

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2017 年 07 月 31 日

#### 市场数据

|            |            |
|------------|------------|
| 目前股价       | 10.3       |
| 总市值（亿元）    | 72.66      |
| 流通市值（亿元）   | 69.96      |
| 总股本（万股）    | 70,541     |
| 流通股本（万股）   | 67,918     |
| 12 个月最高/最低 | 11.22/6.99 |

#### 分析师

分析师：顾锐 S1070516040001

电话：0755-83675954

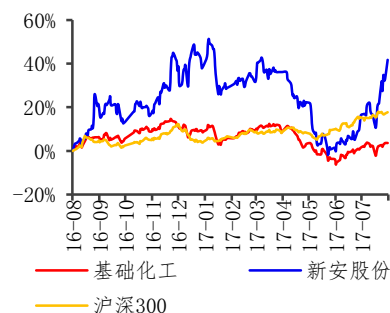
邮箱：gurui @cgws.com

分析师：杨超 S1070512070001

电话：0755-83663214

邮箱：ychao@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

## 有机硅业务向高端产品转型；公司管理水平将明显改善

——新安股份（600596）公司深度报告

#### 盈利预测

|           | 2017E  | 2018E | 2019E  |
|-----------|--------|-------|--------|
| 营业收入（百万）  | 7,755  | 8,965 | 10,381 |
| (+/-%)    | 14.0%  | 15.6% | 15.8%  |
| 净利润（百万）   | 395    | 482   | 605    |
| (+/-%)    | 409.8% | 21.8% | 25.7%  |
| 摊薄 EPS（元） | 0.56   | 0.68  | 0.86   |
| PE        | 17.2   | 14.2  | 11.3   |

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

- **有机硅和草甘膦龙头企业**：新安股份是国内第二大有机硅和第三大草甘膦生产企业。公司有机硅业务围绕有机硅单体合成，形成了从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，拥有硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。公司农药业务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。今年下半年，公司将拥有 32 万吨/年有机硅单体产能和 8 万吨/年草甘膦原药产能。
- **公司有机硅业务正向高附加值终端产品转型发展**：有机硅具有耐温性、耐候性、电器绝缘性等良好特性，因此广泛运用于建筑、电子电气、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗等各个国民经济部门。我国已成为有机硅生产和消费大国，但国内有机硅企业产品同质化严重，且多集中在中低端产品，市场竞争激烈。新安股份目前正推动公司有机硅业务向高附加值终端化产品转型，公司通过研发高附加值有机硅制品，优化产品结构，提升技术服务，拓展有机硅下游终端领域。2016 年，公司有机硅终端产品混炼胶销量同比增长 20%，液体胶产量同比增长 120%，中高端产品结构比例达到 40%。公司目前正加快从有机硅的传统大宗产品（如水解物、DMC 等）和大众产品（如密封胶、普通硅橡胶等）向电子新能源、工业涂覆和运动用品等新式产品转型。高附加值的有机硅终端产品是更具发展前景的蓝海市场。
- **全球农药市场触底回暖，公司农药业务见底回升**：公司农药产品主要用于出口，海外农药市场景气度是影响公司农药业务收入的决定性因素。全球农药市场在经历了 2015 年和 2016 年的连续下滑后，全球大型农药公司的收入已在 2016 年四季度出现了积极改善，并且中国农药出口量出现了明显增长。我们判断全球农药市场已触底反弹，景气度正好转。新安股份农药业务收入已连续两年下降，受全球农药市场触底回暖的影响，公司农药收入增速已由 2016 年上半年的-19%同比下降转为 2016 年下半年的 14%

同比上升；公司农药业务毛利率也由 2015 年下半年的 1.4%大幅提升至 2016 年下半年的 8.7%。公司农药业务已见底回升。

- **新经营班子上任，公司管理将发生积极改善：**2016 年 9 月，新安股份对公司经营班子进行了调整，由传化集团原总裁吴建华担任公司董事长，公司原副总裁吴严明（曾担任传化智联副总经理）担任公司总裁。公司新一届经营班子上任，预示着传化集团将全面参与到新安股份的日常经营管理中来，公司的内控管理，经营方针，战略定位都将在传化集团的直接领导下全面地重新梳理和调整优化。公司管理的水平有望明显改善。
- **投资建议：**新安股份是国内第二大有机硅和第三大草甘膦生产企业。公司有机硅业务目前正从传统产品向电子新能源、工业涂覆和运动用品等新式产品转型。全球农药市场触底回暖，公司农药业务也见底回升。公司新经营班子上任，公司管理水平将发生积极改善。我们预计公司 2017 年至 2019 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.86 元，对应的 PE 分别为 17X、14X、11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**有机硅行业景气度下行；全球农药市场复苏不及预期。

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 公司简介：国内有机硅和草甘膦行业的领先企业 .....        | 5  |
| 2. 公司有机硅业务从传统产品向高附加值终端产品发展 .....      | 7  |
| 2.1 有机硅具有优良特性，下游需求广泛 .....            | 7  |
| 2.2 国内有机硅单体供过于求，大宗产品价格走低 .....        | 8  |
| 2.3 公司为国内第二大有机硅企业，产品正向高附加值终端化转型 ..... | 10 |
| 2.3.1 2017 年公司有机硅单体产能扩产至 32 万吨 .....  | 10 |
| 2.3.2 氯元素循环利用，降低公司单体成本，增强市场竞争力 .....  | 11 |
| 2.3.3 公司有机硅产品向高附加值的终端产品发展 .....       | 12 |
| 3. 全球农药市场触底回暖，公司农药业务见底回升 .....        | 14 |
| 3.1 全球农药市场景气度是影响国内农药市场变动的决定性因素 .....  | 14 |
| 3.2 全球农药市场已连续下滑两年 .....               | 14 |
| 3.3 全球农药市场已触底回暖，初现曙光 .....            | 15 |
| 3.4 公司农药业务见底回升 .....                  | 16 |
| 3.4.1 受全球农药市场低迷影响，公司农药收入连续两年下滑 .....  | 17 |
| 3.4.2 公司农药业务收入已由负转正，毛利率已见底回升 .....    | 17 |
| 3.4.3 环保是影响农药行业景气度的重要因素 .....         | 20 |
| 4. 新经营班子上任，公司管理将发生积极变化 .....          | 21 |
| 4.1 传化集团接手公司管理，公司新一届经营班子上任 .....      | 21 |
| 4.2 实施股票激励计划，管理层和股东利益更趋一致 .....       | 21 |
| 5. 投资建议 .....                         | 21 |
| 6. 风险提示 .....                         | 22 |
| 附：盈利预测表 .....                         | 23 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构图及实际控制人.....          | 5  |
| 图 2: 公司历史发展沿革.....               | 6  |
| 图 3: 公司历史收入和归母净利润情况.....         | 7  |
| 图 4: 全球有机硅产能分布.....              | 8  |
| 图 5: 中国有机硅行业下游需求分布.....          | 8  |
| 图 6: 国内有机硅单体产能、产量及增速.....        | 9  |
| 图 7: 国内有机硅单体行业开工率.....           | 9  |
| 图 8: 国内有机硅单体进出口量.....            | 9  |
| 图 9: 国内有机硅单体表观消费量及增速.....        | 9  |
| 图 10: 有机硅 DMC 价格.....            | 10 |
| 图 11: 公司有机硅产业链.....              | 11 |
| 图 12: 公司有机硅业务收入及毛利率.....         | 12 |
| 图 13: 公司有机硅产量.....               | 12 |
| 图 14: 公司有机硅业务从传统产品向新式终端产品发展..... | 12 |
| 图 15: 中国农药三大品种的产量和出口量.....       | 14 |
| 图 16: 全球农用农药销售额及增速.....          | 15 |
| 图 17: 公司草甘膦产业链.....              | 16 |
| 图 18: 公司农药业务收入及毛利率.....          | 17 |
| 图 19: 公司农药产量.....                | 17 |
| 图 20: 公司农药业务收入及增速.....           | 17 |
| 图 21: 公司农药业务毛利率.....             | 17 |
| 图 22: 国内草甘膦产能、产量及开工率.....        | 18 |
| 图 23: 国内草甘膦开工率.....              | 18 |
| 图 24: 草甘膦价格.....                 | 19 |
| 图 25: 国内各省份的草甘膦产能分布.....         | 20 |
| 表 1: 公司国内主要下属生产企业.....           | 6  |
| 表 2: 有机硅特性、分类及用途.....            | 8  |
| 表 3: 国内有机硅单体企业.....              | 10 |
| 表 4: 道康宁的有机硅产品运用.....            | 13 |
| 表 5: 全球前十大农药企业.....              | 15 |
| 表 6: 国内草甘膦企业.....                | 18 |
| 表 7: 草甘膦相关上市公司的弹性测算.....         | 20 |

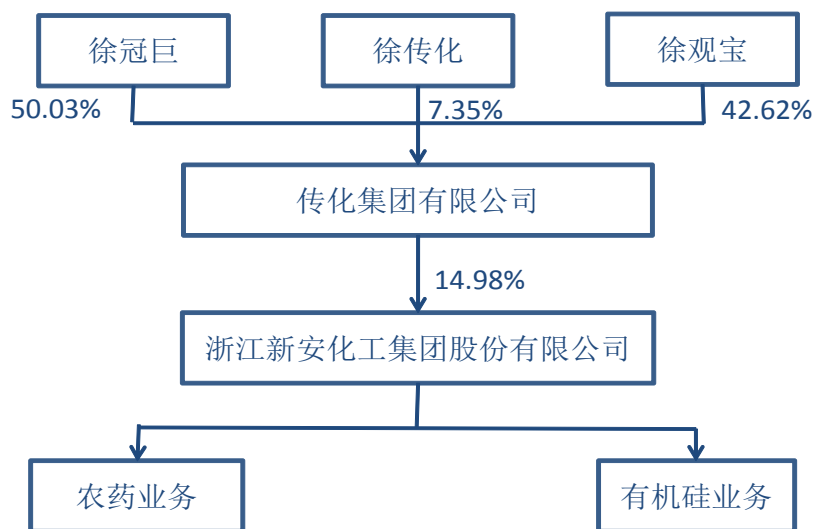
# 1. 公司简介：国内有机硅和草甘膦行业的领先企业

浙江新安化工集团股份有限公司（以下简称“新安股份”或“公司”）创建于 1965 年，2001 年 9 月上市，公司是中国制造业 500 强、全球农化销售 20 强企业。

新安股份主营业务包括农药和有机硅两大核心产业。公司农药业务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。公司有机硅业务围绕有机硅单体合成，形成了从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，拥有硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。

新安股份的控股股东为传化集团有限公司。传化集团持有公司 14.98% 的股份，其股东为徐传化、徐冠巨和徐观宝，其中徐传化持有 7.35% 的股份，徐冠巨持有 50.03% 的股份，徐观宝持有 42.62% 的股份。

图 1：公司股权结构图及实际控制人



资料来源：长城证券研究所整理

新安股份位于浙江省建德市，其前身为建德化工厂。1987 年，公司引进草甘膦生产技术，是国内较早生产草甘膦的企业之一。1997 年，公司重组了浙江开化合成，进入有机硅产业。2001 年，公司在上海证券交易所上市。上市后，公司经过十余年的发展，目前已成为国内第二大有机硅单体和第三大草甘膦生产企业。

图 2: 公司历史发展沿革



资料来源：长城证券研究所整理

新安股份在国内、北美、南美和非洲共拥有三十八家子公司，涉及作物保护、有机硅、包装、物流、投融资和贸易等业务领域，但公司的主要生产基地是在国内。

公司目前拥有 8 万吨/年草甘膦原药和 28 万吨/年有机硅单体的产能。公司在浙江建德市的白南山生产园区拥有 3 万吨/年的草甘膦原药和 6 万吨/年的有机硅单体生产装置。根据政府要求，公司将对白南山园区生产装置进行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。新项目预计在 2017 年二季度投产，届时公司将拥有 8 万吨/年草甘膦原药和 32 万吨/年有机硅单体的产能。

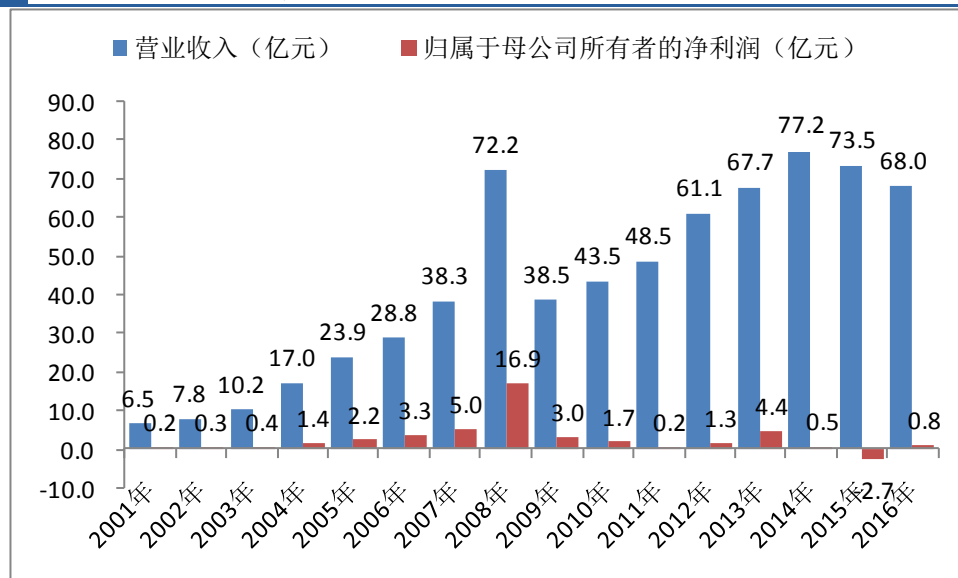
表 1: 公司国内主要下属生产企业

| 公司主要下属生产企业      | 公司持股比例 | 农药产能                                     | 有机硅产能                        | 其他产品产能        |
|-----------------|--------|------------------------------------------|------------------------------|---------------|
| 公司本部白南山厂区       |        | 3 万吨/年草甘膦原药                              | 6 万吨/年有机硅单体                  |               |
| 镇江江南化工有限公司      | 100%   | 5 万吨/年草甘膦原药                              | 10 万吨/年有机硅单体                 |               |
| 新安天玉有机硅有限公司     | 100%   |                                          | 2.7 万吨/年热硫化混炼胶、2000 吨/年液体硫橡胶 |               |
| 浙江新安迈图有机硅有限责任公司 | 75%    |                                          | 10 万吨/年有机硅单体                 |               |
| 浙江开化合成材料有限公司    | 100%   |                                          | 3.5 万吨/年有机硅单体                |               |
| 泰州新安阻燃材料有限公司    | 60.44% |                                          |                              | 4 万吨/年磷酸酯类阻燃剂 |
| 宁夏新安科技有限公司      | 75%    | 1 万吨/年光气、1 万吨/年多菌灵、5000 吨/年敌草隆、1 万吨/年甘氨酸 |                              |               |
| 泰兴市兴安精细化工有限公司   | 100%   | 16 万吨/年三氯化磷、3 万吨/年三氯氧磷                   |                              |               |

资料来源：长城证券研究所整理

新安股份的主要产品为草甘膦和有机硅。2008 年之前，公司草甘膦和有机硅业务均保持快速增长态势，公司草甘膦价格曾在 2008 年中达到 12 万/吨的水平，公司收入从上市时的 6.5 亿元增长至 2008 年的 72.2 亿元，归母净利润从上市时 0.2 亿元增长至 2008 年的 16.9 亿元。全球金融危机之后，国内农药市场陷入低迷，直到 2012 年才有所恢复；国内有机硅市场在 2012 年前均保持了两位数增长，发展较快。近三年，受产品产能过剩影响，公司收入从 2014 年的 77.2 亿元下降至 2016 年的 68 亿元，公司盈利能力处于较低水平。

图 3：公司历史收入和归母净利润情况



资料来源：长城证券研究所整理

2016 年，公司实现收入 66.47 亿元，同比下降 7.54%，其中公司农化产品销售收入为 30.14 亿元，占比 45.3%，比 2015 年的 35.75 亿元收入减少 5.61 亿元，同比下降 15.69%；公司有机硅产品销售收入为 31.07 亿元，占比 46.7%，比 2015 年的 29.71 亿元收入增加 1.36 亿元，同比增长 4.58%。

## 2. 公司有机硅业务从传统产品向高附加值终端产品发展

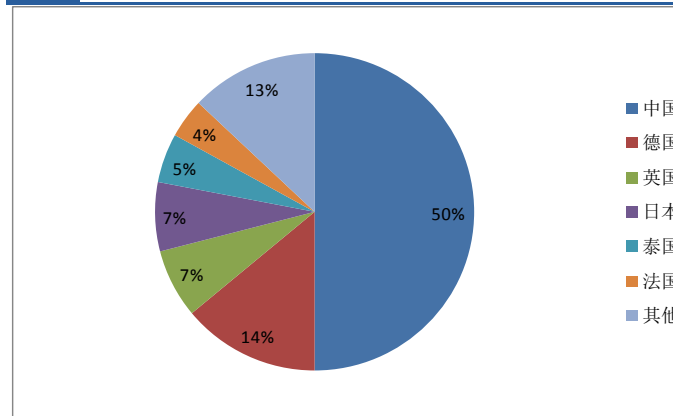
### 2.1 有机硅具有优良特性，下游需求广泛

有机硅，是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物。有机硅具有耐温性、耐候性、电器绝缘性等良好特性，因此它的应用范围非常广泛。它不仅作为航空、尖端技术、军事技术部门的特种材料使用，而且也用于国民经济各部门，其应用范围包括：建筑、电子电气、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗等领域。

中国是目前全球有机硅单体行业最大的生产国，2016 年有机硅单体总产能在 281 万吨，约占全球总产能的比例在 50%左右。其次是德国地区，占全球总产能的 14%。另外英国、日本、泰国以及法国，2016 年占全球有机硅单体产能比例分别是：7%、7%、5%、4%。

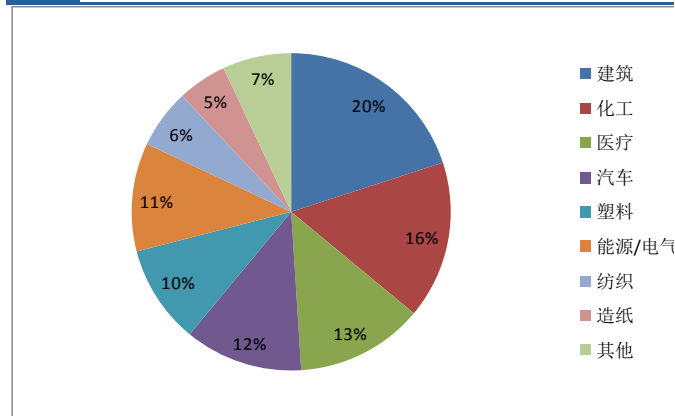
国内有机硅下游需求分布广泛，其中建筑、化工、医疗、汽车、塑料、能源/电气中的使用占比分别为 20%、16%、13%、12%、10%和 11%。有机硅产品可在日常生活中处处可见，需求领域十分广泛。

图 4：全球有机硅产能分布



资料来源：卓创资讯，长城证券研究所整理

图 5：中国有机硅行业下游需求分布



资料来源：长城证券研究所整理

表 2：有机硅特性、分类及用途

| 有机硅特性                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 有机硅分类                                                                                                     | 有机硅用途                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>耐温性：</b>有机硅产品的热稳定性高，高温下（或辐射照射）分子的化学键不断裂、不分解。有机硅不但可耐高温，而且也耐低温，可在一个很宽的温度范围内使用。无论是化学性能还是物理机械性能，随温度的变化都很小。</p> <p><b>耐候性：</b>有机硅产品不易被紫外光和臭氧所分解。有机硅具有比其他高分子材料更好的热稳定性以及耐辐照和耐候能力。有机硅中自然环境下的使用寿命可达几十年。</p> <p><b>电气绝缘性：</b>有机硅产品都具有良好的电绝缘性能，其介电损耗、耐电压、耐电弧、耐电晕、体积电阻系数和表面电阻系数等均在绝缘材料中名列前茅，而且它们的电气性能受温度和频率的影响很小。因此，它们是一种稳定的电绝缘材料，被广泛应用于电子、电气工业上。</p> <p><b>生物特性：</b>生物活性有机硅是人体必需的一种的营养素。有机硅是构成人体组织和参与新陈代谢的重要元素。</p> <p><b>低表面张力和低表面能：</b>有机硅低表面张力和低表面能使它具备疏水、消泡、泡沫稳定、防粘、润滑、上光等各项优异性能。</p> | <p><b>硅烷偶联剂</b>（有机硅化学试剂）、<b>硅油</b>（硅脂、硅乳液、硅表面活性剂）、<b>高温硫化硅橡胶</b>、<b>液体硅橡胶</b>、<b>硅树脂</b>、<b>复合物</b>等。</p> | <p>有机硅广泛应用于国民经济各部门，包括：<b>建筑、电子电气、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗</b>等。</p> |

资料来源：长城证券研究所整理

## 2.2 国内有机硅单体供过于求，大宗产品价格走低

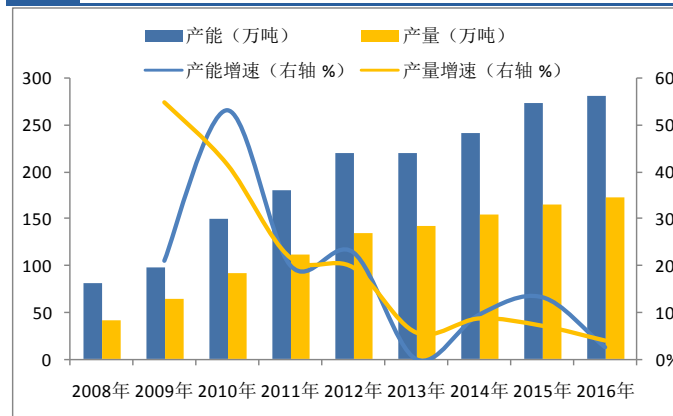
海外有机硅行业从上个世纪三四十年代开始工业化发展，但中国的有机硅技术开发起步于 1952 年，当时，北京化工试验所（沈阳化工研究院前身）重点开发合成有机氯硅烷技术，上海有机化安所（中国科学院化学研究所前身）侧重研究硅氧烷的平衡与聚合。1956 年，沈阳化工研究院建成有机硅中间试验车间，1958 年上海树脂厂建成直接法合成有机氯硅烷生产装置。1968 年星火化工厂成立（蓝星有机硅的前身）。中国开始步入有机硅工业化发展进程。

中国有机硅行业起步虽然较晚，但发展进程迅速。近十年来，受高利润、政策扶持等因素刺激，有机硅行业进入快速扩张的阶段。2008 年，国内有机硅单体产能在 81 万吨，产

量为 42 万吨，表观消费量为 79 万吨，供需尚存在缺口，当年有机硅单体需进口 43 万吨。2009 年，道康宁位于张家港的有机硅工厂投产，年产 40 万吨的装置对国内市场冲击较大，加之国内有机硅行业的投资热潮，有机硅行业产能开始逐渐过剩。

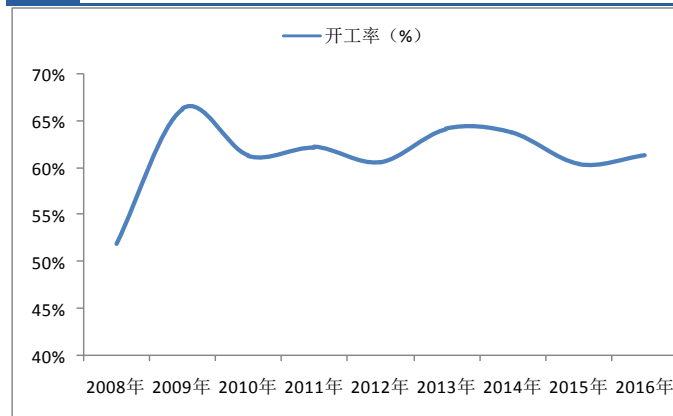
截至 2016 年，国内有机硅单体总产能已到达 281 万吨，产量 172 万吨，净出口约 5 万吨，表观消费量为 167 万吨。2008 年至 2016 年，国内有机硅单体产能年均复合增长 17%，远大于表观消费量 10% 的年均复合增速。目前，国内有机硅单体行业已供过于求。2016 年，国内有机硅单体的产能增速和表观消费量增长均已下降至 3%。

图 6：国内有机硅单体产能、产量及增速



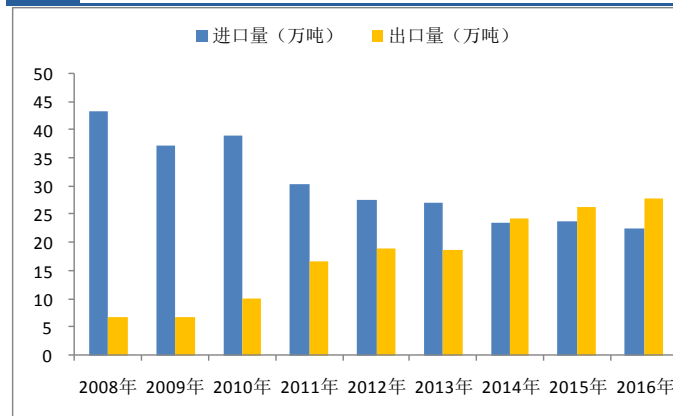
资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

图 7：国内有机硅单体行业开工率



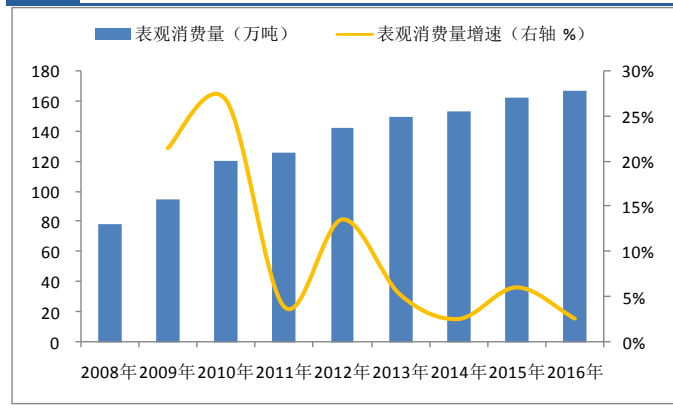
资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

图 8：国内有机硅单体进出口量



资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

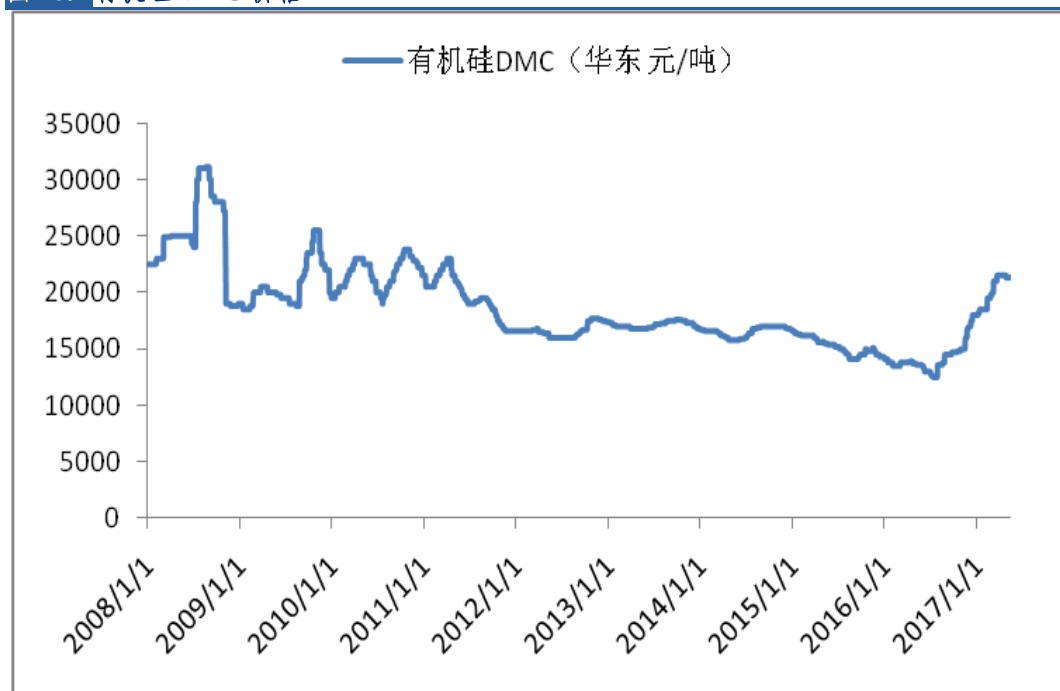
图 9：国内有机硅单体表观消费量及增速



资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

国内有机硅行业逐渐供给过剩，产品价格也逐年走低。以华东市场有机硅 DMC 价格为例，2008 年曾最高达到 31100 元/吨的水平，随着国内新产能释放，下游需求增速放缓，其价格在 2016 上半年曾最低降到 12500 元/吨。2016 年下半年，随着国内供给侧改革发力，工业品价格开始大幅反弹，DMC 价格也随之反弹至 21000 元/吨。

图 10: 有机硅 DMC 价格



资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

## 2.3 公司为国内第二大有机硅企业，产品正向高附加值终端化转型

### 2.3.1 2017 年公司有机硅单体产能扩产至 32 万吨

新安股份是国内第二大有机硅生产企业（按内资企业排名），公司有机硅业务围绕有机硅单体合成，形成了从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，拥有硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。

公司目前具有 28 万吨有机硅单体产能，在建 10 万吨/年有机硅单体项目预计在 2017 年二季度投产，届时公司将拥有 32 万吨/年有机硅单体的产能。

表 3: 国内有机硅单体企业

| 有机硅单体企业  | 生产线 | 总产能 | 单体装置动态                           | 后期计划            |
|----------|-----|-----|----------------------------------|-----------------|
| 道康宁张家港工厂 | 4   | 40  | 4 月份重启后装置开工七成左右                  | 后期正常运行为主        |
| 江西星火     | 7   | 40  | 4 月份开工大于 20 万吨,后期负荷再次逐步提升        | 5 月预计将逐步实现满产运行  |
| 新安股份     | 4   | 28  | 4 月上旬后约 22 万吨装置正常运行,白南山 6 万吨装置搬迁 | 5 月依旧开车 22 万吨装置 |
| 山东东岳     | 2   | 25  | 4 月中旬后装置开一停一                     | 周期例行检修为主        |
| 内蒙恒业成    | 3   | 24  | 24 万吨装置正常运行,月初周期检修               | 正常运行为主          |
| 唐山三友     | 2   | 20  | 20 号左右装置开车 8 万吨装置,开一停一           | 暂不清楚后期装置动态      |
| 浙江合盛     | 2   | 18  | 装置正常运行                           | 周期例行检修为主        |

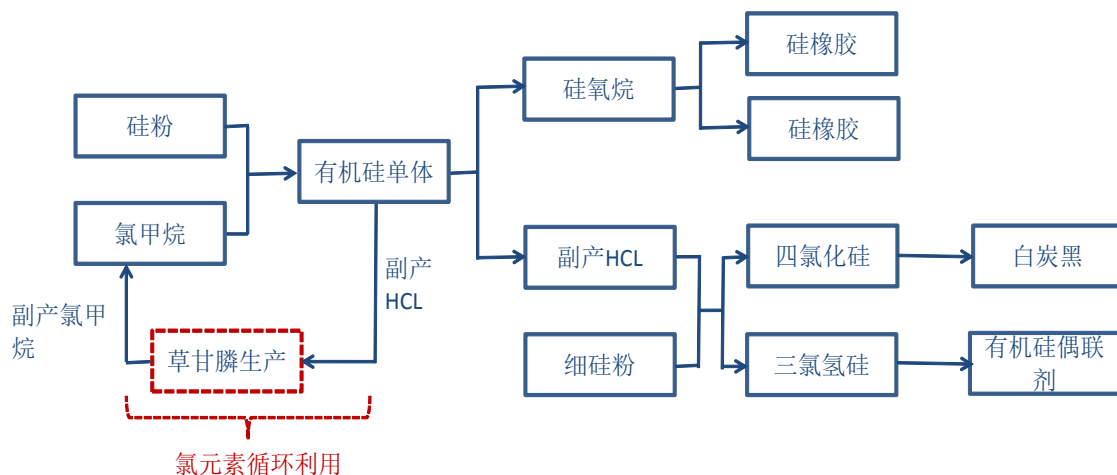
| 有机硅单体企业 | 生产线 | 总产能   | 单体装置动态      | 后期计划     |
|---------|-----|-------|-------------|----------|
| 湖北兴发    | 2   | 18    | 两套装置正常运行    | 正常运行为主   |
| 山西三佳    | 1   | 18    | 有机硅项目全线停车   | 下月无重启计划  |
| 山东金岭    | 1   | 15    | 装置开工负荷一般    | 正常运行为主   |
| 四川硅峰    | 1   | 15    | 正常运行为主      | 正常运行为主   |
| 江苏弘博    | 1   | 10    | 有机硅项目全线停车   | 无重启计划    |
| 浙江中天    | 1   | 8     | 装置正常运行      | 周期例行检修为主 |
| 鲁西化工    | 1   | 6.5   | 4月7日后装置正常生产 | 正常运行为主   |
| 合计      |     | 285.5 |             |          |

资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

### 2.3.2 氯元素循环利用，降低公司单体成本，增强市场竞争力

新安股份通过多年的研究开发，在有机硅单体和草甘膦的生产中地实现了资源循环利用。公司将草甘膦生产中副产物氯甲烷回收净化后用于合成有机硅单体，同时又将有机硅单体生产中副产的盐酸精制后用于草甘膦生产。这种氯资源的循环利用，基本消除了氯物质的直接排放，实现了清洁生产工艺的目标，在很大程度上控制和减轻了生产过程对环境的污染，而且降低了公司有机硅单体的生产成本，增强了公司产品的市场竞争力。

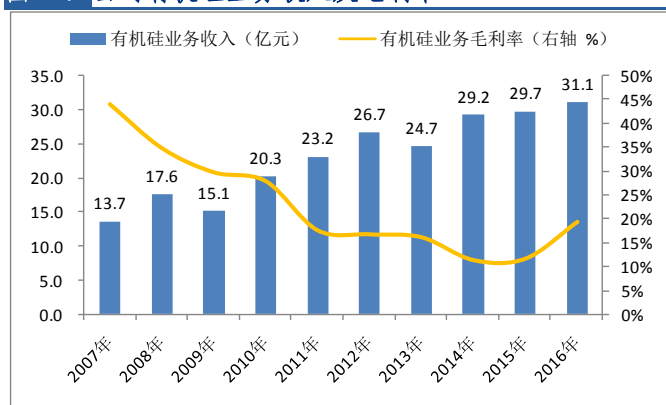
图 11：公司有机硅产业链



资料来源：长城证券研究所整理

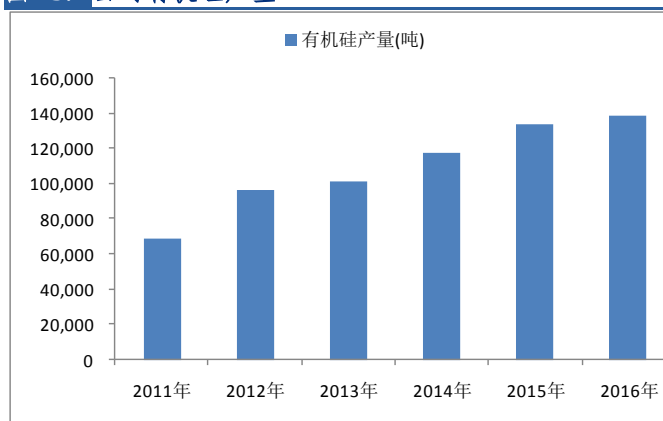
近三年，公司有机硅业务收入大致稳定在 30 亿元左右水平。随着 2016 年下半年有机硅产品价格触底反弹，公司有机硅业务毛利率从 2014 年的 11%提升至 2016 年的 19%。目前公司有机硅业务盈利情况较好。

图 12: 公司有机硅业务收入及毛利率



资料来源: 长城证券研究所整理

图 13: 公司有机硅产量



资料来源: 长城证券研究所整理

### 2.3.3 公司有机硅产品向高附加值的终端产品发展

国外道康宁、瓦克等有机硅领先企业垄断了大部分有机硅高附加值产品，并且通过专利等手段对高端产品生产工艺进行了严密保护。近年来尽管国内有机硅企业凭借自身的研发以及与国外研究院的合作，在有机硅生产工艺方面取得一定进展，但是与国外领先企业相比仍旧存在较大差距。国内有机硅企业产品种类较为同质，且多集中在中低端产品，国内传统有机硅产品（如中间体、普通硅橡胶等）市场是竞争激烈的红海市场。

目前新安股份也意识到了目前国内有机硅行业的发展困境，现今公司正着力发展有机硅终端产品，通过研发高附加值有机硅制品，优化产品结构，提升技术服务，拓展有机硅下游领域。2016年，公司有机硅终端产品混炼胶销量同比增长 20%，液体胶产量同比增长 120%，中高端产品结构比例达到 40%。公司目前正加快从有机硅的传统大宗产品（如水解物、DMC 等）和普通产品（如密封胶、普通硅橡胶等）向电子新能源、工业涂覆和运动用品等新式产品转型。高附加值的有机硅终端产品是具有发展前景的蓝海市场。

图 14: 公司有机硅业务从传统产品向新式终端产品发展



资料来源: 长城证券研究所整理

国内有机硅行业下游消费结构以硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂和硅树脂为主，消费比例分别是 68%、21%、8%、3%。受中国庞大的制造业影响，硅橡胶作为橡胶制品的原料，受

到广泛的应用，然而在欧美等发达国家，有机硅产品消费比例更趋多元化，高附加值产品占比已更高。

以全球有机硅巨头道康宁公司为例，道康宁作为有机硅技术研发的领导者，向全球有着不同需求的 25,000 家客户提供综合解决方案，公司有机硅产品和服务多达 7,000 多种，公司产品运用于 LED 材料、衣用洗涤剂、织物柔顺剂、航空航天材料、家用电子电器、建筑、美容及个人护理、汽车和医疗保健等下游领域，产品附加值较高。高附加值有机硅终端产品是新安股份等国内有机硅企业的产品转型发展方向。

表 4: 道康宁的有机硅产品运用

| 道康宁有机硅产品可运用行业 | 具体运用                                                                             |                                                                                       |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| LED 材料        | 因为有机硅具有光学透明度和流明维持、光稳定性和应力消除、易加工性、散热性，道康宁将有机硅材料广泛运用于 LED 涂层、封装、粘合等领域。             |    |
| 衣用洗涤剂         | 道康宁公司的有机硅消泡产品可以控制、防止并消除消费者使用洗涤剂过程中所产生的泡沫。                                        |    |
| 织物柔顺剂         | 道康宁将有机硅乳液加入织物柔顺剂，帮助消费者在洗衣前后保持服装的崭新外观和手感                                          |  |
| 航空航天          | 在航天航空领域使用高质量的有机硅高纯液、润滑脂、密封胶和粘合剂等，在极端应力和温度下，为飞机、火箭等提供先进防护涂料和复合材料。                 |  |
| 家用电子电器        | 道康宁为家用电子电器提供有机硅密封胶和润滑剂等，能让产品在化学环境中，在宽泛的温度及压力范围内稳定工作。                             |  |
| 建筑            | 新型硅基材料与技术，能够在建筑领域提供：保温隔热、节能幕墙、低 VOC 保护性涂料、智能窗户、照明等产品和服务。                         |  |
| 美容及个人护理       | 道康宁采用新型有机硅乳液、硅油和硅树脂等材料，运用于护肤、护发、防晒、彩妆、止汗剂等美容护理产品。                                |  |
| 汽车            | 有机硅弹性体用于耐热及耐油密封元件；有机硅密封胶用于安全气囊的织物涂层和接缝密封；有机硅润滑剂用于减少摩擦，防止噪音；汽车外观材料用于改善罩面漆、抛光蜡和轮胎。 |  |
| 医疗保健          | 道康宁有机硅材料可运用于给药技术、医疗器械、制药和伤口护理等领域。                                                |  |
| ...           | ...                                                                              | ...                                                                                   |

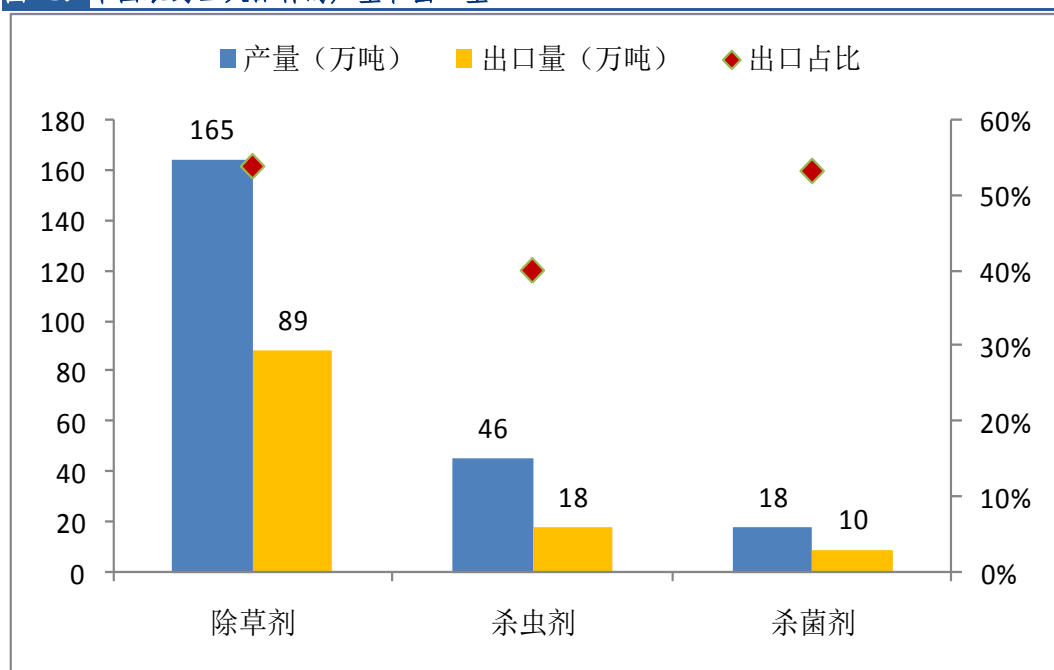
资料来源：长城证券研究所整理

### 3. 全球农药市场触底回暖，公司农药业务见底回升

#### 3.1 全球农药市场景气度是影响国内农药市场变动的决定性因素

中国农药产品主要用于出口。2016 年，中国除草剂产量约 165 万吨，其中 89 万吨用于出口，出口量占自身产量的 54%；杀虫剂产量约 46 万吨，其中 18 万吨用于出口，出口占比 40%；杀菌剂产量约 18 万吨，其中 10 万吨用于出口，出口占比 53%。

图 15：中国农药三大品种的产量和出口量



资料来源：wind，长城证券研究所整理

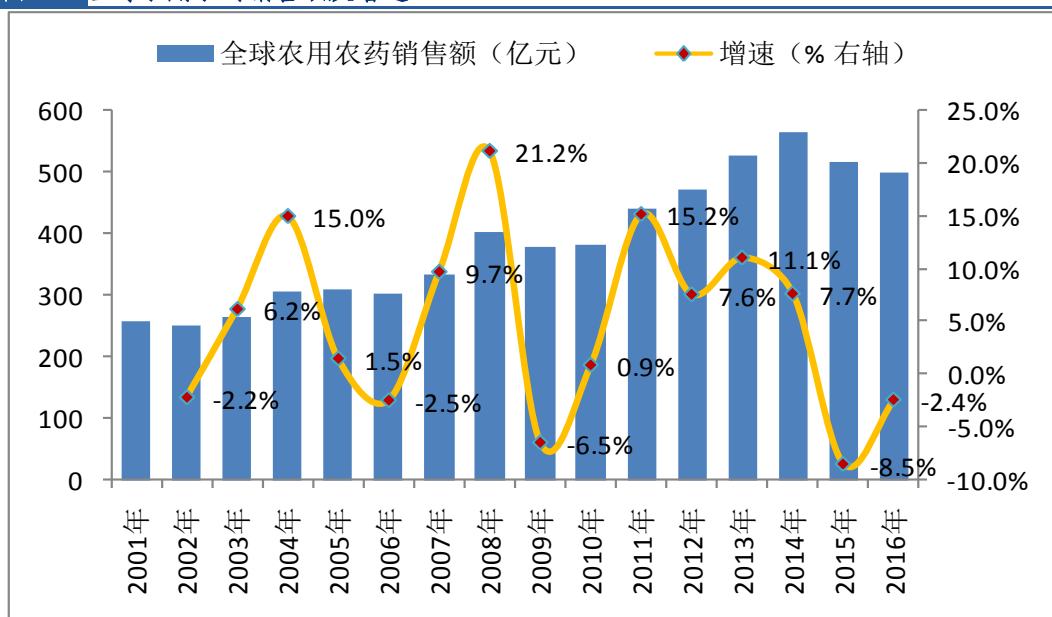
#### 3.2 全球农药市场已连续下滑两年

中国农药产品主要用于出口，因此全球农药市场景气度是影响中国农药市场变化的决定性因素。根据海外农化咨询机构 Phillips McDougall 的数据，2001 年至 2016 年，全球农用农药市场销售额从 257.1 亿元增长至 499.85 亿元，年均增长 4.2%。过去十六年间，全球农用农药市场经历了 2003-2004 年，2007-2008 年和 2011-2013 年三轮大年。

2015 年，美元走强，农产品价格下滑，许多国家农药分销渠道的库存水平高企，草甘膦除草剂价格走低，天气条件不利等，合力推动全球农药市场的大幅下滑 8.5%，跌幅创造了十多年来之最。

2016 年，全球农用农药销售额为 499.85 亿元，同比下滑 2.4%，但降幅较 2015 年收窄。全球农药销售额连续两年负增长。

图 16: 全球农用农药销售额及增速



资料来源: Phillips McDougall, 长城证券研究所整理

### 3.3 全球农药市场已触底回暖，初现曙光

全球农药行业经过多年的竞争与兼并重组，已成为一个寡头垄断的行业。目前，全球前六大农药公司是农药行业的“寡头垄断者”，包括先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都和杜邦，该六家企业以产品研发为核心竞争力，投入巨资研发新型农药，形成了“知识产权农药--丰厚利润--大量研发投入--新的知识产权农药”的良性循环。目前，全球前六大农药公司销售收入占全球农药市场销售额的 74%。

我们通过对全球前十大农药公司的季度收入的分析，可以看到：

- 1、2016 年，多数公司的收入降幅已较 2015 年有了明显收窄。
- 2、2016 年下半年特别是四季度，除杜邦和富美实以外，其他 8 家公司的收入（以本币计价）增速已出现降幅收窄或由负转正。其中，先正达、巴斯夫、陶氏化学、安道曼和纽发姆的农药业务收入（以本币计价）增速已实现正增长；拜耳和孟山都的农药业务收入（以本币计价）降幅已大幅收窄。

表 5: 全球前十大农药企业

| 排名 1 | 公司     | 2016 销售额 2<br>(百万美元) | 2016 年同比变<br>动(美元计 %) | 2015 年同比变动(美<br>元计 %) | 2016 年 Q4 同<br>比变动(美元<br>计 %) | 2016 年 Q3 同<br>比变动(美元<br>计 %) |
|------|--------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 1    | 先正达    | 9,571                | -4.3%                 | -12.1%                | 6.4%                          | -6.2%                         |
| 2    | 拜耳作物科学 | 8,837                | -3.7%                 | -10.4%                | -4.0%                         | -3.2%                         |
| 3    | 巴斯夫    | 6,182                | -4.3%                 | -10.7%                | 7.8%                          | -1.7%                         |
| 4    | 陶氏益农 3 | 4,631                | -5.8%                 | -13.6%                | -3.2%                         | -6.7%                         |
| 5    | 孟山都    | 3,514                | -26.1%                | -7.0%                 | -9.7%                         | -29.1%                        |

| 排名 1 | 公司     | 2016 销售额 2<br>(百万美元) | 2016 年同比变<br>动(美元计 %) | 2015 年同比变动(美<br>元计 %) | 2016 年 Q4 同<br>比变动(美元<br>计 %) | 2016 年 Q3 同<br>比变动(美元<br>计 %) |
|------|--------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 6    | 杜邦 4   | 2,855                | -6.0%                 | -17.9%                | -10.1%                        | 2.3%                          |
| 7    | 安道曼    | 2,877                | -0.2%                 | -4.8%                 | -0.2%                         | -4.8%                         |
| 8    | 富美实    | 2,275                | 1.0%                  | 3.6%                  | -6.0%                         | -3.2%                         |
| 9    | 联合磷化 5 | 1,631                | 10.0%                 | 5.8%                  | 14.6%                         | 13.7%                         |
| 10   | 纽发姆 6  | 1,959                | 1.3%                  | -13.3%                | 8.9%                          | -6.0%                         |

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

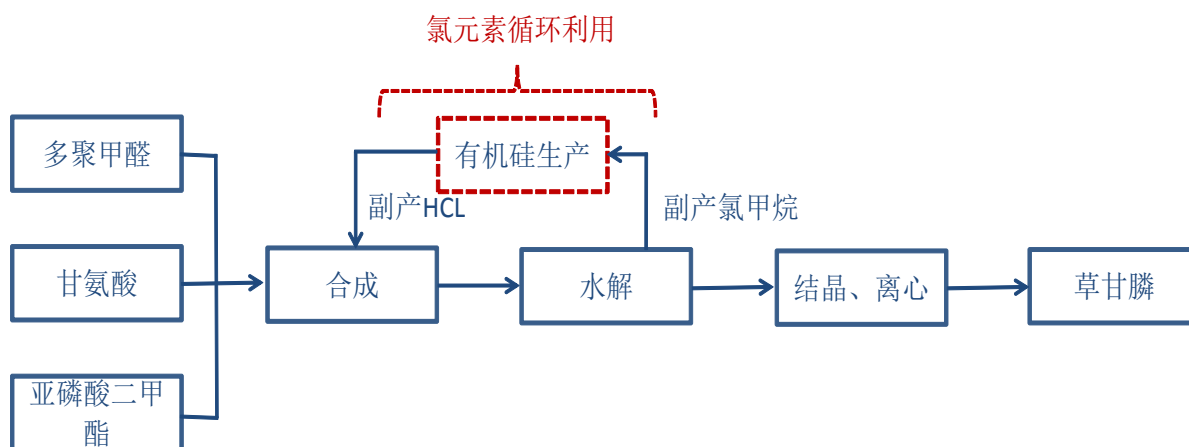
注：1、该排名是英国农化资讯公司 AGROW 公布的 2015 年全球前十大农药企业排名；2、销售额由平均汇率换算而来；3、计算陶氏益农 2016 年 3 季度和 4 季度销售额同比变动时，含其种子业务；4、计算杜邦 2016 年 3 季度和 4 季度销售额同比变动时，含其种子业务；5、截至 2016 年 4 月 6 日，联合磷化尚未公布 2016/2017 财年 4 季度财务数据，故表中联合磷化 2016 年销售额仅为 2016/2017 财年前 3 季度销售额，2016 年同比变动仅为 2016/2017 财年前 3 季度同比变动，2016 年 Q4 同比变动仅为 2016/2017 财年 3 季度同比变动，2016 年 Q3 同比变动仅为 2016/2017 财年 2 季度同比变动；6 纽发姆仅公布年报和半年报，故 2016 年 Q4 同比变动为 2016 年下半年同比变动，2016 年 Q3 同比变动为 2016 年上半年同比变动。

全球农药消费量从长期来看是稳定增长的（过去十五年，年均增长 4.2%）。从过去全球农药市场销售额数据来看，农药市场销售额增速在由负转正后，通常会维持 2-3 年的正增长惯性。目前，全球农药市场在经历了 2015 年和 2016 年的连续下滑后，全球大型农药公司的收入已在 2016 年四季度出现了积极改善，并且中国农药出口量出现了明显增长。因此，我们判断今年全球农药市场销售额有望迎来拐点，呈现正增长，并对明年农药市场看法保持乐观。

### 3.4 公司农药业务见底回升

新安股份农药业务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。公司目前拥有 8 万吨/年草甘膦原药、1 万吨/年多菌灵、5000 吨/年敌草隆、1 万吨/年甘氨酸的产能。

图 17：公司草甘膦产业链

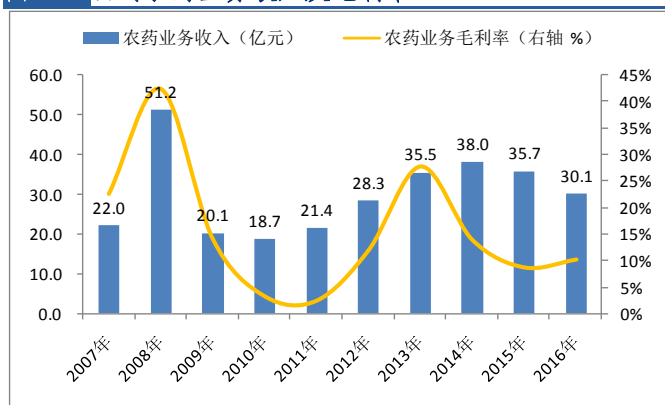


资料来源：长城证券研究所整理

### 3.4.1 受全球农药市场低迷影响，公司农药收入连续两年下滑

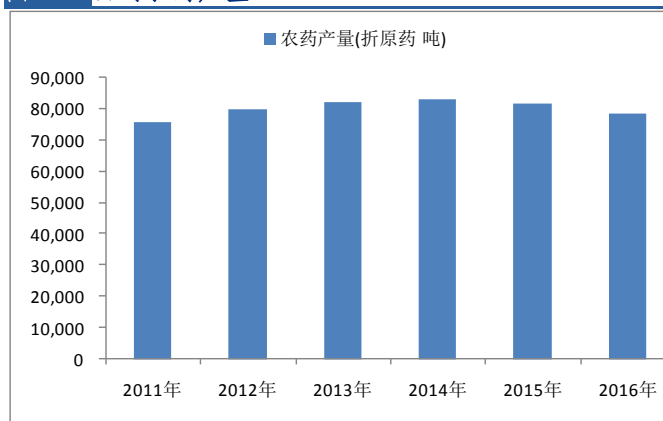
新安股份农药产品主要用于出口，因此公司农药业务收入是随着全球农药市场景气程度强弱而波动。在 2007 年至 2008 年和 2011 年至 2013 年的两轮全球农药行业大年中，公司农药业务收入增长较快。2015 年和 2016 年，全球农药市场连续两年下滑，拖累公司农药业务收入连续两年下降。

图 18: 公司农药业务收入及毛利率



资料来源：长城证券研究所整理

图 19: 公司农药产量

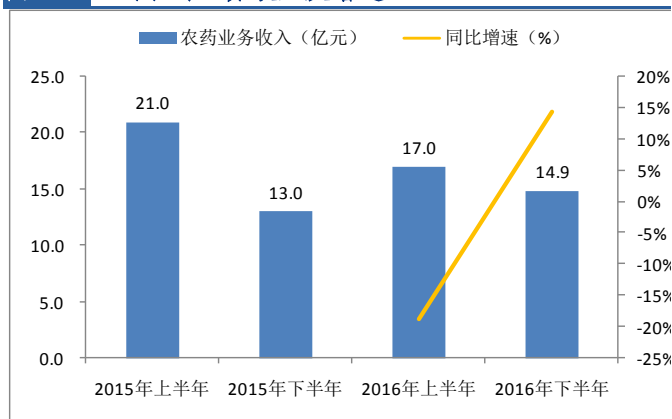


资料来源：长城证券研究所整理

### 3.4.2 公司农药业务收入已由负转正，毛利率已见底回升

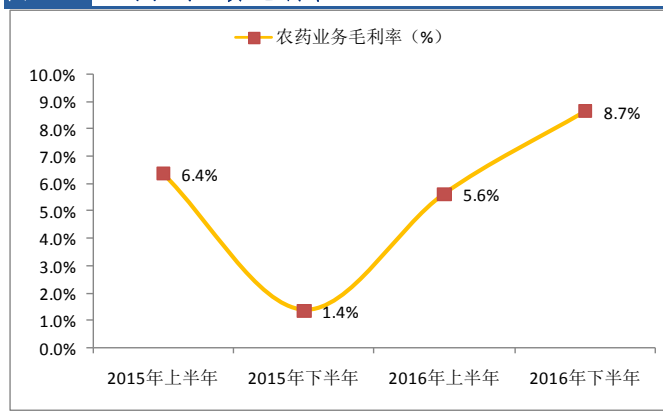
尽管 2016 年公司农药收入同比下滑了 6%，但 2016 年下半年，受全球农药市场触底回暖的影响，公司农药收入也由上半年的 -19% 同比下降转为下半年的 14% 同比上升，农药业务毛利率也由 2015 年下半年的 1.4% 提升至 2016 年下半年的 8.7%。

图 20: 公司农药业务收入及增速



资料来源：长城证券研究所整理

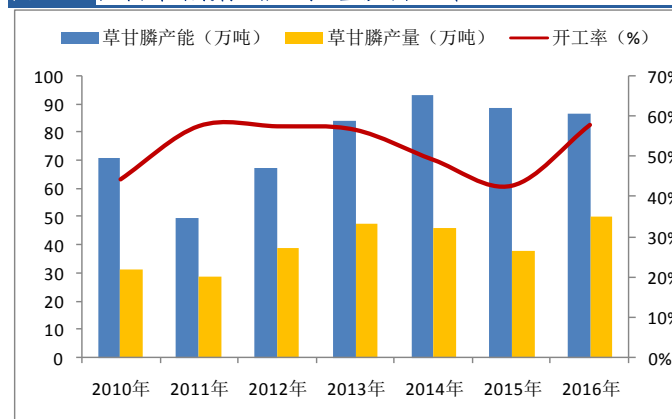
图 21: 公司农药业务毛利率



资料来源：长城证券研究所整理

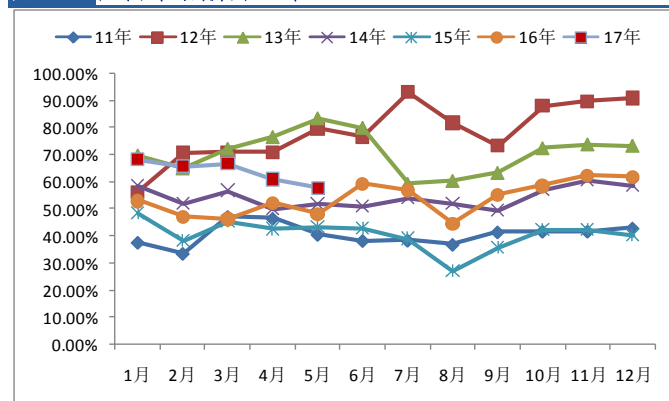
新安股份主要农药产品是草甘膦，其草甘膦产能在国内排名第二。国内草甘膦行业受近两年全球农药行业低迷的影响，在 2015 年和 2016 年有部分产能退出，行业开工率从底部有所回升。从月度开工率来看，2017 年前 5 月的开工率仅次于农药大年 2012 年和 2013 年的水平。目前海外农药市场已触底反弹，国内草甘膦市场正处于底部复苏阶段。

图 22: 国内草甘膦产能、产量及开工率



资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所整理

图 23: 国内草甘膦开工率



资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所整理

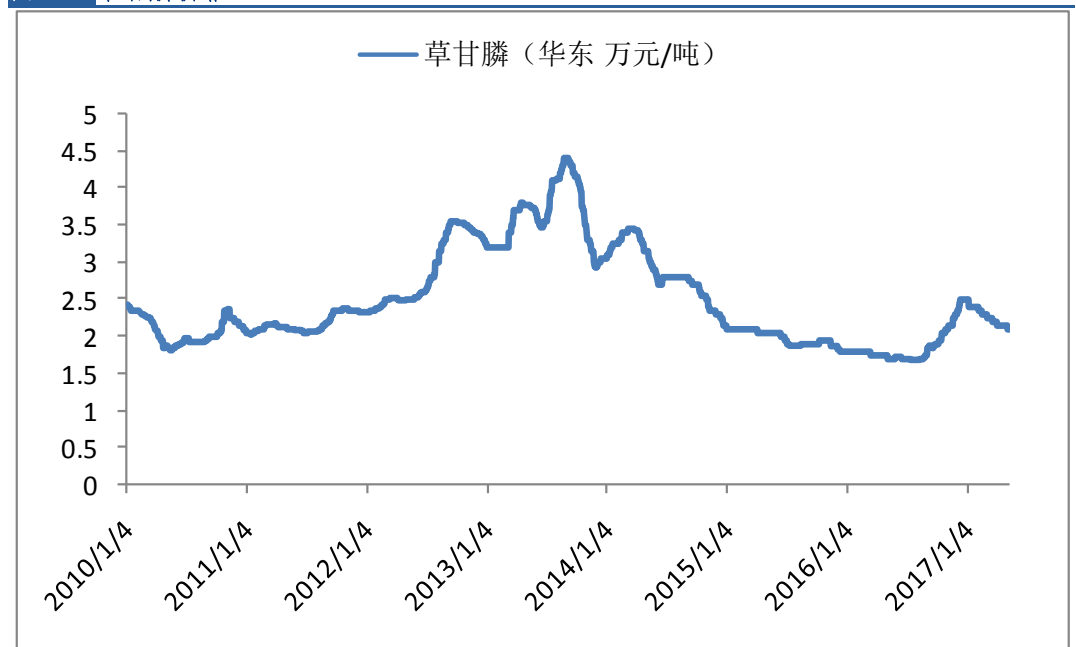
表 6: 国内草甘膦企业

| 省份 | 企业    | 路线  | 11 年产能<br>(万吨) | 12 年产能<br>(万吨) | 13 年产能<br>(万吨) | 14 年产能<br>(万吨) | 15 年产能<br>(万吨) | 2016 年产能 |
|----|-------|-----|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------|
| 安徽 | 华星化工  | IDA | 1.2            | 1.5            | 1.5            | 1.5            | 1.5            | 1.5      |
|    | 氯碱化工  | IDA | 0              | 1.0            | 1.0            |                |                | 0        |
|    | 皖西益农  | IDA | 0              | 1.5            | 1.0            | 1.0            |                |          |
|    | 广信化工  | 甘氨酸 |                |                |                | 3.0            | 3.0            | 3        |
| 河南 | 许昌东方  | 甘氨酸 |                |                | 3.0            | 3.0            | 3.0            | 3        |
|    |       | IDA |                |                | 0.5            |                |                |          |
|    | 鹤壁农林  | 甘氨酸 | 0              | 0.0            | 3.0            | 3.0            |                | 3        |
| 湖北 | 沙隆达集团 | IDA |                | 2.0            | 2.0            | 2.0            | 2.0            |          |
|    | 泰盛化工  | 甘氨酸 | 0              | 7.0            | 7.0            | 7.0            | 13.0           | 13       |
|    | 励创科技  | IDA | 5              | 0.0            |                |                |                |          |
| 湖南 | 广丰化工  | 甘氨酸 | 0              | 1.0            | 1.2            |                |                |          |
|    | 莱德生物  | 甘氨酸 | 2              | 2.0            | 2.0            | 2.0            |                |          |
| 河北 | 奇峰化工  | 甘氨酸 | 0              | 0.0            | 0.5            |                |                |          |
| 江苏 | 江苏腾龙  | 甘氨酸 | 0              | 2.0            | 2.0            | 5.0            | 5.0            | 5        |
|    | 好收成韦恩 | IDA | 3              | 3.0            | 3.0            | 7.0            | 7.0            | 7        |
|    | 银燕化工  | IDA | 0              | 0.0            | 0.5            | 2.0            | 2.0            |          |
|    | 快达农化  | IDA | 0              | 0.0            | 1.0            | 1.0            |                |          |
|    | 南通江山  | IDA | 4              | 4.0            | 4.0            | 4.0            | 4.0            | 4        |
|    |       | 甘氨酸 | 3              | 3.0            | 3.0            | 3.0            | 3.0            | 3        |
|    | 扬农集团  | IDA | 4              | 4.0            | 4.0            | 4.0            | 4.0            | 4        |
| 山东 | 太仓农药  | IDA | 0              | 0.5            | 0.5            | 0.5            |                |          |
|    | 莱阳星火  | 甘氨酸 | 0              | 1.5            | 1.5            |                |                |          |
|    | 滨农科技  | 甘氨酸 | 1              | 1.0            | 1.0            | 1.0            |                |          |
|    | 侨昌化学  | IDA | 0              | 1.6            | 1.6            | 1.6            |                |          |
|    |       | 甘氨酸 | 0              | 0.0            | 1.0            | 1.0            |                |          |
|    | 润丰化工  | IDA | 0              | 1.0            | 1.0            | 1.0            |                |          |
|    |       | 甘氨酸 | 1.5            | 1.5            | 1.5            | 1.5            |                |          |
|    | 寿光恒威  | 甘氨酸 | 0              | 0.0            | 0.5            |                |                |          |
|    | 威海韩孚  | IDA |                |                |                | 1.0            |                |          |

|    |       |     |      |      |      |      |      |      |
|----|-------|-----|------|------|------|------|------|------|
| 江苏 | 上海泰禾  | 甘氨酸 | 2    | 0.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  |      |
| 浙江 | 金帆达   | 甘氨酸 | 4    | 4.0  | 4.0  | 2.5  | 2.5  | 2.5  |
|    | 嘉兴嘉化  | IDA |      | 1.0  | 1.0  | 1.0  |      |      |
|    | 菱化集团  | 甘氨酸 | 1    | 1.0  | 1.0  | 1.0  |      |      |
|    | 捷马化工  | IDA | 0    | 1.0  | 1.0  | 1.0  | 1.0  | 1    |
|    |       | 甘氨酸 | 0    | 2.0  | 2.0  | 2.0  |      | 2    |
|    | 新安化工  | 甘氨酸 | 8    | 8.0  | 8.0  | 8.0  | 8.0  | 8.0  |
|    | 拜克开普  | IDA | 2    | 0.0  |      |      |      |      |
| 上海 | 上海泰禾  |     |      |      |      |      |      | 2.0  |
| 四川 | 贝尔实业  | IDA | 1    | 1.0  | 1.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  |
|    | 福华化工  | 甘氨酸 | 7    | 7.0  | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
|    | 和邦农药  | IDA |      |      |      |      | 5.0  | 5.0  |
|    | 华英化工  | IDA | 0    | 1.0  | 1.0  | 0.0  |      |      |
|    | 永川化工  | IDA | 0    | 0.5  | 0.5  | 0.0  |      |      |
|    | 广安诚信  | IDA |      |      |      |      | 3.0  |      |
|    | 重庆农药厂 | IDA |      | 2.0  | 2.0  | 0.0  |      |      |
| 云南 | 安一化工  | 甘氨酸 |      |      |      | 5.0  | 5.0  | 5.0  |
|    | 工艺路线  | 甘氨酸 | 29.5 | 41.0 | 56.2 | 62.0 | 56.5 |      |
|    |       | IDA | 15.2 | 26.6 | 28.1 | 31.6 | 32.5 |      |
|    | 总计    |     | 49.7 | 67.6 | 84.3 | 93.6 | 89   | 87.0 |

资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

图 24: 草甘膦价格



资料来源：百川资讯，长城证券研究所整理

2011年至2013年的农药大年，国内草甘膦原药价格曾最高到达4.4万元/吨，此后价格持续调整3年，在2016年8月，国内草甘膦价格最低下探到了1.69万元/吨。2016年下半年，全球农药市场开始复苏，再叠加国内工业品价格上涨，草甘膦价格触底反弹，最高上涨至今年年初的2.5万元/吨，目前有所调整。新安股份草甘膦产品盈利已见底回升。

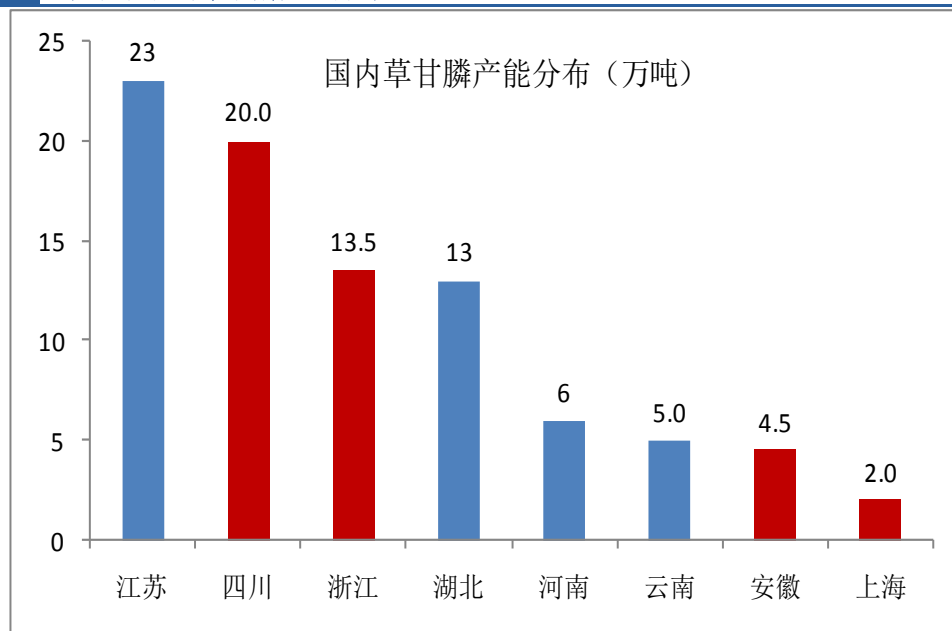
### 3.4.3 环保是影响草甘膦行业景气度的重要因素

近年来，国家通过立法、行政监察等手段，大力整治化工污染企业存在的环保问题，特别是新环保法实施后，加强了对污染治理不达标企业的惩治力度。环保因素已成为影响农药企业日常经营的重要约束。

2017 年，中央环保专项督查再次启动，环保部将完成环保督查各省份全覆盖，今年将对湖南、安徽、新疆、西藏、贵州、四川、山西、山东、天津、海南、辽宁、吉林、浙江、上海、福建等 15 个省进行督察。这些被督查省份中，草甘膦产能占比为 46%。

我们预计：环保压力会在未来相当长的一段时间内，对草甘膦及原料甘氨酸造成供给上的收缩，进而出现草甘膦的供需紧张，带来价格上涨。环保因素是影响草甘膦行业景气度的重要变量。

图 25：国内各省份的草甘膦产能分布



资料来源：长城证券研究所整理

表 7：草甘膦相关上市公司的弹性测算

|       | 草甘膦权益产能 (万吨) | 总股本 (亿股) | 弹性(吨/万吨) |
|-------|--------------|----------|----------|
| 江山股份  | 7            | 3.0      | 2.4      |
| 兴发集团  | 9.8          | 5.1      | 1.9      |
| 扬农化工  | 4            | 3.1      | 1.3      |
| 新安股份  | 8            | 6.8      | 1.2      |
| 广信股份  | 3            | 3.8      | 0.8      |
| 沙隆达 A | 2            | 5.9      | 0.3      |
| 和邦生物  | 5            | 40.1     | 0.1      |
| 华信国际  | 1.2          | 22.8     | 0.1      |

资料来源：长城证券研究所整理

## 4. 新经营班子上任，公司管理将发生积极变化

### 4.1 传化集团接手公司管理，公司新一届经营班子上任

新安股份第一大股东为传化集团，持股比例 14.98%；第二大股份为开化县国资经营公司，持股 7.18%。新安股份的股权结构相对比较分散。

传化集团在 2005 年取得新安股份第一股东地位之后，并未过多地参与公司的日常经营管理。2015 年和 2016 年，新安股份实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均为负数，且近几年公司还涉及到数起环保诉讼案件，对外购买的理财产品不能回本的事件。这在一定程度上反映了公司在内控管理上还存在薄弱环节。

2016 年 9 月，新安股份对经营班子进行了调整，由传化集团原总裁吴建华担任公司董事长，公司原副总裁吴严明（曾担任传化智联副总经理）担任公司总裁。公司新一届经营班子到位，预示着传化集团将全面参与到新安股份的日常经营管理中来，公司的内控管理，经营方针，战略定位都将在传化集团的直接领导下全面地重新梳理和调整优化。

2016 年，新安股份制定出了“2234 发展战略”。即两大愿景：成为中国领先的农业服务与有机硅综合服务提供商。翻两番目标：业务收入 2020 年翻一番，2025 年再翻一番。三条路径：提升现有产业，发力农业服务和有机硅终端。四项关键能力：战略落地能力、资本市场融资能力、并购投资能力和数字化业务经营能力。我们希望公司的“2234 发展战略”能加快落地，推动公司从原来的制造业成为制造业+服务+互联网的综合性企业，让在有机硅和草甘膦领域具有较好产业基础的新安股份重新焕发出新的生机。

### 4.2 实施股票激励计划，管理层和股东利益更趋一致

今年，公司实施了限制性股票激励计划，激励对象包括公司董事长、总经理、副总经理等在内的董事、高管及核心人员，共计 208 人，用于激励的股票占公司总股本的 3.98%。该股票激励的业绩考核目标是 2017 年至 2020 年，公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 8000 万、10500 万元、14200 万元和 20000 万元，年均增速 36%。

这是公司历史上首次实施股票激励计划，今后公司管理层和股东的利益将更趋一致，更有利于公司长远发展。

## 5. 投资建议

新安股份是国内第二大有机硅和第三大草甘膦生产企业。公司有机硅业务目前正从传统产品向电子新能源、工业涂覆和运动用品等新式产品转型。全球农药市场触底回暖，公司农药业务也见底回升。公司新经营班子上任，公司管理水平将发生积极改善。我们预计公司 2017 年至 2019 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.86 元，对应的 PE 分别为 17X、14X、11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

有机硅行业景气度下行；全球农药市场复苏不及预期。

## 附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E     | 主要财务指标     | 2015A   | 2016A   | 2017E  | 2018E | 2019E  |
|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|------------|---------|---------|--------|-------|--------|
| 营业收入     | 7,346.92 | 6,802.49 | 7,754.84 | 8,964.59 | 10,381.00 | 成长性        |         |         |        |       |        |
| 营业成本     | 6,645.61 | 5,901.33 | 6,413.25 | 7,342.00 | 8,450.13  | 营业收入增长     | -4.8%   | -7.4%   | 14.0%  | 15.6% | 15.8%  |
| 销售费用     | 276.81   | 254.13   | 263.66   | 295.83   | 342.57    | 营业成本增长     | -0.7%   | -11.2%  | 8.7%   | 14.5% | 15.1%  |
| 管理费用     | 544.88   | 518.97   | 573.86   | 654.42   | 757.81    | 营业利润增长     | -262.2% | -133.4% | 612.0% | 37.5% | 25.7%  |
| 财务费用     | 62.19    | 71.74    | 46.87    | 42.97    | 37.72     | 利润总额增长     | -381.7% | -174.8% | 240.4% | 21.8% | 25.7%  |
| 投资净收益    | 83.25    | 21.94    | 20.00    | 20.00    | 20.00     | 净利润增长      | -636.7% | -129.1% | 409.8% | 21.8% | 25.7%  |
| 营业利润     | -187.52  | 62.69    | 446.38   | 613.76   | 771.51    | 盈利能力       |         |         |        |       |        |
| 营业外收支    | -10.43   | 85.36    | 57.60    | 0.00     | 0.00      | 毛利率        | 9.5%    | 13.2%   | 17.3%  | 18.1% | 18.6%  |
| 利润总额     | -197.95  | 148.05   | 503.98   | 613.76   | 771.51    | 销售净利率      | -3.6%   | 1.1%    | 5.1%   | 5.4%  | 5.8%   |
| 所得税      | 60.16    | 60.81    | 75.60    | 92.06    | 115.73    | ROE        | -6.1%   | 1.7%    | 8.2%   | 9.2%  | 10.4%  |
| 少数股东损益   | 8.71     | 9.68     | 32.96    | 40.14    | 50.46     | ROIC       | -2.7%   | 1.2%    | 6.2%   | 7.6%  | 8.8%   |
| 净利润      | -266.82  | 77.56    | 395.42   | 481.55   | 605.32    | 营运效率       |         |         |        |       |        |
| 资产负债表    |          |          |          |          | (百万)      | 销售费用/营业收入  | 3.8%    | 3.7%    | 3.4%   | 3.3%  | 3.3%   |
| 流动资产     | 2,866.91 | 3,351.70 | 3,773.03 | 4,344.84 | 5,036.49  | 管理费用/营业收入  | 7.4%    | 7.6%    | 7.4%   | 7.3%  | 7.3%   |
| 货币资金     | 477.06   | 645.47   | 775.48   | 896.46   | 1,038.10  | 财务费用/营业收入  | 0.8%    | 1.1%    | 0.6%   | 0.5%  | 0.4%   |
| 应收帐款     | 535.24   | 698.68   | 796.49   | 920.75   | 1,066.22  | 投资收益/营业利润  | -44.4%  | 35.0%   | 4.5%   | 3.3%  | 2.6%   |
| 应收票据     | 417.72   | 410.26   | 467.70   | 540.66   | 626.08    | 所得税/利润总额   | -30.4%  | 41.1%   | 15.0%  | 15.0% | 15.0%  |
| 存货       | 932.97   | 858.04   | 932.26   | 1,067.22 | 1,228.25  | 应收帐款周转率    | 15.76   | 11.03   | 10.37  | 10.44 | 10.45  |
| 非流动资产    | 4,972.28 | 4,642.78 | 5,070.06 | 5,345.17 | 5,579.43  | 存货周转率      | 6.78    | 6.59    | 7.16   | 7.34  | 7.36   |
| 固定资产     | 3,433.92 | 3,082.26 | 3,069.75 | 2,881.38 | 2,657.10  | 流动资产周转率    | 2.53    | 2.19    | 2.18   | 2.21  | 2.21   |
| 资产总计     | 7,839.19 | 7,994.48 | 8,843.09 | 9,690.01 | 10,615.92 | 总资产周转率     | 0.93    | 0.86    | 0.92   | 0.97  | 1.02   |
| 流动负债     | 3,153.96 | 3,226.90 | 3,336.36 | 3,548.79 | 3,781.01  | 偿债能力       |         |         |        |       |        |
| 短期贷款     | 1,130.53 | 1,202.27 | 1,119.40 | 1,005.28 | 846.50    | 资产负债率      | 44.5%   | 44.5%   | 42.7%  | 42.3% | 41.9%  |
| 应付款项     | 1,613.39 | 1,565.12 | 1,700.50 | 1,946.67 | 2,240.42  | 流动比率       | 0.91    | 1.04    | 1.13   | 1.22  | 1.33   |
| 非流动负债    | 336.89   | 331.27   | 441.28   | 551.92   | 662.55    | 速动比率       | 0.61    | 0.77    | 0.85   | 0.92  | 1.01   |
| 长期借款     | 250.00   | 220.00   | 220.00   | 220.00   | 220.00    | 每股指标 (元)   |         |         |        |       |        |
| 负债合计     | 3,490.85 | 3,558.17 | 3,777.64 | 4,100.71 | 4,443.56  | EPS        | (0.38)  | 0.11    | 0.56   | 0.68  | 0.86   |
| 股东权益     | 4,348.34 | 4,436.32 | 4,805.39 | 5,254.85 | 5,819.84  | 每股净资产      | 6.16    | 6.29    | 6.81   | 7.45  | 8.25   |
| 股本       | 679.18   | 679.18   | 679.18   | 679.18   | 679.18    | 每股经营现金流    | 0.24    | 0.88    | 0.59   | 0.65  | 0.78   |
| 留存收益     | 3,287.28 | 3,342.09 | 3,678.20 | 4,087.52 | 4,602.05  | 每股经营现金/EPS | (0.64)  | 8.00    | 1.05   | 0.96  | 0.91   |
| 少数股东权益   | 381.87   | 415.04   | 448.00   | 488.14   | 538.61    | 估值         |         |         |        |       |        |
| 负债和权益总计  | 7,839.19 | 7,994.48 | 8,583.02 | 9,355.56 | 10,263.40 | PE         | (25.54) | 87.86   | 17.23  | 14.15 | 11.26  |
| 现金流量表    |          |          |          |          | (百万)      | PEG        | #NUM!   | 0.59    | 0.79   | 0.55  | (0.11) |
| 经营活动现金流  | 169.55   | 620.11   | 416.62   | 459.95   | 552.76    | PB         | 1.57    | 1.54    | 1.42   | 1.30  | 1.17   |
| 其中营运资本减少 | 4,351.43 | -318.91  | -447.76  | -463.06  | -492.78   | EV/EBITDA  | 28.05   | 15.49   | 9.09   | 7.52  | 6.46   |
| 投资活动现金流  | -381.41  | -334.22  | -97.55   | -109.65  | -123.81   | EV/SALES   | 1.08    | 1.17    | 1.02   | 0.87  | 0.73   |
| 其中资本支出   | -416.46  | -508.45  | -97.55   | -109.65  | -123.81   | EV/IC      | 1.39    | 1.36    | 1.29   | 1.20  | 1.11   |
| 融资活动现金流  | 77.76    | -125.57  | -189.05  | -229.33  | -287.31   | ROIC/WACC  | (0.39)  | 0.17    | 0.89   | 1.10  | 1.27   |
| 净现金总变化   | -134.10  | 160.32   | 130.01   | 120.98   | 141.64    | REP        | (3.10)  | 6.90    | 1.22   | 0.91  | 0.72   |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

**研究员介绍及承诺**

顾 锐：2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

杨 超：2006-2012 年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级：**强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

吴 楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

**北京联系人**

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>