

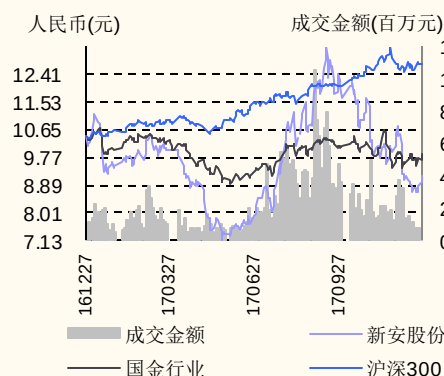
新安股份 (600596.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.25 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	679.18
总市值(百万元)	7,174.07
年内股价最高最低(元)	13.28/7.13
沪深 300 指数	4111.39
上证指数	3369.11



化工行业龙头系列深度报告 (二):

有机硅行业持续高景气, 产能扩增迎来业绩拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.393	0.114	0.425	1.052	1.134
每股净资产(元)	5.84	5.92	6.15	7.15	8.22
每股经营性现金流(元)	0.25	0.91	1.47	1.51	2.05
市盈率(倍)	-25.96	89.67	37.80	15.25	14.16
行业优化市盈率(倍)	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80
净利润增长率(%)	-636.69%	-129.07%	286.06%	147.80%	7.73%
净资产收益率(%)	-6.73%	1.93%	7.16%	15.28%	14.31%
总股本(百万股)	679.18	679.18	705.18	705.18	705.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内第一家草甘膦和有机硅配套生产的企业: 公司有机硅年产能 28 万吨, 草甘膦年产能 8 万吨, 有机硅生产过程中充分利用草甘膦副产物, 具有成本优势。公司注重自主创新, 多年坚持高研发投入, 通过技术创新, 在有机硅和草甘膦的生产过程中实现了氯元素的循环使用;
- 有机硅行业市场需求增长稳定: 随着有机硅下游应用领域建筑, 汽车和电子行业发展, 房地产市场出口量小幅增长, 国产胶大幅替代进口, 国内有机硅的需求逐渐攀升; 出口逐年增加, 边际效应明显;
- 供给端: 2010 年到 2015 年产能过剩, 2016 年行业供需格局出现反转, 环保压力限制企业开工率: 2016 年行业产能首次出现下降, 山西三佳和江苏弘博累计 28 万吨产能已经停产退出, 目前实际产能在 250 万吨; 行业集中度提高明显, 目前国内前五大企业产能已经超过 50%。2016 年以来, 环保部督察组在各省督查, 对有机硅行业的开工率造成了极大的影响。在市场价格飞速上涨的过程中, 企业的开工率依旧提不上去, 很多企业检修周期较长, 这和有机硅行业的废气废液的处理和排放方式有很大的关系;
- 新安迈图并线成功, 公司产能进一步扩大, 迎来业绩拐点: 公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年项目有机硅单体生产装置与原 10 万吨/年有机硅生产装置的并线及相关认证工作均已结束, 已进入水汽联动试车, 于 10 月底前投料试生产, 2018 年公司有机硅单体产能将达到 32 万吨/年。

投资建议

- 我们预计公司 2017-19 年的 EPS 分别为 0.43 元、1.05 元、1.13 元, 对应当前股价的 PE 分别为 23 倍、9 倍、9 倍。在有机硅供需格局双向利好的局势下, 公司作为龙头企业将充分享受有机硅行业高景气度带来的高收益, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险

- 若房地产行业景气度大幅下滑, 有机硅下游建材需求降低, 价格下降利润减少; 公司有机硅生产装置开工不顺频繁检修, 生产波动带来影响; 海外企业大幅扩产, 行业景气度下降。

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人:
huokun@gjzq.com.cn

陈铖 联系人:
chencheng2@gjzq.com.cn;

何雄 联系人:
hexiong@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司是国内有机硅和草甘膦行业的龙头企业	4
1. 主营作物保护、有机硅材料，产业链完备，产品应用广泛	4
2. 公司财务状况良好，盈利逐步增长	5
二、有机硅行业供需格局好，景气度高	7
1. 有机硅性能优异，应用广泛	7
2. 有机硅需求稳步提升	8
3. 供给端产能收缩，新增产能减少，行业格局变好	10
4. 环保压力导致企业开工率受限	12
5. 公司自主创新，增强公司有机硅产品市场竞争力	13
三、草甘膦行业供需平衡，毛利率稳定	13
四、新安迈图有机硅项目并线成功，公司将开启全新篇章	15
五、盈利预测与投资建议	16
六、风险提示	16

图表目录

图表 1：1965 年建德化工厂成立	4
图表 2：2002 年年产万吨有机硅技改项目完成	4
图表 3：公司主要产品产能	4
图表 4：公司股权结构图	5
图表 5：公司营业收入较为稳定	5
图表 6：近两年公司净利润逐步上升	5
图表 7：有机硅营业收入逐年增加	6
图表 8：产品中有机硅营收占比逐年增大	6
图表 9：国内外营业收入变化	6
图表 10：国内营收占比小幅提升	6
图表 11：公司有机硅产品毛利率行业领先	7
图表 12：经营性现金流开始回升	7
图表 13：公司资产负债率多年来维持在较低水平	7
图表 14：有机硅高分子性能优势	8
图表 15：公司有机硅产品销量逐年稳定增长	8
图表 16：公司有机硅产销率连年维持高位	8
图表 17：2016 年房屋竣工面积面积显著增加	9
图表 18：2016 上半年国内房屋新开工面积同比显著增加	9
图表 19：近些年汽车销量稳步增长	9
图表 20：新能源汽车产业飞速发展	9
图表 21：国内 LED 室内照明产值增速大于 30%	10
图表 22：全球 LED 产业高速发展	10

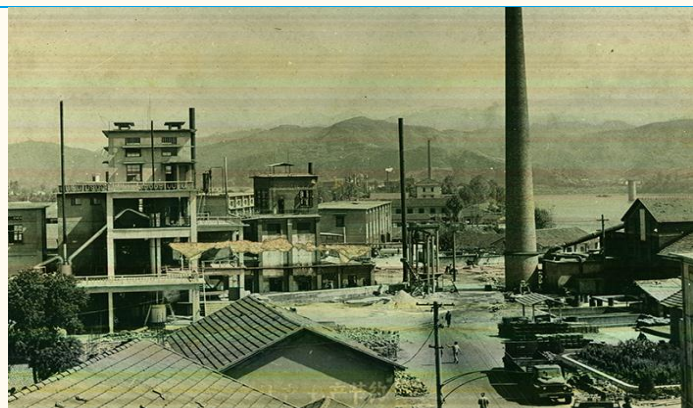
图表 23: 有机硅价格小幅下降后维持稳定.....	10
图表 24: 国内开工率上升明显.....	11
图表 25: 2016 年有机硅单体产能首次出现负增长.....	11
图表 26: 有机硅行业产能前五名总和超过 50%.....	11
图表 27: 国内有机硅有效产能统计.....	12
图表 28: 2016 年有机硅产量首次下降.....	12
图表 29: 有机硅行业净出口稳定增加.....	12
图表 30: 有机硅 2016 产量及北方六省产能占比.....	13
图表 31: 北方六省产能占比	13
图表 32: 公司多年坚持高研发投入.....	13
图表 33: 研发投入占营业总收入比重逐年增加	13
图表 34: 草甘膦生产工艺流程.....	14
图表 35: 国内草甘膦产量与产能较为稳定.....	14
图表 36: 国内草甘膦生产主要使用甘氨酸法.....	14
图表 37: 草甘膦原料成本逐年下降.....	15
图表 38: 公司农药营业收入较为稳定.....	15
图表 39: 公司农药产品毛利率趋于平稳.....	15
图表 40: 公司未来三年业务分拆预测.....	16

一、公司是国内有机硅和草甘膦行业的龙头企业

1. 主营作物保护、有机硅材料，产业链完备，产品应用广泛

浙江新安化工集团，创建于1965年，2001年9月上市，连续多年进入“中国最具价值上市公司”之列，中国制造业500强、全球农化销售20强企业，是一家集有机硅材料和作物保护为一体的平台型上市公司。现围绕有机硅单体合成，完善从硅矿冶炼到下游制品加工的完整产业链，形成了橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。公司通过不断进行技术创新，由产品供应商转变为技术供应商，向客户提供技术解决方案。

图表1：1965年建德化工厂成立



来源：公司官网，国金证券研究所

图表2：2002年年产万吨有机硅技改项目完成



来源：公司官网，国金证券研究所

公司是国内第一家草甘膦和有机硅配套生产的企业：公司有机硅年产能28万吨，草甘膦年产能8万吨，有机硅生产过程中充分利用草甘膦副产物，具有成本优势。公司位于浙江省建德市的白南山生产园区现有3万吨/年的草甘膦原药、6万吨/年的有机硅单体及部分有机硅下游产品生产装置。根据杭州市政府的要求，公司将白南山园区生产装置整体搬迁至建德市马南高新技术产业园，将在马南高新技术产业园新建3万吨/年草甘膦项目，新安迈图有机硅有限责任公司新建10万吨/年有机硅单体项目。新项目投产后，公司草甘膦原药和有机硅单体的产能分别将达到8万吨/年和32万吨/年。

图表3：公司主要产品产能

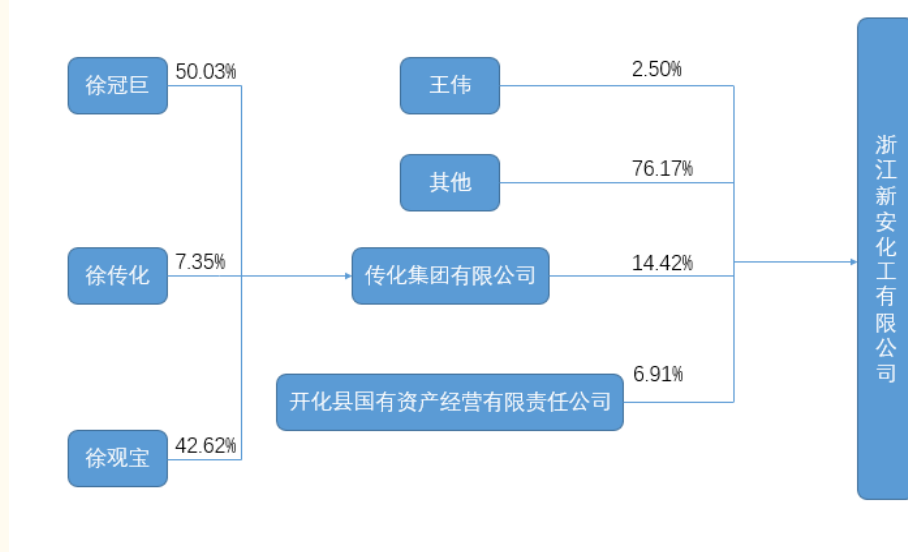
产品	设计产能	产能利用率	在建产能及投资情况
草甘膦	8万吨/年	83%	3万吨/年草甘膦项目：投资额3.8亿元
有机硅单体	28万吨/年	98%	10万吨/年有机硅单体项目，投资额6.6亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

公司在以草甘膦和有机硅单体主导产品，着力发展有机硅下游和绿色剂型产品等成长产业基础上，注重创新领域的研发，如转基因生物技术，农业服务和有机硅终端前沿领域的开发与探索。从而形成基础产业、成长产业和培育产业并行的研发与创新模式，既解决当前生产技术问题，有扩大存量业务的门类和新品种，提高产品附加值，又为未来产业的增长打下坚实的基础。

新安股份的控股股东为传化集团有限公司，其持有公司14.42%的股份，其次是开化县国有资产经营有限责任公司，持有公司6.91%股份，股权结构较为分散。

图表 4：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

2.公司财务状况良好，盈利逐步增长

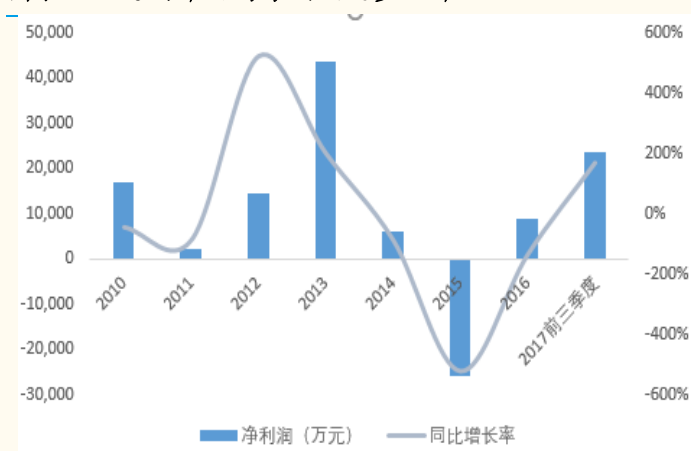
近年来，受益于有机硅行业持续去产能、农药市场需求整体回暖，公司主要产品有机硅系列、草甘膦系列价格上涨，公司净利润大幅上涨，2016 年公司扭亏为盈，净利润为 8724.37 万元，2017 前三季度就已经达到 23516.99 万元，相较于去年全年增长 169.56%。

图表 5：公司营业收入较为稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

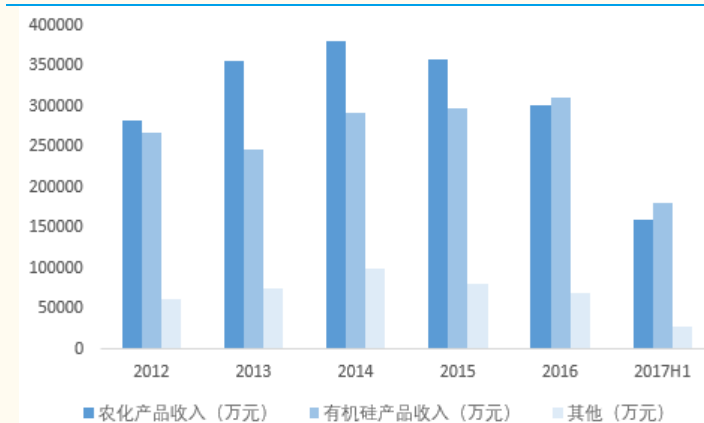
图表 6：近两年公司净利润逐步上升



来源：公司公告，国金证券研究所

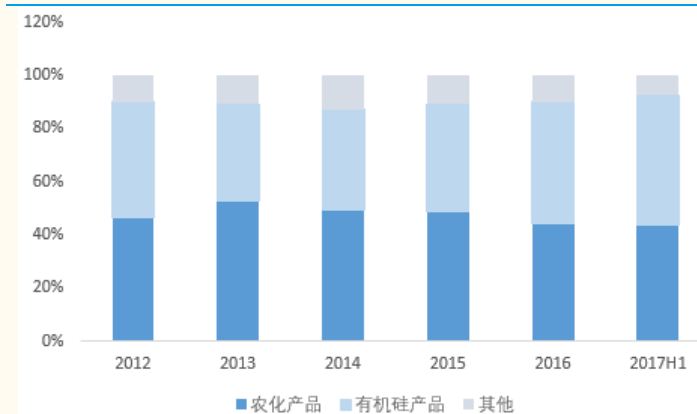
公司主要产品是农化产品和有机硅，其营收占比接近公司总收入的 90%，近三年有机硅产品收入维持在 30 亿元左右。未来随着马目基地新建项目建成生产，公司有机硅产能将进一步增长。并且目前公司正从生产普通的有机硅产品向具有高附加值的新式有机硅产品转型，因此未来公司的有机硅产品业务仍有广阔的发展空间。

图表 7：有机硅营业收入逐年增加



来源：公司公告，国金证券研究所

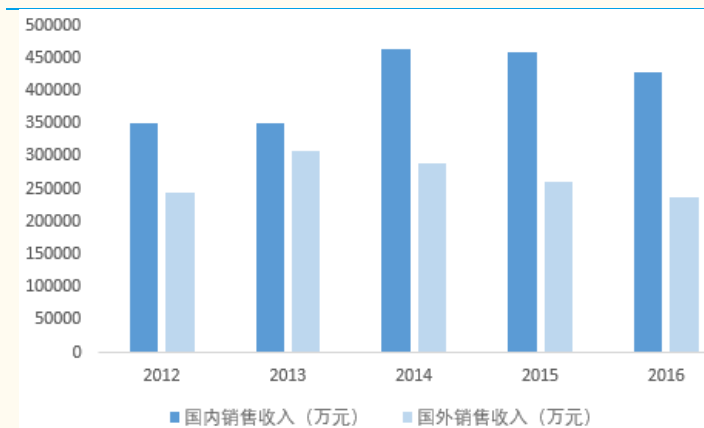
图表 8：产品中有机硅营收占比逐年增大



来源：公司公告，国金证券研究所

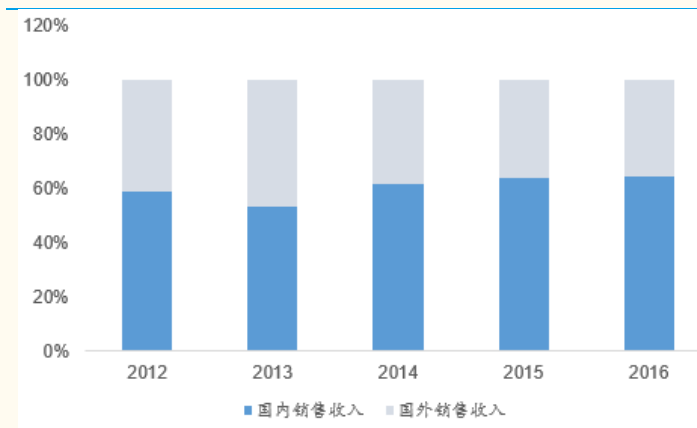
近年来，公司国内外营业收入均较为稳定。海外农化市场受到全球大宗农产品影响具有一定周期性，公司农化产品大部分用于出口，过去两年，由于全球农化市场连续下滑，因此导致公司国外销售收入连续下跌，同时国内营收占比小幅提升。

图表 9：国内外营业收入变化



来源：公司公告，国金证券研究所

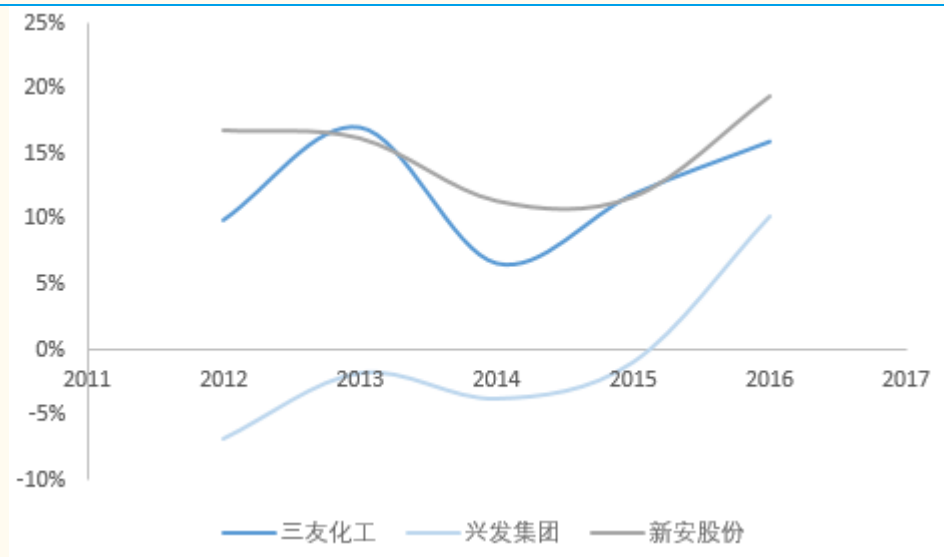
图表 10：国内营收占比小幅提升



来源：公司公告，国金证券研究所

公司有机硅产品毛利率稳中有升，行业内处于领先。公司通过开发氮循环技术，取得了行业领先，有效降低了有机硅的生产成本，提升了市场竞争力。自 2014 年以来公司的有机硅产品毛利率大幅增长，从 2014 年的 11.36% 上升至 2017 年的 19.37%，盈利能力处于较高水平。

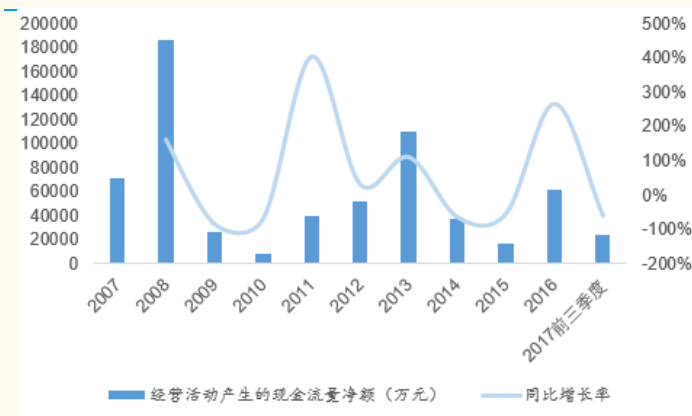
图表 11：公司有机硅产品毛利率行业领先



来源：公司公告，国金证券研究所

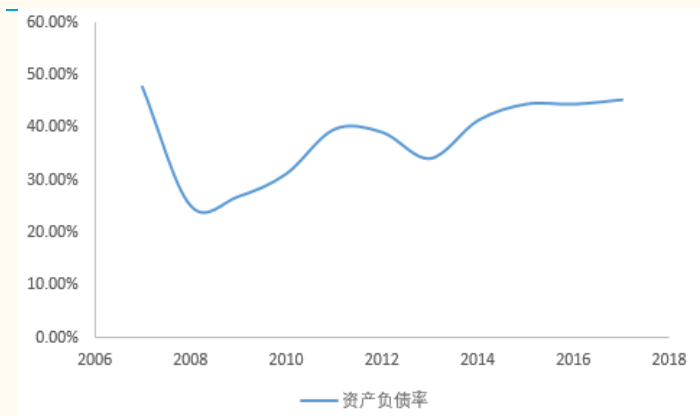
目前，由于国内经济结构调整持续推进，市场回暖，公司主营产品草甘膦、有机硅行业景气度回升，现金流状况逐渐好转，同时由于上升的利润和现金流情况，公司的资产情况逐步得到改善，资产负债率一直维持在较低水平。

图表 12：经营性现金流开始回升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司资产负债率多年来维持在较低水平



来源：公司公告，国金证券研究所

公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年项目有机硅单体生产装置与原 10 万吨/年有机硅生产装置的并线，影响三季度营收和业绩，目前相关认证工作均已结束，已进入水汽联动试车，于十月底前投料试生产。

二、有机硅行业供需格局好，景气度高

1. 有机硅性能优异，应用广泛

有机硅是一类性能比较独特、用途极为广泛的化工新材料，经过多年发展，已形成了包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂等多种类型、成千上万个细分品种，成为化工领域一个重要的产品体系。

- 有机硅是一种含有“无机结构”的“有机高分子化合物”。有机硅产品的基本结构单元是由硅—氧链节构成的，侧链则通过硅原子与其他各种有机基团相连。
- 由于有机硅独特的结构兼备了无机材料与有机材料的特点，相比传统的材料具有一些特殊的功能性质。有机硅具有表面张力低、粘温系数小、压缩

性高、气体渗透性高等基本性质，并具有耐高低温、电气绝缘、抗氧化稳定性、耐候性、难燃、憎水、耐腐蚀、无毒无味以及生理惰性优异特性。

图表 14：有机硅高分子性能优势

性能	有机硅	环氧树脂	酚醛树脂
耐低温	零下 50°C	零下 30°C	零下 200°C
耐高温	200°C	150°C	200+°C
阻燃性	优	无	优异
耐紫外线性能	优	差	好
耐臭氧性能	优	差	差
电器绝缘性能	优	优	优
耐酸碱性能	中	差	差
生物相容性	优	中	差
表面张力	低	较高	极高

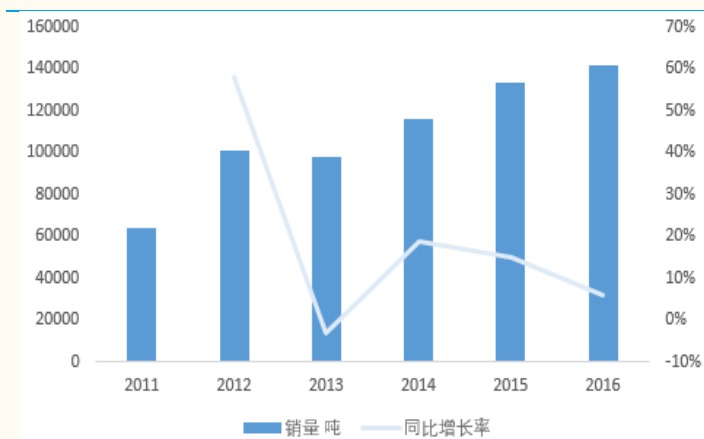
来源：CNKI，国金证券研究所

- **有机硅应用非常广泛。**目前已经成功应用于航空航天、电子电气、建筑、运输、化工、纺织、食品、轻工、医疗等行业，其中主要用于密封、粘合、润滑、涂层、表面活性、脱模、消泡、抑泡、防水、防潮、惰性填充等环节。目前有机硅的数量和品种还在持续增长，应用领域不断拓宽，各种新型有机硅产品已经成为其他化学品无法替代而又必不可少的材料。

2. 有机硅需求稳步提升

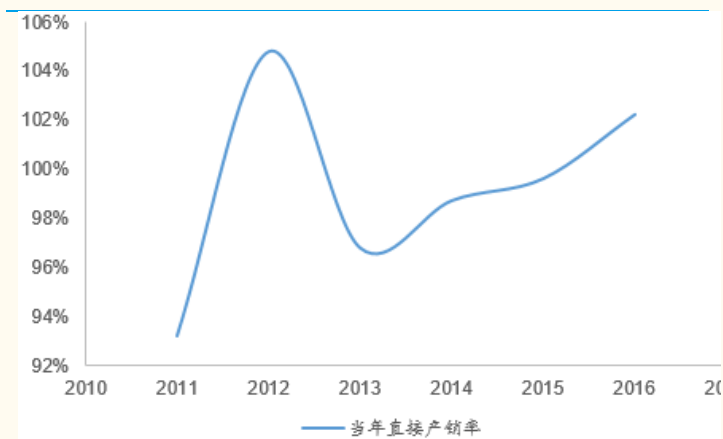
近年来，国内有机硅市场需求不断攀升，公司生产的有机硅产品销量逐年增加，于 2016 年达到了 14 万吨，并且有机硅产销率多年维持高位，2016 年有机硅产销率达到了 102.2%。

图表 15：公司有机硅产品销量逐年稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：公司有机硅产销率连年维持高位

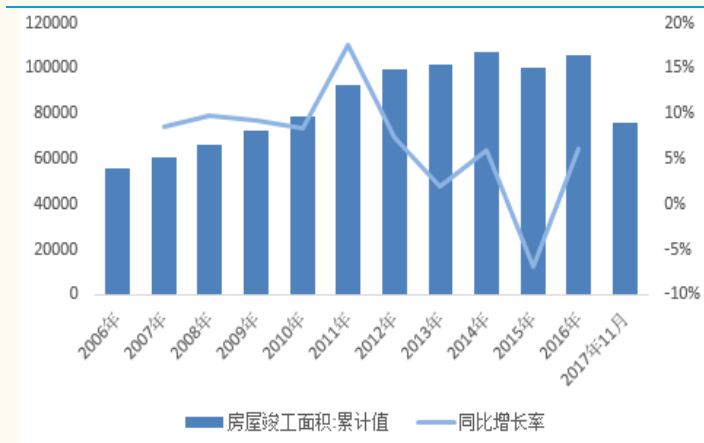


来源：公司公告，国金证券研究所

有机硅下游主要用于建筑、汽车和电子电器行业，随着下游行业的快速发展，对有机硅的需求也将逐渐上升。

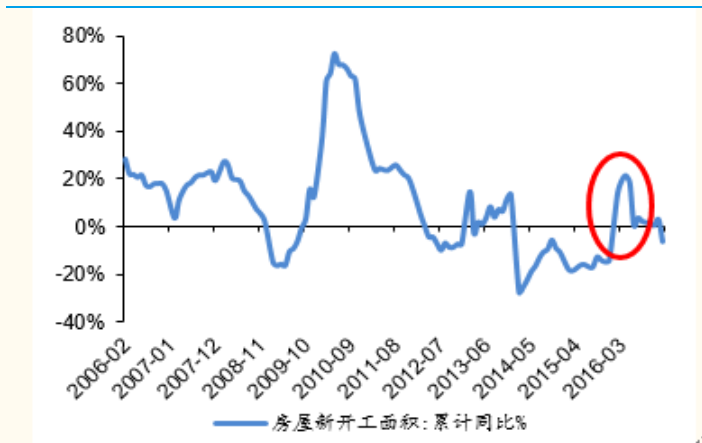
- **建筑行业需求增速稳步增长。**2016 年上半年，房地产行业迎来一波开工高峰，带来的需求已逐渐传递到有机硅行业。虽然限购政策收紧，但鉴于新开工带来需求的滞后性和仍然高企的二手房交易量，房地产带来的需求将持续半年以上时间，且出口量小幅增加也拉动需求。

图表 17：2016 年房屋竣工面积面积显著增加



来源：wind，国金证券研究所

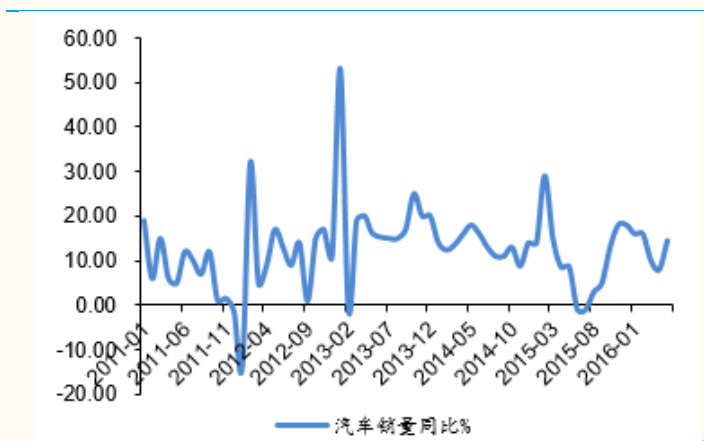
图表 18：2016 上半年国内房屋新开工面积同比显著增加



来源：wind，国金证券研究所

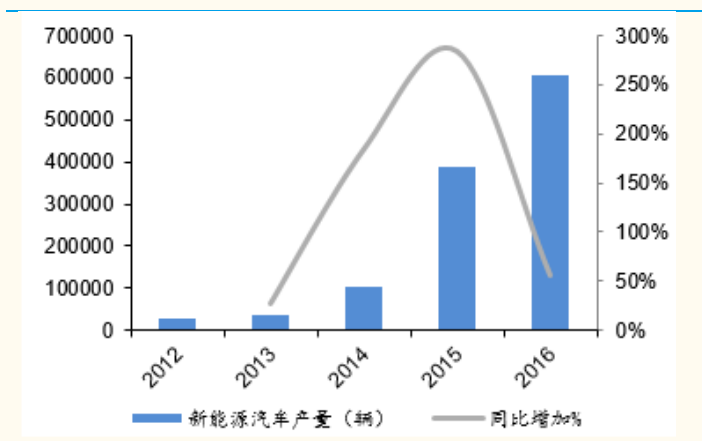
- 新能源汽车有机硅需求是传统汽车的十倍。有机硅在汽车上的应用多达几十个部位，每辆汽车用有机硅约 2~3kg，特别是新能源汽车的电池组件将使用大量的液体硅橡胶进行封装，有的型号使用量超过 20kg/辆车。

图表 19：近些年汽车销量稳步增长



来源：wind，国金证券研究所

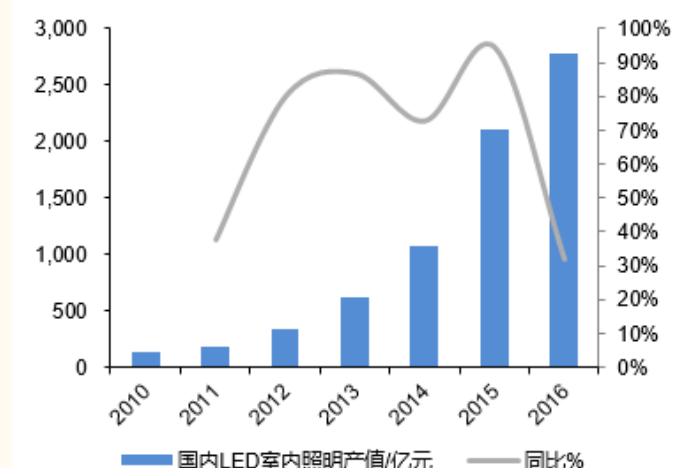
图表 20：新能源汽车产业飞速发展



来源：wind，国金证券研究所

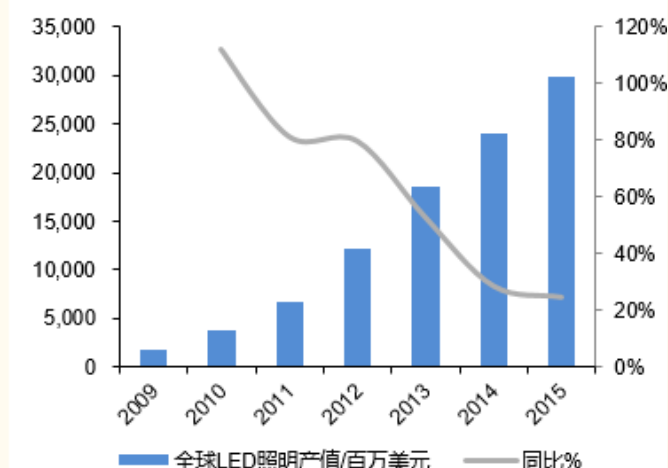
- 电子电器设备增长迅速，LED 照明行业尤为突出。除传统家电行业需求稳定之外，新兴手机、电脑产业需求增速稳定。近几年中国 LED 封装胶技术进步很大，由于国产胶大量替代进口，价格也大幅度下降，促进了 LED 照明的普及。预计到 2020 年中国 LED 照明市场将超过 4000 亿元，而全球市场将达到 750 亿美元，占全球照明市场份额的 50%。届时我国有机硅材料在 LED 产业中的用量每年将超过 10 万吨，销售额约 100 亿元，国产胶将占主导地位。

图表 21：国内LED室内照明产值增速大于30%



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：全球LED产业高速发展



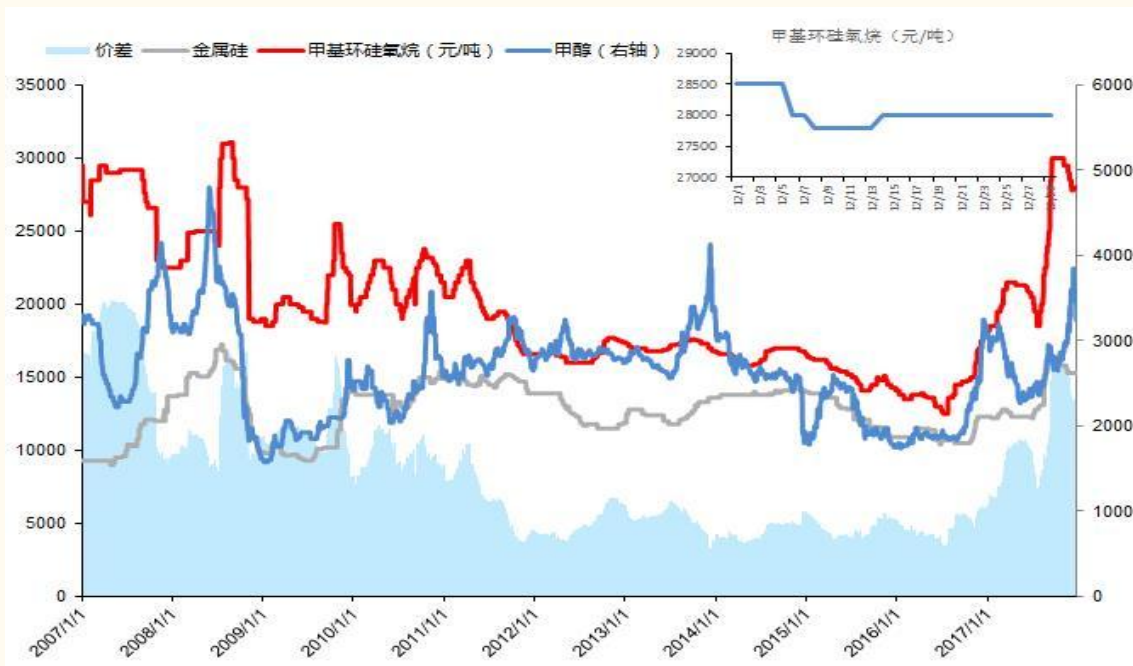
来源：wind，国金证券研究所

- 综上所述，我们认为有机硅下游在传统领域的需求稳步增长，2016 年房地产、汽车等行业复苏后，有机硅的需求也进一步提升，这也是影响有机硅价格提升的重要原因。

3.供给端产能收缩，新增产能减少，行业格局变好

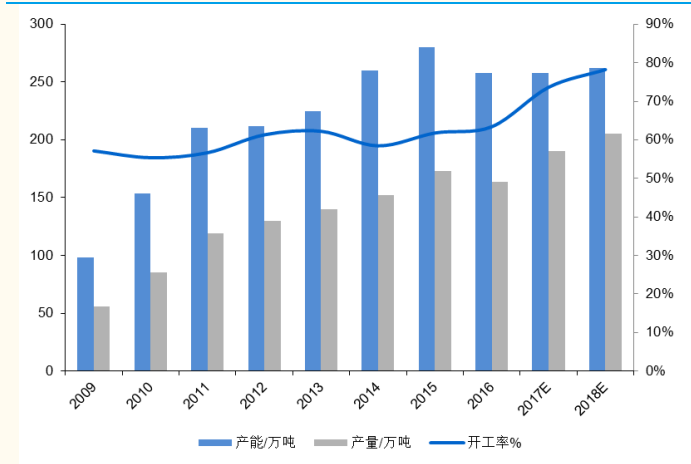
- 2010 年到 2015 年产能过剩，2016 年行业供需格局出现反转。2009-2015 年，国内有机硅单体产能年复合增长率达到 20%。16 年之前开工率常年徘徊在 60%左右，产业结构性过剩。2016 年行业产能首次出现下降。据我们调研核实，山西三佳和江苏弘博累计 28 万吨产能已经停产退出，目前实际产能在 262 万吨。2018 年预计开工率继续提高，存在开工瓶颈。
- 目前，新安股份和兴发集团的装置检修产能释放，有机硅价格依旧保持平稳。随着第四季度新安股份和兴发集团产能恢复，有机硅价格小幅回调后依旧维持在 28500-29000 元/吨，行业景气度继续高涨。

图表 23：有机硅价格小幅下降后维持稳定



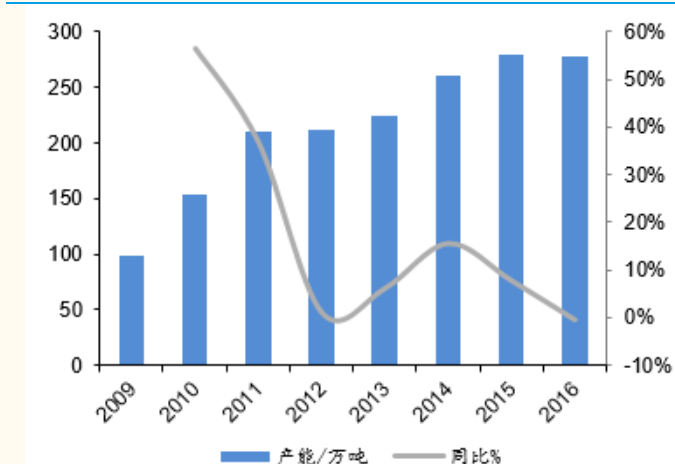
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 24：国内开工率上升明显



来源：卓创，国金证券研究所

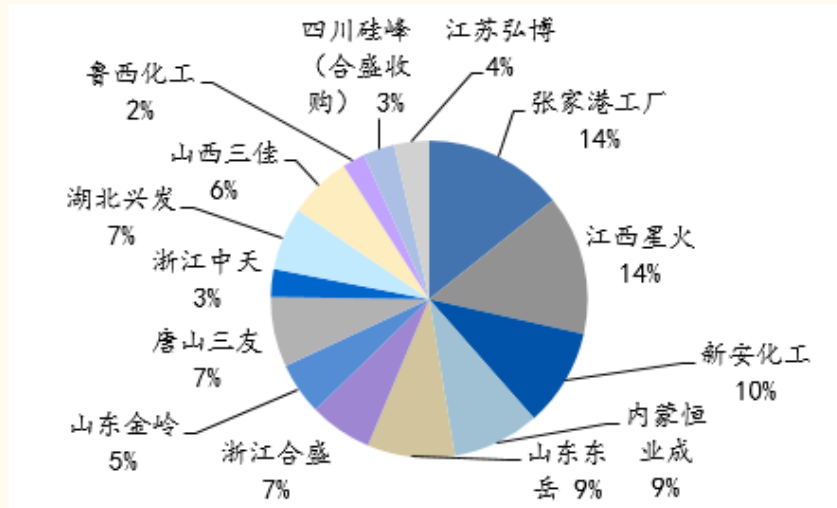
图表 25：2016 年有机硅单体产能首次出现负增长



来源：卓创，国金证券研究所

- **行业集中度提高。**目前国内前五大企业产能已经超过 50%，实际开工的企业从 15 家减少到 12 家，未来行业整合会给行业巨头带来更大的收益。

图表 26：有机硅行业产能前五名总和超过 50%



来源：百川资讯，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所

- **环保趋严，落后产能将进一步淘汰。**去年 8 月，受环保部督查，恒业成停产一个月；G20 峰会期间浙江大部分产能停工，导致行业供给不足。目前，因部分厂家检修等原因，行业开工率依旧不足 70%。未来环保政策趋严，环保对行业开工率会造成持续影响。今年环保部督察组将进入山东督查，河北大气污染调令都会压低行业开工率。

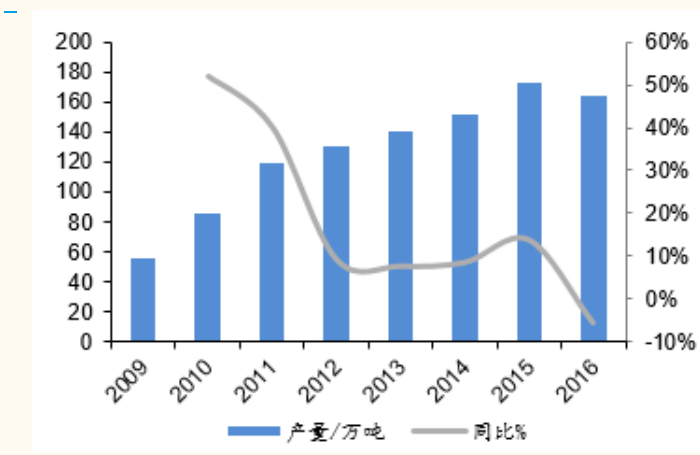
图表 27：国内有机硅有效产能统计

单体企业	生产线	单体总产能/吨（一般为 DMG 的 2 倍）
张家港工厂	4	40
江西星火	7	40
新安化工	4	28+4
内蒙恒业成	3	24
山东东岳	2	25
浙江合盛	2	18
山东金岭	1	15
唐山三友	2	20
浙江中天	1	8
湖北兴发	2	18
山西三佳	1	18（已停产）
鲁西化工	1	6.5
四川硅峰	1	6+9
江苏弘博	1	10（已停产）
总计		286.5（258.5）

来源：百川资讯，国金证券研究所

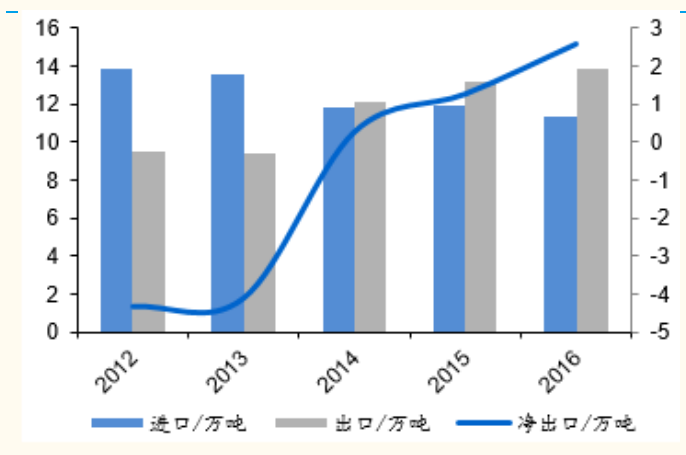
- 需求稳步提升，2016 年供给不足导致有机硅价格飙升。2010~2015 年全球有机硅年均消费增长率约为 6%，中国约 11%。2016 年产量下降而需求端并未减弱，是有机硅涨价的主要原因。
- 出口逐年增加，边际效应显著。净出口由负转正连年增长，未来出口也会成为有机硅需求增长的一部分。

图表 28：2016 年有机硅产量首次下降



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：有机硅行业净出口稳定增加



来源：wind，国金证券研究所

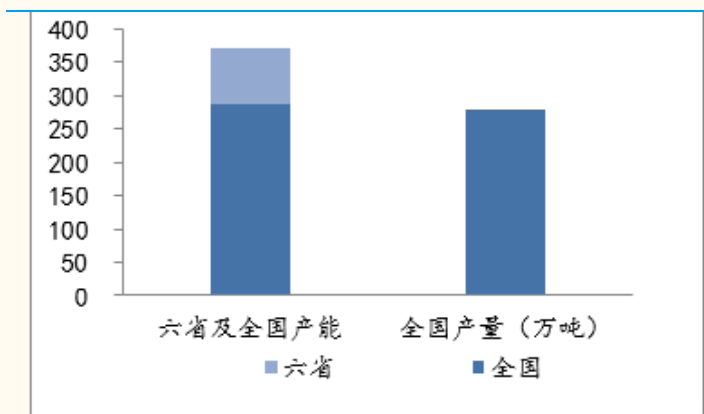
4. 环保压力导致企业开工率受限

2016 年以来，环保部督察组在各省督查，对有机硅行业的开工率造成了极大的影响。在市场价格飞速上涨的过程中，企业的开工率依旧提不上去，很多企业检修周期较长，这和有机硅行业的废气废液的处理和排放方式有很大的关系。

北方六省有机硅产能占全国总产能的 30%，此轮环保督查影响深刻。环保部近日召开上半年环境经济形势分析与工作推进会。会议提出，当前环境保护

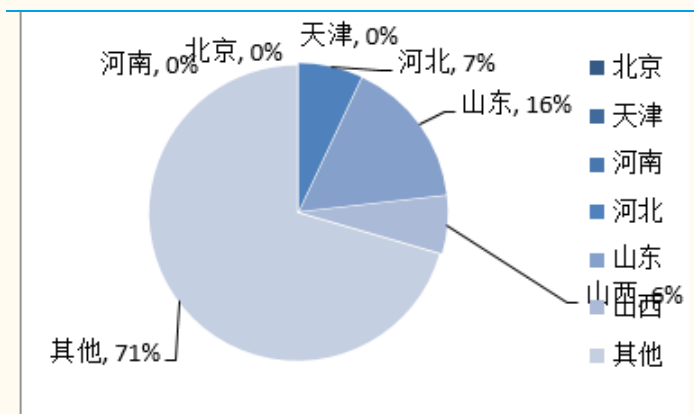
形势依然严峻，完成全年目标任务需要付出极其艰苦的努力。受不利气象条件影响，加之经济回暖、生产复苏等原因，1—6 月份京津冀及周边地区“2+26”城市细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比上升 5.4%、北京市同比上升 3.1%，完成《大气污染防治行动计划》目标任务压力巨大。2017 年是“大气十条”第一阶段实施的最后一年，也是考核之年，因此下半年环保执法将继续加强。“2+26”城市大气污染防治工作主要覆盖北方六省：北京、天津、河北、河南、山东、山西 6 省市。

图表 30：有机硅 2016 产量及北方六省产能占比



来源：百川资讯，卓创，国金证券研究所

图表 31：北方六省产能占比

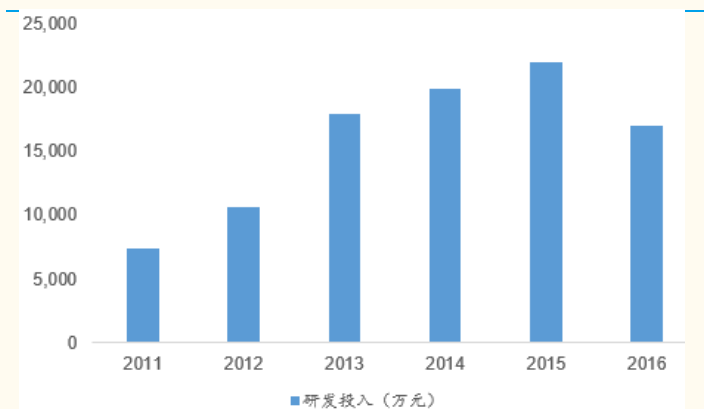


来源：百川资讯，卓创，国金证券研究所

5. 公司自主创新，增强公司有机硅产品市场竞争力

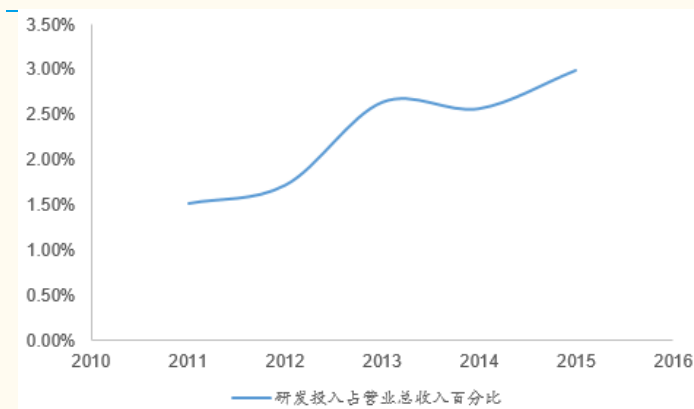
公司多年来大力坚持研发投入，进行技术改造，在合成有机硅单体的过程中使用草甘膦生产过程中副产的氯甲烷，同时把在有机硅合成过程中副产的盐酸用于制备草甘膦，这一创新既减少了环境污染，又减轻了有机硅的生产成本，极大提升了有机硅产品的盈利能力。

图表 32：公司多年坚持高研发投入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：研发投入占营业总收入比重逐年增加



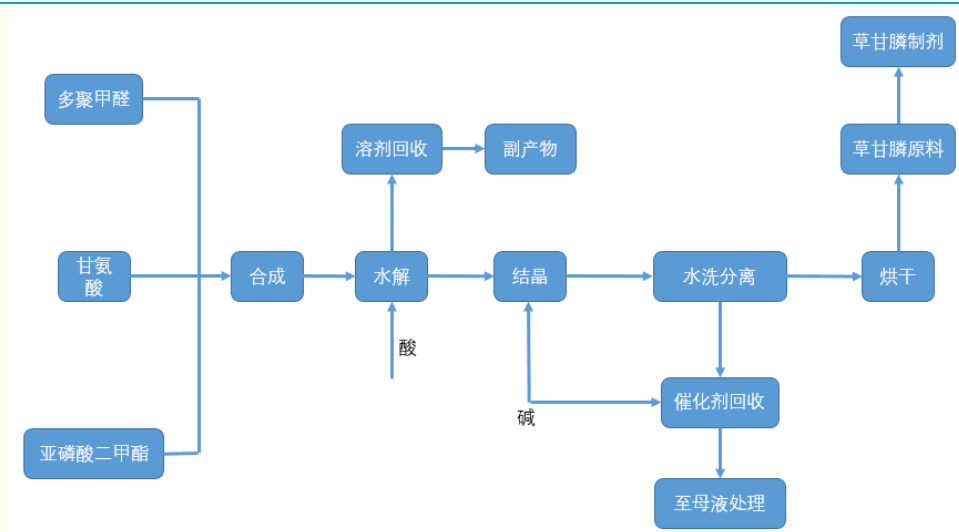
来源：公司公告，国金证券研究所

三、草甘膦行业供需平衡，毛利率稳定

草甘膦是一种广泛应用于除草剂中的活性化学成份，具有高效低毒低残留的特性。其通过茎叶吸收传导到植物的各个部位，抑制植物体内的烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶，从而抑制莽草素向苯丙氨酸、酪氨酸及色氨酸的转化，使蛋白质合成受到干扰，导致植物死亡，进入土壤后很快与铁、铝等金属离子结合而失去活性，不会对环境造成不良影响。

草胺酸拥有多种合成工艺，目前有两种工艺路线应用较为广泛，分别为 IDA（亚氨基二乙酸）法和甘氨酸法。目前公司生产草甘膦主要采用甘氨酸法。

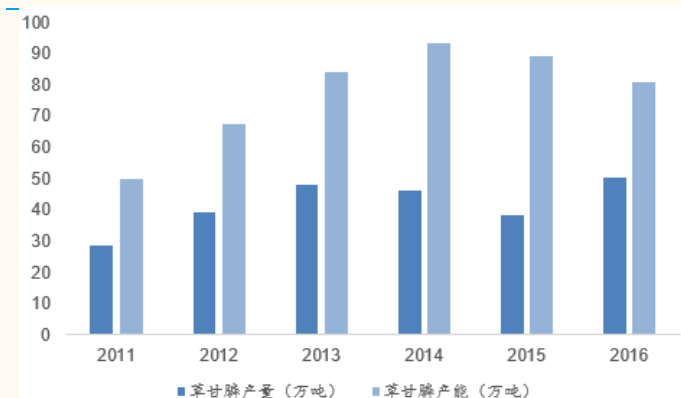
图表 34：草甘膦生产工艺流程



来源：公司公告，国金证券研究所

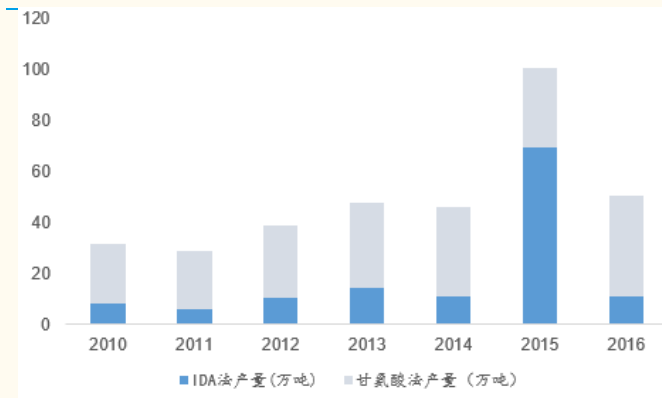
近年来，我国草甘膦产量较为稳定，产量和产能分别保持在 45 万吨/年和 85 万吨/年左右。由于 IDA 法需要用到氢氟酸，而我国氢氟酸产量较低，因此国内生产草甘膦主要采用甘氨酸法，其占我国草甘膦产能的 75%左右。

图表 35：国内草甘膦产量与产能较为稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

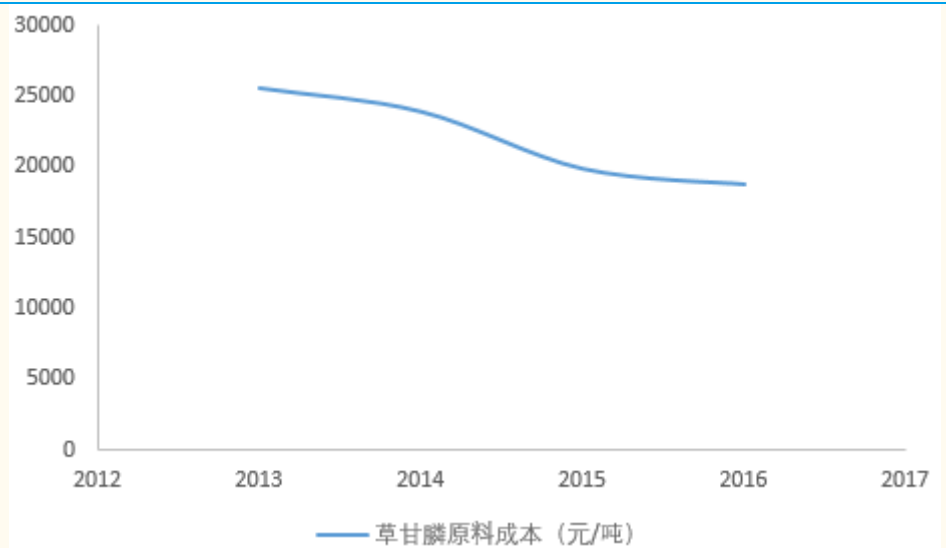
图表 36：国内草甘膦生产主要使用甘氨酸法



来源：公司公告，国金证券研究所

自 2013 年开始，合成草甘膦的原料成本逐年下降，从 2013 年的 25000 元/吨逐步下降到 2016 年的 19000 元/吨，营业成本大幅降低。

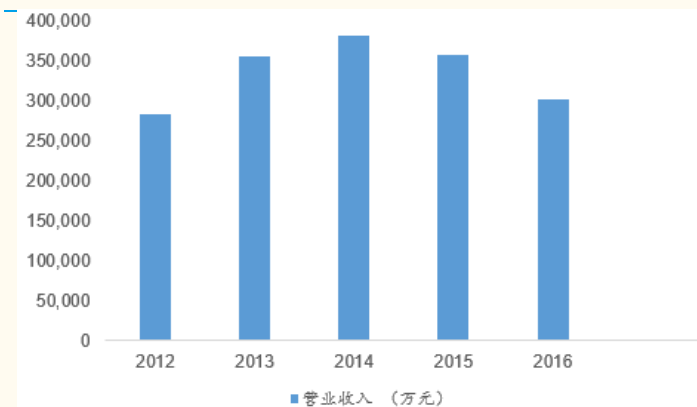
图表 37：草甘膦原料成本逐年下降



来源：公司公告，国金证券研究所

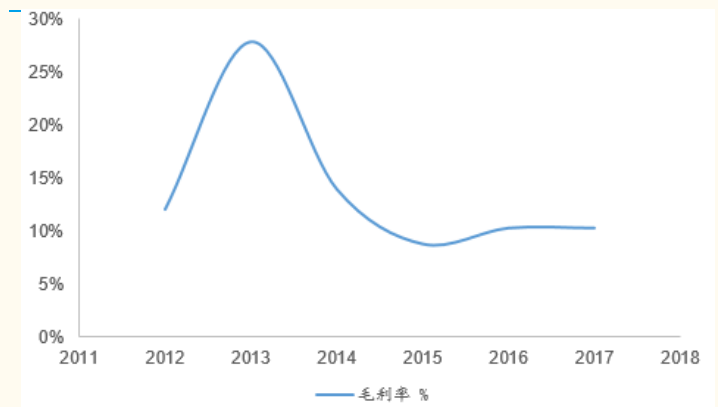
公司近两年农药业务营业收入成本较为稳定，维持在 350000 万元左右，自 2016 年来，全球农药行业开始回暖，草甘膦市场处于复苏阶段，受此影响，公司农药产品毛利率稳中有升，从 2015 年到 2017 年，公司农药产品毛利率由 8.74% 上升到了 10.24%。

图表 38：公司农药营业收入较为稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：公司农药产品毛利率趋于平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

随着近几年国家加大了对环保的重视，颁布了新的环保法，公司积极响应国家号召，自主研发了“有机磷废水资源化利用及高效治理产业化技术”，在处理废水，节约资源的同时将废物转化为了磷酸盐产品；在有机硅单体生产过程中副产的盐酸精制后用于草甘膦生产，实现了氮循环，降低了生产成本的同时降低了氮排放。

四、新安迈图有机硅项目并线成功，公司将开启全新篇章

公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年项目有机硅单体生产装置与原 10 万吨/年有机硅生产装置的并线及相关认证工作均已结束，已进入水汽联动试车，于 10 月底前投料试生产。待该项目投产后，公司有机硅单体产能将达到 32 万吨/年。当前由于供给侧改革，环保压力加大导致有机硅供给端产能收缩，新增产能减少，部分产能出清，同时受益于下游产业迅速发展而产生需求增加，行业景气度回升的大背景下，公司财务状况将进一步改善，市场占有率也将进一步增加。长期来看公司通过采取增加技术投入，提高高端产品比例，实现差异化生产，优化产品结构，提升技术服务等措施，将极大提高公司有机硅产品的

市场竞争力。并且有机硅下游高端产品是未来的可持续发展过程中推动公司发展的主要动力，但因为其技术壁垒较高，因此国内同行业的竞争者数量较少，具有很大的进口替代空间。未来，随着公司产能不断扩大，公司良好的发展态势将得到进一步延续。

五、盈利预测与投资建议

- 新安股份作为国内有机硅行业的龙头企业，我们看好公司未来的发展，主要有一下三点原因：第一方面来自于公司的成本优势，作为国内最早进行草甘膦和有机硅联合生产的企业，公司在生产成本控制和对外议价能力方面具有天然优势；第二方面来自于行业的良好供需格局，随着有机硅下游应用领域建筑，汽车和电子行业发展，房地产市场出口量小幅增长，国产胶大幅替代进口，国内有机硅的需求逐渐攀升，出口逐年增加，标记效应明显；第三方面来自于公司的产能扩张，公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年项目有机硅单体生产装置与原 10 万吨/年有机硅生产装置的并线及相关认证工作均已结束，已进入水汽联动试车，于 10 月底前投料试生产，2018 年公司有机硅单体产能将达到 32 万吨/年。

图表 40：公司未来三年业务分拆预测

业务名称	项目	2017	2018	2019
有机硅	收入（百万元）	1,612.00	3,900.00	4,240.00
	毛利率（%）	20.00%	25.00%	25.00%
草甘膦	收入（百万元）	2,800.00	2,880.00	2,880.00
	毛利率（%）	8.00%	10.00%	10.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2017-19 年的 EPS 分别为 0.43 元、1.05 元、1.13 元，对应当前股价的 PE 分别为 23 倍、9 倍、9 倍。在有机硅供需格局双向利好的局势下，公司作为龙头企业将充分享受有机硅行业高景气度带来的高收益，首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 若房地产行业景气度大幅下滑，有机硅下游建材需求降低，价格下降利润减少；
- 公司有机硅生产装置开工不顺频繁检修，生产波动带来影响；
- 海外企业大幅扩产，行业景气度下降；
- 公司生产经营出现事故也可能导致经营情况低于预期
- 环保核查力度超预期，影响公司开工；环保税簸箕范围大影响公司业绩

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,716	7,347	6,802	6,400	6,780	7,120
增长率		-4.8%	-7.4%	-5.9%	5.9%	5.0%
主营业务成本	-6,695	-6,646	-5,901	-5,294	-5,010	-5,221
%销售收入	86.8%	90.5%	86.8%	82.7%	73.9%	73.3%
毛利	1,021	701	901	1,106	1,770	1,899
%销售收入	13.2%	9.5%	13.2%	17.3%	26.1%	26.7%
营业税金及附加	-16	-21	-27	-15	-14	-17
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-265	-277	-254	-224	-237	-249
%销售收入	3.4%	3.8%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-511	-545	-519	-448	-475	-498
%销售收入	6.6%	7.4%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	229	-141	101	419	1,045	1,135
%销售收入	3.0%	n.a	1.5%	6.5%	15.4%	15.9%
财务费用	-87	-62	-72	-159	-236	-223
%销售收入	1.1%	0.8%	1.1%	2.5%	3.5%	3.1%
资产减值损失	-76	-68	11	-12	-3	-4
公允价值变动收益	-7	0	0	12	4	4
投资收益	56	83	22	107	80	50
%税前利润	79.7%	-42.1%	14.8%	27.7%	8.5%	4.9%
营业利润	116	-188	63	367	890	962
营业利润率	1.5%	n.a	0.9%	5.7%	13.1%	13.5%
营业外收支	-45	-10	85	20	50	50
税前利润	70	-198	148	387	940	1,012
利润率	0.9%	n.a	2.2%	6.0%	13.9%	14.2%
所得税	-9	-60	-61	-77	-188	-202
所得税率	12.6%	n.a	41.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	61	-258	87	309	752	809
少数股东损益	12	9	10	10	10	10
归属于母公司的净利润	50	-267	78	299	742	799
净利率	0.6%	n.a	1.1%	4.7%	10.9%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	61	-258	87	309	752	809
非现金支出	451	476	370	376	341	309
非经营收益	18	1	84	55	134	148
营运资金变动	-152	-50	79	261	-198	128
经营活动现金净流	378	169	620	1,002	1,029	1,395
资本开支	-844	-416	-508	-275	-315	-363
投资	35	-38	103	-2,621	-200	-500
其他	58	73	71	119	84	54
投资活动现金净流	-751	-381	-334	-2,777	-431	-809
股权募资	4	62	24	0	0	0
债权募资	618	-50	37	2,953	-155	-182
其他	-246	69	-182	-321	-336	-325
筹资活动现金净流	376	81	-122	2,631	-491	-507
现金净流量	3	-132	164	856	107	79

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	588	477	645	1,501	1,608	1,687
应收款项	874	953	1,109	1,167	1,415	1,273
存货	1,027	933	858	725	686	715
其他流动资产	456	504	739	679	775	878
流动资产	2,945	2,867	3,352	4,073	4,485	4,553
%总资产	36.9%	36.6%	41.9%	36.2%	37.8%	36.3%
长期投资	392	416	372	2,993	3,193	3,693
固定资产	3,913	3,824	3,496	3,433	3,458	3,563
%总资产	49.1%	48.8%	43.7%	30.5%	29.1%	28.4%
无形资产	577	643	698	693	688	686
非流动资产	5,029	4,972	4,643	7,170	7,394	8,003
%总资产	63.1%	63.4%	58.1%	63.8%	62.2%	63.7%
资产总计	7,974	7,839	7,994	11,242	11,879	12,556
短期借款	1,131	1,131	1,202	3,478	3,331	3,149
应付款项	1,600	1,895	1,884	1,859	1,928	2,027
其他流动负债	146	129	141	459	456	466
流动负债	2,877	3,154	3,227	5,796	5,714	5,642
长期贷款	300	250	220	666	666	666
其他长期负债	126	87	111	175	209	218
负债	3,304	3,491	3,558	6,637	6,589	6,525
普通股股东权益	4,300	3,966	4,021	4,180	4,854	5,586
少数股东权益	370	382	415	425	435	445
负债股东权益合计	7,974	7,839	7,994	11,242	11,879	12,556

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.073	-0.393	0.114	0.425	1.052	1.134
每股净资产	6.331	5.840	5.921	6.155	7.147	8.224
每股经营现金净流	0.557	0.248	0.913	1.475	1.514	2.054
每股股利	0.030	0.050	0.280	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	1.16%	-6.73%	1.93%	7.16%	15.28%	14.31%
总资产收益率	0.62%	-3.40%	0.97%	2.66%	6.25%	6.37%
投入资本收益率	3.28%	-3.21%	1.02%	3.83%	9.00%	9.22%
增长率						
主营业务收入增长率	14.05%	-4.78%	-7.41%	-5.92%	5.94%	5.01%
EBIT增长率	-66.78%	-161.45%	-171.69%	314.36%	149.51%	8.61%
净利润增长率	-88.58%	-636.69%	-129.07%	286.06%	147.80%	7.73%
总资产增长率	10.15%	-1.69%	1.98%	40.62%	5.66%	5.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.1	23.2	28.7	35.0	40.0	40.0
存货周转天数	53.5	53.8	55.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	43.4	51.1	60.4	60.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	163.4	170.6	165.4	144.5	105.6	70.2
偿债能力						
净负债/股东权益	18.06%	20.78%	17.51%	57.40%	45.16%	35.28%
EBIT利息保障倍数	2.6	-2.3	1.4	2.6	4.4	5.1
资产负债率	41.43%	44.53%	44.51%	59.03%	55.47%	51.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	14
增持	0	1	2	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.71	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH