

## 电解液产销两旺，海斯福助力业绩攀升

■事件：新宙邦公布 2016 年年报，公司实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 70.10%；净利润 2.56 亿元，同比增长 100.45%；经营活动产生的现金流量净额 1.89 亿元，同比增长 82.35%。公司同时公告，拟每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税），每 10 股转增 10 股。另外，公司公布 2017 年一季报业绩预告，2017 年一季度公司实现净利润 0.61 亿元-0.72 亿元，同比增长 15%-35%。

■电解液产销两旺，业务营收提升明显：公司是全球主要的锂离子电池电解液供应商之一，市场占有率名列前茅。近年来，公司在韩国及东南亚市场取得了重大突破，大客户市场份额稳定增长，已经成为 LG 化学、三星、索尼的重要供应商。2016 年度，公司锂离子电池电解液业务营收 8.54 亿元，同比增长 124.81%，毛利率达到 32.03%，同比增长 0.49%。电解液业务大幅提升，主要得益于：1) 国内新能源汽车市场的迅猛增长拉动公司锂离子电池电解液的订单数量；2) 电解液原料六氟磷酸锂因供求失衡在 2016 年价格提升明显，拉动电解液产品价格的上涨；3) 公司与原料供应商在 2016 年年初签订了六氟磷酸锂采购合同，锁定了原料供应价格，未受成本上升的影响。

■医药中间体营收快速增长，海斯福开拓国外市场：公司于 15 年 5 月收购了含氟医药中间体制造商海斯福，海斯福致力于氟化工深加工产品的研发与制造，是国内领先的氟化物制造商之一。目前，海斯福所研制的高端含氟医药中间体已获国际大客户的认可。海斯福含氟医药中间体产品不仅优化了公司产品结构，而且对公司业绩产生了极大的正面作用。2016 年度，公司医药中间体业务营收 3.03 亿元，同比增长 119.92%，毛利率达到 60.55%，同比增长 15.15%。公司医药中间体业务的大幅提升，主要得益于：1) 2016 年 3 月海斯福与 Piramal Critical Care Inc. 签署了重大合同，标的金额超 2000 万美元，极大地拉升了公司在医药中间体业务上的收入；2) 高端氟化工深加工产品技术壁垒高，国内制造商数量较小，海斯福作为其中的佼佼者，具有较强的竞争优势与议价空间。

■电容器受原料影响，业绩基本与去年持平：公司是电容器化学品国内厂商代表，产品主要供应国内市场，部分出口到日本及东南亚国家和地区。国内市场方面，目前公司已成为国内电容器化学品的龙头企业和市场领导者，在规模、研发、品牌、品质和服务等方面处于领先地位，在国际市场上具有一定影响力。2016 年度，公司电容器化学品业务营收 3.64 亿元，同比增长-6.16%，毛利率达到 37.88%，同比增长 1.79%；公司电容器化学品业务与去年基本持平，主要是因为：1) 原材料价格下降影响，产品销售价格有所下降，公司业务营收因此受到

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**68.00 元**  
股价 (2017-03-27) **55.06 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	10,418.33
流通市值 (百万元)	6,221.45
总股本 (百万股)	189.22
流通股本 (百万股)	112.99
12 个月价格区间	42.75/70.80 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.04	5.53	31.68
绝对收益	10.12	4.46	19.57

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

### 相关报告

新宙邦：传统业务下滑，  
含氟精细化学品与电解液 2016-03-22  
双轮驱动

影响；2) 公司在国际市场例如日本及东南亚的管理成本近年不断增加，以及日元贬值在一定程度上影响产品的价格竞争力。

■ **公司经营正常，三费增长与营收保持一致：**2016/2015 年末，应收账款的账面价值为 4.86/3.09 亿元，占公司总资产的比重分别为 17.36%/13.36%，应收账款周转率分别为 4.00/2.96 次。由于 2016 年公司销售规模迅速扩大，引起应收账款数量的快速增加，但公司主要客户均在行业内具有较高地位，经营稳定，风险可控。报告期内，公司经营现金流量净额同比增长 58.27%，主要是由于经营业绩增长销售货款回笼资金增加所致。公司三费增长基本与营收保持一致，销售费用、管理费用、财务费用同比增长 35.63%、67.83%、9.16%；其中，管理费用因人员工资与研发投入增长较快所致。

■ **研发投入持续增长，巩固产品地位：**2016 年度公司研发支出 1.04 亿元，占营业收入的比例为 6.57%。2016 年公司在三元正极材料动力电池电解液、磷酸铁锂动力电池电解液、钴酸锂动力电池电解液、锂离子电池电解液添加剂、LED 封装胶等重点项目上取得了较为显著的研究成果，为公司产品巩固市场先发优势提供了强有力技术保障。近年来，公司持续加大研发投入，研发投入一直保持在主营业务收入 4% 以上，并且呈逐年增加的趋势，为公司进一步提升核心竞争力提供了有利保障。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.90/2.60/3.27 元，业绩增速分别为 37%、37%、26%。考虑到公司是锂电池电解液业务与海斯福氟化中间体业务均有较大成长空间，未来营收有望继续大幅增长，维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 68.00 元。

■ **风险提示：**国内市场需求下滑或外资品牌加大在国内市场的开拓力度；新产品研发推进缓慢。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	934.3	1,589.2	2,452.0	3,175.4	3,686.6
净利润	127.7	255.9	350.2	478.2	601.3
每股收益(元)	0.67	1.35	1.90	2.60	3.27
每股净资产(元)	10.44	11.51	13.46	15.56	18.46
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	81.6	40.7	28.9	21.2	16.9
市净率(倍)	5.3	4.8	4.1	3.5	3.0
净利润率	13.7%	16.1%	14.3%	15.1%	16.3%
净资产收益率	6.5%	11.7%	14.1%	16.7%	17.7%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.9%	0.7%
ROIC	11.7%	14.3%	20.4%	20.3%	26.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	934.3	1,589.2	2,452.0	3,175.4	3,686.6	成长性					
减:营业成本	603.1	974.7	1,526.6	1,962.0	2,268.1	营业收入增长率	23.5%	70.1%	54.3%	29.5%	16.1%
营业税费	7.1	13.6	19.2	24.9	28.9	营业利润增长率	-4.7%	94.1%	42.2%	37.3%	25.5%
销售费用	40.3	54.7	97.2	120.7	132.7	净利润增长率	-3.8%	100.5%	36.9%	36.5%	25.7%
管理费用	146.4	245.7	367.8	470.0	538.2	EBITDA 增长率	5.0%	82.0%	45.0%	30.2%	17.9%
财务费用	-13.2	-14.4	22.6	20.7	-7.0	EBIT 增长率	-5.4%	102.4%	57.8%	34.9%	19.9%
资产减值损失	4.1	25.1	10.0	13.1	16.0	NOPLAT 增长率	-4.1%	103.4%	56.5%	34.9%	19.9%
加:公允价值变动收益	-1.0	-	0.5	0.1	-0.2	投资资本增长率	66.9%	9.4%	35.5%	-6.1%	13.0%
投资和汇兑收益	4.4	0.8	4.1	3.1	2.7	净资产增长率	47.3%	11.0%	13.5%	16.0%	19.0%
营业利润	149.7	290.6	413.2	567.2	712.0	利润率					
加:营业外净收支	4.9	13.2	6.8	8.3	9.4	毛利率	35.4%	38.7%	37.7%	38.2%	38.5%
利润总额	154.6	303.8	420.0	575.5	721.5	营业利润率	16.0%	18.3%	16.9%	17.9%	19.3%
减:所得税	21.5	40.9	59.4	81.4	102.1	净利润率	13.7%	16.1%	14.3%	15.1%	16.3%
净利润	127.7	255.9	350.2	478.2	601.3	EBITDA/营业收入	20.4%	21.8%	20.5%	20.6%	21.0%
						EBIT/营业收入	14.6%	17.4%	17.8%	18.5%	19.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	162	110	71	49	37
						流动资产周转天数	193	139	150	150	144
						流动资产周转天数	407	289	276	272	287
						应收账款周转天数	105	92	99	99	96
						存货周转天数	56	45	51	50	49
						总资产周转天数	760	578	463	408	397
						投资资本周转天数	516	397	317	273	242
						投资回报率					
						ROE	6.5%	11.7%	14.1%	16.7%	17.7%
						ROA	5.8%	9.4%	10.3%	13.4%	13.9%
						ROIC	11.7%	14.3%	20.4%	20.3%	26.0%
						费用率					
						销售费用率	4.3%	3.4%	4.0%	3.8%	3.6%
						管理费用率	15.7%	15.5%	15.0%	14.8%	14.6%
						财务费用率	-1.4%	-0.9%	0.9%	0.7%	-0.2%
						三费/营业收入	18.6%	18.0%	19.9%	19.3%	18.0%
						偿债能力					
						资产负债率	13.9%	21.1%	28.7%	21.1%	22.1%
						负债权益比	16.1%	26.7%	40.2%	26.7%	28.3%
						流动比率	3.83	3.01	2.57	3.54	3.68
						速动比率	3.26	2.53	2.06	2.94	3.06
						利息保障倍数	-10.33	-19.15	19.28	28.35	-100.18
						分红指标					
						DPS(元)	0.29	-	0.27	0.50	0.37
						分红比率	43.2%	0.0%	14.4%	19.2%	11.2%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.9%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133.1	263.0	350.2	478.2	601.3	EPS(元)	0.67	1.35	1.90	2.60	3.27
加:折旧和摊销	56.8	75.9	67.5	67.5	67.5	BVPS(元)	10.44	11.51	13.46	15.56	18.46
资产减值准备	4.1	25.1	-	-	-	PE(X)	81.6	40.7	28.9	21.2	16.9
公允价值变动损失	1.0	-	0.5	0.1	-0.2	PB(X)	5.3	4.8	4.1	3.5	3.0
财务费用	-16.3	-11.3	22.6	20.7	-7.0	P/FCF	-18.7	98.7	-129.1	25.2	34.0
投资损失	4.4	-0.8	-4.1	-3.1	-2.7	P/S	11.2	6.6	4.1	3.2	2.7
少数股东损益	5.4	7.0	10.4	15.9	18.1	EV/EBITDA	54.8	25.1	20.1	14.6	12.1
营运资金的变动	6.8	-31.1	-704.0	85.2	-364.7	CAGR(%)	54.8%	33.1%	38.7%	54.8%	33.1%
经营活动产生现金流量	103.8	189.3	-256.8	664.6	312.3	PEG	1.5	1.2	0.7	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-332.3	-115.6	4.1	3.1	2.7	ROIC/WACC	1.1	1.3	1.9	1.9	2.4
融资活动产生现金流量	138.3	-21.5	137.1	-342.1	-60.8	REP	5.7	3.6	2.1	2.2	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034