

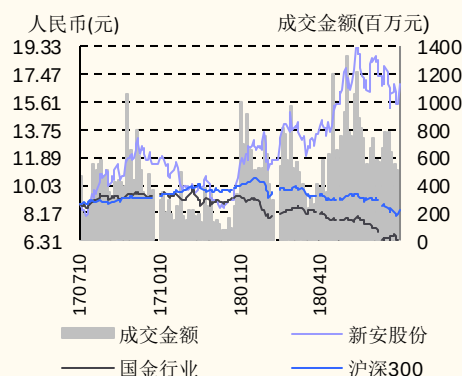
新安股份 (600596.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.82 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	687.02
总市值(百万元)	11,873.48
年内股价最高最低(元)	19.33/7.95
沪深 300 指数	3459.18
上证指数	2815.11

**相关报告**

- 1.《有机硅行业持续高景气，全年业绩可期-新安股份公司点评》，2018.4.27
- 2.《有机硅量价齐升，一季度业绩超预期-新安股份公司点评》，2018.4.11
- 3.《积极布局下游，有机硅龙头迎来爆发期-新安股份公司点评》，2018.4.10
- 4.《化工行业龙头系列深度报告（二）：有机硅行业持续高景气，产能扩张 2018.1.5》

蒲强

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

有机硅景气度高，二季度业绩环比持续改善**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.114	0.755	2.180	2.284	2.483
每股净资产(元)	5.92	6.37	8.37	10.45	12.71
每股经营性现金流(元)	0.91	0.54	2.64	2.83	3.14
市盈率(倍)	161.30	24.39	7.72	7.36	6.77
净利润增长率(%)	-129.07%	586.87%	188.81%	4.81%	8.71%
净资产收益率(%)	1.93%	11.85%	26.07%	21.87%	19.56%
总股本(百万股)	679.18	705.41	705.91	705.91	705.91

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司预计 2018 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润 7.1~7.3 亿元，同比增加 237%~246%。扣非后净利润为 7~7.2 亿元，同比增加 415%~430%；其中二季度单季度 4.5~4.7 亿元，环比增长 73%~81%。

经营分析

- **2018 年上半年有机硅量价齐升：**2017 年底并线扩产的新线全部达产，公司现有有机硅单体产能 34 万吨，较 2017 年同期产能有明显提升，同时产品价格不断上涨，均价上涨幅度达到 50%以上，价差扩大 10000 元/吨以上，真正实现了量价齐升。
- **有机硅行业集中度提升，供需格局紧张：**随着 2017 年底新安+合盛新产能顺利投放后，有机硅行业直至 2019 年中无新增产能。需求方面有机硅下游较为分散且内需相对增长比较稳定，同时 2017 年以来出口增长明显，也对整体需求有所拉动；年初以来行业开工率逐步上行，从 75%涨到峰值的 95%。近期受需求淡季影响，行业陆续企业停产检修，开工率有所下降，但我们预计旺季开工率仍将逐步提升，产品价格仍有上涨动能。供需紧张格局全年无忧。
- **草甘膦行业处于底部区域：**主要受国内环保督查影响，草甘膦行业小产能有所出清，行业集中度明显提升；由于草甘膦行业高污染，生产过程中产生大量废水，在目前持续环保高压态势下，行业产能大幅扩张可能性不大，底部区域已经夯实。未来有望随着行业需求的增长和国际巨头持续的补库，产品价格有望上涨。

盈利调整及投资建议

- 我们认为有机硅行业自 2017 年供需反转以来，产品价格不断上涨，公司在 2017 年并线扩产以后，产能实现了明显增长；2018 年是公司充分享受有机硅行业景气度的一年，公司弹性巨大，三季度业绩仍有望环比提升；同时草甘膦业务见底，是个看涨期权，我们上修 2018~2020 年 EPS 分别为 2.18 元、2.28 元、2.48 元，对应 PE 分别为 7.72、7.36、6.77 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 有机硅下游基建、地产行业需求骤减，影响公司盈利；下游企业价格传导不顺畅，影响行业格局；有机硅出口下降，出口目的地大幅提高征收关税比例。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	7,347	6,802	7,276	8,982	9,394	9,885
增长率		-7.4%	7.0%	23.4%	4.6%	5.2%
主营业务成本	-6,646	-5,901	-5,970	-6,153	-6,476	-6,785
%销售收入	90.5%	86.8%	82.0%	68.5%	68.9%	68.6%
毛利	701	901	1,306	2,829	2,918	3,100
%销售收入	9.5%	13.2%	18.0%	31.5%	31.1%	31.4%
营业税金及附加	-21	-27	-40	-135	-142	-150
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-277	-254	-294	-269	-277	-287
%销售收入	3.8%	3.7%	4.0%	3.0%	3.0%	2.9%
管理费用	-545	-519	-602	-674	-714	-761
%销售收入	7.4%	7.6%	8.3%	7.5%	7.6%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	-141	101	370	1,751	1,785	1,902
%销售收入	n.a	1.5%	5.1%	19.5%	19.0%	19.2%
财务费用	-62	-72	-87	-37	12	54
%销售收入	0.8%	1.1%	1.2%	0.4%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	-68	11	-43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	83	22	277	5	6	7
%税前利润	-42.1%	14.8%	47.1%	0.3%	0.3%	0.4%
营业利润	-188	63	537	1,719	1,804	1,963
营业利润率	n.a	0.9%	7.4%	19.1%	19.2%	19.9%
营业外收支	-10	85	51	2	2	2
税前利润	-198	148	588	1,721	1,805	1,965
利润率	n.a	2.2%	8.1%	19.2%	19.2%	19.9%
所得税	-60	-61	-64	-172	-181	-196
所得税率	n.a	41.1%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	-258	87	525	1,549	1,625	1,768
少数股东损益	9	10	-8	10	12	15
归属于母公司的净利润	-267	78	533	1,539	1,613	1,753
净利率	n.a	1.1%	7.3%	17.1%	17.2%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-258	87	525	1,549	1,625	1,768
少数股东损益	9	10	-8	10	12	15
非现金支出	476	370	375	347	362	378
非经营收益	1	84	-180	54	18	9
营运资金变动	-50	79	-342	-88	-7	61
经营活动现金净流	169	620	378	1,862	1,998	2,217
资本开支	-416	-508	-789	-239	-201	-360
投资	-38	103	344	-1	0	0
其他	73	71	101	5	6	7
投资活动现金净流	-381	-334	-344	-235	-195	-353
股权募资	62	24	136	5	10	12
债权募资	-50	37	135	-720	-481	0
其他	69	-182	-151	-199	-183	-195
筹资活动现金净流	81	-122	120	-914	-654	-183
现金净流量	-132	164	154	713	1,150	1,681

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	477	645	787	1,500	2,650	4,331
应收账款	953	1,109	1,082	1,369	1,432	1,507
存货	933	858	1,278	1,096	1,153	1,208
其他流动资产	504	739	679	680	697	713
流动资产	2,867	3,352	3,826	4,645	5,932	7,760
%总资产	36.6%	41.9%	42.2%	47.5%	54.4%	61.0%
长期投资	416	372	372	372	372	372
固定资产	3,824	3,496	4,127	3,935	3,789	3,687
%总资产	48.8%	43.7%	45.5%	40.3%	34.7%	29.0%
无形资产	643	698	681	766	749	832
非流动资产	4,972	4,643	5,234	5,128	4,973	4,957
%总资产	63.4%	58.1%	57.8%	52.5%	45.6%	39.0%
资产总计	7,839	7,994	9,060	9,773	10,905	12,717
短期借款	1,131	1,202	1,290	571	90	90
应付款项	1,895	1,884	2,342	2,342	2,462	2,581
其他流动负债	129	141	183	202	211	298
流动负债	3,154	3,227	3,815	3,114	2,764	2,971
长期贷款	250	220	268	268	268	268
其他长期负债	87	111	71	70	70	71
负债	3,491	3,558	4,154	3,452	3,101	3,307
普通股股东权益	3,966	4,021	4,496	5,902	7,372	8,963
少数股东权益	382	415	410	420	432	447
负债股东权益合计	7,839	7,994	9,060	9,773	10,905	12,717

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	-0.393	0.114	0.755	2.180	2.284	2.483
每股净资产	5.840	5.921	6.374	8.366	10.451	12.706
每股经营现金净流	0.248	0.913	0.536	2.639	2.832	3.143
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.200	0.220	0.250
回报率						
净资产收益率	-6.73%	1.93%	11.85%	26.07%	21.87%	19.56%
总资产收益率	-3.40%	0.97%	5.88%	15.74%	14.79%	13.78%
投入资本收益率	-3.21%	1.02%	5.11%	22.01%	19.69%	17.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.78%	-7.41%	6.97%	23.44%	4.59%	5.23%
EBIT增长率	N/A	-171.69%	266.56%	372.82%	1.95%	6.56%
净利润增长率	-636.69%	-129.07%	586.87%	188.81%	4.81%	8.71%
总资产增长率	-1.69%	1.98%	13.33%	7.87%	11.58%	16.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.2	28.7	27.2	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	53.8	55.4	65.3	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	51.1	60.4	67.0	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	170.6	165.4	163.1	124.3	111.2	98.2
偿债能力						
净负债/股东权益	20.78%	17.51%	15.70%	-10.47%	-29.37%	-42.23%
EBIT利息保障倍数	-2.3	1.4	4.3	47.5	-144.1	-35.4
资产负债率	44.53%	44.51%	45.85%	35.32%	28.44%	26.02%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	10
增持	0	0	0	0	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.55

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-05	买入	10.25	13.00~15.00
2	2018-04-11	买入	14.11	N/A
3	2018-04-27	买入	15.31	N/A

来源：国金证券研究所

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