

投资评级 优于大市 维持

## 22年1-2月预计实现归母净利润7.51亿元，同比增长418%，有机硅&草甘膦保持高景气

### 股票数据

03月11日收盘价(元)	26.99
52周股价波动(元)	11.66-47.50
总股本/流通A股(百万股)	818/735
总市值/流通市值(百万元)	22088/19843

### 相关研究

《新安股份：硅+磷产业双轮驱动，21H1净利润8.42亿元，同比增长922.25%》2021.08.26

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.3	6.3	-7.2
相对涨幅(%)	20.7	16.6	7.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

### 投资要点:

- **2022年1-2月公司预计实现归母净利润7.51亿元，同比增长418%。**公司公告，经公司初步核算，2022年1-2月，公司实现营业总收入41.37亿元，同比增长86%，实现归属于上市公司股东的净利润7.51亿元，同比增长418%。公司充分发挥全产业链一体化经营优势，各业务板块紧抓市场机遇，取得了良好的经营成果。
- **2021年度实现归母净利润26-27亿元，同比增长344%-362%。**公司公告，预计2021年实现归母净利润26-27亿元，同比增长344%-362%；预计扣非归母净利润为26-27亿元，同比增加548%至574%。测算出2021年四季度归母净利润9.99-10.99亿元，同比增长131%-254%。公司包括草甘膦、有机硅、工业硅等在内的主要产品价格同比大幅上涨，盈利水平同比显著提高。公司充分发挥全产业链一体化经营优势，积极拓展上下游市场份额，中高端产品领域布局取得积极进展，产品销量同比大幅增长。
- **有机硅&草甘膦需求旺盛，行业保持高景气。**根据百川资讯，3月11日国内有机硅中间体最新价格39000元/吨，相较2月初上涨23.8%，价格持续上升，原料金属硅最新价格23133元/吨，相较2月初上涨15.2%。目前有机硅市场强势局面主要来自于需求端支撑，国外需求相对旺盛，且3月份处于传统旺季，下游工厂采购有放量预期。春节过后，国外硅油装置因原料供应不足及公共卫生事件等原因影响，开工负荷不高。根据百川资讯，3月11日草甘膦最新价格69810元/吨，相较2月初下滑7.9%，但仍处于高位。
- **多个项目顺利推进，产能扩张提升全产业链竞争实力。**公司现有工业硅产能10万吨，另有云南盐津工业硅项目、四川平武工业硅项目在建，加上已完成收购的景成硅业，公司工业硅总体规划产能在30万吨以上。子公司镇江江南2.5万吨三氯氢硅技改已于2021年底完成。截至2022年2月11日，子公司宁夏新安的草铵膦项目一期3000吨/年已完成建设，具备试生产条件。此外，福建上杭14.2万吨/年的新型阻燃新材料项目也在建设过程中，包括TCPP、ADP、BDP、TEP等多类产品。
- **盈利预测。**我们预计公司2021-2023年净利润分别为26.56、28.85和30.82亿元，EPS分别为3.25、3.53、3.77元/股。我们给予公司2022年10-13倍PE，对应合理价值区间为35.3-45.89元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**产品价格下跌，下游需求不及预期，项目投产不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12007	12516	19384	20743	21955
(+/-)YoY(%)	9.1%	4.2%	54.9%	7.0%	5.8%
净利润(百万元)	461	585	2656	2885	3082
(+/-)YoY(%)	-62.6%	26.8%	354.1%	8.6%	6.8%
全面摊薄EPS(元)	0.56	0.71	3.25	3.53	3.77
毛利率(%)	16.8%	14.3%	23.4%	23.7%	23.8%
净资产收益率(%)	8.1%	9.0%	29.0%	24.0%	20.4%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

关键产品假设: a. 农化产品: 假设公司未来 3 年的草甘膦产销量保持稳定, 产品价格维持高位, 毛利率保持稳定; b. 有机硅制品: 随着工业硅产能释放, 产品销量稳定增长, 产品价格维持高位, 21 年毛利率出现增长, 22-23 年毛利率趋于稳定。

**表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)**

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	12516	19384	20743	21955
总成本	10731	14846	15826	16738
总毛利	1785	4538	4917	5217
总毛利率	14.26%	23.41%	23.71%	23.76%
<b>农化产品</b>				
收入	6081	9305	9664	9741
成本	5303	7588	7860	8018
毛利	777	1717	1804	1723
毛利率	12.78%	18.45%	18.66%	17.69%
<b>有机硅制品</b>				
收入	5305	8948	9948	11083
成本	4375	6206	6913	7668
毛利	930	2742	3035	3415
毛利率	17.52%	30.65%	30.51%	30.82%
<b>其他业务</b>				
收入	1131	1131	1131	1131
成本	1053	1053	1053	1053
毛利	78	78	78	78
毛利率	6.94%	6.94%	6.94%	6.94%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

**表 2 可比上市公司估值比较**

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002749.SZ	国光股份	9.12	0.40	0.47	0.67	27.54	21.16	13.86
603260.SH	合盛硅业	134.22	1.50	7.84	9.66	22.34	17.69	14.36
	均值					24.94	19.43	14.11

注: 收盘价为 2022 年 3 月 11 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>12516</b>	<b>19384</b>	<b>20743</b>	<b>21955</b>
每股收益	0.71	3.25	3.53	3.77	营业成本	10731	14846	15826	16738
每股净资产	7.94	11.19	14.71	18.48	毛利率%	14.3%	23.4%	23.7%	23.8%
每股经营现金流	1.34	3.20	3.96	4.11	营业税金及附加	46	68	73	77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	183	233	249	263
P/E	37.77	8.32	7.66	7.17	营业费用率%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	3.40	2.41	1.83	1.46	管理费用	460	543	581	615
P/S	1.76	1.14	1.06	1.01	管理费用率%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	7.92	5.69	4.49	3.38	EBIT	743	3288	3580	3801
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	61	81	82	73
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
毛利率	14.3%	23.4%	23.7%	23.8%	资产减值损失	-24	0	0	0
净利润率	4.7%	13.7%	13.9%	14.0%	投资收益	29	39	31	38
净资产收益率	9.0%	29.0%	24.0%	20.4%	<b>营业利润</b>	<b>812</b>	<b>3284</b>	<b>3570</b>	<b>3810</b>
资产回报率	4.7%	17.9%	16.0%	14.4%	营业外收支	-40	-25	-25	-25
投资回报率	6.8%	25.5%	21.8%	18.8%	<b>利润总额</b>	<b>772</b>	<b>3259</b>	<b>3545</b>	<b>3785</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1191	3649	3958	4187
营业收入增长率	4.2%	54.9%	7.0%	5.8%	所得税	125	521	571	608
EBIT 增长率	12.9%	342.6%	8.9%	6.2%	有效所得税率%	16.2%	16.0%	16.1%	16.1%
净利润增长率	26.8%	354.1%	8.6%	6.8%	少数股东损益	62	82	89	95
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>585</b>	<b>2656</b>	<b>2885</b>	<b>3082</b>
资产负债率	41.9%	32.9%	28.3%	24.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
流动比率	1.34	1.96	2.64	3.46	货币资金	1319	2188	5192	8807
速动比率	0.95	1.35	2.03	2.82	应收账款及应收票据	1074	1434	1591	1744
现金比率	0.30	0.54	1.22	1.99	存货	1464	2123	2263	2431
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	2002	2194	2236	2273
应收帐款周转天数	29.81	27.00	28.00	29.00	流动资产合计	5859	7939	11282	15254
存货周转天数	49.81	52.20	52.20	53.00	长期股权投资	306	306	306	306
总资产周转率	1.00	1.30	1.15	1.03	固定资产	4967	5046	4834	4737
固定资产周转率	2.52	3.84	4.29	4.63	在建工程	330	630	730	230
					无形资产	614	580	539	494
					非流动资产合计	6598	6936	6777	6131
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12457</b>	<b>14875</b>	<b>18059</b>	<b>21385</b>
净利润	585	2656	2885	3082	短期借款	1019	0	0	0
少数股东损益	62	82	89	95	应付票据及应付账款	2457	2916	3074	3206
非现金支出	500	362	378	387	预收账款	1	180	98	154
非经营收益	8	30	17	10	其它流动负债	899	961	1095	1056
营运资金变动	-62	-511	-129	-209	流动负债合计	4376	4056	4266	4415
<b>经营活动现金流</b>	<b>1093</b>	<b>2618</b>	<b>3240</b>	<b>3365</b>	长期借款	766	766	766	766
资产	-716	-725	-245	235	其它长期负债	78	78	78	78
投资	-134	0	0	0	非流动负债合计	844	844	844	844
其他	-8	39	31	38	<b>负债总计</b>	<b>5220</b>	<b>4900</b>	<b>5110</b>	<b>5259</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-858</b>	<b>-686</b>	<b>-214</b>	<b>273</b>	实收资本	818	818	818	818
债权募资	2150	-1019	0	0	归属于母公司所有者权益	6502	9157	12042	15125
股权募资	322	0	0	0	少数股东权益	735	817	906	1002
其他	-2540	-43	-23	-23	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12457</b>	<b>14875</b>	<b>18059</b>	<b>21385</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-68</b>	<b>-1062</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>120</b>	<b>870</b>	<b>3003</b>	<b>3615</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 11 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
李智 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,山东赫达,会通股份,利安隆,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,镇洋发展,纳微科技,中核钛白,万润股份,昊华科技,三联虹普,双星新材,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。