

## 新安股份 (600596.SH)

### 全产业链优势持续强化，一季度业绩超预期

事件：公司发布 2021 年年报，报告期内实现收入 189.77 亿元，同比增长 51.45%，归母净利润 26.54 亿元，同比增长 354.56%，扣非净利润 26.73 亿元，同比增长 567.10%；其中四季度单季实现营业收入 56.60 亿元，同比增长 82.98%，归母净利润 10.53 亿元，同比增长 172.06%。此外，公司发布 2022 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 11.5 亿元~12.5 亿元，同比增长 313%~349%，环比增长 9.2%~18.7%，业绩表现超预期。

□ **核心产品价格大幅上涨，全年业绩大幅提升。** 2021 年公司主产品草甘膦和有机硅价格上涨明显，尽管受行业限电及原材料涨价影响，但公司充分发挥管理优势，灵活调整经营策略，为实现良好业绩提供了有力保障。报告期内，公司有机硅新装置逐渐放量，硅基材料基础产品实现收入 43.57 亿元，同比增长 72.44%，毛利率 47.42%，同比提高 28.01 pct；硅基终端及特种硅烷产品实现收入 32.04 亿元，同比增长 69%，毛利率 22.75%，同比提高 4.86 pct，公司持续扩大终端产品种类，终端转化率达 40%以上，中高端产品占比达 44%。公司控股合肥星宇，合作颖泰生物，切入选择性除草剂、杀虫剂、杀菌剂领域，农化产品实现收入 76.40 亿元，同比增长 48%，毛利率 22.03%，同比提高 9.25 pct。此外，公司设立新安巴西子公司，通过非洲中西部地区的原药登记，持续推进全球化布局落地，海外子公司收入同比增长 42%。

□ **草甘膦维持较高盈利水平，农化产品品类不断丰富。** 国内草甘膦行业经过多年调整，供需格局持续改善，2021 年全球农产品价格上涨，同时在能源、原材料价格上涨和出口增长驱动下，草甘膦供需关系紧张，价格及价差大幅提升。2022 年年初以来，国内草甘膦开工率稳定，市场需求减弱，价格有所下跌，1-2 月草甘膦市场均价 7.7 万元/吨，环比 2021Q4 下滑 2.2%，当前草甘膦华东市场价 6.4 万元/吨，但核心原料甘氨酸价格下跌，价差较 1-2 月下降 6850 元/吨，中长期看草甘膦供需关系向好。公司现有草甘膦原药产能 8 万吨/年，宁夏新安 3000 吨/年草铵膦项目 2021 年顺利建设完成，随着农化产品品类的不断丰富，公司为行业提供植保综合解决方案的能力将持续提升。

□ **内伸外延优化产业布局，持续拓展有机硅全产业链。** 2022 年年初以来，有机硅市场供不应求，价格底部反弹，1-2 月有机硅 DMC 市场均价 3.1 万元/吨，环比 2021Q4 下滑 21.7%，当前市场价 3.7 万元/吨，较年初上涨 39.62%，价差较 1-2 月扩大大约 4400 元/吨，随着行业新产能逐步释放，有机硅供需紧张局势将有所缓解。公司持续向产业链上下游拓展，云南盐津 8000 万吨储量硅矿项目一期于 2021 年中完全达产，公司加快推进云南盐津 10 万吨/年新产能建设，落实四川平武 6.5 万吨/年工业硅建设项目，完成云南景成 5.4 万吨/年工业硅收购项目，随着项目逐步落地，公司工业硅产能规模将达到 30 万吨/年以上。此外，公司积极拓展与光伏下游企业的战略合作，与乐山协鑫共同投资建设首期 20 万吨/年工业硅粉加工项目，持续加强产业链布局。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 我们预计 2022~2024 年公司归母净利润 28.6 亿、32.3 亿、34.8 亿元，EPS 分别为 3.49、3.95、4.25 元，当前股价对应 PE 分别为 8、7、6 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。**

## 强烈推荐-A (维持)

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：27.16 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)	222
流通市值 (亿元)	200
每股净资产 (MRQ)	10.9
ROE (TTM)	29.7
资产负债率	42.8%
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	7	-36	100
相对表现	16	-24	114



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《新安股份 (600596) —1-2 月业绩超预期，上下游延伸成长空间广阔》 2022-03-11
- 《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

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

赵晨曦 研究助理

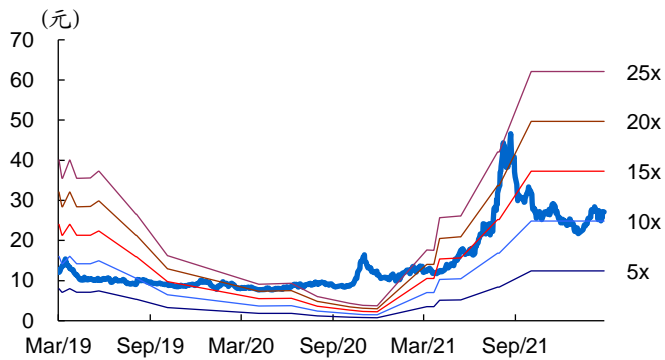
✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12516	18977	20876	22815	24275
同比增长	14%	52%	10%	9%	6%
营业利润(百万元)	812	3217	3460	3903	4194
同比增长	45%	296%	8%	13%	7%
归母净利润(百万元)	585	2654	2858	3231	3476
同比增长	55%	354%	8%	13%	8%
每股收益(元)	0.71	3.24	3.49	3.95	4.25
PE	38.0	8.4	7.8	6.9	6.4
PB	3.4	2.5	2.0	1.6	1.4

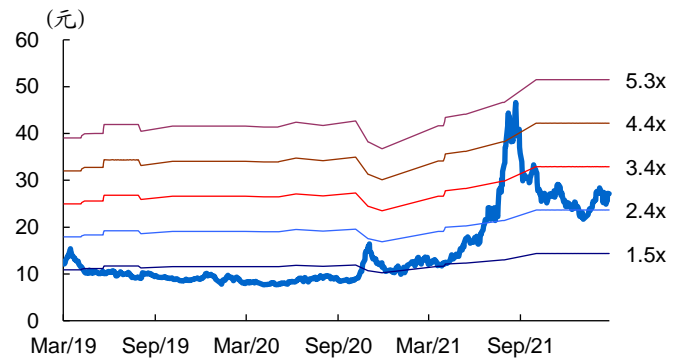
资料来源：公司数据、招商证券

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5859	8958	11592	14729	17884
现金	1319	2175	4152	6633	9286
交易性投资	279	190	190	190	190
应收票据	52	53	58	63	68
应收款项	1022	1420	1541	1684	1792
其它应收款	198	225	248	271	288
存货	1464	2940	3250	3537	3760
其他	1525	1955	2153	2351	2502
<b>非流动资产</b>	6598	8241	7916	7625	7366
长期股权投资	306	1126	1126	1126	1126
固定资产	4967	4717	4482	4273	4086
无形资产商誉	700	877	790	711	640
其他	625	1520	1518	1515	1514
<b>资产总计</b>	<b>12457</b>	<b>17199</b>	<b>19507</b>	<b>22354</b>	<b>25250</b>
<b>流动负债</b>	4376	5756	5552	5955	6268
短期借款	1019	439	0	0	0
应付账款	2457	3422	3793	4127	4387
预收账款	305	717	794	865	919
其他	596	1179	965	963	962
<b>长期负债</b>	844	1608	1608	1608	1608
长期借款	766	1483	1483	1483	1483
其他	78	125	125	125	125
<b>负债合计</b>	<b>5220</b>	<b>7364</b>	<b>7161</b>	<b>7563</b>	<b>7876</b>
股本	818	818	818	818	818
资本公积金	968	977	977	977	977
留存收益	4715	7148	9597	11971	14477
少数股东权益	735	892	954	1025	1101
归属于母公司所有者权益	6502	8943	11393	13766	16273
<b>负债及权益合计</b>	<b>12457</b>	<b>17199</b>	<b>19507</b>	<b>22354</b>	<b>25250</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1093	2878	3312	3577	3841
净利润	647	2713	2921	3302	3552
折旧摊销	448	574	608	573	542
财务费用	79	107	83	46	25
投资收益	(29)	(72)	(89)	(89)	(89)
营运资金变动	(66)	(383)	(213)	(257)	(191)
其它	15	(61)	2	2	1
<b>投资活动现金流</b>	(858)	(1779)	(193)	(193)	(193)
资本支出	(739)	(849)	(282)	(282)	(282)
其他投资	(119)	(930)	89	89	89
<b>筹资活动现金流</b>	(68)	(126)	(1142)	(903)	(995)
借款变动	(113)	119	(650)	0	0
普通股增加	113	(0)	0	0	0
资本公积增加	137	9	0	0	0
股利分配	(141)	(205)	(409)	(858)	(969)
其他	(63)	(49)	(83)	(46)	(25)
<b>现金净增加额</b>	<b>168</b>	<b>972</b>	<b>1977</b>	<b>2481</b>	<b>2653</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	12516	18977	20876	22815	24275
营业成本	10731	14122	15653	17033	18108
营业税金及附加	46	75	82	90	95
营业费用	183	245	269	294	313
管理费用	460	605	665	727	774
研发费用	353	572	629	687	731
财务费用	61	93	83	46	25
资产减值损失	(38)	(137)	(124)	(124)	(124)
公允价值变动收益	66	(34)	(34)	(34)	(34)
其他收益	74	51	51	51	51
投资收益	29	72	72	72	72
<b>营业利润</b>	812	3217	3460	3903	4194
营业外收入	62	37	37	37	37
营业外支出	102	111	111	111	111
<b>利润总额</b>	772	3143	3386	3829	4120
所得税	125	431	465	527	568
少数股东损益	62	58	62	71	76
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>585</b>	<b>2654</b>	<b>2858</b>	<b>3231</b>	<b>3476</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	14%	52%	10%	9%	6%
营业利润	45%	296%	8%	13%	7%
归母净利润	55%	354%	8%	13%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.3%	25.6%	25.0%	25.3%	25.4%
净利率	4.7%	14.0%	13.7%	14.2%	14.3%
ROE	9.6%	34.4%	28.1%	25.7%	23.1%
ROIC	8.3%	27.0%	23.6%	22.6%	20.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.9%	42.8%	36.7%	33.8%	31.2%
净负债比率	15.1%	12.4%	7.6%	6.6%	5.9%
流动比率	1.3	1.6	2.1	2.5	2.9
速动比率	1.0	1.0	1.5	1.9	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0
存货周转率	7.4	6.4	5.1	5.0	5.0
应收账款周转率	13.8	14.9	13.6	13.6	13.5
应付账款周转率	5.0	4.8	4.3	4.3	4.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.71	3.24	3.49	3.95	4.25
每股经营净现金	1.34	3.52	4.05	4.37	4.69
每股净资产	7.94	10.93	13.92	16.82	19.88
每股股利	0.25	0.50	1.05	1.18	1.27
<b>估值比率</b>					
PE	38.0	8.4	7.8	6.9	6.4
PB	3.4	2.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	20.3	6.8	6.3	5.8	5.5

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。