

证券研究报告

公司研究——年报点评

新安股份 (600596.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2016.08.29

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号: S1500515070002

联系电话: +86 10 83326852

邮箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《新安股份 (600596): 两大主导产品价格低迷, 公司业绩承压》2015.08

《新安股份 (600596): 净利润同比大幅下滑》2014.08

《草甘膦疲软, 未来看无人植保机业务》2016.04
《两大主营业务仍低迷, 植保业务加速布局》2016.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

双主业回升提振公司业绩, 股权激励彰显发展信心

2017年04月07日

事件: 新安股份发布 2016 年年报, 2016 年公司实现营业收入 68.02 亿元, 同比减少 7.41%, 归属于上市公司股东的净利润为 7755.98 万元, 上年同期为 -2.67 亿元, 实现扭亏为盈, 实现扣除非经常性损益的归母净利润为 -1.00 亿元, 上年同期为 -3.30 亿元, 实现基本每股收益 0.1142 元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益 -0.1474 元。公司拟以 2016 年底总股本 679,184,633 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税)。

点评:

- **下半年双主业景气回升, 带动公司业绩好转。** 2016 年, 公司扭亏为盈实现归母净利润 7755.98 万元, 毛利率为 13.25%, 同比回升 3.7 个百分点。公司业绩改善主要源于 2016 年下半年起公司两大主业有机硅和草甘膦行业底部回升, 产品价格反弹。农化业务方面, 2016 年公司实现营业收入 30.14 亿元, 同比减少 15.96%, 主要由于草甘膦销量同比减少 6.12%, 毛利润 3.08 亿元, 同比增加 1.29%, 毛利率 10.24%, 同比增加 1.49 个百分点。有机硅业务实现营业收入 30.07 亿元, 同比增加 4.58%, 主要由于有机硅销量同比增长 6%, 毛利润 6.02 亿元, 同比增加 73.55%, 毛利率 19.37%, 同比大幅增加 7.7 个百分点。
- **草甘膦价差改善明显。** 公司拥有草甘膦产能 8 万吨, 将对白南山园区 3 万吨草甘膦原药生产装置整体搬迁至建德市马南高新技术产业园, 并新建 3 万吨/年草甘膦项目, 预计将于 2017 年 6 月底建成投产, 搬迁后公司草甘膦产能不变, 仍为 8 万吨。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能, 目前行业有效产能已经下降至 77.2 万吨, 全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态, 同时 2016 年四季度由于河北环保限产草甘膦主要原材料甘氨酸供应紧张, 价格飙涨, 推动草甘膦价格大幅上涨。目前, 河北甘氨酸逐渐复工下价格理性回落, 草甘膦价格虽也跟随回落, 但价差依旧改善明显, 2017 年一季度甘氨酸法平均价差为 10031 元/吨, 而上年同期平均价差为 6537 元/吨, 企业盈利大幅改善。
- **有机硅行业迎来底部反转。** 公司拥有有机硅单体产能 28 万吨, 目前同样处于搬迁中, 将由新安迈图新建 10 万吨有机硅单体, 预计将于 2017 年 6 月底建成投产, 搬迁后有机硅单体产能增加至 32 万吨, 折合 DMC 产能约 16 万吨, 行业龙头地位进一步巩固。有机硅行业经过多年的行业整合、产能淘汰之后, 竞争结构逐渐优化, 价格自 2016 年下半年起持续上涨, DMC 价格已涨至 21500 元/吨, 较 2016 年低点 12500 元/吨上涨 72%, 公司作为龙头企业显著受益。
- **发布限制性股票激励计划, 彰显公司未来发展信心。** 公司发布限制性股票激励计划草案, 拟以 5.10 元/股价格, 向公司董事、高管及核心业务 (技术) 人员等 208 人授予 2700 万股限制性股票, 占公司当前总股本的 3.98%。其中首次授予 2639

万股，占总股本的 3.89%；预留 61 万股，占总股本的 0.09%。首次授予的限制性股票分 4 期解除限售，每期解除限售的比例分别为 30%、30%、20%和 20%，解禁条件为 2017-2020 年公司实现的扣非归母净利润分别不低于 8,000 万元、10,500 万元、14,200 万元、20,000 万元，同比增速分别为 180.00%、31.25%、35.24%和 40.85%，彰显公司对未来发展的信心。

- **加速“制造+服务”战略转型。**公司是国内草甘膦及有机硅龙头企业，作为集有机硅材料和作物保护为一体的平台型上市公司，公司加速推进“制造+服务”战略转型，由产品的供应商转向应用技术服务商。通过转变商业模式，向现代服务型企业转型，以满足客户需求为出发点，从创造供给转向创造需求。2016 年，公司继续发力农业服务和有机硅终端的两大新兴业务，通过兼并合作方式，快速扩张农业服务版图。依托新成立的创新研究院，公司继续推进转基因生物技术的研发，部分品种已进入环境释放试验阶段，并加大了水溶型肥料和飞防助剂等新农药品种开发。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别达到 78.28 亿元、86.12 亿元和 82.92 亿元，归属母公司的净利润分别为 2.11 亿元、2.66 亿元和 3.58 亿元，2017-2019 年摊薄的 EPS 分别达到 0.31 元、0.39 元和 0.53 元，对应 2017 年 4 月 6 日收盘价（9.8 元/股）的动态 PE 分别为 32 倍、25 倍和 19 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,346.92	6,802.49	7,828.23	8,612.23	8,292.23
增长率 YoY %	-4.78%	-7.41%	15.08%	10.02%	-3.72%
归属母公司净利润(百万元)	-266.82	77.56	210.57	265.66	357.99
增长率 YoY%	-636.69%	—	171.50%	26.16%	34.75%
毛利率%	9.55%	13.25%	16.06%	16.71%	18.38%
净资产收益率 ROE%	-6.46%	1.94%	5.15%	6.18%	7.77%
每股收益 EPS(元)	-0.39	0.11	0.31	0.39	0.53
市盈率 P/E(倍)	—	86	32	25	19
市净率 P/B(倍)	1.68	1.66	1.60	1.50	1.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 4 月 7 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,866.91	3,351.70	3,812.44	4,272.49	4,516.01
货币资金	477.06	645.47	1,151.88	1,403.15	1,757.17
应收票据	417.72	410.26	472.12	519.41	500.11
应收账款	494.52	573.96	660.51	726.66	699.66
预付账款	64.24	76.54	85.23	93.04	87.78
存货	932.98	858.04	955.44	1,042.98	984.04
其他	480.39	787.42	487.25	487.25	487.25
非流动资产	4,972.28	4,642.78	4,560.37	4,579.09	4,604.78
长期投资	179.84	200.92	200.92	200.92	200.92
固定资产	3,433.92	3,082.26	3,145.99	3,383.66	3,423.17
无形资产	550.05	599.23	571.76	544.30	516.81
其他	808.48	760.37	641.71	450.21	463.88
资产总计	7,839.19	7,994.48	8,372.81	8,851.58	9,120.79
流动负债	3,153.96	3,226.90	3,444.27	3,634.27	3,514.37
短期借款	1,080.53	1,112.27	1,112.27	1,112.27	1,112.27
应付账款	984.45	967.18	1,076.98	1,175.65	1,109.21
其他	1,088.98	1,147.44	1,255.01	1,346.34	1,292.89
非流动负债	336.89	331.27	331.27	331.27	331.27
长期借款	250.00	220.00	220.00	220.00	220.00
其他	86.89	111.27	111.27	111.27	111.27
负债合计	3,490.85	3,558.17	3,775.53	3,965.54	3,845.64
少数股东权益	381.87	415.04	433.35	456.45	487.58
归属母公司股东权益	3,966.47	4,021.28	4,163.93	4,429.59	4,787.57
负债和股东权益	7839.19	7994.48	8372.81	8851.58	9120.79

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,346.92	6,802.49	7,828.23	8,612.23	8,292.23
同比	-4.78%	-7.41%	15.08%	10.02%	-3.72%
归属母公司净利润	-266.82	77.56	210.57	265.66	357.99
同比	-636.69%	-	171.50%	26.16%	34.75%
毛利率	9.55%	13.25%	16.06%	16.71%	18.38%
ROE	-6.46%	1.94%	5.15%	6.18%	7.77%
每股收益(元)	-0.39	0.11	0.31	0.39	0.53
P/E	-	86	32	25	19
P/B	1.68	1.66	1.60	1.50	1.39
EV/EBITDA	29.48	13.52	11.19	9.76	8.15

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,346.92	6,802.49	7,828.23	8,612.23	8,292.23
营业成本	6,645.61	5,901.33	6,571.27	7,173.31	6,767.91
营业税金及附加	20.54	27.02	23.02	25.33	24.38
营业费用	276.81	254.13	285.37	313.95	302.28
管理费用	544.88	518.97	565.46	622.09	598.97
财务费用	62.19	71.74	71.56	68.66	66.47
资产减值损失	67.65	-11.46	43.85	35.89	20.24
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	83.25	21.94	30.27	32.77	27.62
营业利润	-187.52	62.69	297.98	405.78	539.59
营业外收入	33.50	131.05	66.81	66.81	66.81
营业外支出	43.93	45.69	59.62	87.58	87.58
利润总额	-197.95	148.05	305.18	385.01	518.82
所得税	60.16	60.81	76.29	96.25	129.70
净利润	-258.10	87.24	228.88	288.76	389.11
少数股东损益	8.71	9.68	18.31	23.10	31.13
归属母公司净利润	-266.82	77.56	210.57	265.66	357.99
EBITDA	272.62	597.69	721.86	827.68	991.50
EPS (摊薄)	-0.39	0.11	0.31	0.39	0.53

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	169.55	620.11	882.80	714.32	863.12
净利润	-258.10	87.24	228.88	288.76	389.11
折旧摊销	409.29	381.37	348.68	374.67	404.68
财务费用	61.28	68.27	68.00	68.00	68.00
投资损失	-83.25	-21.94	-30.27	-32.77	-27.62
营运资金变动	-53.65	85.56	-80.99	-54.66	-29.64
其它	93.99	19.60	348.50	70.32	58.58
投资活动现金流	-381.41	-334.22	-240.48	-395.05	-441.10
资本支出	-416.46	-508.45	-270.74	-427.82	-468.71
长期投资	552.68	597.85	30.27	32.77	27.62
其他	-517.63	-423.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	77.76	-125.57	-135.92	-68.00	-68.00
吸收投资	61.77	23.93	0.00	0.00	0.00
借款	-50.43	36.65	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	146.70	100.53	135.92	68.00	68.00
现金净增加额	-131.03	163.96	506.41	251.27	354.03

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。