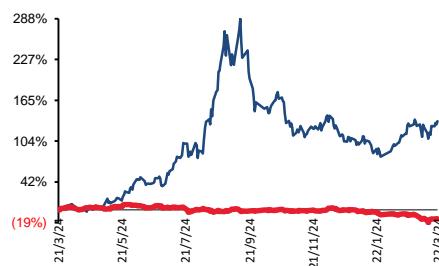




基础化工 化学制品

一体化经营优势凸显，终端布局持续发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	818/735
总市值/流通(百万元)	22,964/20,629
12个月最高/最低(元)	46.61/11.89

相关研究报告：

证券分析师：于庭泽

E-MAIL: yutz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521080002

事件：公司发布2021年年度报告，报告期内实现营业收入189.77亿元，同比+51.45%，归母净利润总额26.54亿元，同比+354.56%，扣非净利润26.73亿元，同比+567.10%；其中Q4单季实现营业收入56.6亿元，同比+82.98%，归母净利润10.53亿元，同比+172.06%。同时预告22年Q1实现归母净利润11.5至12.5亿，同比+313%至349%。

主营产品价格大幅上涨，经营业绩再创新高。2021年，受地缘政治、新冠疫情持续发酵等多重因素影响、大宗商品价格暴涨，21年金属硅、有机硅、和草甘膦均价分别为2.3万元/吨、3.2万元/吨、4.8万元/吨，同比上涨95%、70%、106%。公司基于原有“氯、硅、磷”元素循环利用的产业基础，充分发挥全产业链一体化优势，积极拓展上下游市场份额，产品销量大幅上涨，经营业绩再创新高。

一体化经营优势凸显，终端业务占比提升逐步抹平周期属性。公司围绕有机硅业务进行“产业链向上、价值链提升、供应链协同”，实现上游金属硅自供，下游中高端产品开发，公司终端业务驶入快车道。报告期内，公司硅基终端及特种硅烷产品实现营业收入32.04亿元，同比增长69%，终端转化率达40%以上，终端产品中的中高端产品占比达44%。截止2021年末，公司有机硅终端产品品种近3000种，终端子公司载体价值突显；同时公司积极布局新能源赛道，现有6.5万吨三氯氢硅、3万吨光伏密封胶产能；产业一体化方面，公司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。随着一体化布局不断推进，终端产品占比提升，公司周期属性有望逐渐弱化。

草甘膦景气度持续高位，公司盈利有望保持高水平。2020年以来，全球农产品价格不断走高，下游农户种植积极性提高，带动农业相关产品价格集体上涨；经过过去几年的供给侧改革，草甘膦行业集中度大幅提高，当下正值采购旺季，海外市场需求旺盛，供需关系紧张。当前草甘膦华东市场价6.4万元/吨，产品价差维持较高水平。公司是国内草甘膦行业领先企业，现有草甘膦原药产能8万吨/年，有望继续保持良好盈利水平。

首次覆盖予以“买入”评级。公司深耕磷、硅两大产业，当前时点产业景气度持续高位，盈利能力强。同时随着公司一体化战略不断

推进，终端产品占比不断提升，开辟以新能源应用为主要场景的“第三战场”，长期看公司成长属性不断增强，周期属性有望逐步弱化。预计公司22-24年实现归母净利润34.9亿/44.8亿/55.3亿，EPS4.27/5.47/6.75元，对应PE6.4/5.0/4.1倍，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌、原材料价格波动、项目推进不达预期

图表1：有机硅价格走势



资料来源：百川盈孚，太平洋证券

图表2：草甘膦价格走势



资料来源：百川盈孚，太平洋证券

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18976.7	25049.2	32063.0	40078.7
(+/-%)	51.6%	32.0%	28.0%	25.0%
净利润(百万元)	2654.5	3492.0	4475.4	5528.4
(+/-%)	354.6%	31.6%	28.2%	23.5%
摊薄每股收益(元)	3.24	4.27	5.47	6.75

市盈率(PE)	8.5	6.4	5.0	4.1
---------	-----	-----	-----	-----

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1318.6	2174.9	4518.2	7159.5	10373.4	营业收入	12516.4	18976.7	25049.2	32063.0	40078.7
应收和预付款项	1237.9	1725.9	2248.3	2879.9	3601.7	营业成本	10731.1	14121.8	18912.1	24303.7	30459.8
存货	1464.3	2940.4	3916.2	5032.7	6307.4	营业税金及附加	46.0	74.5	98.3	125.9	157.4
其他流动资产	1309.3	1649.1	2176.8	2786.3	3482.8	销售费用	183.5	244.7	325.6	673.3	841.7
流动资产合计	5859.4	8958.0	13416.2	18517.8	24542.2	管理费用	460.0	604.7	876.7	1218.4	1523.0
长期股权投资	305.8	1126.3	1126.3	1126.3	1126.3	财务费用	61.4	93.2	95.2	67.8	41.4
投资性房地产	93.1	106.6	106.6	106.6	106.6	资产减值损失	-52.2	-137.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	4966.8	4717.3	4626.2	4562.2	4504.6	投资收益	116.60	122.38	135.00	135.00	135.00
在建工程	329.6	762.9	762.9	762.9	762.9	公允价值变动	66.1	-33.9	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	699.9	877.3	839.6	835.6	902.1	营业利润	811.9	3217.3	4149.7	5327.9	6589.3
长期待摊费用	18.6	14.1	11.3	9.0	7.2	其他非经营损益	-40.1	-74.1	10.0	10.0	10.0
其他非流动资产	153.2	541.8	541.8	541.8	541.8	利润总额	811.9	3217.3	4149.7	5327.9	6589.3
资产总计	12456.9	17199.3	21525.8	26557.3	32588.7	所得税	125.1	430.7	603.7	780.4	969.7
短期借款	1018.5	439.0	300.0	300.0	300.0	净利润	646.7	2712.5	3556.0	4557.5	5629.7
应付和预收款项	1924.0	2905.1	3890.5	4999.7	6266.1	少数股东损益	62.0	58.0	64.0	82.0	101.3
长期借款	765.8	1483.4	1433.4	1383.4	1333.4	归母股东净利润	584.8	2654.5	3492.0	4475.4	5528.4
其他负债	60.2	70.3	70.3	70.3	70.3						
负债合计	5220.2	7364.2	8560.6	10082.1	11826.5						
股本	818.4	818.4	818.4	818.4	818.4						
资本公积	968.4	977.2	968.4	968.4	968.4						
留存收益	4714.8	7147.8	10042.8	13470.7	17656.4						
归母公司股东权益	6501.7	8943.5	11829.7	15257.5	19443.3						
少数股东权益	735.1	891.7	857.1	939.1	1040.5						
股东权益合计	7236.7	9835.1	12686.8	16196.7	20483.7						
负债和股东权益	12456.9	17199.3	21525.8	26557.3	32588.7						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	1093.3	2877.5	3321.4	4151.7	5062.9	毛利率	14.3%	25.6%	24.5%	24.2%	24.0%
投资性现金流	(857.8)	(1778.9)	(265.0)	(345.0)	(415.0)	销售净利率	4.7%	14.0%	13.9%	14.0%	13.8%
融资性现金流	(67.7)	(126.2)	(713.1)	(1165.4)	(1434.0)	销售收入增长率	14.2%	51.6%	32.0%	28.0%	25.0%
现金增加额	167.8	972.4	2343.3	2641.3	3213.9	EBIT 增长率	40.1%	279.1%	28.2%	27.1%	22.9%
						净利润增长率	54.6%	353.9%	31.6%	28.2%	23.5%
						ROE	9.0%	29.7%	29.5%	29.3%	28.4%
						ROA	4.7%	15.4%	16.2%	16.9%	17.0%
						ROIC	7.8%	23.7%	24.7%	25.4%	25.3%
						EPS(X)	0.7	3.24	4.27	5.47	6.75
						PE(X)	38.5	8.5	6.4	5.0	4.1
						PB(X)	3.5	2.5	1.9	1.5	1.2
						PS(X)	1.8	1.2	0.9	0.7	0.6
						EV/EBITDA(X)	20.5	6.9	5.5	4.4	3.7

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。