

新亚强 (603155)

证券研究报告

2022年04月02日

有机硅助剂单项冠军交出满意答卷，厚积而薄发

事件：公司发布 2021 年年报，报告期内实现营业收入 8.80 亿元，同比增长 79.47%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 103.03%；综合毛利率为 43.15%。其中，公司 2021 年 Q4 实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 89.27%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 156.59%；综合毛利率为 45.15%。

营收盈利大幅增长，期间费用管理良好。2021 年公司营业收入、归母净利润同比分别增长 79.5%/103.0%，创下 2017 年以来新高。期间费用率为 5.8%，同比下降 3.54pcts，为近三年最低；其中，公司 2021 年研发费用为 2815.89 万元，同比增长 56.18%，研发费用率为 3.2%，在期间费用中占比最大。

单季营收迈上新台阶，单季盈利同比增长迅速。公司单季营收迈过 2 亿门槛，Q4 营收 2.47 亿元，同比增长 89.3%。受收入拉动，公司归母净利润同比也大幅增长，其中 Q4 实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 156.6%。

盈利能力同比改善，投资收回部分现金。报告期内，公司 ROE、ROA、ROIC、销售毛利率、销售净利率分别为 15.4%/13.9%/15.2%/42.9%/36.3%，同比均有所增加。2021 年随着乙烯基等项目完工、功能性助剂项目技改完成，公司盈利能力或将进一步提升。

两大业务支撑，苯基氯硅烷表现抢眼。报告期内，公司功能性助剂、苯基氯硅烷业务分别实现营收 6.80/1.71 亿元，同比分别增长 56.0%/261.9%，毛利率分别为 44.2%/38.8%。得益于苯基氯硅烷在下游市场中的需求增长，公司苯基氯硅烷业务营收占比从 2020 年的 9.6%提升到了 2021 年的 19.4%，增加 9.8pcts。

业绩高增长持续兑现，高端化应用及苯基募投项目尚未充分定价。我们在公司深度报告中对收入和利润高增的预期已兑现，但市场尚未对六甲基、乙烯基及苯基等产品的高端化应用进行定价。我们认为作为有机硅行业的“食用盐”，功能性助剂及苯基氯硅烷和下游品种会为公司提供持续的利润高增动力，而六甲基在光刻胶和电解液、医药领域中的应用，乙烯基、苯基在新能源、军工等高端领域的应用尚未被充分定价，随着公司产品高端化应用场景的发展，公司产能持续释放，收入和利润体量有望更上一层楼。

盈利预测与估值：公司技改项目爬坡，我们上调公司 2022/2023 年归母净利润至 4.68/6.56 亿元（前值 4.03/5.44 亿元），同时，我们预计公司 2024 年将实现归母净利润 7.60 亿元，2022~2024 年对应 EPS 分别为 3.01/4.22/4.89 元/股。公司 2017~2021 年归母净利润年化增速为 48.20%，我们预计 2022 年公司增速达到 46.52%，按 PEG<1 估值，给予公司 30 倍 PE，2022 年目标价 90.26 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上行；募投项目建设低于预期；环保、安全生产问题

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	490.33	880.00	1,551.57	2,412.45	2,601.42
增长率(%)	(18.54)	79.47	76.32	55.48	7.83
EBITDA(百万元)	212.80	422.64	574.65	804.89	953.80
净利润(百万元)	157.34	319.44	468.04	656.21	760.35
增长率(%)	(28.29)	103.03	46.52	40.20	15.87
EPS(元/股)	1.01	2.05	3.01	4.22	4.89
市盈率(P/E)	56.47	27.81	18.98	13.54	11.68
市净率(P/B)	4.52	4.04	3.33	2.67	2.17
市销率(P/S)	18.12	10.10	5.73	3.68	3.42
EV/EBITDA	17.61	16.04	13.09	8.98	7.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	57.11 元
目标价格	90.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	155.56
流通 A 股股本(百万股)	38.89
A 股总市值(百万元)	8,884.03
流通 A 股市值(百万元)	2,221.01
每股净资产(元)	14.15
资产负债率(%)	12.18
一年内最高/最低(元)	83.60/34.01

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

郭建奇 联系人
guojianqi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

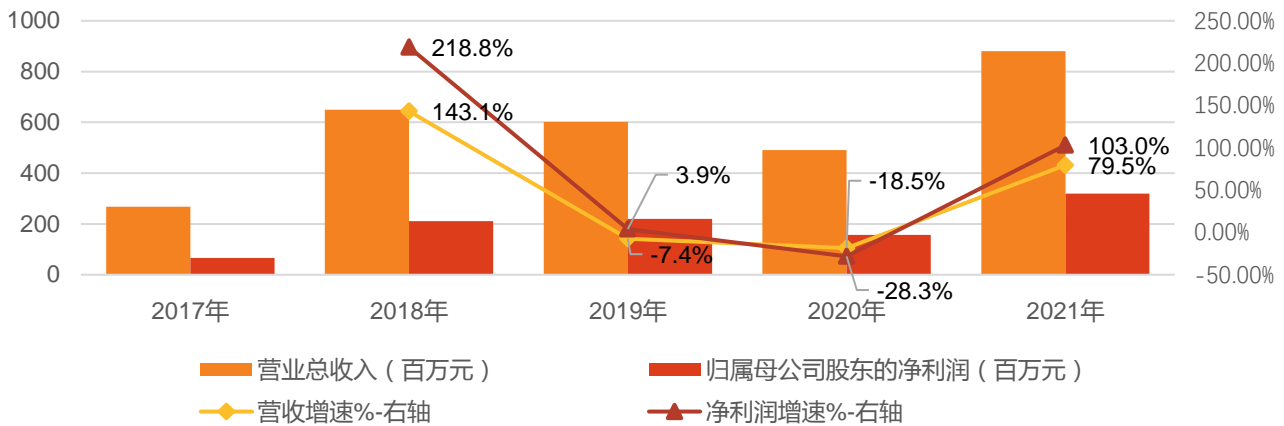
相关报告

- 1 《新亚强-半年报点评:中报业绩高增,持续兑现,成长属性仍被低估》
2021-08-01
- 2 《新亚强-首次覆盖报告:有机硅助剂龙头,产品高端领域渗透加速》
2021-05-28

1. 营收盈利大幅增长，期间费用管理良好

营收盈利大幅增长，双双创出新高。2021 年公司实现营业收入 8.80 亿元，同比增长 79.5%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 103.0%，营收盈利创下 2017 年以来新高。

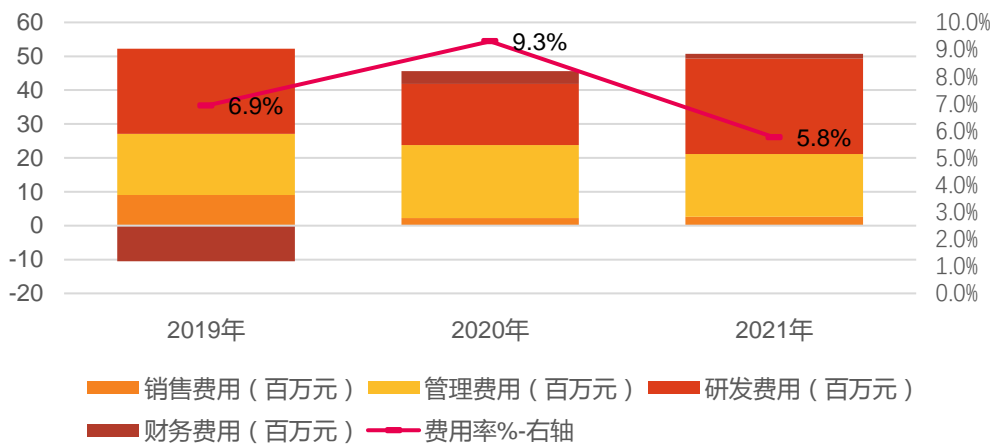
图 1：公司营收、盈利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司期间费用管理情况良好，研发费用同比大幅增长。2021 年公司期间费用率为 5.8%，同比下降 3.54pcts，为近三年最低；其中，公司 2021 年研发费用为 2815.89 万元，同比增长 56.18%，研发费用率为 3.2%，在期间费用中占比最大。

图 2：公司期间费用情况

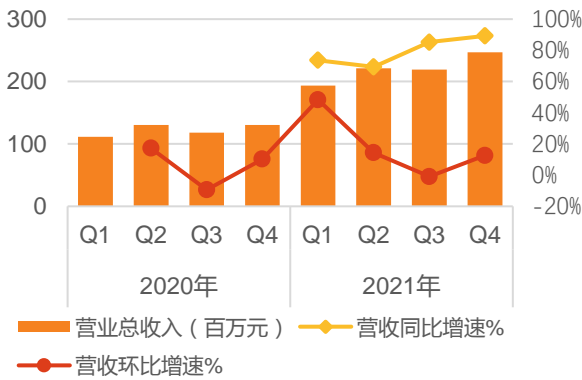


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 单季营收迈上新台阶，单季盈利同比增长迅速

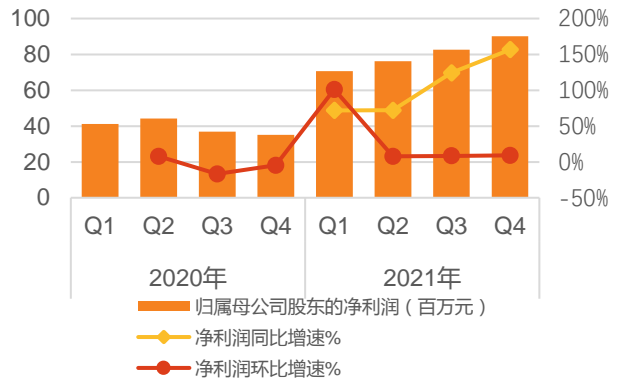
公司单季营收迈过 2 亿门槛，单季盈利同比增长迅速。报告期内，公司后三个季度营收均超过 2 亿元，Q4 营收为 2.47 亿元，同比增长 89.3%。受收入拉动，公司归母净利润同比也大幅增长，其中 Q4 实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 156.6%。

图 3：分季度营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：分季度盈利情况

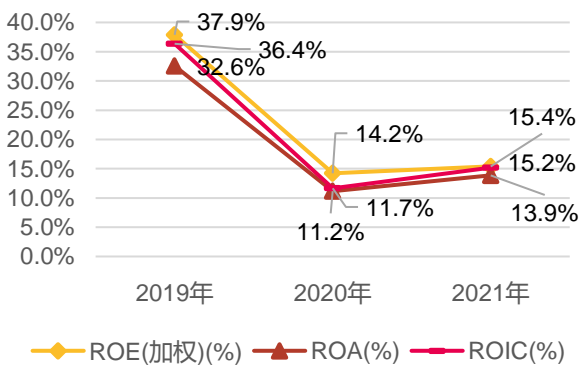


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 盈利能力同比改善，投资收回部分现金

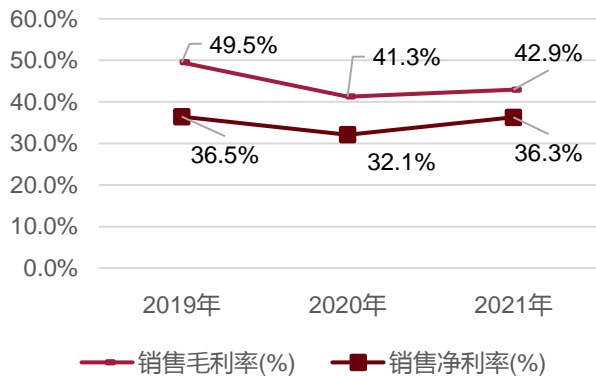
报告期内，公司 ROE、ROA、ROIC 分别为 15.4%/13.9%/15.2%，同比分别增加 1.16/2.69/3.52pcts，公司销售毛利率、销售净利率分别为 42.9%/36.3%，同比分别增加 1.67/4.21pcts。2020 年疫情影响下公司项目建设进度有所推迟，2021 年随着乙烯基等项目完工、功能性助剂项目技改完成，公司盈利能力或将进一步提升。

图 5：公司盈利能力分析 (ROE、ROA、ROIC)



资料来源：Wind，天风证券研究所

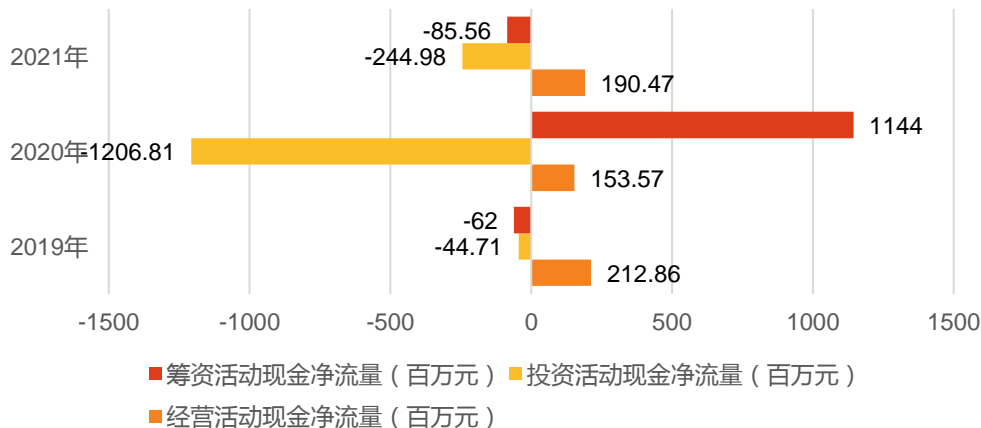
图 6：公司盈利能力分析 (毛利率、净利率)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年公司经营活动、投资活动、筹资活动现金净流量分别为 1.90/-2.45/-0.86 亿元，投资活动现金净流量发生变动主要是由投资收回的现金增加所致。

图 7：公司现金流情况

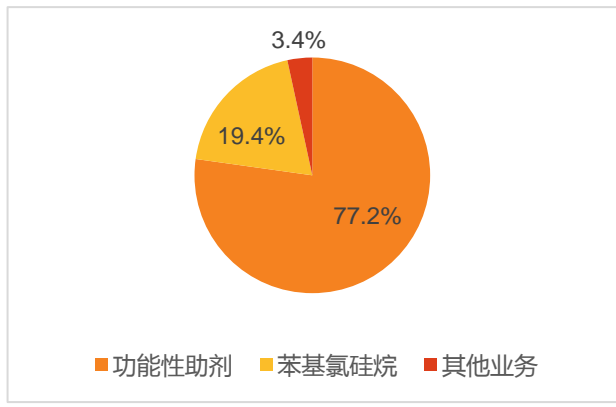


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 两大业务支撑，苯基氯硅烷表现抢眼

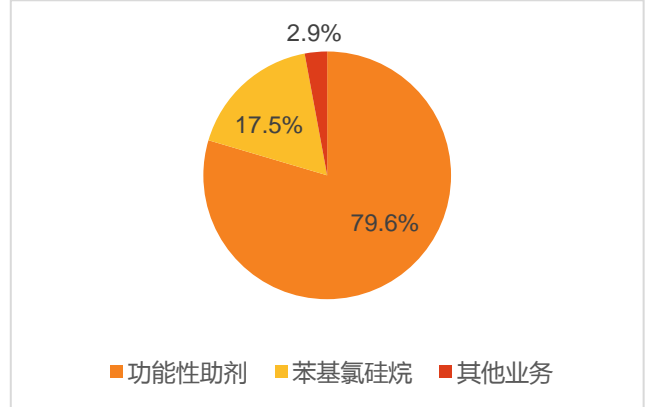
功能性助剂、苯基氯硅烷为主，业务板块清晰。2021 年公司功能性助剂、苯基氯硅烷业务营收占比分别为 77.2%/19.4%，合计占比 96.6%；毛利占比分别为 79.6%/17.5%，合计占比 97.1%。

图 8：公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

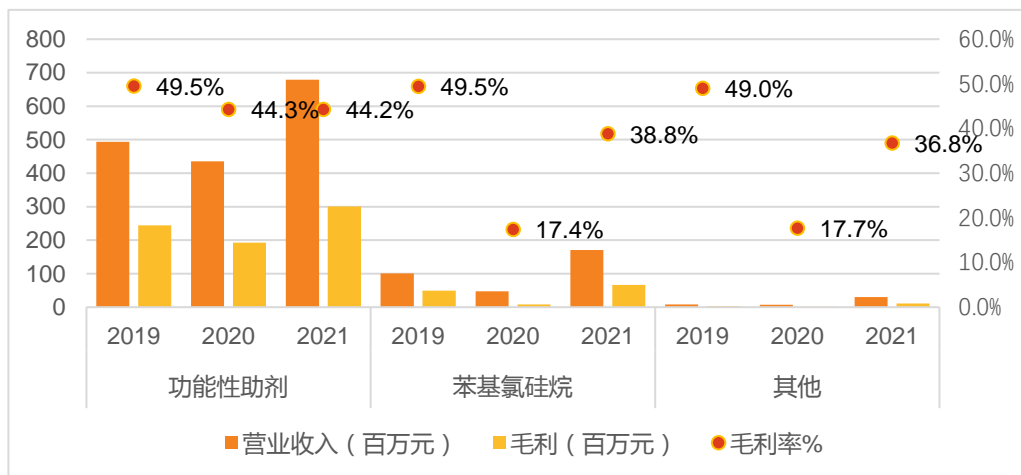
图 9：公司毛利结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

报告期内，公司功能性助剂、苯基氯硅烷业务分别实现营收 6.80/1.71 亿元，毛利率分别为 44.2%/38.8%，毛利率同比分别变动-0.01/21.4pcts，其中苯基氯硅烷业务毛利率提升明显。

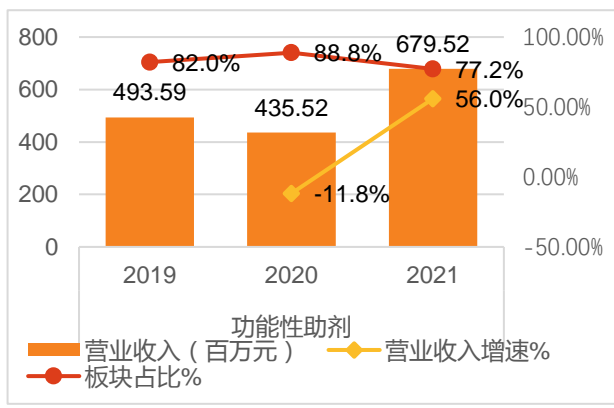
图 10：分业务营收及毛利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

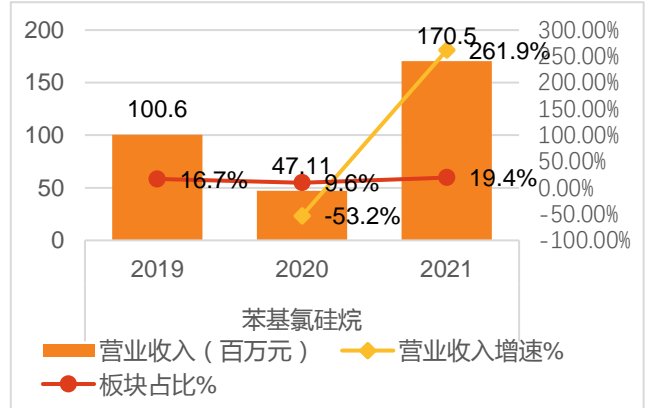
同比 2020 年，公司功能性助剂、苯基氯硅烷业务营收增速分别为 56.0%/261.9%。得益于苯基氯硅烷在下游市场中的需求增长，公司苯基氯硅烷业务营收占比从 2020 年的 9.6%提升到了 2021 年的 19.4%，增加 9.8pcts；同时功能性助剂业务营收占比从 2020 年的 88.8%下降到了 77.2%，减少 11.6pcts。

图 11：功能性助剂业务营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：苯基氯硅烷业务营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 业绩高增长持续兑现，高端化应用及苯基募投项目尚未充分定价

我们在公司深度报告中对收入和利润高增的预期已兑现，但市场尚未对六甲基、乙烯基及苯基等产品的高端化应用进行定价。我们认为作为有机硅行业的“食用盐”，功能性助剂及苯基氯硅烷和下游品种会为公司提供持续的利润高增动力，而六甲基在光刻胶和电解液、医药领域中的应用，乙烯基、苯基在新能源、军工等高端领域的应用尚未被充分定价，随着公司产品高端化应用场景的发展，公司产能持续释放，收入和利润体量有望更上一层楼。

6. 盈利预测与估值

公司技改项目爬坡，我们上调公司 2022/2023 年归母净利润至 4.68/6.56 亿元（前值 4.03/5.44 亿元），同时，我们预计公司 2024 年将实现归母净利润 7.60 亿元，2022~2024 年对应 EPS 分别为 3.01/4.22/4.89 元/股。公司 2017~2021 年归母净利润年化增速为 48.20%，我们预计 2022 年公司增速达到 46.52%，按 PEG<1 估值，给予公司 30 倍 PE，2022 年目标价 90.26 元/股，维持“买入”评级。

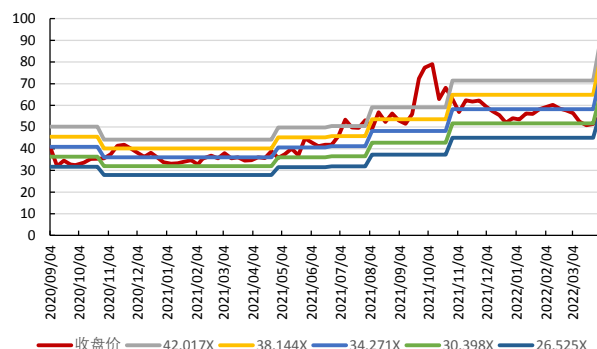
7. 风险提示

原材料价格大幅上行：公司产品成本受原材料价格影响较大，若原材料价格大幅上行，将在一定程度上压缩公司的盈利空间；

募投项目建设低于预期：受产业政策、行业监管和新冠疫情的不确定影响，公司募投项目建设可能中断，导致项目建设进度低于预期；

环保、安全生产问题：公司部分产品属于危险化学品，且在环保上有一定要求，行业监管趋严，或将影响公司正常开工。

图 13：PE-band



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	394.96	236.58	124.13	252.85	378.41	营业收入	490.33	880.00	1,551.57	2,412.45	2,601.42
应收票据及应收账款	116.68	228.16	400.64	560.88	484.67	营业成本	288.01	502.21	919.96	1,510.82	1,567.81
预付账款	7.01	13.66	19.16	38.89	19.20	营业税金及附加	3.78	5.53	9.75	15.17	16.35
存货	94.23	191.80	361.45	523.08	407.30	销售费用	2.28	2.64	4.66	7.25	7.81
其他	1,174.30	1,390.95	1,391.25	1,391.07	1,391.21	管理费用	21.54	18.53	32.67	50.79	54.77
流动资产合计	1,787.18	2,061.15	2,296.62	2,766.76	2,680.79	研发费用	18.03	28.16	49.65	77.20	83.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.76	1.35	(2.12)	(2.22)	(3.72)
固定资产	177.54	288.56	432.02	656.75	1,149.10	资产/信用减值损失	(0.50)	(3.95)	0.00	0.00	0.00
在建工程	112.74	109.18	426.43	648.50	574.25	公允价值变动收益	8.33	32.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	18.93	18.46	18.00	17.53	17.07	投资净收益	5.91	14.39	0.00	0.00	0.00
其他	8.21	28.13	28.13	28.13	28.13	其他	(34.60)	(88.00)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	317.41	444.34	904.57	1,350.91	1,768.54	营业利润	173.78	366.79	537.01	753.45	875.15
资产总计	2,104.59	2,505.49	3,201.19	4,117.67	4,449.33	营业外收入	10.41	2.56	4.80	5.92	4.43
短期借款	0.00	0.00	129.94	0.00	0.00	营业外支出	1.28	0.00	0.64	0.64	0.43
应付票据及应付账款	118.97	268.78	322.46	746.27	312.05	利润总额	182.92	369.35	541.16	758.73	879.15
其他	10.65	22.44	40.12	39.53	45.05	所得税	25.58	49.91	73.12	102.52	118.80
流动负债合计	129.62	291.22	492.51	785.80	357.11	净利润	157.34	319.44	468.04	656.21	760.35
长期借款	0.00	0.00	33.02	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	157.34	319.44	468.04	656.21	760.35
其他	4.71	7.19	7.19	7.19	7.19	每股收益(元)	1.01	2.05	3.01	4.22	4.89
非流动负债合计	4.71	7.19	40.21	7.19	7.19						
负债合计	138.04	305.05	532.72	792.99	364.30	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	155.56	155.56	155.56	155.56	155.56	营业收入	-18.54%	79.47%	76.32%	55.48%	7.83%
资本公积	1,302.33	1,302.33	1,302.33	1,302.33	1,302.33	营业利润	-30.96%	111.06%	46.41%	40.31%	16.15%
留存收益	508.66	742.55	1,210.58	1,866.79	2,627.14	归属于母公司净利润	-28.29%	103.03%	46.52%	40.20%	15.87%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	1,966.55	2,200.44	2,668.47	3,324.68	4,085.03	毛利率	41.26%	42.93%	40.71%	37.37%	39.73%
负债和股东权益总计	2,104.59	2,505.49	3,201.19	4,117.67	4,449.33	净利率	32.09%	36.30%	30.17%	27.20%	29.23%
						ROE	8.00%	14.52%	17.54%	19.74%	18.61%
						ROIC	42.42%	80.60%	82.13%	49.72%	45.10%
						偿债能力					
						资产负债率	6.56%	12.18%	16.64%	19.26%	8.19%
						净负债率	-20.08%	-10.75%	1.46%	-7.61%	-9.26%
						流动比率	13.40	6.92	4.66	3.52	7.51
						速动比率	12.70	6.28	3.93	2.86	6.37
						营运能力					
						应收账款周转率	4.78	5.10	4.94	5.02	4.98
						存货周转率	5.38	6.15	5.61	5.45	5.59
						总资产周转率	0.35	0.38	0.54	0.66	0.61
						每股指标(元)					
						每股收益	1.01	2.05	3.01	4.22	4.89
						每股经营现金流	0.99	1.22	1.43	5.07	4.00
						每股净资产	12.64	14.15	17.15	21.37	26.26
						估值比率					
						市盈率	56.47	27.81	18.98	13.54	11.68
						市净率	4.52	4.04	3.33	2.67	2.17
						EV/EBITDA	17.61	16.04	13.09	8.98	7.45
						EV/EBIT	19.83	17.04	14.06	9.63	8.15

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	157.34	319.44	468.04	656.21	760.35
折旧摊销	23.81	24.83	39.76	53.66	82.37
财务费用	8.30	4.88	(2.12)	(2.22)	(3.72)
投资损失	(5.91)	(14.39)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(19.09)	(133.26)	(283.21)	81.81	(217.16)
其它	(10.87)	(11.04)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	153.57	190.47	222.47	789.46	621.85
资本支出	103.03	129.35	500.00	500.00	500.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,309.84)	(374.33)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
投资活动现金流	(1,206.81)	(244.98)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
债权融资	(3.76)	(1.35)	165.08	(160.74)	3.72
股权融资	1,114.44	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.32	(84.21)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,144.00	(85.56)	165.08	(160.74)	3.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	90.77	(140.07)	(112.45)	128.72	125.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com