

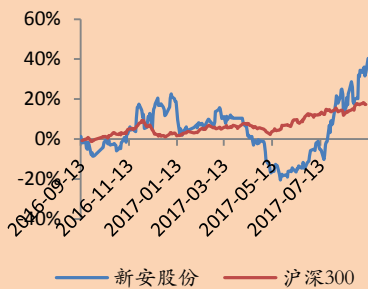


新安股份 (600596)

投资评级: 增持 (首次)

报告日期: 2017-09-13

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161837

联系人: 李超齐
0551-65161837

草甘膦看涨, 有机硅回暖

主要观点:

□ 草甘膦价格看涨

草甘膦是全球用量最大的除草剂品种。2017年国内草甘膦产能为69.3万吨, 同比下降17.26%, 主要是由于供给侧改革。目前环保督查对草甘膦产业链上游甘氨酸产量和下游草甘膦企业装置开工产生影响。7月份以来受原材料价格上涨等因素影响, 草甘膦价格再次呈现上涨(8月均价22900元/吨, 环比12.81%), 价差持续扩大(8月价差均价为6927元/吨, 环比增长22.76%)。目前因供给侧改革, 国内草甘膦产能明显缩减, 叠加环保督查, 企业装置整体开工率下滑, 产品供给趋紧, 加之下游需求稳定, 其价格上涨看涨, 价差有望持续扩大, 对公司业绩提升将起到支撑作用。

□ 有机硅行业回暖

供给端: 供给有收缩。2017年国内有机硅产能为285万吨, 同比增加1.79%, 其中山西三佳和江苏弘博共28万吨产能处于停产状态, 重启难度大。同时环保督查, 企业装置开工率或将下滑, 2017年8月中央第四批环保督查浙江、山东等省份, 其中浙江、山东、四川, 三省产能占比为40%, 短期内供给趋紧。需求端: 需求稳定。国内房地产市场在2016年上半年显著回暖, 对硅橡胶的需求量将增加, 其在建筑领域的应用有一定滞后性。同时国内有机硅出口量呈现稳步上升趋势, 随着国内有机硅向高端领域发展, 进口替代效应将更加凸显。从供需关系看, 我们判断有机硅价格或将上涨。

□ 盈利预测

目前草甘膦因供给侧和环保督查双重影响, 价格看涨; 同时有机硅行业回暖, 需求增加。公司拥有8万吨草甘膦产能和13万吨有机硅单体产能, 产品价格上涨, 利好公司业绩。我们预计17—19年EPS分别为0.50、0.63、0.69, 对应当前股价的PE分别为25X、20X、18X。给予“增持”评级。

盈利预测

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6802	7755	8530	9127
收入同比 (%)	-7%	14%	10%	7%
归属母公司净利润	78	356	446	486
净利润同比 (%)	-129%	359%	25%	9%
毛利率 (%)	13.2%	17.5%	17.5%	18.0%
ROE (%)	2.0%	9.1%	10.3%	11.1%
每股收益	0.11	0.50	0.63	0.69
P/E	117.14	25.54	20.38	18.69
P/B	2.26	2.37	2.22	2.13
EV/EBITDA	15	16	14	12

资料来源: wind、华安证券研究所

□ 风险提示

草甘膦、有机硅产品价格下降, 股权激励效果不及预期

目 录

1 公司介绍	4
1.1 初心不变，稳步发展	4
1.2 行业回暖，业绩大幅提高	4
1.3 股权结构分散	5
2 行业回暖+环保督查，草甘膦价格看涨	6
2.1 草甘膦已是除草剂领域的常青树	6
2.2 全球农药行业显著回暖，需求增加	7
2.3 环保督查带来供需紧平衡	8
2.4 公司具有产能优势，受益于价格上涨	12
3 有机硅触底回暖	12
3.1 需求端：稳中有升	13
3.2 供给端：产能收缩，开工率下滑	14
附录：财务报表预测	18

图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 2012—2017Q2 公司营收及增速	5
图表 3 2012—2017Q2 公司净利润	5
图表 4 2017 年上半年公司营收结构	5
图表 5 2012—2017Q2 公司毛利率	5
图表 6 公司股权结构	6
图表 7 2014 年全球主要除草剂产品销售额	7
图表 8 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比	7
图表 9 全球作物农药销售额及增速	7
图表 10 国内农药出口量及增幅	8
图表 11 农药价格指数	8
图表 12 中央环保督查前三次督查省市情况	9
图表 13 2017 年国内草甘膦产能情况	9
图表 14 2015—2017.5 国内草甘膦装置开工情况	10
图表 15 2011—2017Q2 国内草甘膦产量及增速	10
图表 16 浙江地区甘氨酸价格走势	11
图表 17 黄磷价格走势	11
图表 18 草甘膦成本构成	11
图表 19 草甘膦价差走势	12
图表 20 公司产品价格弹性测算	12
图表 21 有机硅产业链	13
图表 22 有机硅下游应用领域情况	13
图表 23 国内有机硅表观消费量及增速	14
图表 24 国内有机硅进出口量及增速	14
图表 25 国内有机硅产能及增幅	14
图表 26 2017 年国内有机硅供应商情况	15
图表 27 第四批督查省份有机硅占比	16
图表 28 国内有机硅企业开工率情况	16
图表 29 DMC 价格走势	16
图表 30 公司产品价格弹性测算	17

1 公司介绍

1.1 初心不变，稳步发展

公司从成立至今，主营作物保护、有机硅材料两大核心产业，作物保护形成以草甘膦原药及制剂产品为格局；有机硅构建从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品的完整产业链，已形成硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂四大系列产品。公司现有草甘膦产能 8 万吨，有机硅单体产能 26 万吨，产能规模在国内处于领先水平。

公司现以“制造+服务”为主线，构建五大事业部，持续推动战略转型，不断拓展上下游产业链和国内外市场。同时公司由产品供应商向应用技术服务商转变，不断提高竞争力。

图表 1 公司发展历程

时间	事件
2001	公司在上交所上市，公司创建于 1965 年，1993 年 5 月完成股份制改造
2004	新增 2.5 万吨甲基氯硅烷单体产能，公司有机硅总产能达到 6 万吨
2005	收购江南化工，草甘膦总产能达到 5.2 万吨。通过技改，有机硅产能达到 10 万吨。
2007	公司和迈图新加坡公司共同出资设立合资公司，建设年产 10 万吨有机硅单体项目。
2008	参股绥化新安硅材料有限公司，分期建设年产 10 万吨化学硅项目
2015	公司与安阳全丰生物科技公司共同组建农飞克农业科技服务有限公司。同时参股安阳全丰航空植保科技有限公司。
2016	参股平武县天新硅业公司，主要从事金属硅生产和销售
2017	公司实施首期限限制性股票激励计划

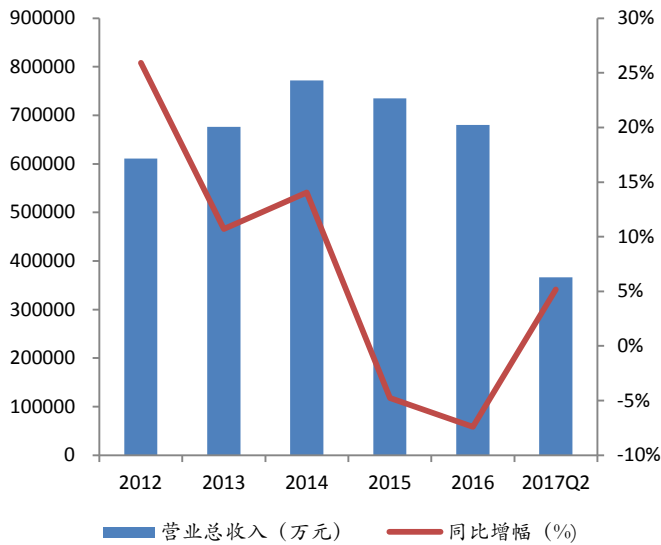
资料来源：华安证券研究所

1.2 行业回暖，业绩大幅提高

业绩稳步提升。2017 年上半年公司实现营收 36.65 亿元，同比增长 5%，业绩企稳回升。2015 和 2016 年因行业处于低谷，产品价格处于低位，公司营收持续下滑。2016 年四季度草甘膦开始上涨，主要是由于原材料甘氨酸价格上涨，叠加国内供给侧改革，小产能关停，行业产能整体处于紧平衡状态，为价格保持高位提供了有利支撑。

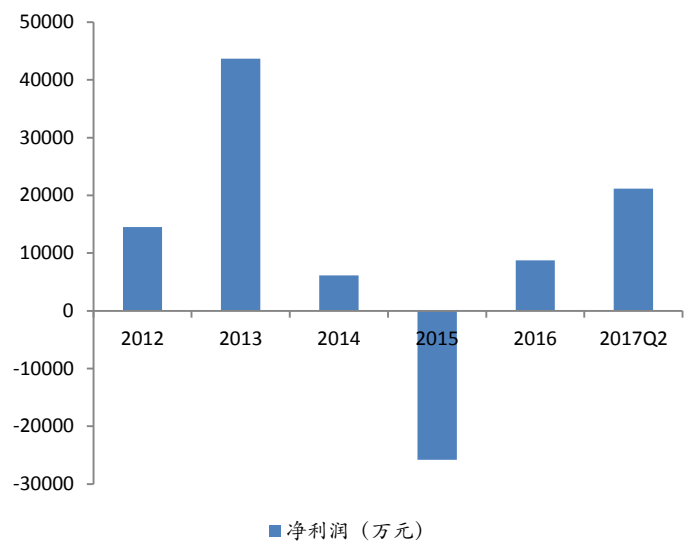
2017 年上半年公司实现净利润 2.11 亿元，和 2016 年同期相比，实现扭亏为盈，主要是因为有机硅和草甘膦价格显著上涨。

图表 2 2012—2017Q2 公司营收及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

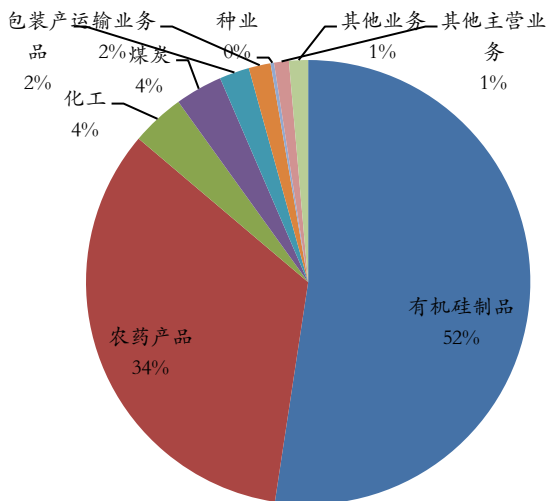
图表 3 2012—2017Q2 公司净利润



资料来源: wind、华安证券研究所

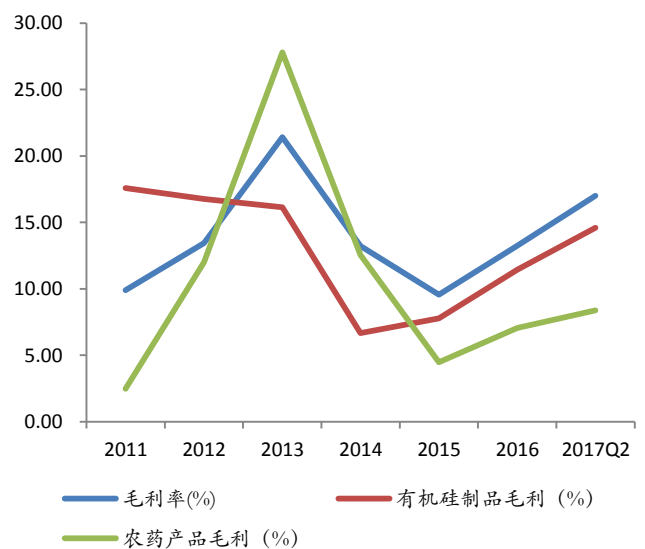
公司现已构建有机硅和农药两大主业。2017 年上半年公司营收结构中有机硅和农药营收占比高达 86%，是公司最核心的两大业务。2017 年上半年公司产品综合毛利率为 17.01%，同比增加 5.93 个百分点，其中有机硅产品毛利率为 14.60%，同比增加 3.66 个百分点，农药产品毛利率为 8.38%，同比增加 2.72 个百分点。目前有机硅和农药（草甘膦）产品价格受供需影响，价格还有上涨的空间，公司产品综合毛利率有望进一步提升。

图表 4 2017 年上半年公司营收结构



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 5 2012—2017Q2 公司毛利率



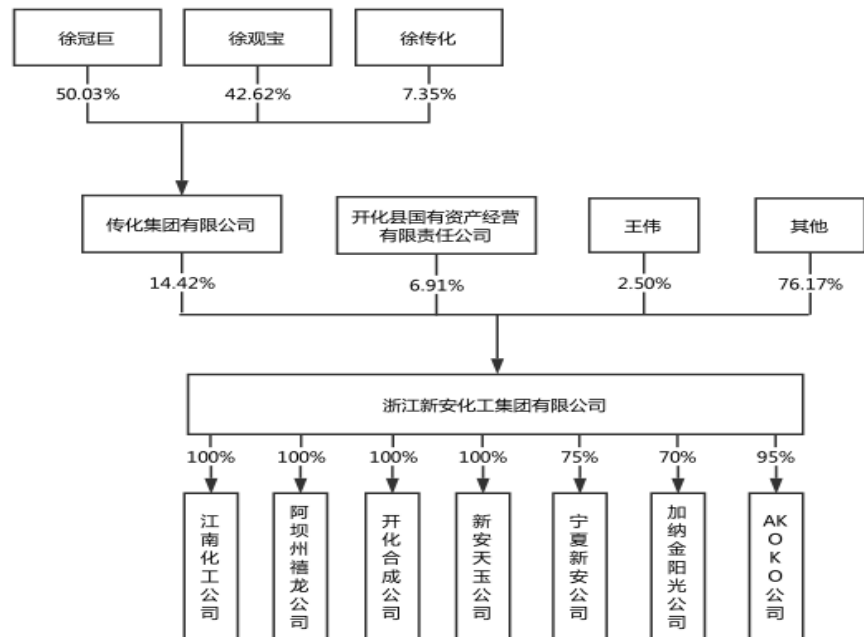
资料来源: wind、华安证券研究所

1.3 股权结构分散

传化集团是公司第一大股东，开化国有资产公司是第二大股东，公司股权结构较为分散。

传化集团虽然是公司的大股东，但一直没有参与公司管理。2014 和 2015 年公司业绩持续大幅下滑，同时子公司还涉及多起环保案件，管理中出现较多问题，亟待改善。2016 年 9 月公司对管理层进行调整，吴建化担任传化集团总裁，公司董事长，显示传化集团将参与公司管理工作。

图表 6 公司股权结构



资料来源：华安证券研究所

实施股票激励计划，管理层和股东利益趋同。2017 年公司启动首次限制性股票激励计划，6 月已实施完毕。授予公司董事、高管核心技术（业务）人员，共计 205 人，共授予 2632 万股，占公司总股本 3.98%。此项激励计划考核目标为 2017 到 2020 年，公司扣非净利润分别为 8000 万元、10500 万元、14200 万元、20000 万元。这是公司首次实施股权激励计划，将对公司发展起到积极作用。

2 行业回暖+环保督查，草甘膦价格看涨

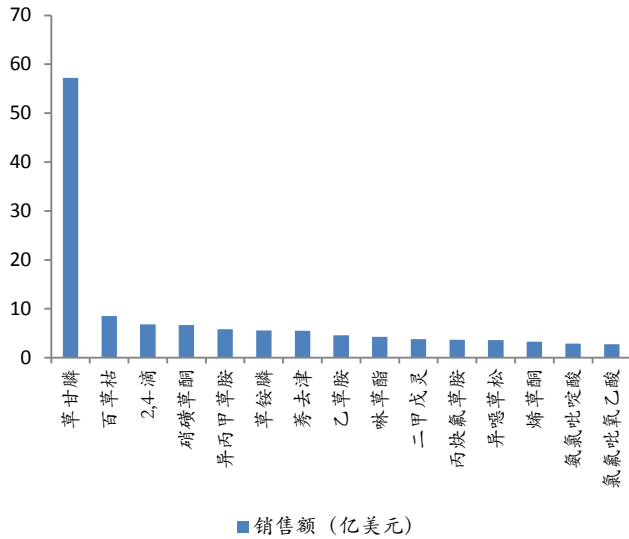
2.1 草甘膦已是除草剂领域的常青树

草甘膦自 1974 年上市以来，做为一种非选择性、无残留灭生性除草剂，获得了市场认可，市场份额不断提高，销售额占除草剂比重基本保持 20%，现已成为除草剂领域最畅销的产品。2014 年全球草甘膦草甘膦实现销售额 57.2 亿美元，销售额遥遥领先其他类型除草剂产品。草甘膦销售额占除草剂市场比重为 21.76%，已成为全球用量最大的除草剂品种。

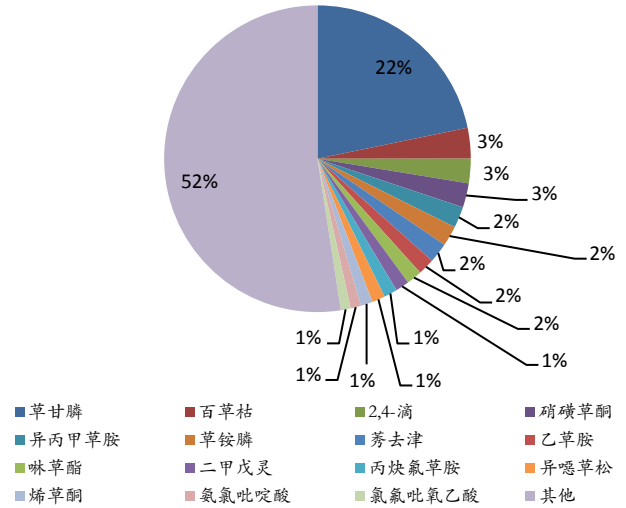
随着国外转基因作物的快速推广，种植面积持续增加，对草甘膦需求量有望增

加。同时随着部分国家对百草枯水剂产品的禁用，做为替代产品的草甘膦需求有望增长。

图表 7 2014 年全球主要除草剂产品销售额



图表 8 2014 年全球主要除草剂产品销售额占比



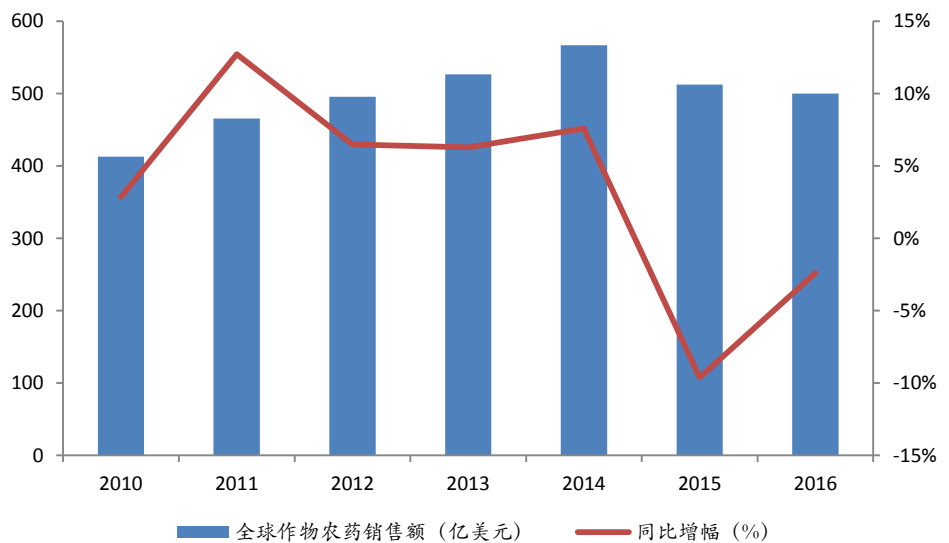
资料来源:ISAAA、华安证券研究所

资料来源: ISAAA、华安证券研究所

2.2 全球农药行业显著回暖，需求增加

全球农药市场起稳回升。2016 年全球作物农药销售额为 499.85 亿美元，同比增速为-2.39%，相比 2015 年增幅-9.62%，降幅显著收窄，行业开始回暖。2016 年四季度，全球前十大农药企业中，有八家公司收入同比出现由负转正或降幅收窄，农药巨头的收入增幅呈现上升趋势。

图表 9 全球作物农药销售额及增速

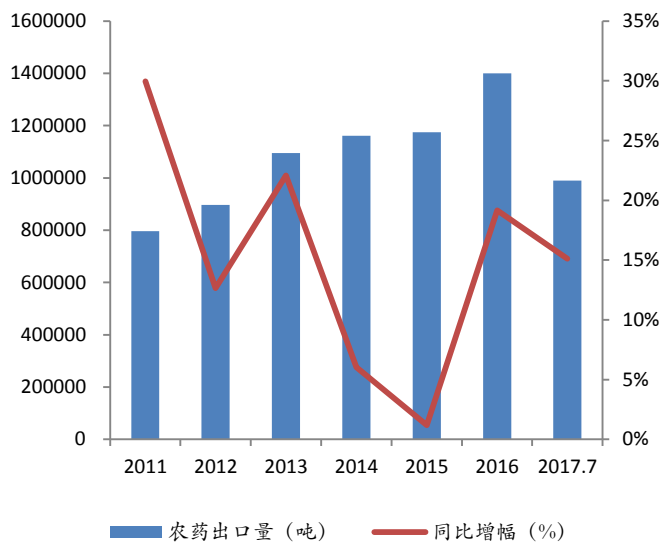


资料来源: 华安证券研究所

国内农药出口量显著增加。2014 和 2015 年国内农药出口量增速连续两年下滑，主要是需求下滑、不利天气等多种因素影响。2016 年国内农药出口量为 140 万吨，同比增长 19%，2017 年上半年出口依然保持较高增速，回暖趋势延续，我们判断 2017 年国内农药出口会创新高。

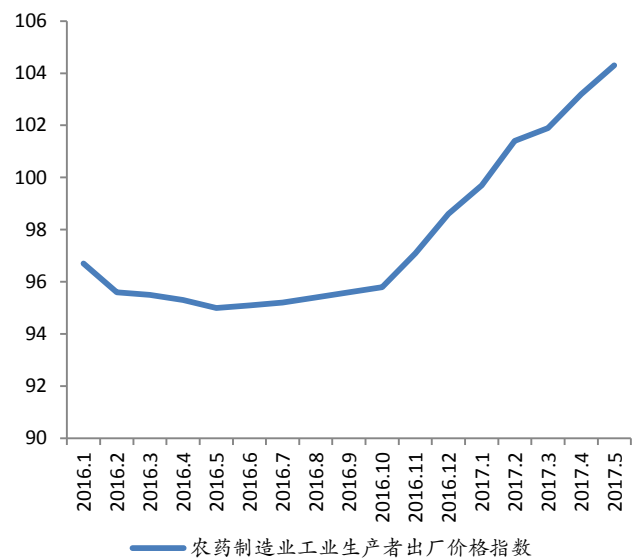
农药需求增加带动农药价格指数上升，尤其是 2016 年四季度农药出厂价格指数大幅上涨，带动公司业绩改善。

图表 10 国内农药出口量及增幅



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 11 农药价格指数



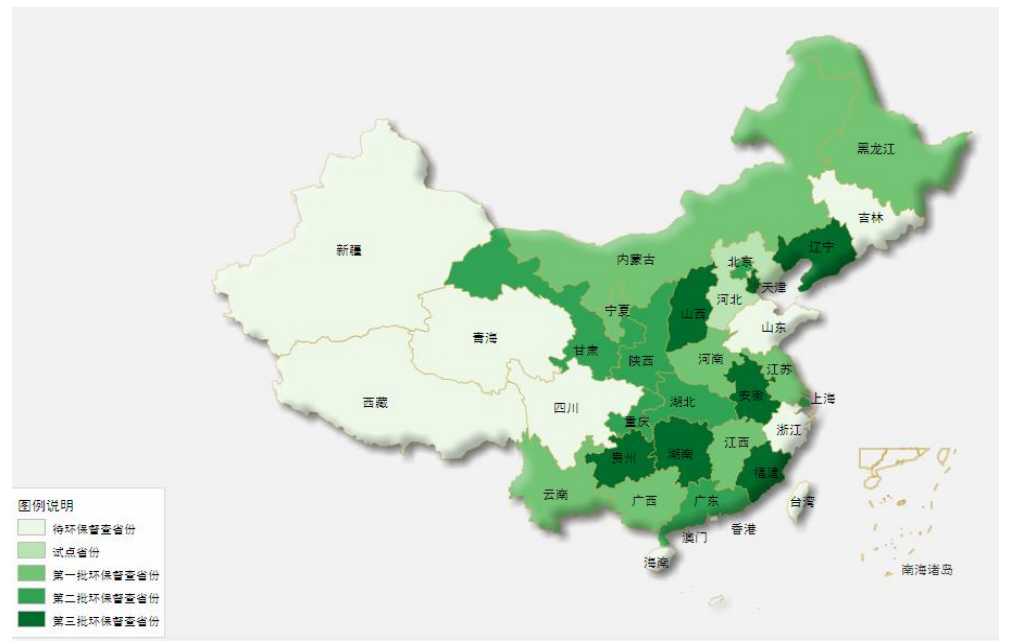
资料来源: wind、华安证券研究所

2.3 环保督查带来供需紧平衡

2015 年 7 月中央全面深化改革领导小组第十次会议通过了《环境保护督查方案(试行)》，这也拉开了国内环保督查的序幕，2016 年 1 月中央环保督查组对河北省开展环保督查试点。

在中央环保督查组对河北省开展环保督查试点之后，环保部按照工作计划，先后启动了三批次环保督查，已覆盖 23 省、市、自治区。此次环保督查具有三个显著特点：一是规格高、二是全覆盖、三是问责力度大。

图表 12 中央环保督查前三次督查省市情况



资料来源：华安证券研究所

近日中央环保第四督查组已启动，将对吉林、新疆、青海、西藏、四川、山东、浙江、海南进行环保督查。8月7日中央环保督查组率先进驻四川，其余省份也已进驻。随着第四批中央环保督查工作的启动，首次实现了国内环保督查全覆盖。

因化工企业属于污染源，是环保部重点巡视对象。我国的草甘膦主要采用甘氨酸生产工艺，在生产中容易产生废水等污染物。受环保巡查影响，国内草甘膦装置开工率下降，叠加上游原材料价格上涨，都对草甘膦价格上涨起到支撑作用。

2.3.1 产能缩减，行业供需格局改善

2017年国内草甘膦产能为69.3万吨，同比下降17.26%，主要是受到国内供给侧改革和环保督查双重影响，产能下降明显，未来草甘膦产能整体趋稳。按生产工艺，甘氨酸法产能为47.5万吨，占比68.35%；IDA法产能为22万吨，占比31.65%。

国内产能主要集中在江苏（23万吨）、四川（17万吨）、湖北（13万吨）、浙江（10.5万吨）。其中第四批中央环保督查省份草甘膦产能为27.5万吨，占比39.57%。

图表 13 2017年国内草甘膦产能情况

省份	企业名称	生产工艺	产能（万吨）	备注
安徽	华星化工	IDA	1.5	17年停产
	广信化工	甘氨酸	3	
河南	许昌东方	甘氨酸	3	
湖北	沙隆达集团	IDA	2	17年停产
	泰盛化工	甘氨酸	13	
江苏	江苏腾龙	甘氨酸	5	
	好收成韦恩	IDA	7	
	银燕化工	IDA	2	17年停产明天

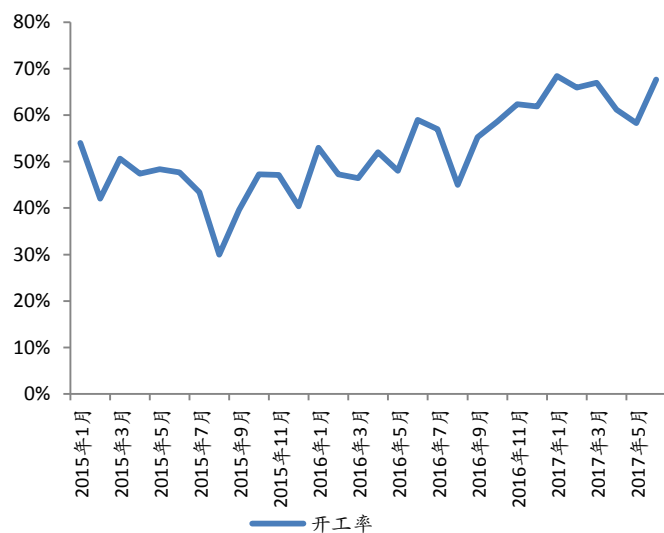
				核实
	南通江山	IDA	4	
		甘氨酸	3	
	扬农集团	IDA	4	
浙江（第四批环保督查省份）	金帆达	甘氨酸	2.5	
	捷马化工	IDA	1	17年停产
	新安化工	甘氨酸	8	
四川（第四批环保督查省份）	福华化工	甘氨酸	12	
	和邦农药	IDA	5	
	广安诚信	IDA	3	17年停产
云南	安一化工	甘氨酸	5	16年5月停产
		总计	69.5万吨	

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

供给端趋紧。2017年上半年国内草甘膦装置平均开工率为64.74%，同比增加13.74个百分点。2017年上半年中央第三批环保督查时，企业装置开工率有一定下降，8月中央第四批环保督查启动，其中四川和浙江做为草甘膦主要产地，企业装置开工率或将下降，使得供给紧张。

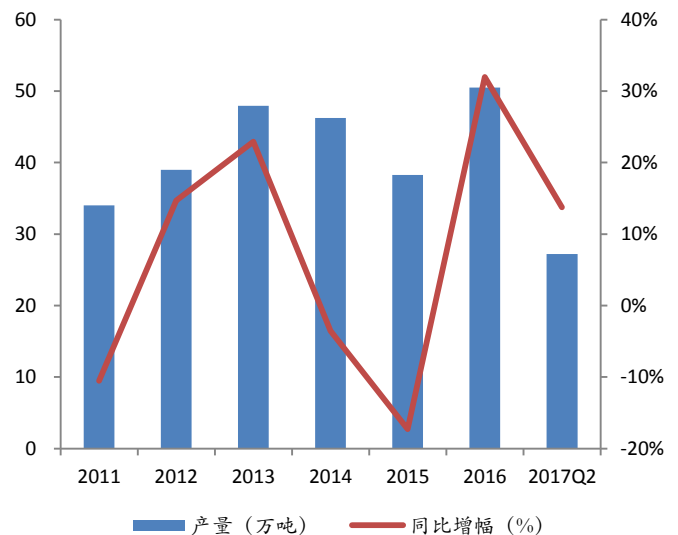
需求端稳定。国内草甘膦产量经历了2014和2015年连续两年下滑，2016年产量达到50.47万吨，同比增幅31.95%，2017年上半年产量为27.19万吨，同比增长13.77%。我们判断因出口量增加，需求有望保持稳中有升。

图表 14 2015—2017.5 国内草甘膦装置开工情况



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 15 2011—2017Q2 国内草甘膦产量及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.3.2 环保督查，原材料价格或将上涨

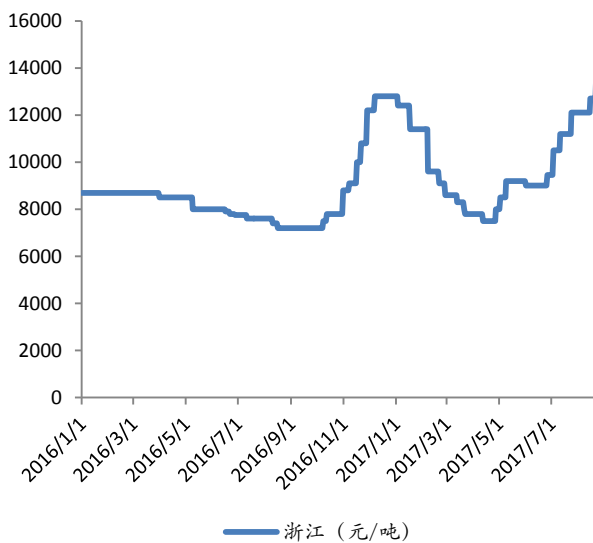
国内甘氨酸产能主要集中于华北地区（河北、山东），两省拥有甘氨酸产能约

28万吨，占全国产能比重达到52%。2017年2月，4部委、2市、4省联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，包括北京、天津、河北、山东、河南、山西四省份中26个市（2+26城市）。主要目的是加强京津冀大气污染通道治理力度。

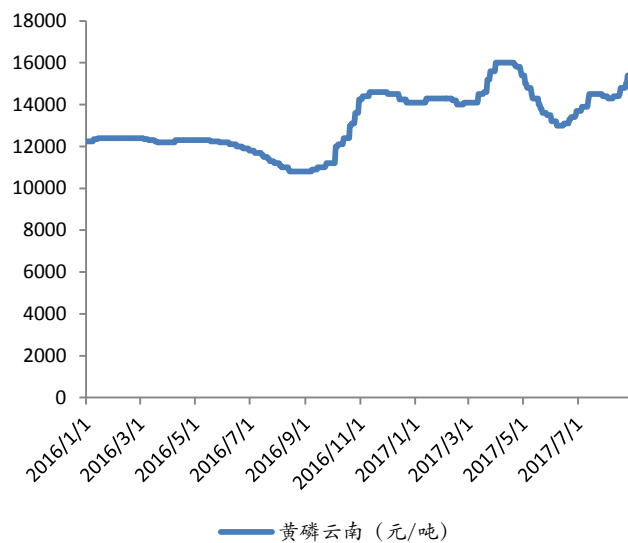
甘氨酸价格上涨。2017年8月甘氨酸均价为12572，环比上涨12.87%，产品价格从7月开始上涨。因供给侧改革，部分小产能或将关停，产能缩减。随着秋冬季来临，华北地区甘氨酸装置开工情况堪忧，供给趋紧，我们判断甘氨酸将迎来一段持续上涨期。

2017年8月黄磷均价为14575元/吨，环比上涨2.36%。国内黄磷主要产自西南地区（云南、四川），因环保督查等多种因素，我们判断黄磷价格或将维持高位。

图表 16 浙江地区甘氨酸价格走势



图表 17 黄磷价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内企业主要采用甘氨酸生产工艺，上游原材料主要包括甘氨酸、黄磷、甲醇、多聚甲醛、液氯等。我们以2017年上半年其产品均价为例，其中甘氨酸、黄磷、甲醇占成本比重为83.28%，我们重点关注这三种产品价格波动对草甘膦价格影响。

图表 18 草甘膦成本构成

	甘氨酸	黄磷	甲醇	多聚甲醛	液氯
吨耗 (吨/吨)	0.58	0.345	1.32	0.485	1.173
价格 (元/吨)	9290	14419	2696	5643	50
成本 (元/吨)	5388.2	4974.555	3558.72	2736.855	58.65
成本占比 (%)	32.23%	29.76%	21.29%	16.37%	0.35%

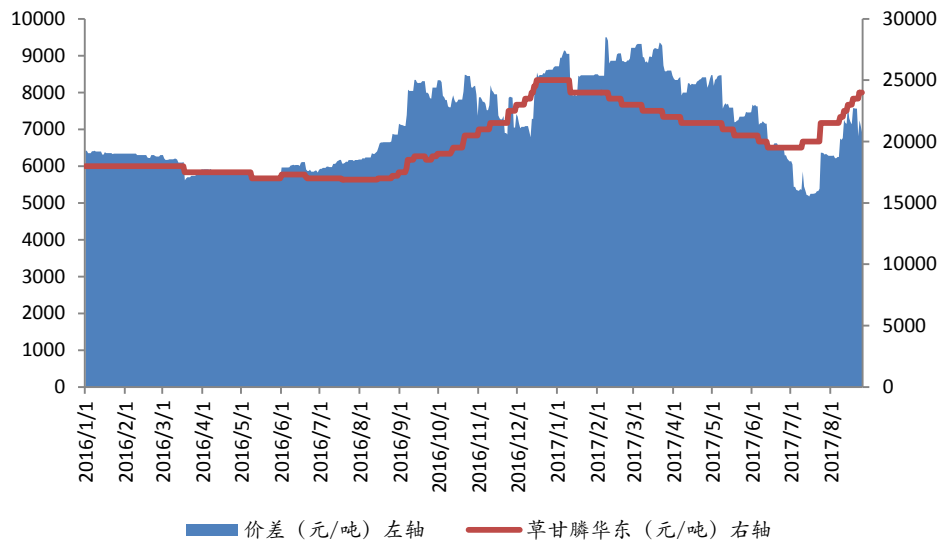
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

草甘膦价差有扩大趋势。2017年一季度国内草甘膦因上游原材料价格上涨、需求增加等多种因素影响，价格持续走高，价差扩大。二季度因需求回落、原材料价

格下降等，其价格和价差都呈现下降趋势。7月份以来受原材料价格上涨等因素影响，草甘膦价格再次呈现上涨，价差持续扩大，8月份草甘膦平均价差为6927元/吨，环比增长22.76%。

目前因供给侧改革，国内草甘膦产能明显缩减，叠加环保督查，企业装置整体开工率下滑，产品供给趋紧，加之下游需求稳定，其价格上涨可能性高，价差有望持续扩大。

图表 19 草甘膦价差走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.4 公司具有产能优势，受益于价格上涨

国内草甘膦产能因供给侧改革，导致产能出清，产能缩减，叠加环保督查，草甘膦装置开工率下滑，供给趋于紧张；目前草甘膦需求稳定，供需整体呈现紧平衡。我们判断未来草甘膦价格将保持高位震荡格局。

公司拥有8万吨草甘膦装置，产能位居国内第三，具有产能优势。我们按草甘膦每吨价格上涨1000元测算，EPS将增加0.072元/股。

图表 20 公司产品价格弹性测算

产品	权益产能 (万吨)	净利润增加 (万元)	股本 (万股)	价格上涨 1000 元 EPS 增加
草甘膦	8	5107.92	70541.4633	0.072

资料来源：wind、华安证券研究所

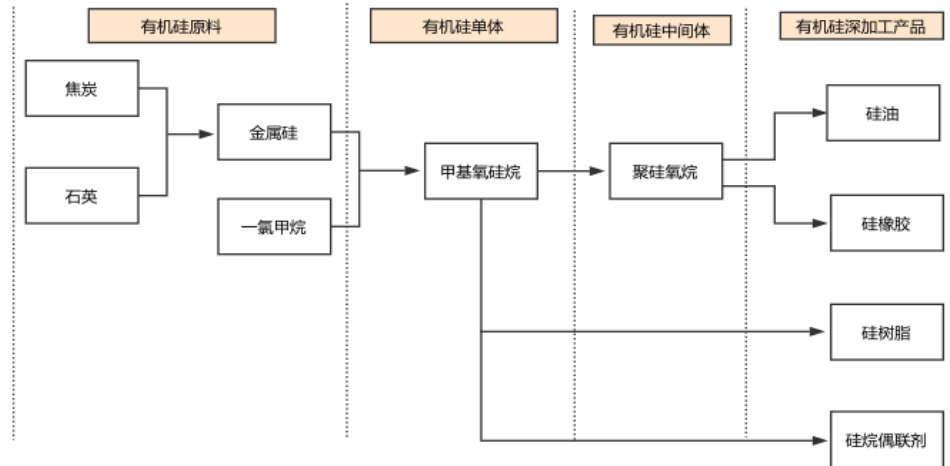
3 有机硅触底回暖

有机硅是指含有 Si-O (硅-氧) 键，且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物。其中以硅氧键为骨架组成的聚硅氧烷是有机硅化合物中为数最多、应用最广的一类，约占总用量的90%以上。因有机硅具有优良的耐温特性、耐候性、电器绝缘性能、生理惰性、低表面张力和低表面能等，广泛应用于建筑、电子、电力

等领域。

有机硅上游原料主要包括石英、焦炭等，中游产品甲基氧硅烷是重要的有机硅单体，下游产品有硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂。

图表 21 有机硅产业链

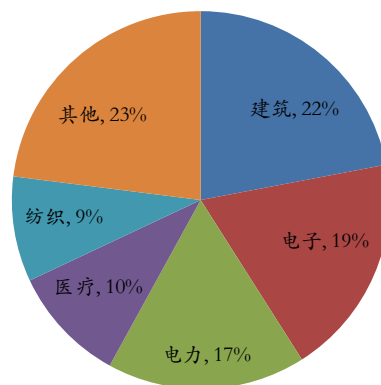


资料来源：华安证券研究所

3.1 需求端：稳中有升

有机硅下游主要用于建筑、电子和电力行业，三者占比达到 58%，随着其性能的提升，应用领域有望扩展。

图表 22 有机硅下游应用领域情况

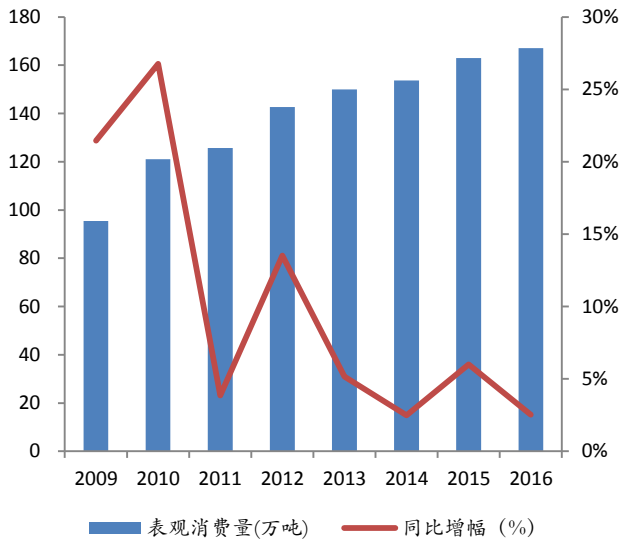


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

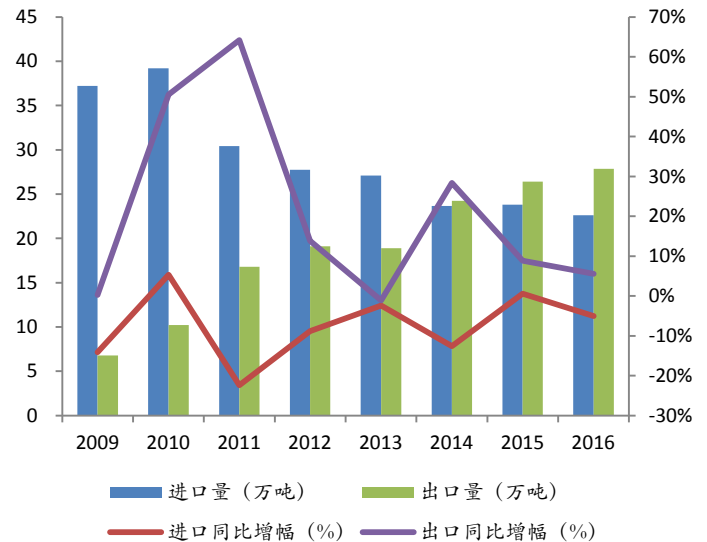
国内消费总量持续增长，增速放缓。2016 年国内消费量为 167 万吨，同比增长 2.53%。2010 年国内有机硅消费量增幅高达 26.77%，其后增速呈现下滑趋势。我们判断建筑领域的需求有望保持稳定增速，主要是由于国内房地产市场在 2016 年上半年显著回暖，对硅橡胶的需求量将增加，其在建筑领域的应用有一定延后性。

进出口量呈现反向发展。2009—2016 年国内有机硅进口量呈现下降趋势，而出口量呈现稳步增加，主要受益于国内有机硅产能的扩张及性能的提升，随着国内有机硅向高端领域发展，进口替代效应将更加凸显。

图表 23 国内有机硅表观消费量及增速



图表 24 国内有机硅进出口量及增速



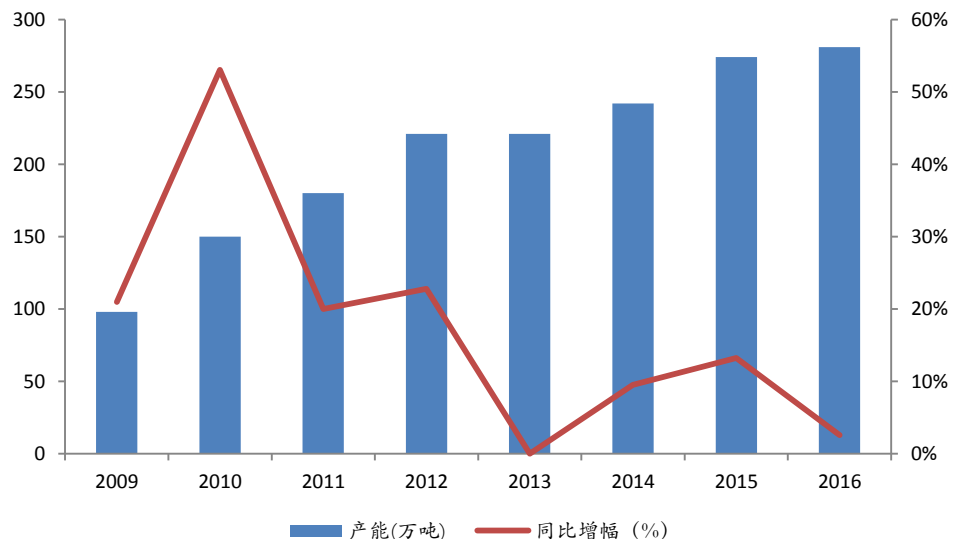
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.2 供给端：产能收缩，开工率下滑

国内有机硅产能总量增加，增速放缓。2016 年国内有机硅产能为 280 万吨，同比增长 2.55%。2009—2016 年国内有机硅年均复合增长率为 16.24%。

图表 25 国内有机硅产能及增幅



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内产能集中。2017 年国内有机硅产能为 285 万吨，产能主要集中于江苏（40

万吨)、江西 (40 万吨)、浙江 (54 万吨)、山东 (46.5 万吨), 四省产能高达 180.5 万吨, 四省产能占比 63.22%。今年以来山西三佳和江苏弘博产能处于停产状态, 重启难度大。

图表 26 2017 年国内有机硅供应商情况

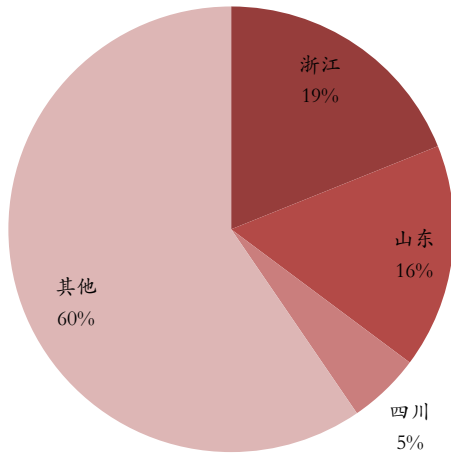
企业名称	产能 (万吨)	装置动态	开工率
张家港工厂	40	正常运行	95%
江西星火	40	满负荷	90%
新安化工	28	12 万吨装置正常运行, 10 万吨装置并线	35%
内蒙古业成	24	正常运行	85%
山东东岳	25	9 月中旬预计有机硅项目全停	45%
浙江合盛	18	正常运行	90%
山东金岭	15	正常运行	
唐山三友	20	开一停一, 近期两套将开启	55%
浙江中天	8	正常运行	92%
湖北兴发	18	开一停一, 技改中	52%
山西三佳	18	暂未重启	0%
鲁西化工	6.5	正常运行, 9 月检修	90%
合盛硅峰	9+6	9 万吨项目开工 8 成, 9 月 6 万吨装置建成	80%
江苏弘博	10	项目停车	0%
总计	285.5 (包含停车产能)		

资料来源: 百川资讯、华安证券研究所

环保督查, 企业开工率下滑。2017 年 8 月中央第四批环保督查浙江、山东等省份, 其中浙江 (54 万吨)、山东 (46 万吨)、四川 (15 万吨), 三省产能占比为 40%, 产能较为集中, 将对企业装置开工情况产生影响。

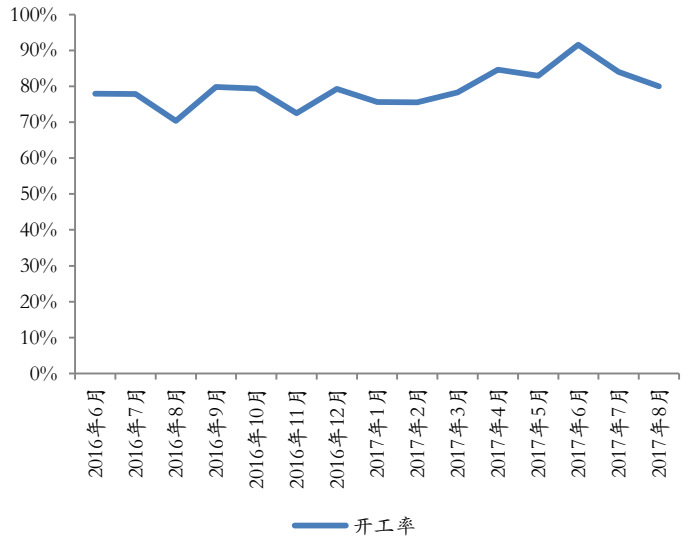
2016 年 6——2017 年 6 有机硅装置平均开工率为 78.89%, 维持较高开工率, 尤其是 2017 年以来装置开工率持续提高, 6 月达到 91.62%。7 月开工率为 84%, 环比下降 7.62 个百分点, 8 月降至 80%。主要是受到高库存和环保督查双重影响。

图表 27 第四批督查省份有机硅占比



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

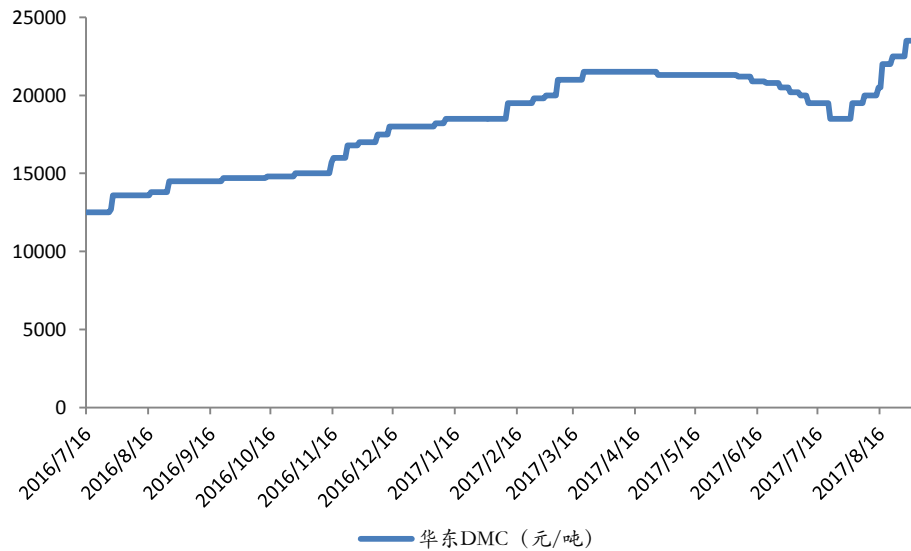
图表 28 国内有机硅企业开工率情况



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

价格小幅上涨。2016年6—2017年7有机硅价格呈现上涨—高位震荡态势。2017年7月下旬其价格开始上涨，8月上旬均价为20000元/吨。我们判断短期看因环保督查和企业检修（兴发、东岳等），开工率下滑，供给呈现紧平衡，价格或将小幅上涨。从长期看，因供给侧改革，部分产能将出清，供求将趋于平衡，价格或将企稳。

图表 29 DMC 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

目前公司拥有有机硅单体 26 万吨，折算成 DMC 产能为 13 万吨，我们按有机硅价格上涨 1000 元/吨，测算公司 EPS 增加 0.118 元/股，对公司业绩提升将起到重要作用。同时有机硅和草甘膦生产中具有协同效应，在一定程度上降低成本。

图表 30 公司产品价格弹性测算

产品	权益产能 (万吨)	净利润增加 (万元)	股本 (万股)	价格上涨 1000 元 EPS 增加
有机硅	13	8300.37	70541.4633	0.118

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,352	4,111	4,873	5,470	营业收入	6,802	7,755	8,530	9,127
现金	645	1,551	2,254	2,811	营业成本	5,901	6,398	7,038	7,485
应收账款	699	614	724	812	营业税金及附加	27	22	25	28
其他应收款	125	75	95	119	销售费用	254	277	309	335
预付账款	77	82	87	96	管理费用	519	583	646	689
存货	886	995	1,074	1,143	财务费用	72	65	66	56
其他流动资产	920	794	638	490	资产减值损失	(11)	30	2	(5)
非流动资产	4,643	4,184	3,977	3,756	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	201	203	194	199	投资净收益	22	54	53	43
固定资产	3,082	2,887	2,692	2,497	营业利润	63	434	497	581
无形资产	599	559	522	487	营业外收入	131	82	107	94
其他非流动资产	760	535	569	573	营业外支出	46	57	49	50
资产总计	7,994	8,295	8,850	9,226	利润总额	148	460	555	625
流动负债	3,227	3,643	3,885	4,034	所得税	61	69	83	94
短期借款	1,112	1,627	1,625	1,622	净利润	87	391	472	531
应付账款	967	944	1,078	1,159	少数股东损益	10	35	26	45
其他流动负债	1,147	1,072	1,181	1,252	归属母公司净利润	78	356	446	486
非流动负债	331	373	400	406	EBITDA	515	735	796	868
长期借款	220	220	220	220	EPS (元)	0.11	0.50	0.63	0.69
其他非流动负	111	153	180	186					
负债合计	3,558	4,016	4,284	4,440					
少数股东权益	415	450	476	521					
股本	679	705	705	705					
资本公积	752	615	615	615					
留存收益	2,531	2,509	2,769	2,945					
归属母公司股东权	4,021	3,829	4,090	4,265					
负债和股东权益	7,994	8,295	8,850	9,226					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-7.41%	14.00%	10.00%	7.00%
营业利润	-133.43%	592.64%	14.56%	16.83%
归属于母公司净利润	-129.07%	358.72%	25.29%	9.04%
获利能力				
毛利率(%)	13.25%	17.50%	17.50%	18.00%
净利率(%)	1.14%	4.59%	5.23%	5.33%
ROE(%)	1.97%	9.13%	10.34%	11.10%
ROIC(%)	3.20%	8.93%	8.61%	9.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	44.51%	48.41%	48.41%	48.12%
净负债比率(%)	33.02%	13.67%	-3.62%	-9.29%
流动比率	1.04	1.13	1.25	1.36
速动比率	0.76	0.86	0.98	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.95	1.00	1.01
应收账款周转率	12.73	13.94	14.61	13.82
应付账款周转率	6.97	8.11	8.43	8.16
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.50	0.63	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.02	1.29	1.25
每股净资产(最新摊薄)	5.70	5.43	5.80	6.05
估值比率				
P/E	114.5	25.0	19.9	18.3
P/B	2.2	2.3	2.2	2.1

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	620	717	910	879
净利润	87	356	446	486
折旧摊销	381	235	232	230
财务费用	68	65	66	56
投资损失	(22)	(54)	(53)	(43)
营运资金变动	(99)	50	190	109
其他经营现金	205	65	28	41
投资活动现金流	(334)	189	61	38
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(21)	(2)	8	(5)
其他投资现金	(313)	191	53	43
筹资活动现金流	(126)	(49)	(260)	(362)
短期借款	32	515	(2)	(3)
长期借款	(30)	0	0	0
普通股增加	0	26	0	0
资本公积增加	4	(137)	0	0
其他筹资现金	(131)	(453)	(258)	(359)

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。