

## 新安股份 (600596.SH)

### 全年业绩略超预期，有机硅全产业链布局更加完善

事件：公司发布 2021 年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 26 亿~27 亿元，同比增长 344%~362%，扣非净利润 26 亿~27 亿元，同比增长 548%~574%；其中四季度单季实现归母净利润 10 亿~11 亿元，同比增长 132%~155%，环比增长 32%~45%，略超预期。

□ **核心产品价格大幅上涨，助推全年业绩超预期。**报告期内，草甘膦、有机硅、工业硅等核心产品价格同比大幅上涨，公司充分发挥全产业链一体化优势，积极拓展上下游市场份额，继续推进“成为硅基新材料和作物保护领域解决方案的全球领先者”战略目标，中高端产品领域布局取得积极进展，销量同比大幅增长。公司利用长期积累的产业链资源，在“双控”政策及原材料价格持续上涨压力下，确保供应链稳定，各主要生产装置稳定、高效运行，为经营业绩大幅增长提供了有力保障。

□ **草甘膦市场维持高景气度，盈利有望保持高水平。**2021 年四季度草甘膦华东市场均价 7.9 万元/吨，环比上涨 50%，尽管原材料黄磷、甘氨酸受到限电及大宗化学品涨价影响，成本端环比大幅增加，但草甘膦价差环比仍扩大约 1900 元/吨，盈利水平进一步提高。草甘膦行业经过过去几年的供给侧改革，集中度大幅提高，海外市场需求旺盛，供需关系紧张，部分龙头企业草甘膦订单已排到 2022 年 4 月，当前草甘膦华东市场价 8.05 万元/吨，盈利丰厚。

□ **有机硅价格冲高回落，持续加强上游工业硅布局。**2021 年四季度有机硅 DMC 市场均价 4.0 万元/吨，环比上涨 13.3%，由于原材料工业硅等大幅涨价，价差环比缩小 1760 元/吨，自 2021 年 10 月底以来，受原材料跌价、供给增加及需求不足等影响，有机硅价格持续下跌，当前有机硅 DMC 华东市场价 2.85 万元/吨，近期因货源偏紧价格有所反弹。2021 年公司加速了上游工业硅布局，目前拥有工业硅产能 10 万吨/年，除云南盐津在建的 10 万吨/年新产能外，近期接连落地四川平武 6.5 万吨/年的建设项目和云南景成 5.4 万吨/年收购项目，届时公司工业硅产能将达到 30 万吨/年以上，同时公司在云南盐津拥有 8000 万吨储量的硅矿，目前一期项目已完全达产。

□ **作物保护及硅基新材料协同发展，看好未来成长性。**公司宁夏新安草铵膦一期 3000 吨/年项目 2021 年底具备试生产条件，收购合肥星宇后，选择性除草剂的主要大田品种全部配齐，未来新产能持续投产。公司不断推进有机硅终端发展战略，目前终端转化率超过 40%，产品品种 2800 种左右，相应产品都有不同的终端子公司承接，为公司终端化战略发展提供了有力支撑，未来公司将持续优化产品结构，持续提高终端产品销售比例。此外，公司磷化工板块值得关注，2021 年公司跟多氟多进行了基于六氟磷酸锂原料的合作；基于磷元素发展的阻燃剂板块，福建上杭 14.2 万吨/年的新型阻燃新材料项目正在建设中，除 TCPP 产品以外，ADP、BDP、TEP 等产品都会放量，福建上杭将会成为公司磷化工重要生产基地。

□ **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、22.9 亿、24.8 亿元，EPS 分别为 3.24、2.80、3.04 元，当前股价对应 PE 分别为 8、9、8 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：25.38 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)	208
流通市值 (亿元)	187
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	-9	38	135
相对表现	-4	43	147



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《新安股份 (600596) 一三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) 一上半年业绩表现靓丽，全年业绩有望超预期》2021-08-20
- 《新安股份 (600596) 一核心产品景气度向上，上半年业绩大幅增长》2021-07-11

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

赵晨曦 研究助理

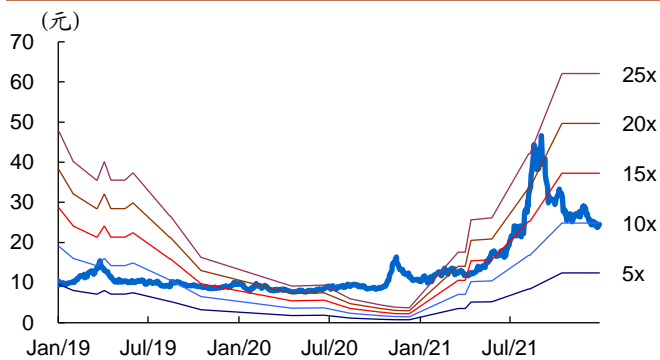
✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	10957	12516	20776	20173	22080
同比增长	-0%	14%	66%	-3%	9%
营业利润(百万元)	558	812	3575	3092	3348
同比增长	-61%	45%	340%	-14%	8%
归母净利润(百万元)	378	585	2654	2293	2484
同比增长	-69%	55%	354%	-14%	8%
每股收益(元)	0.54	0.71	3.24	2.80	3.04
PE	47.3	35.5	7.8	9.1	8.4
PB	3.1	3.2	2.3	2.0	1.7

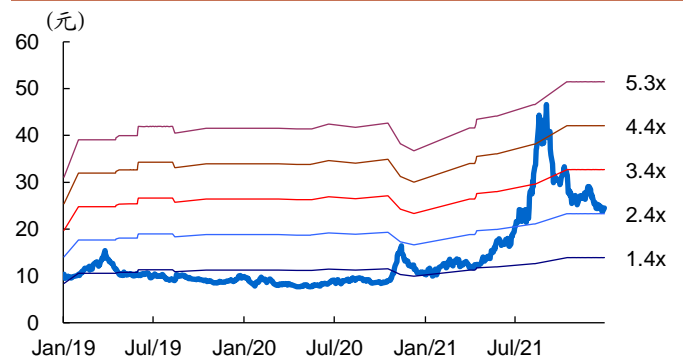
资料来源：公司数据、招商证券

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4904	5859	8683	8631	10303
现金	1111	1319	1734	1809	2853
交易性投资	373	279	279	279	279
应收票据	61	52	86	84	92
应收款项	675	1022	1664	1616	1769
其它应收款	164	198	329	319	349
存货	1435	1464	2106	2102	2310
其他	1085	1525	2485	2421	2652
<b>非流动资产</b>	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	642	700	630	567	510
其他	1229	625	621	618	616
<b>资产总计</b>	<b>10894</b>	<b>12457</b>	<b>16223</b>	<b>17026</b>	<b>19475</b>
<b>流动负债</b>	3556	4376	5412	4476	4864
短期借款	1037	1019	930	0	0
应付账款	1857	2457	3553	3547	3898
预收账款	222	305	441	440	483
其他	441	596	489	489	484
<b>长期负债</b>	942	844	844	844	844
长期借款	872	766	766	766	766
其他	70	78	78	78	78
<b>负债合计</b>	<b>4498</b>	<b>5220</b>	<b>6256</b>	<b>5320</b>	<b>5708</b>
股本	705	818	818	818	818
资本公积金	832	968	968	968	968
留存收益	4159	4715	7164	8661	10457
少数股东权益	700	735	1016	1259	1522
归属于母公司所有者权益	5696	6502	8951	10448	12244
<b>负债及权益合计</b>	<b>10894</b>	<b>12457</b>	<b>16223</b>	<b>17026</b>	<b>19475</b>

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	872	1093	2196	3162	3060
归母净利润	378	585	2654	2293	2484
折旧摊销	423	448	539	626	705
财务费用	63	79	95	60	27
投资收益	(29)	(29)	(183)	(183)	(183)
营运资金变动	(32)	(66)	(1210)	122	(244)
其它	68	77	301	245	270
<b>投资活动现金流</b>	(551)	(858)	(1302)	(1302)	(1302)
资本支出	(835)	(739)	(1484)	(1484)	(1484)
其他投资	284	(119)	183	183	183
<b>筹资活动现金流</b>	98	(68)	(479)	(1786)	(715)
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)	(688)
其他	(62)	(63)	(95)	(60)	(27)
<b>现金净增加额</b>	<b>419</b>	<b>168</b>	<b>416</b>	<b>75</b>	<b>1043</b>

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10957	12516	20776	20173	22080
营业成本	9186	10731	15516	15490	17022
营业税金及附加	48	46	76	74	81
营业费用	382	183	305	296	324
管理费用	464	460	764	741	811
研发费用	312	353	586	569	623
财务费用	65	61	95	60	27
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
<b>营业利润</b>	558	812	3575	3092	3348
营业外收入	30	62	62	62	62
营业外支出	40	102	102	102	102
<b>利润总额</b>	548	772	3535	3052	3308
所得税	108	125	599	516	560
少数股东损益	62	62	281	243	263
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>378</b>	<b>585</b>	<b>2654</b>	<b>2293</b>	<b>2484</b>

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-0%	14%	66%	-3%	9%
营业利润	-61%	45%	340%	-14%	8%
归母净利润	-69%	55%	354%	-14%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.2%	14.3%	25.3%	23.2%	22.9%
净利率	3.5%	4.7%	12.8%	11.4%	11.3%
ROE	6.6%	9.0%	29.7%	21.9%	20.3%
ROIC	5.9%	7.9%	26.1%	20.9%	19.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.3%	41.9%	38.6%	31.2%	29.3%
净负债比率	18.0%	15.1%	10.5%	4.5%	3.9%
流动比率	1.4	1.3	1.6	1.9	2.1
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
存货周转率	6.3	7.4	8.7	7.4	7.7
应收帐款周转率	10.5	13.8	14.7	11.7	12.4
应付帐款周转率	5.3	5.0	5.2	4.4	4.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.54	0.71	3.24	2.80	3.04
每股经营现金	1.24	1.34	2.68	3.86	3.74
每股净资产	8.08	7.94	10.94	12.77	14.96
每股股利	0.20	0.25	0.97	0.84	0.91
<b>估值比率</b>					
PE	47.3	35.5	7.8	9.1	8.4
PB	3.1	3.2	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	25.0	19.6	6.0	6.7	6.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。