

新安股份 (600596.SH)

强烈推荐-A (维持)

1-2月业绩超预期，上下游延伸成长空间广阔

事件：公司发布2022年1-2月份主要经营业绩公告，经初步核算，1-2月公司实现收入41.37亿元，同比增长86%，归母净利润7.51亿元，同比增长418%，业绩表现超预期。

- 草甘膦维持较高盈利水平，未来供需格局有望向好。**2022年初以来，草甘膦市场供货充足，下游需求减弱，价格有所下行，1-2月市场均价7.7万元/吨，环比2021Q4下滑2.2%，但原材料价格回落，价差环比提高1680元/吨；当前草甘膦华东市场价7.0万元/吨，核心原料甘氨酸价格大幅下跌，产品价差仍维持较高水平。近五年来草甘膦行业几无新增产能，供需处于紧平衡状态，龙头企业控制力增强，而海外装置故障频发，草甘膦市场需求持续增长，预计未来行业供需格局将持续向好。公司是国内草甘膦行业领先企业，现有草甘膦原药产能8万吨/年，有望保持较好盈利水平。
- 有机硅景气度上行，加强工业硅布局提升竞争力。**2022年初以来，有机硅价格触底反弹，1-2月有机硅DMC市场均价3.1万元/吨，环比2021Q4下滑21.7%，但工业硅价格大幅下跌，价差环比降低700元/吨；当前有机硅DMC市场价39000元/吨，较年初上涨51.2%，价差较1-2月进一步提高6450元/吨，3月为国内传统需求旺季，叠加海外出口需求旺盛，部分企业订单已排到3月底，市场整体供不应求，预计价格仍有上涨空间。公司持续向上游工业硅领域布局，现有工业硅产能10万吨/年，云南盐津10万吨/年新产能在建，另外规划了四川平武6.5万吨/年和云南景成5.4万吨/年工业硅项目，待新产能投产后公司工业硅规模将达30万吨/年。
- 发挥产业链协同优势，新产能打开未来成长空间。**公司充分发挥产业链协同效应，积极布局有机硅下游高端产品，目前终端转化率达40%以上，持续扩充新增产能；开化合成年产30万吨特种有机硅新材料项目顺利推进。公司在开化拥有年产4万吨三氯氢硅产能，除部分自用外已能提供光伏级产品，镇江的三氯氢硅装置近期已完成技改。此外，公司3000吨/年草铵膦项目已于去年年底投产，收购合肥星宇完善除草剂品种，福建上杭14.2万吨/年的新型阻燃新材料项目也在顺利建设中，多项目齐头并进打开未来成长空间。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预计2021~2023年公司归母净利润26.5亿、28.5亿、30.3亿元，EPS分别为3.24、3.48、3.70元，当前股价对应PE分别为9、8、7倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：产品价格下跌、原材料价格波动、产品放量不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	10957	12516	20776	22618	24684
同比增长	-0%	14%	66%	9%	9%
营业利润(百万元)	558	812	3575	3838	4069
同比增长	-61%	45%	340%	7%	6%
归母净利润(百万元)	378	585	2654	2851	3025
同比增长	-69%	55%	354%	7%	6%
每股收益(元)	0.54	0.71	3.24	3.48	3.70
PE	51.2	38.4	8.5	7.9	7.4
PB	3.4	3.5	2.5	2.0	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

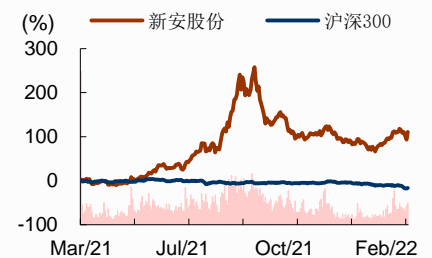
周期/化工
 目标估值：NA
 当前股价：27.45元

基础数据

总股本(万股)	81839
已上市流通股(万股)	73519
总市值(亿元)	225
流通市值(亿元)	202
每股净资产(MRQ)	9.7
ROE(TTM)	25.7
资产负债率	44.5%
主要股东	传化集团有限公司
主要股东持股比例	12.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	-28	124
相对表现	24	-14	138



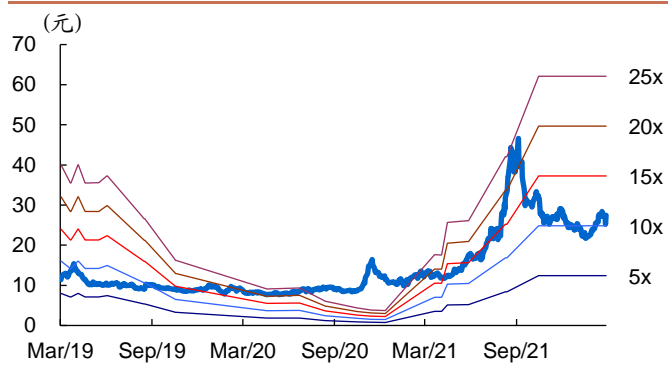
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《新安股份(600596)——全年业绩略超预期，有机硅全产业链布局更加完善》2022-01-12
- 《新安股份(600596)——三季度业绩环比大幅增长，四季度有望进一步提升》2021-10-10
- 《新安股份(600596)——上半年业绩表现靓丽，全年业绩有望超预期》2021-08-20

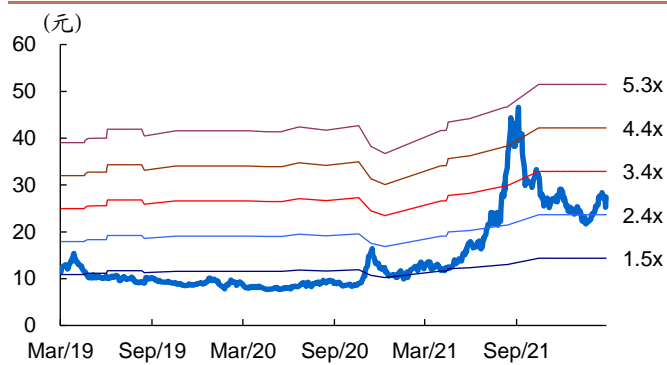
周铮 S1090515120001
 zhousheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn
 赵晨曦 研究助理
 zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 新安股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新安股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4904	5859	8683	9629	11775
现金	1111	1319	1734	2074	3531
交易性投资	373	279	279	279	279
应收票据	61	52	86	94	102
应收款项	675	1022	1664	1812	1978
其它应收款	164	198	329	358	390
存货	1435	1464	2106	2305	2536
其他	1085	1525	2485	2707	2958
非流动资产	5990	6598	7540	8395	9171
长期股权投资	222	306	306	306	306
固定资产	3897	4967	5983	6904	7739
无形资产商誉	642	700	630	567	510
其他	1229	625	621	618	616
资产总计	10894	12457	16223	18024	20947
流动负债	3556	4376	5412	4855	5288
短期借款	1037	1019	930	0	0
应付账款	1857	2457	3553	3889	4280
预收账款	222	305	441	482	531
其他	441	596	489	484	478
长期负债	942	844	844	844	844
长期借款	872	766	766	766	766
其他	70	78	78	78	78
负债合计	4498	5220	6256	5699	6132
股本	705	818	818	818	818
资本公积金	832	968	968	968	968
留存收益	4159	4715	7164	9219	11389
少数股东权益	700	735	1016	1318	1639
归属于母公司所有者权益	5696	6502	8951	11006	13176
负债及权益合计	10894	12457	16223	18024	20947

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	872	1093	2196	3426	3638
净利润	378	585	2654	2851	3025
折旧摊销	423	448	539	626	705
财务费用	63	79	95	59	24
投资收益	(29)	(29)	(183)	(183)	(183)
营运资金变动	(32)	(66)	(1210)	(237)	(260)
其它	68	77	301	309	328
投资活动现金流	(551)	(858)	(1302)	(1302)	(1302)
资本支出	(835)	(739)	(1484)	(1484)	(1484)
其他投资	284	(119)	183	183	183
筹资活动现金流	98	(68)	(479)	(1784)	(879)
借款变动	493	(113)	(179)	(930)	0
普通股增加	(1)	113	0	0	0
资本公积增加	42	137	0	0	0
股利分配	(374)	(141)	(205)	(796)	(855)
其他	(62)	(63)	(95)	(59)	(24)
现金净增加额	419	168	416	339	1458

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10957	12516	20776	22618	24684
营业成本	9186	10731	15516	16987	18691
营业税金及附加	48	46	76	83	91
营业费用	382	183	305	332	362
管理费用	464	460	764	831	907
研发费用	312	353	586	638	696
财务费用	65	61	95	59	24
资产减值损失	(41)	(52)	(42)	(33)	(27)
公允价值变动收益	(21)	66	66	66	66
其他收益	85	74	74	74	74
投资收益	34	43	43	43	43
营业利润	558	812	3575	3838	4069
营业外收入	30	62	62	62	62
营业外支出	40	102	102	102	102
利润总额	548	772	3535	3798	4029
所得税	108	125	599	644	684
少数股东损益	62	62	281	302	320
归属于母公司净利润	378	585	2654	2851	3025

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业总收入	-0%	14%	66%	9%	9%
营业利润	-61%	45%	340%	7%	6%
归母净利润	-69%	55%	354%	7%	6%
获利能力					
毛利率	16.2%	14.3%	25.3%	24.9%	24.3%
净利率	3.5%	4.7%	12.8%	12.6%	12.3%
ROE	6.6%	9.0%	29.7%	25.9%	23.0%
ROIC	5.9%	7.9%	26.1%	24.7%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	41.9%	38.6%	31.6%	29.3%
净负债比率	18.0%	15.1%	10.5%	4.2%	3.7%
流动比率	1.4	1.3	1.6	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.3	1.2
存货周转率	6.3	7.4	8.7	7.7	7.7
应收账款周转率	10.5	13.8	14.7	12.4	12.4
应付账款周转率	5.3	5.0	5.2	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.71	3.24	3.48	3.70
每股经营净现金	1.24	1.34	2.68	4.19	4.45
每股净资产	8.08	7.94	10.94	13.45	16.10
每股股利	0.20	0.25	0.97	1.05	1.11
估值比率					
PE	51.2	38.4	8.5	7.9	7.4
PB	3.4	3.5	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	24.8	19.5	6.0	5.6	5.2

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。