

**新安股份 (600596.SH) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 15.53元

**主业量价齐升, 盈利大幅改善****市场数据(人民币)****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**

- 2018年上半年公司实现营收59.7亿元, 同增62.87%, 归属于上市公司股东的净利润为7.1亿元, 同增237.2%, 对应EPS为1.008元; 扣非后净利润为7.07亿元, 同增420.47%。

**经营分析**

- **2018年上半年有机硅量价齐升, 草甘膦业务仍处于底部:** 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(扣税)上涨幅度达到58.04%以上, 价差扩大了10000元/吨, 真正实现了量价齐升。草甘膦销量也出现了显著提升, 但受到主要原材料甘氨酸价格的明显上涨, 虽然产品价格也出现向上趋势, 总体盈利仍处于底部区域。
- **毛利率大幅改善, 盈利能力显著提升:** 主要受益于有机硅单体的量价齐升, 公司毛利率同比大幅提升7.06%, 虽然公司销售费用率以及管理费用率也出现了明显上涨, 但公司净利润率以及ROE仍大显著改善; 同时公司资产负债率持续下行, 货币资金显著增加。
- **有机硅行业集中度提升, 供需格局偏紧:** 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, 行业陆续会企业停产检修, 开工率有所下降, 随着旺季到来, 持续关注下游开工率恢复情况。

**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持平或提升; 同时草甘膦业务见底, 是个看涨期权, 我们维持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。

**相关报告**

1. 《有机硅景气度高, 二季度业绩环比持续改善-【国金化工】新安股份...》, 2018.7.9
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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》, 2018.4.15

**杨翼荣** 联系人  
 yangyiying@gjzq.com.cn

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

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

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>477</b>	<b>645</b>	<b>787</b>	<b>1,500</b>	<b>2,650</b>	<b>4,331</b>
<b>应收账款</b>	<b>953</b>	<b>1,109</b>	<b>1,082</b>	<b>1,369</b>	<b>1,432</b>	<b>1,507</b>
<b>存货</b>	<b>933</b>	<b>858</b>	<b>1,278</b>	<b>1,096</b>	<b>1,153</b>	<b>1,208</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>504</b>	<b>739</b>	<b>679</b>	<b>680</b>	<b>697</b>	<b>713</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,867</b>	<b>3,352</b>	<b>3,826</b>	<b>4,645</b>	<b>5,932</b>	<b>7,760</b>
%总资产	36.6%	41.9%	42.2%	47.5%	54.4%	61.0%
<b>长期投资</b>	<b>416</b>	<b>372</b>	<b>372</b>	<b>372</b>	<b>372</b>	<b>372</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,824</b>	<b>3,496</b>	<b>4,127</b>	<b>3,935</b>	<b>3,789</b>	<b>3,687</b>
%总资产	48.8%	43.7%	45.5%	40.3%	34.7%	29.0%
<b>无形资产</b>	<b>643</b>	<b>698</b>	<b>681</b>	<b>766</b>	<b>749</b>	<b>832</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,972</b>	<b>4,643</b>	<b>5,234</b>	<b>5,128</b>	<b>4,973</b>	<b>4,957</b>
%总资产	63.4%	58.1%	57.8%	52.5%	45.6%	39.0%
<b>资产总计</b>	<b>7,839</b>	<b>7,994</b>	<b>9,060</b>	<b>9,773</b>	<b>10,905</b>	<b>12,717</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,131</b>	<b>1,202</b>	<b>1,290</b>	<b>571</b>	<b>90</b>	<b>90</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,895</b>	<b>1,884</b>	<b>2,342</b>	<b>2,342</b>	<b>2,462</b>	<b>2,581</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>129</b>	<b>141</b>	<b>183</b>	<b>202</b>	<b>211</b>	<b>300</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,154</b>	<b>3,227</b>	<b>3,815</b>	<b>3,114</b>	<b>2,764</b>	<b>2,971</b>
<b>长期贷款</b>	<b>250</b>	<b>220</b>	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>268</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>87</b>	<b>111</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>71</b>
<b>负债</b>	<b>3,491</b>	<b>3,558</b>	<b>4,154</b>	<b>3,452</b>	<b>3,101</b>	<b>3,309</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,966</b>	<b>4,021</b>	<b>4,496</b>	<b>5,902</b>	<b>7,372</b>	<b>8,963</b>
少数股东权益	382	415	410	420	432	444
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,839</b>	<b>7,994</b>	<b>9,060</b>	<b>9,773</b>	<b>10,905</b>	<b>12,717</b>

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	12	13	26
增持	0	0	3	3	13
中性	0	0	2	2	4
减持	0	0	0	1	1
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.41</b>	<b>1.53</b>	<b>1.55</b>

来源：朝阳永续

**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
4	2018-07-09	买入	15.45	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认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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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