

公司研究

农药价格高涨业绩高增，深化高附加值硅基材料布局

——新安股份（600596.SH）2022年三季度报点评

要点

事件：10月30日晚，公司发布2022年三季度报。2022年前三季度，公司实现营业收入181.29亿元，同比增长36.14%；实现归母净利润28.67亿元，同比增长79.08%；实现扣非后归母净利润28.75亿元，同比增长81.34%。2022Q3，公司单季度实现营业收入47.85亿元，同比下滑0.33%，环比下滑30.05%；实现归母净利润5.34亿元，同比下滑29.44%，环比下滑51.83%。

22Q1-Q3 农药原药及制剂价格高涨，公司业绩同比大增。2022年前三季度，受益于农药原药及制剂价格的大幅上涨，公司整体业绩同比取得较高增速。而有机硅方面则因为下游需求的减弱，公司有机硅相关业务营收基本持平，但考虑到上游原材料成本的上行，我们预计公司有机硅盈利能力同比持平或下滑。从实际业务数据来看，2022年前三季度，公司农药原药及制剂合计实现销售额62.16亿元，同比增长70.9%，其中公司原药及制剂销量同比分别变动+21.0%和-22.6%，原药及制剂价格同比分别大涨70.7%和99.4%。有机硅方面，22Q1-Q3公司环体硅氧烷、硅氧烷中间体及有机硅硅橡胶合计实现销售额45.76亿元，同比小幅增长1.71%，三大有机硅主要产品销售量分别同比变动-11.5%、-3.4%、+0.3%，价格分别同比变动+14.3%、-2.4%、+8.4%。盈利能力方面，受益于产品价格的走高，2022年前三季度毛利率提升至25.51%，同比提升3.43pct。

拟定增募集18亿元资金，提升高附加值硅基材料产能布局。2022年5月公司发布定增预案，拟向包括控股股东传化集团全资子公司传化化学在内的特定投资者定向增发募集不超过18亿元资金。募集资金将主要用于浙江开化合成材料有限公司搬迁入园提升项目（投资额16.6亿元，使用募集资金12亿元）和35600吨/年高纯聚硅氧烷项目（投资额3.1亿元，使用募集资金3.0亿元）。上述项目的建成将提高公司功能性硅烷、特种有机硅、高纯聚硅氧烷等高附加值硅基材料的供货能力，进一步使得公司硅基材料业务布局向下游深化，在拓宽其应用场景的同时，再度增强硅基材料业务整体的盈利能力。

盈利预测、估值与评级：受益于农药原药及制剂价格同比大幅增长，2022年前三季度公司业绩取得较大增长。我们认为后续农药行业仍将维持高景气，外加有机硅下游需求的复苏，有机硅业务的盈利能力也将取得好转。我们上调公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测。预计2022-2024年公司归母净利润分别为31.75（上调21.2%）/34.09（上调20.0%）/37.19亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料及产品价格波动，下游需求不及预期，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,516	18,977	22,182	24,234	26,324
营业收入增长率	14.23%	51.61%	16.89%	9.25%	8.63%
净利润（百万元）	585	2,654	3,175	3,409	3,719
净利润增长率	54.62%	353.93%	19.59%	7.37%	9.11%
EPS（元）	0.71	3.24	2.77	2.98	3.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.99%	29.68%	27.11%	22.55%	19.74%
P/E	20.9	4.6	5.4	5.0	4.6
P/B	1.9	1.4	1.5	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-31，2020及2021年公司总股本为8.18亿股，2022年及以后公司总股本为11.46亿股。

买入（维持）

当前价：14.93元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.46
总市值(亿元)	171.06
一年最低/最高(元)	14.68/24.89
近3月换手率	124.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.16	-7.59	-18.63
绝对	-5.63	-23.83	-24.06

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,516	18,977	22,182	24,234	26,324
营业成本	10,731	14,122	16,822	18,387	20,040
折旧和摊销	444	560	579	614	652
税金及附加	46	75	89	94	103
销售费用	183	245	286	312	339
管理费用	460	605	665	727	790
研发费用	353	572	665	727	790
财务费用	61	93	30	-13	-62
投资收益	29	72	72	72	72
营业利润	812	3,217	3,844	4,130	4,500
利润总额	772	3,143	3,803	4,078	4,444
所得税	125	431	570	612	667
净利润	647	2,713	3,233	3,467	3,777
少数股东损益	62	58	58	58	58
归属母公司净利润	585	2,654	3,175	3,409	3,719
EPS(元)	0.71	3.24	2.77	2.98	3.25

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,093	2,878	2,867	3,799	4,515
净利润	585	2,654	3,175	3,409	3,719
折旧摊销	444	560	579	614	652
净营运资金增加	204	1,093	1,299	402	-11
其他	-140	-1,429	-2,186	-626	154
投资活动产生现金流	-858	-1,779	-677	-858	-833
净资本支出	-716	-809	-900	-900	-900
长期投资变化	306	1,126	0	0	0
其他资产变化	-447	-2,096	223	42	67
融资活动现金流	-68	-126	-778	-98	162
股本变化	113	0	327	0	0
债务净变化	-85	258	-339	-111	100
无息负债变化	806	1,886	-570	636	581
净现金流	120	933	1,411	2,843	3,844

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.3%	25.6%	24.2%	24.1%	23.9%
EBITDA 率	10.5%	21.4%	19.6%	19.4%	19.1%
EBIT 率	6.9%	18.4%	17.0%	16.9%	16.6%
税前净利润率	6.2%	16.6%	17.1%	16.8%	16.9%
归母净利润率	4.7%	14.0%	14.3%	14.1%	14.1%
ROA	5.2%	15.8%	16.9%	15.0%	13.7%
ROE (摊薄)	9.0%	29.7%	27.1%	22.5%	19.7%
经营性 ROIC	9.3%	30.2%	27.5%	28.2%	29.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	42%	43%	34%	30%	28%
流动比率	1.34	1.56	2.25	2.78	3.23
速动比率	1.00	1.05	1.65	2.10	2.60
归母权益/有息债务	3.47	4.19	6.53	8.98	10.56
有形资产/有息债务	6.25	7.61	10.06	13.05	14.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	12,457	17,199	19,113	23,105	27,563
货币资金	1,319	2,175	3,586	6,429	10,273
交易性金融资产	279	190	190	190	190
应收账款	1,022	1,420	1,727	1,884	2,048
应收票据	52	53	77	76	87
其他应收款 (合计)	198	225	323	341	355
存货	1,464	2,940	2,887	3,505	3,639
其他流动资产	1,278	1,573	1,573	1,573	1,573
流动资产合计	5,859	8,958	10,702	14,378	18,583
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	306	1,126	1,126	1,126	1,126
固定资产	4,967	4,717	4,647	4,600	4,561
在建工程	330	763	992	1,164	1,293
无形资产	614	772	855	937	1,017
商誉	86	106	106	106	106
其他非流动资产	2	233	233	233	233
非流动资产合计	6,598	8,241	8,411	8,727	8,980
总负债	5,220	7,364	6,455	6,980	7,660
短期借款	1,019	439	0	0	0
应付账款	1,619	2,188	2,573	2,831	3,075
应付票据	838	1,233	1,247	1,468	1,612
预收账款	1	2	0	0	0
其他流动负债	23	43	43	43	43
流动负债合计	4,376	5,756	4,747	5,171	5,752
长期借款	766	1,483	1,583	1,683	1,783
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	60	70	70	70	70
非流动负债合计	844	1,608	1,708	1,808	1,908
股东权益	7,237	9,835	12,658	16,125	19,902
股本	818	818	1,146	1,146	1,146
公积金	1,549	1,537	1,223	1,223	1,223
未分配利润	4,105	6,555	9,306	12,715	16,434
归属母公司权益	6,502	8,943	11,709	15,117	18,837
少数股东权益	735	892	950	1,008	1,066

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.47%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
管理费用率	3.68%	3.19%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	0.49%	0.49%	0.14%	-0.05%	-0.24%
研发费用率	2.82%	3.01%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.34	3.52	2.50	3.32	3.94
每股净资产	7.94	10.93	10.22	13.19	16.44
每股销售收入	15.29	23.19	19.36	21.15	22.98

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20.9	4.6	5.4	5.0	4.6
PB	1.9	1.4	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	11.3	3.6	4.1	3.3	2.4
股息率	1.7%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE