

有机硅行业回暖，公司受益

投资要点

- **事件:** 近期，我们对公司进行了调研。
- **新安股份主营作物保护、有机硅材料两个产业。**公司一方面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，另一方面围绕有机硅单体合成，搭建从硅矿冶炼、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，成为拥有全产业链优势的有机硅企业。目前公司具有有机硅单体权益产能 29 万吨，草甘膦权益产能 8 万吨，金属硅和硅粉权益产能 13.6 万吨，多菌灵和敌草隆的权益产能均为 0.75 万吨。
- **有机硅行业迎来反转，公司有机硅弹性较大。**有机硅行业过去几年由于产能过剩，中间体企业业绩低迷，经过数年的需求增长和去产能，2016 年有机硅价格开始上涨。公司目前有机硅单体权益产能 29 万吨，2017 年由于搬迁和产线联产并线调试和相关认证工作，故真实产能略低，预计 2018 年开始，公司的有机硅单体产能将会开满。另外，公司江南化工有机硅单体二期项目开建，建设期两年，2019 年年底建成投产，未来将会提供新的业绩增量。
- **农药业务未来还看草甘膦下游需求回升。**草甘膦主要作用于转基因作物，2017 年转基因种子销售增速加快，预计 2018 年转基因种子销售会继续同比增长，草甘膦需求有望提升，草甘膦价格中枢有望不断提升，公司未来草甘膦业绩预计会有所提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.76 元、1.01 元、1.18 元，2018、2019 年归母净利润增长率分别达到 32%、17%。考虑到申万化学制品行业指数的动态 PE 为 35 倍，给予公司 2018 年 18 倍估值，对应目标价 18.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格或大幅波动，新产能投放或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6802.49	8007.05	9510.80	10188.34
增长率	-7.41%	17.71%	18.78%	7.12%
归属母公司净利润(百万元)	77.56	538.97	711.47	829.04
增长率	129.07%	594.91%	32.00%	16.52%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.76	1.01	1.18
净资产收益率 ROE	1.97%	12.20%	14.14%	14.46%
PE	117	17	13	11
PB	2.26	2.02	1.78	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

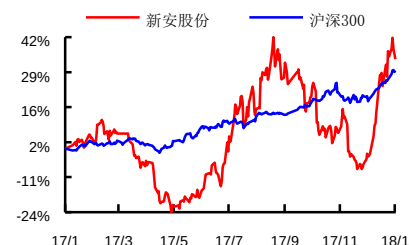
分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23605349
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.05
流通 A 股(亿股)	6.79
52 周内股价区间(元)	7.13-13.28
总市值(亿元)	90.57
总资产(亿元)	86.68
每股净资产(元)	6.12

相关研究

目 录

1 公司概况：国内有机硅和草甘膦行业的领先企业.....	1
2 有机硅行业单体供给增加有限，供需平衡，景气回升，公司新产能投放提供巨大的业绩弹性	3
3 公司在农药板块优势不明显，草甘膦还看未来行业需求回升.....	5
4 盈利预测	6
5 风险提示	6
6 附录.....	7
6.1 有机硅产业链介绍	7
6.2 有机硅生产工艺介绍	8

图 目 录

图 1：新安股份产业布局	1
图 2：公司 2005 年以来营业收入及增速	2
图 3：公司 2005 年以来归母净利润及增速	2
图 4：公司 2017 年中报主营业务结构情况	3
图 5：公司 2017 年中报主营业务毛利情况	3
图 6：2005 年以来有机硅制品、农药产品收入增速	3
图 7：2005 年以来有机硅制品、农药产品毛利率	3
图 8：DMC 价格和价差（单位：元/吨）	4
图 9：玉米种子和性状业务营收（万美元）及增速	5
图 10：大豆种子和性状业务营收（万美元）及增速	5
图 11：有机硅生产主要工艺流程	8

表 目 录

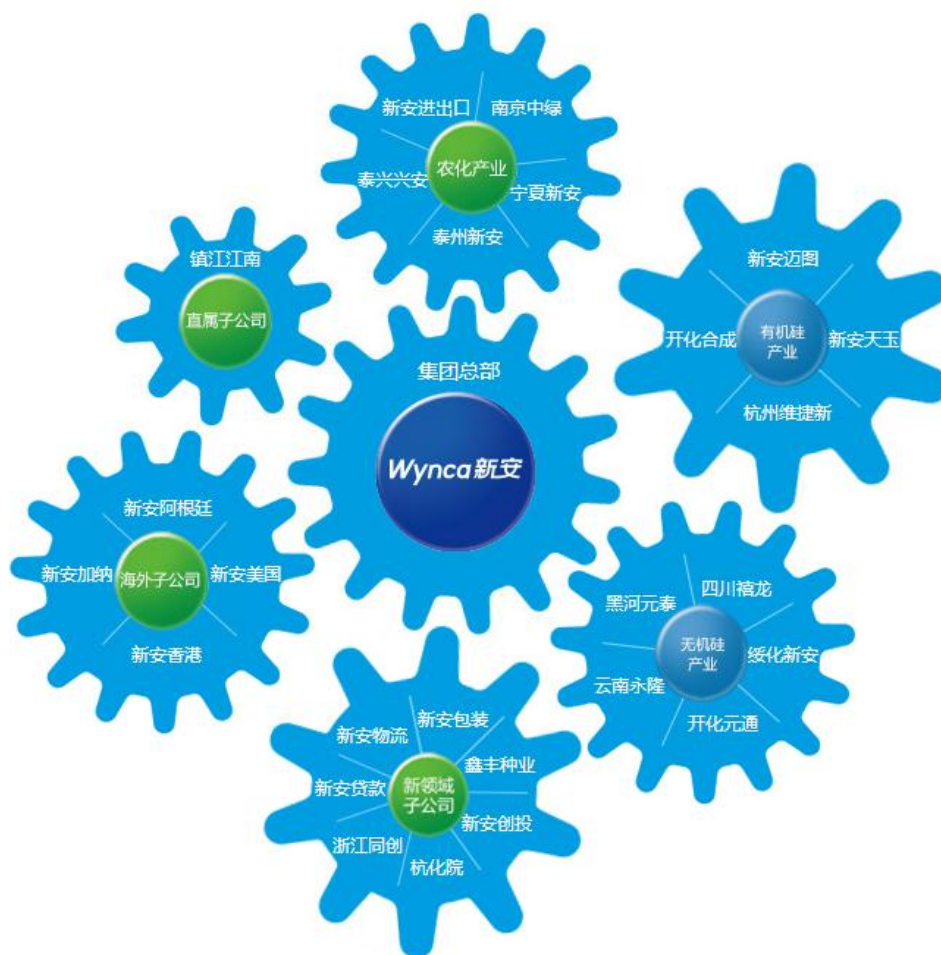
表 1：新安股份主要产品产能	2
表 2：有机硅行业产能情况	4
表 3：分业务收入及毛利率	6
附表：财务预测与估值	10

1 公司概况：国内有机硅和草甘膦行业的领先企业

浙江新安化工集团股份有限公司创建于 1965 年，地处浙江省建德市，2001 年 9 月上市，连续多年进入“中国最具价值上市公司”之列，属中国化工 500 强，全球农化销售 20 强企业。公司控股股东为传化集团有限公司，持股比例 14.42%。

新安股份主营作物保护、有机硅材料两个产业。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，搭建从硅矿冶炼、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，成为拥有全产业链优势的有机硅企业。

图 1：新安股份产业布局



数据来源：新安股份，西南证券整理

新安股份首创氯元素、磷元素、硅元素的循环利用先进技术，成为行业内循环经济模式的先行者。目前公司具有有机硅单体权益产能 29 万吨，草甘膦权益产能 8 万吨，金属硅和硅粉权益产能 13.6 万吨，多菌灵和敌草隆的权益产能均为 0.75 万吨。

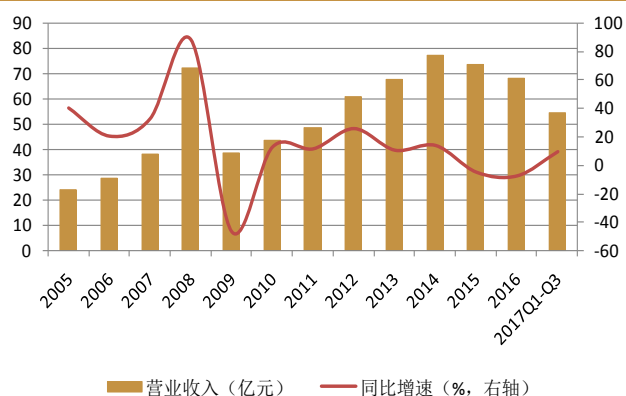
表 1：新安股份主要产品产能

子公司	生产装置	产能（万吨）	持股比例
有机硅单体	新安迈图	20	75%
	衢州开化	4	100%
	江南化工	10（15 万吨新产能在建，暂不考虑）	100%
	权益产能合计	29	
草甘膦	江南化工	5	100%
	马南高新技术园	3	100%
	权益产能合计	8	
金属硅、硅粉	开化元通	8	100%
	芒市永隆	3	90%
	黑河元泰	1.5	60%
	阿坝州禧龙	2	100%
	平武天新	2（在建，暂不考虑）	47%
	权益产能合计	13.6	
多菌灵	宁夏新安	1	75%
	权益产能合计	0.75	
敌草隆	宁夏新安	1	75%
	权益产能合计	0.75	

数据来源：公司公告，西南证券整理

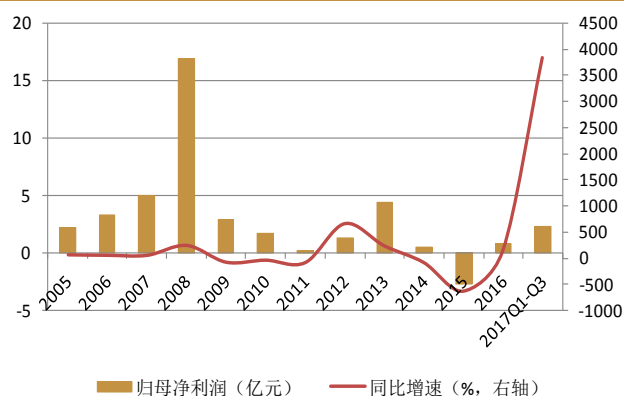
公司一直以有机硅和草甘膦业务为主，刚上市时有有机硅单体 7000 吨和草甘膦 1 万吨的产能，通过募投项目、技改和战略投资江南化工等方式，一直扩大产能，在 2008 年之前公司一直保持着较为良好的发展态势。2009 年开始，大量新增产能的进入，使公司面临着严峻的同质化竞争状态，营业收入和净利润随着产品价格起伏而波动较大。2017 年，随着市场的回暖，产品价格有所上涨，业绩回升。近期，公司披露业绩快报，预计 2017 年归母净利润 51196 万元至 55066 万元，同比增长 560%至 610%。

图 2：公司 2005 年以来营业收入及增速



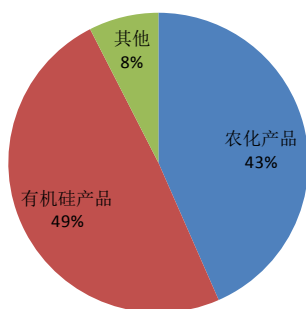
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2005 年以来归母净利润及增速

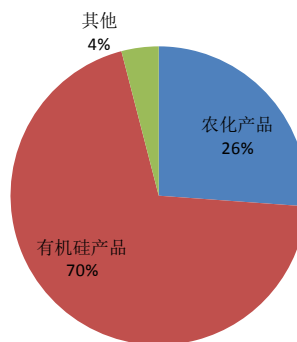


数据来源：Wind，西南证券整理

从 2017 年中报数据来看，公司收入和毛利主要来自有机硅产品和农化产品，其中，有机硅产品由于毛利率高于农化产品，有机硅对公司毛利贡献更多。

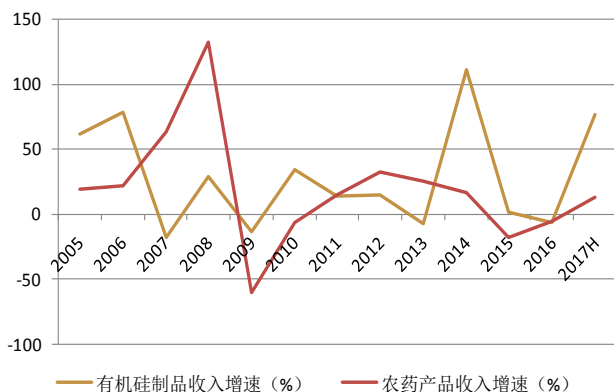
图 4：公司 2017 年中报主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

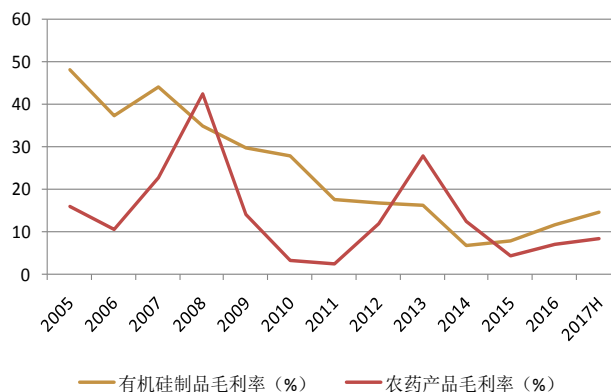
图 5：公司 2017 年中报主营业务毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司一直以有机硅和草甘膦为主要产品，其中有机硅制品的营业收入一直基本保持上涨的趋势，草甘膦相关营收则随价格变化而波动较大。从毛利率变化看，由于行业低迷，有机硅制品的毛利率不断下降，草甘膦的毛利率也随价格而波动，2016 年至 2017 年上半年两者都有比较明显的上扬趋势，2017 年上半年有机硅毛利率从 11.67% 上涨至 24.19%，草甘膦毛利率从 8.74% 上涨至 10.25%。

图 6：2005 年以来有机硅制品、农药产品收入增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2005 年以来有机硅制品、农药产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

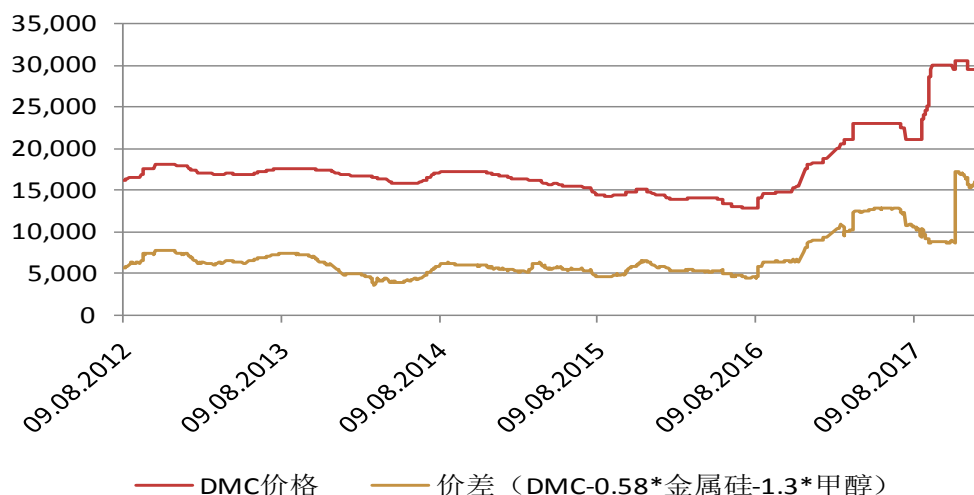
2 有机硅行业单体供给增加有限，供需平衡，景气回升，公司新产能投放提供巨大的业绩弹性

有机硅产品 2008 年之前进口依存度较高，产品盈利能力强，随着国内对海外巨头的反倾销和国内市场的旺盛需求，国内外企业都在国内大幅扩产，2009 年之后行业出现产能过剩。2016 年之前，行业开工率流程左右，2016 年行业产能首次出现下降，山西三佳和江苏弘博累计 28 万吨产能停产退出。未来两年，国内有新产能投产的企业仅有新安和合盛硅业。

另外，海外有机硅单体的产能 240 万吨，过去五年，海外没有新增产能，反而有部分老产能关停退出，因此，目前有机硅产品的出口情况较好。

此外，有机硅的需求有经济增长有一定相关性，2017 年全球有机硅需求增长了 6.8% 左右，预计 2018 年有机硅需求有 7-8% 的增长。从在整个有机硅单体的供给来看，供给侧没有太大变化，供需处于平衡状态，因此，未来有机硅的价格仍然看好。

图 8：DMC 价格和价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：有机硅行业产能情况

生产企业	产线条数	单体产能（万吨）
张家港工厂	4	40
江西星火	7	33
新安化工	4	34
内蒙恒业成	3	24
山东东岳	2	25
浙江合盛	2	18
山东金岭	2	15
唐山三友	1	20
浙江中天	1	10
湖北兴发	1	18
山西三佳	1	18
鲁西化工	1	6.5
合盛硅峰	1	18
江苏弘博	1	10

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司具有 29 万吨有机硅单体的权益产能，2017 年由于产线搬迁，有效产能为 22 万吨左右。2018 年，预计公司产能能够开满。另外，公司预计 2019 年 12 月底建成投产江南化工有机硅单体二期 10 万吨产能。

3 公司在农药板块优势不明显，草甘膦还看未来行业需求回升

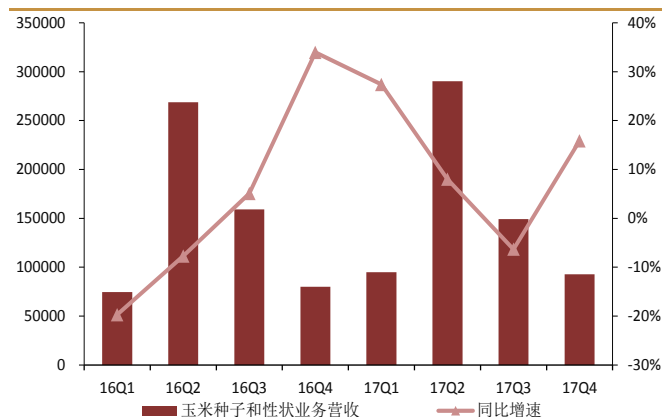
公司农药产品由草甘膦、多菌灵等构成，主要涉及宁夏新安科技、镇江江南化工等公司。

2016 年，主要产品为多菌灵和敌草隆的宁夏新安科技（公司持股 75%）收入 2.87 亿元，净利润 2011.84 万元，2017 年上半年，宁夏新安净利润 439 万元。我们预计 2017 年宁夏新安科技对公司业绩贡献有限。

公司目前草甘膦原药产能达 8 万吨，其中 50% 直接出口，50% 往下游做制剂，有机硅副产物盐酸可以作为草甘膦原材料，显著降低草甘膦生产成本，协同效应明显。不过，由于公司的甘氨酸需要外购，公司的农药产品的毛利率和其他草甘膦生产企业相比并不具有明显的优势。

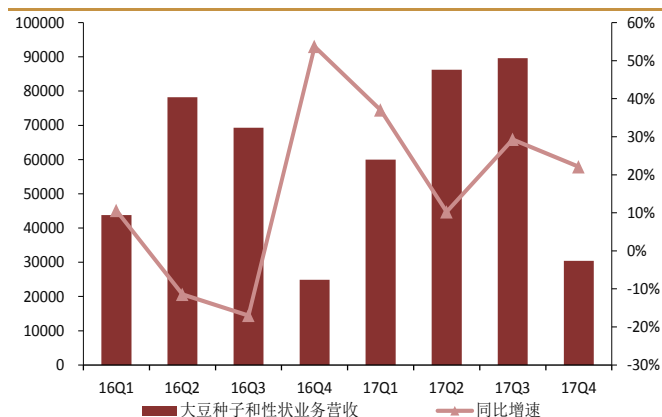
从草甘膦行业来看，国际巨头种子业务复苏。孟山都近日公布其 2017 财年财报，营收在连续两年下滑后复苏，同比增幅达 8.4%，净利润也在 2016 年大幅下滑后强势复苏，增幅达 69%。从分业务来看，公司的种子业务大幅回暖，特别是大豆种子和玉米种子业务的回暖（分别同比增长 23% 和 7.6%），带动了公司业绩增长。农药的需求通常是滞后于种子市场的复苏，孟山都种子销售的大幅增长或预示着农药市场将持续回暖。17 年财年中，孟山都大力推广的 Roundup Ready 2 Xtend（耐麦草畏和草甘膦）转基因大豆在美种植面积大于 2000 万英亩，同时公司预计 2018 财年，Roundup Ready 2 Xtend 大豆在美种植面积将在 2017 财年基础上翻倍至超过 4000 万英亩，将显著带动相关农药产品的需求。

图 9：玉米种子和性状业务营收（万美元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：大豆种子和性状业务营收（万美元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：2017 年由于白南山厂区搬迁和新产能的并线调试，影响公司草甘膦和有机硅单体的产能释放，故预计 2017 年公司有机硅产品销量 22 万吨，2018 年销量 30 万吨，2019 年销量 31 万吨；

假设 2：预计公司农药业务保持平稳，2017-2019 年销量为 8.3 万吨、8.33 万吨、8.35 万吨；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	6802.5	8007.0	9510.8	10188.3
	增速	-7.4%	17.7%	18.8%	7.1%
	成本	5901.3	6586.0	7568.9	7985.8
	毛利率	13.2%	17.7%	20.4%	21.6%
有机硅	收入	3107.34	4092.00	5460.00	6000.00
	增速	4.6%	31.7%	33.4%	9.9%
	成本	2505.57	2987.16	3876.60	4200.00
	毛利率	19.4%	27.0%	29.0%	30.0%
农药	收入	3014.15	3200.00	3300.00	3400.00
	增速	-15.7%	6.2%	3.1%	3.0%
	成本	2705.61	2848.00	2904.00	2958.00
	毛利率	10.2%	11.0%	12.0%	13.0%
其他业务	收入	681.00	715.05	750.80	788.34
	增速	-15.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	741.69	750.80	788.34	827.76
	毛利率	-8.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

数据来源：Wind，西南证券

5 风险提示

产品价格或大幅波动，新产能投放或不达预期。

6 附录

6.1 有机硅产业链介绍

有机硅材料是半无机、半有机结构的一大类功能材料化合物，兼具无机物和有机物的双重优点，它既有安全可靠、无毒、无污染、无腐蚀、耐高温、耐臭氧、耐辐射、耐老化、耐燃、耐电弧、耐电晕、耐漏电、寿命长和生理惰性等无机二氧化硅的优异性能，可根据不同需求制成不同性能的产品、易于改性等有机高分子的卓越特点，是一类可以满足节能、无公害、具安全性、高可靠性、多功能、多形态、高性能、高功能和复合化要求的新型高分子合成材料。其产品品种众多、性能优良，有“科技发展催化剂”和“工业催化剂”的美誉，在工农业生产、新兴技术、国防军工、医疗卫生以及人们日常生活、交通运输等方面得到广泛应用。

有机硅产业链分为原料、单体、中间体、深加工产品及制品等四个环节。

有机硅原料：为硅粉和氯甲烷。硅粉由金属硅磨成粉制得，金属硅可分为冶金级、化学级和电子级；化学级硅主要用于生产有机硅单体和聚合物。氯甲烷主要包括一氯甲烷和二氯甲烷等，其它氯甲烷由一氯甲烷与氯生成，国内一氯甲烷主要来自于两种途径：由甲醇加氯制得以及草甘膦等农药的生产工艺中生成的副产物。

有机硅单体：尽管有机硅品种繁多，但其起始生产原料仅限于为数不多的几种有机硅单体，其中占绝对量的是二甲基二氯硅烷，其次是一甲基三氯硅烷，前者用量占整个单体总量的85%以上。此外，三甲基氯硅烷、乙基及丙基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等等，也是生产某些品种不可或缺的原料。有机氯硅烷（甲基氯硅烷、苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷）是整个有机硅工业的基础，而甲基氯硅烷则是有机硅工业的支柱。大部分有机硅聚合物是通过二甲基二氯硅烷为原料制得的聚二甲基硅氧烷为基础聚合物，再引入其他基团如苯基、乙烯基、氟烷基等，以适应特殊的需要。

有机硅中间体：有机硅单体通过水解（或醇解）以及裂解制得各种不同的有机硅中间体，有机硅中间体是合成硅橡胶、硅油、硅树脂的直接原料，包括六甲基二硅氧烷（MM）、六甲基环三硅氧烷（D3）、八甲基环四硅氧烷（D4）、二甲基环硅氧烷混合物（DMC）等线状或环状硅氧烷系列低聚物，聚硅氧烷中间体和甲基氯硅烷单体的比例接近1:2。

有机硅产品及制品：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有机硅产品。深加工产品包括硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂，硅橡胶、硅油一般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。

有机硅产品主要分为硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂四大类。各大类产品的具体情况如下：

1) 所有橡胶品种中，硅橡胶具有最广的工作温度范围（-100~350℃），耐高、低温性能优异，按其硫化温度可分为室温硫化型、热硫化型两大类。前者主要应用于：密封剂、粘合剂、保形涂料、垫片、泡沫橡胶、模压部件、封装材料、电气绝缘、玻璃装配、医疗植入物、外科手术辅助材料、制模材料等；后者主要应用于：管材和软管、带材、电线电缆绝缘材料、外科手术辅助材料、阻燃橡胶件、穿透密封材料、模压部件、压花辊筒、汽车点火电缆和火花塞罩、挤压部件、医疗植入物、层压制品、导电橡胶、纤维涂料、泡沫橡胶等。

有机硅的主要生产流程包括：

外购的甲醇经汽化后与来自二甲水解工段和盐酸解析工段的 HCl 气体进入氯甲烷反应釜，反应生成氯甲烷气体，经精制后送到单体合成工段；来自硅粉加工装置的硅粉与氯甲烷气体（外购或自制）在催化剂的作用下在流化床反应器内进行气固相催化反应，生成甲基氯硅烷混合单体。

混合单体在单体精馏工段经连续精馏后分别得到一甲单体、二甲单体、三甲单体、一甲含氢单体、高沸物、低沸物等。一甲单体、三甲单体、低沸物在单体歧化反应工段进行歧化反应转化为以二甲单体为主的混合单体后，作为原料送回单体精馏工段继续精馏以获得各种精单体产品；高沸物在高沸裂解工段裂解为甲基氯硅烷混合单体，返回至单体精馏工段继续精馏以获得各种精单体产品；三甲单体和一甲含氢单体在含氢硅油工段生产出含氢硅油（MH-F）产品；一甲单体经一甲焚烧装置通过高温水解反应生产出的白炭黑与 110 生胶一起作为混炼胶装置的生产原料，生产出混炼胶外售。

二甲单体在二甲水解工序的环路系统内进行水解反应，生成低聚硅氧烷并放出氯化氢，氯化氢送至氯甲烷合成反应。

部分低聚硅氧烷在 107 胶装置聚合生产出 107 胶产品；另一部分低聚硅氧烷在硅氧烷裂解及精馏工段生产得到环体硅氧烷（如 D3、D5 及 DMC 等）。DMC 在生胶装置聚合生产出 110 生胶，110 生胶一部分外售，一部分进入混炼胶装置生产混炼胶。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6802.49	8007.05	9510.80	10188.34	净利润	87.24	606.27	800.30	932.55
营业成本	5901.33	6585.96	7568.94	7985.76	折旧与摊销	381.37	362.34	400.73	432.39
营业税金及附加	27.02	26.11	32.53	70.30	财务费用	71.74	73.09	67.70	60.57
销售费用	254.13	288.25	323.37	336.22	资产减值损失	-11.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	518.97	600.53	684.78	733.56	经营营运资本变动	-264.97	99.62	-90.57	-56.95
财务费用	71.74	73.09	67.70	60.57	其他	356.18	-225.06	-49.22	-51.55
资产减值损失	-11.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	620.11	916.26	1128.93	1317.00
投资收益	21.94	250.00	50.00	50.00	资本支出	236.13	-300.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	-1.11	-0.56	-0.65	其他	-570.36	248.89	49.44	49.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-334.22	-51.11	-450.56	-450.65
营业利润	62.69	682.00	882.93	1051.30	短期借款	31.74	-472.39	-352.51	-287.37
其他非经营损益	85.36	31.26	58.60	45.82	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	148.05	713.26	941.53	1097.11	股权融资	3.54	0.00	0.00	0.00
所得税	60.81	106.99	141.23	164.57	支付股利	-33.96	-15.51	-107.79	-142.29
净利润	87.24	606.27	800.30	932.55	其他	-96.89	-222.01	-67.70	-60.57
少数股东损益	9.68	67.29	88.83	103.51	筹资活动现金流净额	-125.57	-709.91	-528.00	-490.23
归属母公司股东净利润	77.56	538.97	711.47	829.04	现金流量净额	163.96	155.24	150.38	376.12
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	645.47	800.70	951.08	1327.20	成长能力				
应收和预付款项	1185.48	1249.43	1516.13	1632.80	销售收入增长率	-7.41%	17.71%	18.78%	7.12%
存货	858.04	1013.95	1136.91	1190.51	营业利润增长率	133.43%	987.86%	29.46%	19.07%
其他流动资产	662.71	426.74	506.88	542.99	净利润增长率	133.80%	594.91%	32.00%	16.52%
长期股权投资	200.92	200.92	200.92	200.92	EBITDA 增长率	81.65%	116.64%	20.93%	14.27%
投资性房地产	33.89	33.89	33.89	33.89	获利能力				
固定资产和在建工程	3494.37	3453.91	3575.08	3664.58	毛利率	13.25%	17.75%	20.42%	21.62%
无形资产和开发支出	695.67	674.02	652.37	630.72	三费率	12.42%	12.01%	11.31%	11.09%
其他非流动资产	217.93	217.69	217.45	217.22	净利率	1.28%	7.57%	8.41%	9.15%
资产总计	7994.48	8071.27	8790.71	9440.82	ROE	1.97%	12.20%	14.14%	14.46%
短期借款	1112.27	639.88	287.37	0.00	ROA	1.09%	7.51%	9.10%	9.88%
应付和预收款项	1920.98	2016.30	2378.48	2518.39	ROIC	1.45%	11.86%	14.56%	16.25%
长期借款	220.00	220.00	220.00	220.00	EBITDA/销售收入	7.58%	13.96%	14.21%	15.16%
其他负债	304.91	226.94	244.20	251.52	营运能力				
负债合计	3558.17	3103.12	3130.05	2989.91	总资产周转率	0.86	1.00	1.13	1.12
股本	679.18	705.41	705.41	705.41	固定资产周转率	2.09	2.45	2.71	2.81
资本公积	752.16	725.93	725.93	725.93	应收账款周转率	12.73	13.72	14.41	13.49
留存收益	2531.01	3054.47	3658.15	4344.89	存货周转率	6.22	6.75	6.71	6.58
归属母公司股东权益	4021.28	4485.82	5089.50	5776.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.63%	—	—	—
少数股东权益	415.04	482.33	571.16	674.67	资本结构				
股东权益合计	4436.32	4968.15	5660.66	6450.91	资产负债率	44.51%	38.45%	35.61%	31.67%
负债和股东权益合计	7994.48	8071.27	8790.71	9440.82	带息债务/总负债	37.44%	27.71%	16.21%	7.36%
					流动比率	1.04	1.26	1.47	1.77
					速动比率	0.77	0.89	1.06	1.32
					股利支付率	43.78%	2.88%	15.15%	17.16%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.76	1.01	1.18
					每股净资产	5.70	6.36	7.21	8.19
					每股经营现金	0.88	1.30	1.60	1.87
					每股股利	0.05	0.02	0.15	0.20
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	515.80	1117.43	1351.35	1544.25					
PE	116.96	16.83	12.75	10.94					
PB	2.26	2.02	1.78	1.57					
PS	1.33	1.13	0.95	0.89					
EV/EBITDA	17.82	7.89	6.15	4.95					
股息率	0.37%	0.17%	1.19%	1.57%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn