药及剂型产品为主导，杀虫剂、杀菌剂等多品种同步发展的产品群；围绕有机硅单体合成，完善从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。

2017 年上半年公司实现营收 36.65 亿元，同比增长 5.16%；归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，上年度同期为-1737.33 万元，较去年同期增加 22836.8 万元，主要原因是公司两大主导产品盈利能力均有所增强，特别是有机硅产品：农化产品实现销售收入 15.9 亿元，同比下滑 4%，但毛利率为 10.24%，比上年同期毛利率 9.01%上升了 1.24 个百分点，毛利增加 1368.96 万元；有机硅产品实现销售收入 17.9 亿元，毛利率为 24.2%，比上年同期毛利率 13.6%上升了 10.6 个百分点，毛利增加 22416.48 万元。

2、产能出清，有机硅价格下半年有望维持高位

2.1、有机硅产业链简介

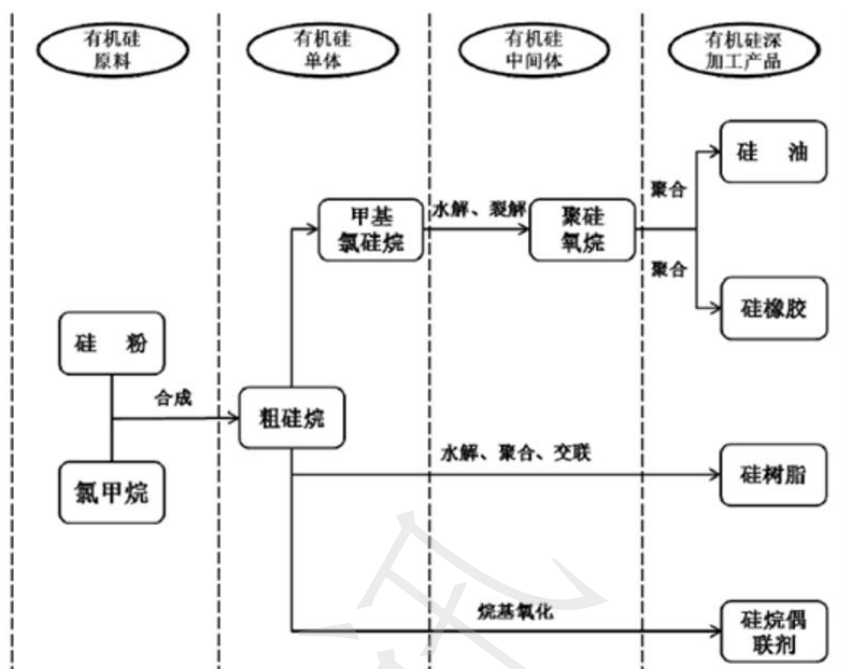
有机硅产业链大致可分为原料、单体、中间体、产品及制品。

有机硅单体主要指有机氯硅烷等合成有机硅高聚物的单体，如甲基氯硅烷、苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等原料，其中最主要的是二甲基二氯硅烷，占据了 90% 的市场份额，其余苯基氯硅烷占据了 5% 的市场份额。

有机硅中间体主要是指线状或环状体的硅氧烷低聚物，如六甲基二硅氧烷 (MM)、八甲基环四硅氧烷 (D4)、二甲基环硅氧烷混合物 (DMC) 等。其中最重要的是 DMC，它是二甲基二氯硅烷经水解、裂解工艺后制得的二甲基硅氧烷混合环体，主要成份有 D3 (六甲基环三硅氧烷)、D4 (八甲基环四硅氧烷)、D5 (十甲基环五硅氧烷)、D6 (十二甲基环六硅氧烷)、D7 (十四甲基环七硅氧烷)，其中大部分为 D4。大部分有机硅聚合物是通过 DMC 开环聚合制得的聚二甲基硅氧烷为基础聚合物为基础，再引入其他基团如苯基、乙烯基、氯苯基、氟烷基等制备出来的。

有机硅产品及制品是由中间体通过聚合反应，并添加各类无机填料或改性助剂制得的有机硅产品。主要有硅橡胶 (高温硫化硅橡胶和室温硫化硅橡胶)、硅油及二次加工品、硅树脂及硅烷偶联剂四大类。硅橡胶再通过模压、挤出等硫化成型工艺，制得导电按键、密封圈、泳帽等最终直接用品。

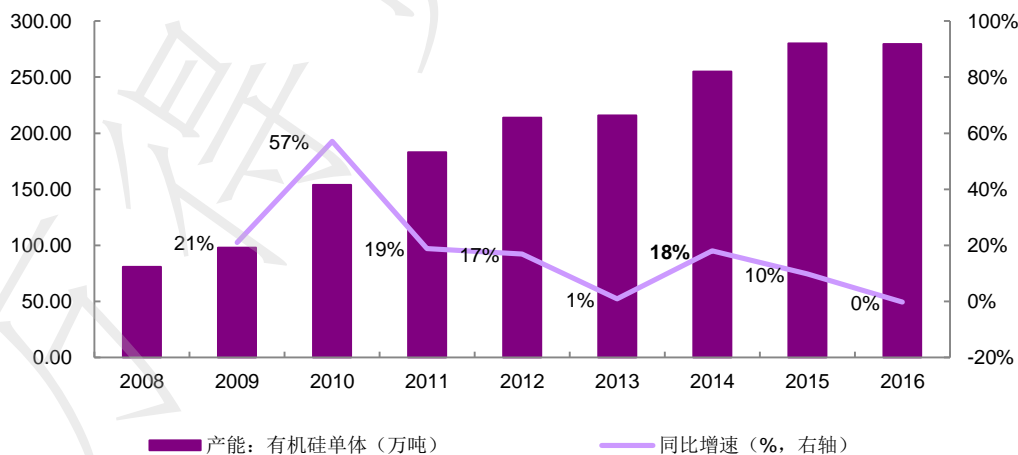
图 1：有机硅产业链



资料来源：中国产业信息网

2.2、产能开始出清，下游需求稳定增长

图 2：有机硅甲基单体产能和增速



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

2014 年之前，国内有机硅行业经过连续多年产能扩张，产能过剩明显，2015 年后行业产能基本停止扩张，截至目前我国有机硅单体产能在 280 万吨左右，未来几年有机硅单体有新增产能规划的只有四川硅峰、新安化工、江西星火，但投产时间都不明确：

四川硅峰有机硅新材料有限公司，已被合盛硅业收购。收购时的有机硅单体产能 10 万吨，2016 年收购后技改，产能达到 13.5 万吨。技改项目二

期计划新建 20 万吨的有机硅单体生产线，全部投产后有机硅单体产能达到 33.5 万吨的水平，但目前该项目的投产日期还不明确；

新安迈图有机硅有限责任公司计划扩建 20 万吨的有机硅单体产能，项目计划分两期实行，第一期计划 10 万吨/年有机硅单体、5 万吨/年聚硅氧烷，计划一两个月后结束；第二期目前主要工艺没确定，二期计划也是 10 万吨的产能；

江西蓝星星火，后期会改名为埃肯有机硅。江西蓝星星火通过技改措施计划在原有 40 万吨的基础上用 5 年时间，使国内产能增至 50 万吨，全球的表产能达到 100 万吨。

表 1：国内主要有有机硅单体生产企业和开工率

单体企业	生产线 (条)	总产能 (万吨)	开工率 (2017 年 7 月)	开工率 (2017 年 8 月 24)
张家港道康宁	4	40	90%	90%
江西星火	7	40	80%	80%
新安化工	4	28	82%	35%
内蒙恒业成	3	24	70%	85%
山东东岳	2	25	84%	45%
浙江合盛	2	18	90%	90%
山东金岭	1	15	88%	92%
唐山三友	2	20	61%	55%
浙江中天	1	8	80%	92%
湖北兴发	2	18	95%	52%
山西三佳	2	18	0%	0%
鲁西化工	1	6.5	90%	90%
合盛硅峰	2	9+6	90%	80%
江苏弘博	1	10	0%	0%

资料来源：百川资讯，光大证券研究所整理

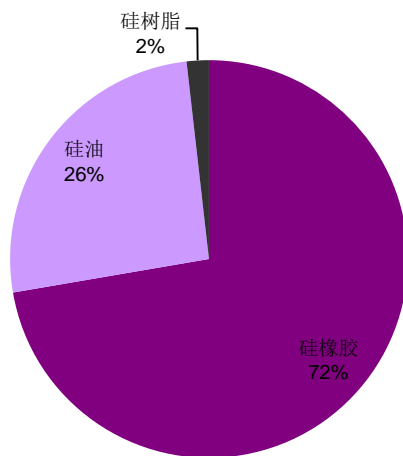
因为各国工业结构不同，有机硅的消费结构有一定的差异，目前中国有机硅行业的产品主要集中在中低端市场，而高科技含量的高端产品大部分被国外公司垄断。

硅橡胶是我国单体行业主要的消费领域。中国作为制造业大国，橡胶制品行业发展比较迅速。硅橡胶依靠它的特性，在很多制品行业成为了大众的原材料。2016 年硅橡胶在整个有机硅单体领域中消费占比在 72.3% 左右，硅橡胶大多用于建筑行业。

硅油是我国有机硅的第二大产品，日化行业用量较大，2016 年的消费占比为 25.9%。硅树脂占比 1.8%，相比而言占比较小。

我们预计十三五期间，随着有机硅产品应用领域的不断扩大，国内各大有机硅厂家发展进程的加快，有机硅单体的消费水平将保持正增长的势头，预计十三五期间整体年增速在 5% 左右。有机硅下游行业短期内还是以硅橡胶为主，新兴产业为辅。我国的硅橡胶工艺相对成熟，且下游需求领域不断拓展，短时间内仍将是单体最大消费领域。硅油、硅烷偶联剂、硅树脂等行业伴随未来国内生产工艺的提升消费领域的扩展将逐年微幅增长的态势，我们预计到 2021 年硅橡胶的占比将下降到 63% 左右，硅油、硅烷偶联剂、硅树脂的占比将相应增加。

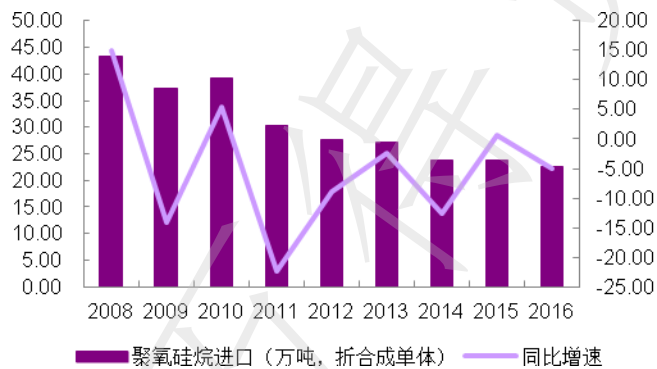
图 3：2016 年国内有机硅消费结构



资料来源：中国产业信息网

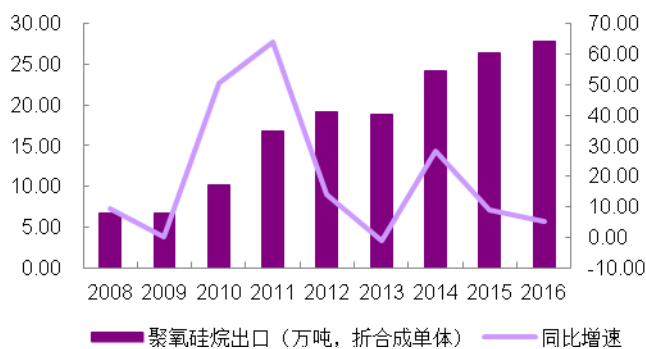
有机硅行业产能增速放缓，从表 1 可以看出目前主要生产企业的开工率都维持在高位，下游需求稳定增长，并且出口量也在增加，可以预见行业已经进入产能出清阶段。

图 4：聚氧硅烷进口数据



资料来源：wind，海关总署

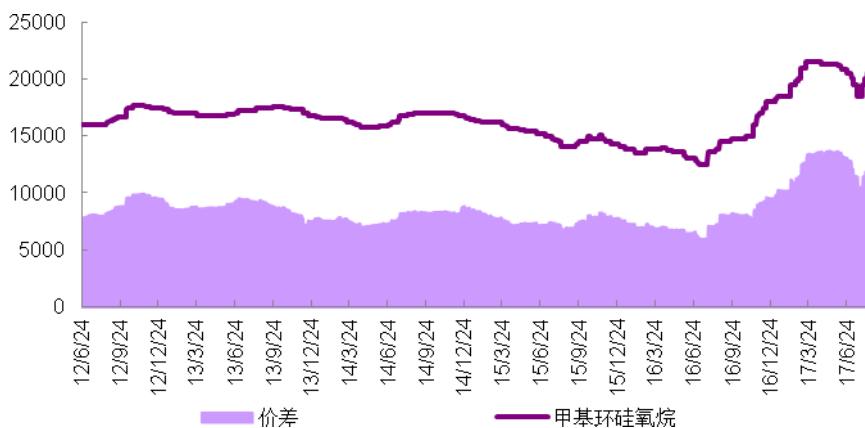
图 5：聚氧硅烷出口数据



资料来源：wind，海关总署

2.3、下半年有机硅价格有望继续上涨

图 6: DMC 价格、价差趋势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯

有机硅价格自从 2016 年 7 月上涨以来维持了 10 个月有余, 直到今年 5 月下旬才开始回调, 但在短暂下跌之后, 7 月底又再次拉涨。本次上涨最初是人为因素引起, 7 月底有机硅单体厂家在一起召开行业会议, 厂家联合决定有机硅产品价格上涨 1000 每吨, 但是之后的持续上涨是利好消息面逐渐明朗导致的结果: 首先是 7 月底, 下游终端库存触底, 短期补库存意愿较强, 利于有机硅产品的资源周转; 另外原材料金属硅和一氯甲烷价格上涨明显, 尤其到 8 月份, 成本支撑力度持续加强; 最后就是 8 月我国有机硅单体厂家检修的现象比 7 月份多, 行业开工率下降, 从表 1 中可以看出, 包括浙江新安 28 万吨装置目前只开到 12 万吨, 湖北兴发更换流化床, 目前只维持一套的装置开工等。

我们预计下半年有机硅价格上涨将会持续下去, 主要原因有:

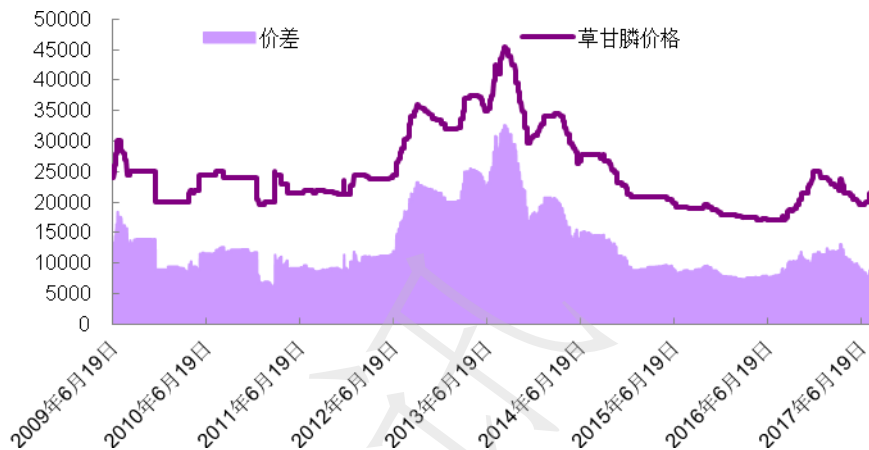
1. 原材料供应比较紧张, 价格上涨。金属硅的原料石墨电极价格上涨幅度较大, 石墨电极开采污染比较严重, 最近时间厂家停产减产多, 供货紧张; 第四批中央环境保护督察组已经入驻四川, 目前四川金属硅厂家已经开始出现了限制性生产模式, 所以后期金属硅的价格继续上涨的可能性非常大。另外一种原料一氯甲烷近期涨幅也十分明显, 目前山东厂家的一氯甲烷已经涨到了 5500 元/吨, 与 7 月初相比涨了差不多 1500 元/吨, 主要是因为草甘膦目前正处于需求淡季, 厂家例行检修现象在 8 月份比较集中, 草甘膦生产的开工率下滑比较明显, 这导致副产的一氯甲烷产量下降, 厂家采购一氯甲烷是比较紧张。
2. 环保压力下有机硅行业开工率可能会受到影响。第四批中央环境保护督察对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆及新疆生产建设兵团开展督察进驻工作, 山东、浙江是有机硅厂家比较集中的地区, 预开工必然会受到影响, 比如山东东岳 8 月份就只会维持一套装置开工, 并和山东鲁西一样都有装置检修计划。

目前下游买涨气氛比较高, 备货现象明显, 从供需基本面来看, 有机硅产品的价格下半年还会往上涨, 同时正处于淡季往旺季转变的阶段, 也会促进有机硅价格上涨的进程。

公司 10 万吨有机硅搬迁升级产能已经建好，目前正与马南高新技术产业园原有的 10 万吨进行并线，预计 9 月份这 20 万吨产能就会开起来，届时公司有机硅单体总产能将达到 32 万吨，有机硅价差的扩大将增厚公司下半年业绩。

3、环保压力下草甘膦涨价有望延续

图 7：草甘膦价格、价差变化（元/吨）



资料来源：百川资讯

由于全球农药市场复苏，草甘膦价格从 2016 年下半年上涨一直持续到今年 1 月份，之后开始回调，7 月初开始又慢慢回暖，此轮上涨的主要原因是：

1. 原材料价格上涨，成本支撑草甘膦价格上涨。甘氨酸法生产草甘膦的主要原料是甘氨酸和黄磷，1 吨草甘膦需要 0.55 吨左右的甘氨酸和 0.3 吨的黄磷。甘氨酸的价格出现较大幅度的上涨，从每吨 9500-9700 元的价位上涨到每吨 12500-13000 元的价位，总体上涨了近 3000 元/吨；黄磷的价格也在不断上涨，7 月初江苏的价格是 14200 元每吨，到 7 月底 8 月初涨到了 16000 元每吨，黄磷的价格上涨了 1500 元每吨。综合下来草甘膦成本的至少增加了 2000 元，在此基础上，草甘膦的价格出现了较大幅度的回升；
2. 环保重压下，草甘膦行业开工率下滑。第四批中央环保督查组进驻四川、浙江、山东等草甘膦生产大省，据统计这些被督查省份中，草甘膦产能占全国比重为 46%，从 7 月份中旬开始，国内大型草甘膦企业检修停产增多，行业开工率下滑，导致草甘膦的货源供应量出现缩减；
3. 市场库存量大幅下滑。6 月份草甘膦市场的库存量达到 4 万吨左右，而从 7 月初开始到 7 月中旬草甘膦的库存量出现了大幅下滑，截至 7 月底草甘膦的库存量基本维持在 1 万吨左右，供应紧张状况难解。

从目前的环保力度来看，下半年草甘膦的供应紧张格局难解，并且随着旺季的来临，8 月底 9 月初开始草甘膦的需求会不断增加，草甘膦的价格继续上涨的概率大。公司有草甘膦原药产能 8 万吨，将从草甘膦价格的上涨中受益。

4、盈利预测与估值分析

关键假设：

1. 有机硅产品目前下游买涨气氛比较高，备货现象明显，从供需基本面来看，有机硅产品的价格下半年还会往上涨，同时正处于淡季往旺季转变的阶段，也会促进有机硅价格上涨的进程。考虑价格上涨和销量有所减少，2017年增速为14%左右；2018年产能为32万吨，在2017年的基础上增长23%左右；2019年的增速主要来源于制品结构的调整，增速为20%左右。
2. 从目前的环保力度来看，下半年草甘膦的供应紧张格局难解，并且随着旺季的来临，8月底9月初开始草甘膦的需求会不断增加，草甘膦的价格继续上涨的概率大，假设全年草甘膦平均价格为23000元/吨左右，但以上半年的销量来折算，今年销量下滑13%左右，全年销售收入增速为7%；2018和2019的增速保持在7%左右。
3. 2017年产品价格的提高带来相应毛利率的提高，上半年的毛利率17.6%左右，如果下半年价格继续上涨或者维持在目前水平（有机硅22000元/吨左右，草甘膦24000元/吨），下半年价差较上半年将有6%左右的扩大，毛利能提升到18.6%左右，全年总的毛利为18.1%左右，18、19年略有下滑到16%左右。

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入增速	-7.41%	13.77%	20.11%	17.90%
有机硅制品	-6.69%	14.10%	23.07%	20.00%
农药产品	-6.04%	7.05%	7.00%	7.00%
营业收入(万元)	680249	773919	929555	1095945
有机硅制品	492283	561695	691278.24	829533.89
农药产品	319254	341761	365685.23	391283.20
内部抵消	-131288	-129537	-127408	-124872
毛利率	13.25%	18.15%	16.00%	16.00%

我们预计公司2017-2019年的营业收入分别为77.39、92.95、109.59亿元，净利润分别为3.74、4.29、4.75亿元，EPS为0.53、0.61、0.67元。

4.1、绝对估值

绝对估值DCF法（FCFF）测算，公司股价为12.37元：

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (β levered)	0.91
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.19%
税率	12.00%
Kd	5.87%
Ve	8314.64
Vd	1674.36224
目标资本结构	16.76%
WACC	9.46%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元) 价值百分比	
第一阶段	2407.87	23.61%
第二阶段	(694.49)	-6.81%
第三阶段 (终值)	8484.96	83.20%
企业价值 AEV	10198.34	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1036.55	10.16%
减: 少数股东权益 (市值)	832.94	-8.17%
减: 债务价值	1674.36	-16.42%
总股本价值	8727.59	85.58%
股本 (百万股)	705.41	
每股价值 (元)	12.37	
PE (隐含)	23.32	
PE (动态)	20.32	

资料来源：光大证券研究所

4.2、估值结论与投资评级

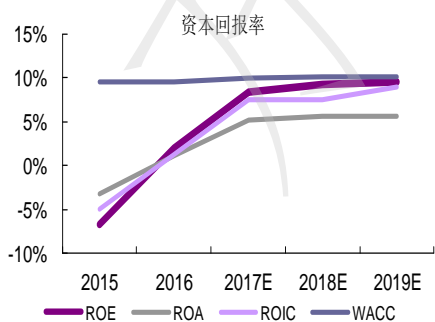
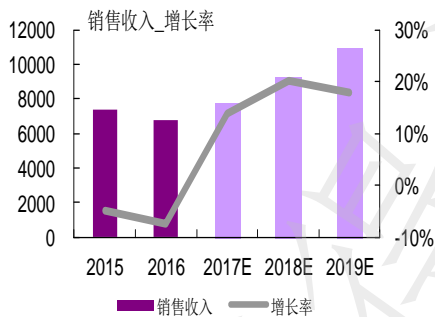
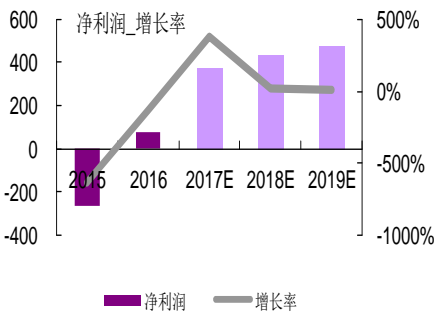
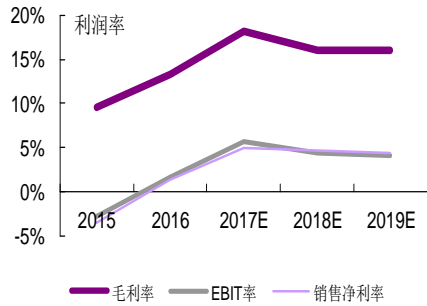
综上，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.53、0.61、0.67 元，目标价为 12.37 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

环保力度不及预期。环保因素不仅对原材料的开工率有很大影响，进而影响原材料的价格，而且对有机硅和草甘膦行业的开工率也有很大影响，直接影响短期供需格局，如果力度不及预期，原材料和有机硅、草甘膦价格都有下滑的风险。

下游需求大幅下滑。从长期来看，下游需求的增长是有利于行业景气度的维持的，如果下游需求大幅下滑，行业景气度也会变差。

产品价格大幅下滑的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,347	6,802	7,739	9,296	10,959
营业成本	6,646	5,901	6,335	7,808	9,206
折旧和摊销	409	381	475	482	487
营业税费	21	27	31	33	42
销售费用	277	254	289	348	410
管理费用	545	519	591	703	834
财务费用	62	72	32	-2	-20
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	83	22	54	53	43
营业利润	-188	63	459	460	513
利润总额	-198	148	437	493	545
少数股东损益	9	10	10	9	10
归属母公司净利润	-266.82	77.56	374.18	429.29	475.52

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	7,839	7,994	7,333	7,875	8,636
流动资产	2,867	3,352	3,315	4,283	5,497
货币资金	477	645	609	1,068	1,780
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	495	574	535	676	809
应收票据	418	410	435	537	637
其他应收款	41	125	75	104	143
存货	933	858	932	1,151	1,359
可供出售投资	126	137	0	0	0
持有到期金融资产	75	0	0	0	0
长期投资	180	201	206	212	216
固定资产	3,434	3,082	2,780	2,446	2,071
无形资产	550	599	569	541	514
总负债	3,491	3,558	2,449	2,777	3,233
无息负债	2,110	2,136	2,032	2,557	3,013
有息负债	1,381	1,422	417	220	220
股东权益	4,348	4,436	4,884	5,098	5,403
股本	679	679	705	705	705
公积金	1,159	1,170	1,275	1,275	1,275
未分配利润	2,077	2,113	2,419	2,624	2,919
少数股东权益	382	415	425	435	444

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	170	620	768	881	864
净利润	-267	78	374	429	476
折旧摊销	409	381	475	482	487
净营运资金增加	-273	272	177	107	176
其他	300	-111	-259	-137	-273
投资活动产生现金流	-381	-334	169	-2	9
净资本支出	-416	-508	-50	-50	-30
长期投资变化	180	201	-5	-5	-4
其他资产变化	-145	-27	225	53	43
融资活动现金流	78	-126	-974	-419	-161
股本变化	0	0	26	0	0
债务净变化	-50	42	-1,005	-197	0
无息负债变化	238	26	-104	524	456
净现金流	-131	164	-37	459	713

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.78%	-7.41%	13.77%	20.11%	17.90%
净利润增长率	-636.69%	-129.07%	382.43%	14.73%	10.77%
EBITDA/EBITDA 增长率	-62.10%	146.07%	84.75%	-2.90%	5.75%
EBIT/EBIT 增长率	-235.80%	-153.93%	288.42%	-7.51%	11.45%
估值指标					
PE	-29	98	20	18	16
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	46	18	9	9	8
EV/EBIT	-44	81	20	20	17
EV/NOPLAT	-34	137	23	23	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	9.55%	13.25%	18.15%	16.00%	16.00%
EBITDA 率	2.73%	7.26%	11.79%	9.53%	8.55%
EBIT 率	-2.84%	1.65%	5.65%	4.35%	4.11%
税前净利润率	-2.69%	2.18%	5.64%	5.30%	4.97%
税后净利润率 (归属母公司)	-3.63%	1.14%	4.83%	4.62%	4.34%
ROA	-3.29%	1.09%	5.24%	5.57%	5.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-6.73%	1.93%	8.39%	9.21%	9.59%
经营性 ROIC	-5.02%	1.23%	7.55%	7.54%	8.93%
偿债能力					
流动比率	0.91	1.04	1.56	1.75	1.89
速动比率	0.61	0.77	1.12	1.28	1.43
归属母公司权益/有息债务	2.87	2.83	10.69	21.20	22.54
有形资产/有息债务	5.18	5.11	15.97	32.89	36.47
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.38	0.11	0.53	0.61	0.67
每股红利	0.05	0.10	0.32	0.26	0.41
每股经营现金流	0.24	0.88	1.09	1.25	1.23
每股自由现金流(FCFF)	0.09	-0.49	0.98	0.97	0.99
每股净资产	5.62	5.70	6.32	6.61	7.03
每股销售收入	10.42	9.64	10.97	13.18	15.54

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

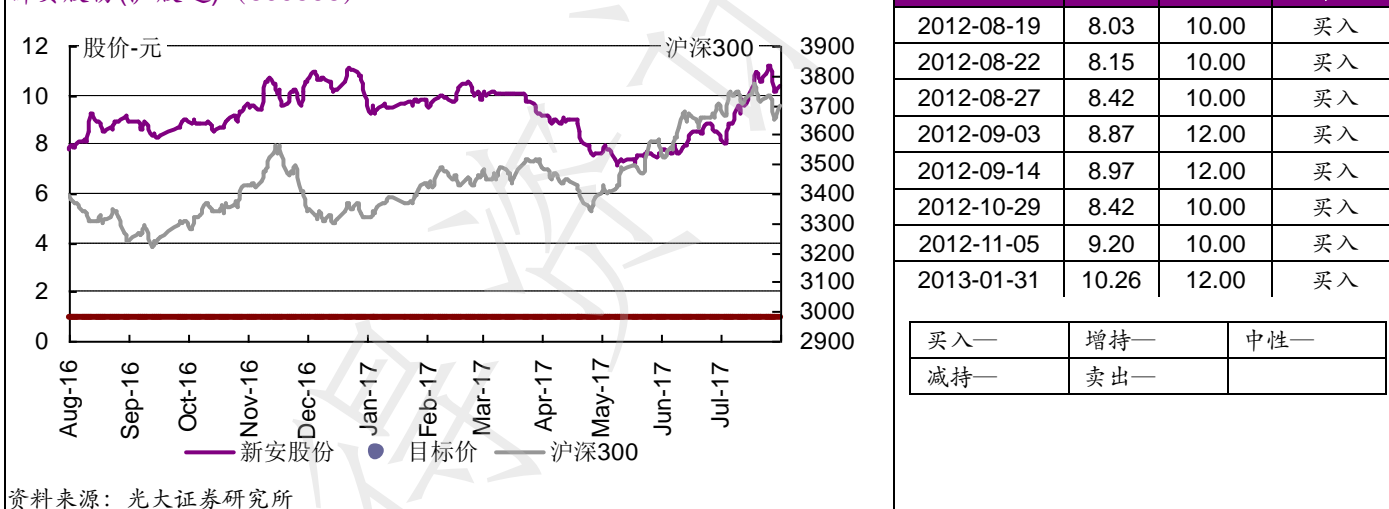
分析师介绍

裘孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士、管理学博士在读。11年证券从业经验，2007-2016年连续10年获得新财富石油化工行业前两名。经历了10余年行业的周期波动，在原油、石化和化工行业的研究上面积累了丰富的经验，总结了周期行业波动的规律，创立了针对原油价格和周期性行业波动的框架体系。研究具有系统性、前瞻性和开创性。

陈冠雄，中国科技大学材料系博士，实业（贝特瑞纳米科技有限公司，负责石墨烯的研发）和券商（石化化工行业研究）累计4年的工作经验，2017年加盟光大证券，从事石化化工行业研究。

投资建议历史表现图

新安股份(沪股通) (600596)



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com