

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，2017.10.31

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

《双主业回升提振公司业绩，股权激励彰显发展信心》2017.04

《产品价格上涨推动公司扭亏为盈，项目搬迁完成新增产能逐步投放》2017.08

《草甘膦、有机硅售价显著上涨，第三季度业绩同比大幅增长 335%》2017.10

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

草甘膦、有机硅景气持续，一季度业绩超出预期

2018年4月11日

事件：

公司发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 72.76 亿元，同比增长 6.97%，归属于上市公司股东净利润 5.33 亿元，同比增加 586.87%，折合基本每股收益 0.7695 元/股，同比增长 573.82%。其中，四季度公司实现营业收入 18.00 亿元，同比下降 0.50%，归母净利润 3.01 亿元，同比增长 233.85%。

此外，公司预计 2018 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润 2.5 亿元至 2.7 亿元，比上年度增加 18,758 万元至 20,758 万元，同比增加 300.51%至 332.55%。

点评：

- **草甘膦与有机硅景气持续，一季度业绩超出预期。**公司主营草甘膦和有机硅两大行业。受益主要产品价格大幅上涨影响，公司业绩大幅增长。其中，农化板块实现营收 30.19 亿元，同比增加 0.16%，毛利率 12.05%，同比增加 1.81 ppt.，草甘膦原药和制剂均价同比分别上涨 28.98%、15.90%至 2.14、1.45 万元/吨；有机硅板块实现营收 35.50 亿元，同比增加 14.25%，毛利率 24.21%，同比增加 4.84 ppt.，DMC、生胶、107 胶和混炼胶均价分别同比上涨 53.05%、51.86%、51.24%和 47.19%至 1.75、1.97、1.91 和 2.09 万元/吨。受公司产能搬迁影响，公司 17 年农药（折原药）和有机硅（折 DMC）销量同比分别下滑 12.27%和 23.18%，但价格上涨推动公司整体营收同比增长 6.97%至 72.76 亿元，毛利率同比增长 4.7 ppt.至 17.95%。公司期间费用率相对稳定，同比增长 1.08 ppt.至 13.50%，由于处置可供出售金融资产，公司取得投资收益 2.38 亿元，最终实现归母净利 5.33 亿元，扭亏为盈。此外，在有机硅销售淡季，公司预计 2018 年第一季度实现归母净利润净利润 2.5 亿元至 2.7 亿元，扣非归母净利润 2.44 亿元至 2.64 亿元，相比 17 年四季度，环比增加大幅 357%至 394%，超出市场预期。
- **草甘膦项目搬迁完成，淡季价格仍维持相对高位。**公司 2016 年 7 月启动对 3 万吨草甘膦原药生产装置由白南山园区至建德市马南高新技术产业园的整体搬迁工作，受此影响，公司 2017 年草甘膦产能利用率同比下滑至 64.06%。截至 2017 年 9 月，新厂相关生产装置已完成搬迁并进入试生产阶段，目前草甘膦 8 万吨产能已经释放。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能，目前行业有效产能已下降至 75.2 万吨，全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态。近期，行业进入消费淡季叠加原材料成本支撑减弱导致草甘膦华东市场（95%原药）价格较 17 年 10 月 2.95 万元/吨的高位有所下滑，最新报价为 2.45 万元/吨，同比仍有 11%的增长。

- **有机硅行业景气持续，进一步扩产巩固龙头地位。**公司控股子公司新安迈图新增 10 万吨/年有机硅单体项目 2017 年 10 月进入试生产阶段，目前已按设计产能运行，公司有机硅单体产能达到 34 万吨，折合 DMC 产能约 17 万吨。同时，公司 10 月在镇江启动有机硅二期项目建设，拟形成 15 万吨/年有机硅单体、0.5 万吨/年含氢硅油、5 万吨/年生胶、5 万吨/年 107 胶等产能，其中单体预计 2019 年 12 月投产，生胶/107 胶预计 2018 年 12 月投产，届时公司有机硅单体产能将达 49 万吨/年，行业龙头地位进一步巩固。受前几年行业不景气影响，有机硅行业产能出清，供应紧张导致产品价格自 2017 年中以来持续上涨，目前华东市场 DMC 价格已上涨至 3.05 万元/吨，行业进入景气周期。
- **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。2017 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，通过产能搬迁及新建，有效提升现有产能及产品生产技术水平。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别达到 98.27 亿元、100.67 亿元和 114.84 亿元，同比分别增长 35.06%、2.44%、14.08%，归属母公司的净利润分别为 10.91 亿元、12.76 元和 14.25 亿元，同比分别增长 104.71%、16.99%、11.72%，2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 1.54 元、1.81 元和 2.02 元，对应 2018 年 04 月 11 日收盘价（14.50 元/股）的动态 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 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。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,802.49	7,276.47	9,827.36	10,067.36	11,484.36
增长率 YoY %	-7.41%	6.97%	35.06%	2.44%	14.08%
归属母公司净利润(百万元)	77.56	532.74	1,090.56	1,275.90	1,425.40
增长率 YoY%	-129.07%	586.87%	104.71%	16.99%	11.72%
毛利率%	13.25%	17.95%	26.89%	28.64%	28.21%
净资产收益率 ROE%	1.94%	12.51%	21.93%	20.96%	19.16%
每股收益 EPS(元) (摊薄)	0.11	0.75	1.54	1.81	2.02
市盈率 P/E(倍)	132	19	9	8	7
市净率 P/B(倍)	2.55	2.28	1.88	1.52	1.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 04 月 11 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,351.70	3,826.14	4,673.61	5,334.10	6,447.96
货币资金	645.47	787.05	1,118.45	1,745.30	2,411.02
应收票据	410.26	510.65	689.67	706.51	805.95
应收账款	573.96	509.28	687.82	704.61	803.79
预付账款	76.54	126.45	152.17	152.17	174.64
存货	858.04	1,277.97	1,537.82	1,537.82	1,764.88
其他	787.42	614.73	487.68	487.68	487.68
非流动资产	4,642.78	5,234.21	5,814.13	6,421.90	7,102.05
长期投资	200.92	172.31	172.31	172.31	172.31
固定资产	3,082.26	3,250.54	3,879.42	4,950.96	5,644.64
无形资产	599.23	578.51	532.58	486.65	440.72
其他	760.37	1,232.84	1,229.82	811.98	844.38
资产总计	7,994.48	9,060.34	10,487.73	11,756.00	13,550.01
流动负债	3,226.90	3,815.28	4,305.07	4,316.36	4,706.12
短期借款	1,112.27	1,199.89	1,199.89	1,199.89	1,199.89
应付账款	967.18	1,225.62	1,474.83	1,474.83	1,692.59
其他	1,147.44	1,389.77	1,630.34	1,641.63	1,813.64
非流动负债	331.27	338.83	338.83	338.83	338.83
长期借款	220.00	267.50	267.50	267.50	267.50
其他	111.27	71.33	71.33	71.33	71.33
负债合计	3,558.17	4,154.11	4,643.90	4,655.19	5,044.95
少数股东权益	415.04	410.04	393.86	374.94	353.79
归属母公司股东权益	4,021.28	4,496.19	5,449.97	6,725.87	8,151.26
负债和股东权益	7994.48	9060.34	10487.73	11756.00	13550.01

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,802.49	7,276.47	9,827.36	10,067.36	11,484.36
同比	-7.41%	6.97%	35.06%	2.44%	14.08%
归属母公司净利润	77.56	532.74	1,090.56	1,275.90	1,425.40
同比	-129.07%	586.87%	104.71%	16.99%	11.72%
毛利率	13.25%	17.95%	26.89%	28.64%	28.21%
ROE	1.94%	12.51%	21.93%	20.96%	19.16%
每股收益(元)(摊薄)	0.11	0.75	1.54	1.81	2.02
P/E	132	19	9	8	7
P/B	2.55	2.28	1.88	1.52	1.26
EV/EBITDA	18.86	11.75	6.81	5.89	5.28

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,802.49	7,276.47	9,827.36	10,067.36	11,484.36
营业成本	5,901.33	5,970.30	7,184.29	7,184.29	8,245.04
营业税金及附加	27.02	40.16	54.23	55.56	63.38
营业费用	254.13	293.69	396.65	406.34	463.53
管理费用	518.97	601.97	813.00	832.86	950.09
财务费用	71.74	86.83	76.99	73.97	72.72
资产减值损失	-11.46	43.47	39.14	16.85	28.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.94	277.04	127.41	142.13	182.20
营业利润	62.69	537.18	1,390.45	1,639.62	1,843.03
营业外收入	131.05	144.89	103.15	103.15	103.15
营业外支出	45.69	93.64	61.09	66.81	73.84
利润总额	148.05	588.43	1,432.52	1,675.96	1,872.34
所得税	60.81	63.60	358.13	418.99	468.08
净利润	87.24	524.83	1,074.39	1,256.97	1,404.25
少数股东损益	9.68	-7.90	-16.18	-18.93	-21.15
归属母公司净利润	77.56	532.74	1,090.56	1,275.90	1,425.40
EBITDA	597.69	1,002.84	1,730.81	2,003.72	2,234.32
EPS	0.11	0.76	1.54	1.81	2.02

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	620.11	378.58	1,221.32	1,427.94	1,526.98
净利润	87.24	524.83	1,074.39	1,256.97	1,404.25
折旧摊销	381.37	331.75	227.14	258.48	291.77
财务费用	68.27	82.66	71.15	69.28	70.22
投资损失	-21.94	-277.04	-127.41	-142.13	-182.20
营运资金变动	85.56	-344.86	-192.48	-39.20	-87.15
其它	19.60	61.24	168.53	24.54	30.09
投资活动现金流	-334.22	-343.71	-681.99	-731.81	-791.04
资本支出	-508.45	-789.12	-809.40	-873.94	-973.24
长期投资	597.85	737.03	127.41	142.13	182.20
其他	-423.62	-291.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-125.57	124.46	-207.94	-69.28	-70.22
吸收投资	23.93	136.05	4.42	0.00	0.00
借款	36.65	135.12	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	100.53	142.49	212.36	69.28	70.22
现金净增加额	163.96	154.64	331.40	626.85	665.72

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。