

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 业绩符合预期 17 年持续增长

——新宙邦（300037）年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持（维持）

发布日期：2017 年 03 月 29 日

#### 报告关键要素：

2016年，公司业绩符合预期。公司业绩增长主要源自锂电池化学品和医药中间体业务，电容器化学品业绩受累于上游原材料价格下行；盈利能力提升主要受益于产品结构优化。2017年，预计公司锂电池化学品业绩将持续受益于海外客户及国内新能源汽车行业增长，电容器化学品将止跌增长，医药中间体持续增长。暂不考虑配股影响，预测公司2017-18年EPS分别为1.70元与1.98元，按03月28日53.21元收盘价计算，对应的PE分别为31.36倍与26.81倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。

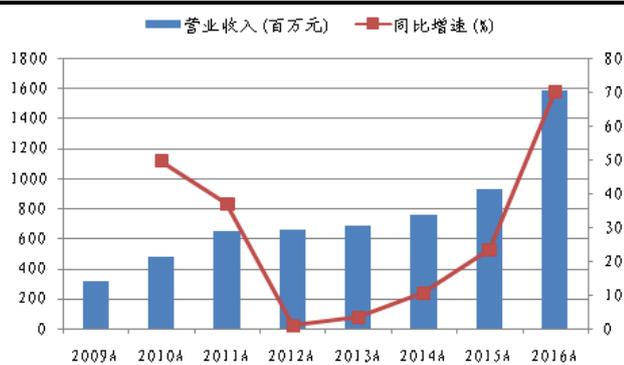
#### 事件：

- **新宙邦(300037)公布2016年年报及17年一季度业绩预告。**2016年，公司实现营业收入15.89亿元，同比增长70.10%；实现营业利润2.91亿元，同比增长94.14%；实现归属于上市公司股东的净利润2.56亿元，同比增长100.45%，基本每股收益1.39元，利润分配预案为每10股派息5.0元(含税)，以资本公积向全体股东每10股转增10股。公司预计17年一季度归属于上市公司股东的净利润为6113-7176万元，同比增长15-35%。

#### 点评：

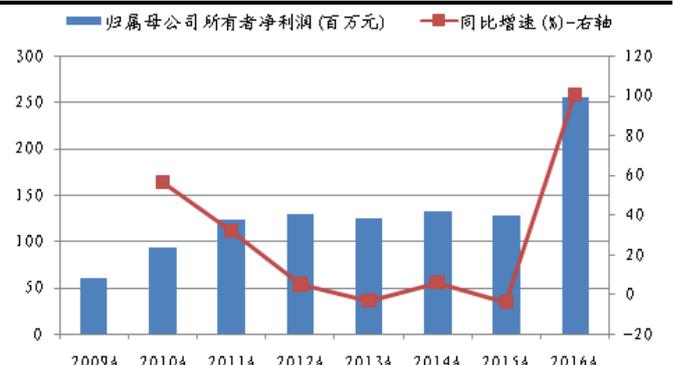
- **业绩增长主要源自电解液和医药中间体业务。**2016年，公司营收15.89亿元，同比增长70.10%，净利润2.56亿元，同比增长100.45%，业绩增长主要源自锂电池电解液和医药中间体业务，全年公司化工行业总销量40994吨，同比增长13.74%。16年公司资产减值损失2511万元，同比增长510.66%，其中固定资产减值损失1416万元；营业外收入1580万元，同比增长116.76%，其中政府补助1312万元。另外，公司预计17年一季度归属于上市公司股东的净利润为6113-7176万元，同比增长15-35%，增长主要在于锂电池电解液销量增长、铝电容器市场回暖致需求增长，以及且海斯福氟化学品新客户和新产品开发进展顺利。

图1：2009-16年公司营收及同比增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2009-16年公司净利润及同比增速



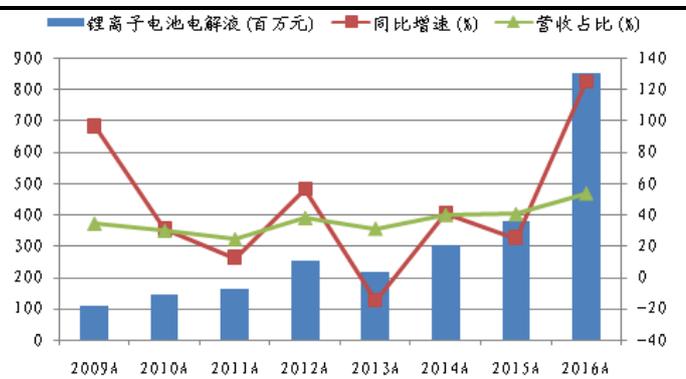
数据来源：Wind，中原证券

**量价齐升致锂电池化学品业绩增长 预计17年销量持续增长。**2014年以来，公司锂电池化学品营收持续增长，15年实现收入3.80亿元，同比增长25.17%，营收占比40.86%；16年实现营收8.54亿元，同比大幅增长124.81%，占比提升至53.76%，业绩增长在于两方面：一是16年六氟磷酸锂价格总体位于较高水平，对应电解液产品价格提升，且公司在16年初与韩国Foosun Co., Ltd. 签署了六氟磷酸锂采购合同，合同金额为3974-4876万美元，供货期为16年7月1日至2021年6月30日，并采用分三批供货；二是公司具备技术与客户优势，产品销量显著受益于行业增长，16年公司在韩国及其他东南亚市场份额取得了重大突破，大客户市场份额稳定增长，并已成为LG化学、三星、索尼的重要供应商。预计17年公司电解液销量将持续增长，增长主要受益于我国新能源汽车行业增长以及海外客户的稳步开拓。2016年，我国新能源汽车产量51.7万辆，同比增长36.41%，考虑行业技术进步及相关政策逐步落地，预计17年我国新能源汽车产量达68万辆。

**关注博氟科技项目进展。**16年7月，公司与鑫联华源共同出资2000万元设立湖南博氟新材料科技有限公司(博氟科技)，其中公司拟以现金出资1060万元，持股占比53%。博氟科技拟投资建设年产200吨新型锂盐双(氟代磺酰)亚胺锂(LiFSI)，该产品作为添加剂加入六氟磷酸锂电解液中，可有效提升产品品质和提升公司产品竞争力。目前项目总体处于建设中，16年净利润为-1526万元。考虑项目市场前景，建议重点关注该项目进展。

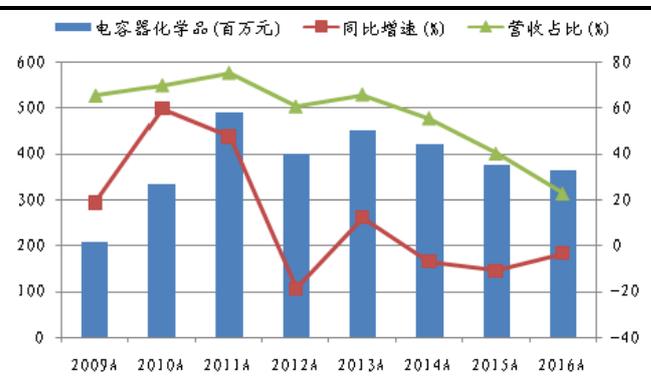
值得注意的是，电解液核心原材料六氟磷酸锂价格在16年上半年价格见顶后总体处于回落中，伴随六氟磷酸锂产能的持续释放，预计其价格仍有下降空间，故电解液价格在17年将承压，且行业竞争加剧将导致价格承压。但电解液产能过剩是个长期存在的现象，预计具备技术、规模与客户优势的企业盈利能力仍将维持在合理水平。

图3: 2009-16年公司锂电池化学品营收、增速及占比



数据来源: Wind, 中原证券

图4: 2009-16年公司电容器化学品营收、增速及占比



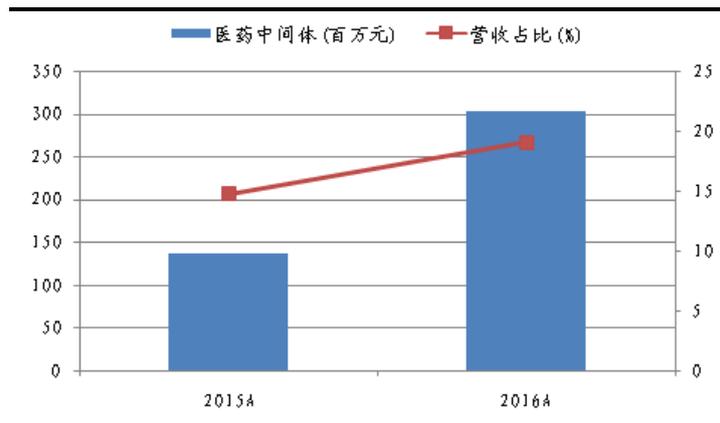
数据来源: Wind, 中原证券

**电容器化学品业绩持续下滑 预计17年止跌增长。**公司电容器化学品包括铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液。2014年以来，全球经济不景气致行业需求下滑，同时行业竞争加剧致产品价格下降，二因素叠加使公司电容器化学品业绩总体持续下滑，2015年实现营收3.76亿元，同比下降10.63%；16年营收3.64亿元，同比下降3.16%，营收占比大幅降低至22.91%，16年持续下降主要因素在于上游原材料价格下降致行业产品价格下降。

预计17年公司电容器化学品业绩将止跌增长。公司电容器化学品17年增长逻辑主要有两点：一是伴随产品技术和品质提升，逐步替代进口的中高端产品，同时日韩竞争对手因生产成本低、距离远等劣势，其在国内市场份额在逐步降低；二是部分细分行业需求增长。伴随国内持续出台鼓励实体经济发展举措，预计在汽车电子、云端服务、智能终端、LED照片以及智能充电桩领域需求将实现缓慢增长。

**海斯福医药中间体具备较高附加值 预计17年医药中间体业绩持续增长。**2015年5月，公司完成海斯福100%股权收购，并自15年6月开始并表，15年其医药中间体实现收入1.38亿元，在公司营收中占比14.77%。2016年，公司医药中间体实现营收3.03亿元，按全年业绩口径同比增长30.05%，在公司营收中占比提升至19.10%。氟化工领域，低端产能仍面临过剩现象，价格竞争激烈；而含氟医药、含氟农药等仍具备较高附加值，且公司在含氟医药领域具备一定技术实力。16年3月，公司与Piramal Critical Care Inc. 签署了重大合同，合同标的为含氟医药中间体，合同期限为16年4月1日至17年3月31日，金额约2063万美元，合作方Piramal是一家全球领先的专注于急症护理领域的公司。该合同签订对后续客户开拓及业绩提升具有重要作用，预计17年海斯福医药中间体业绩将持续增长。

**图5：2015-16年公司医药中间体营收及占比**



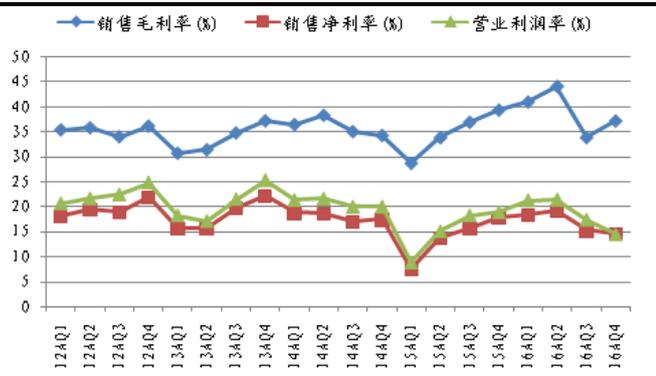
数据来源：Wind，中原证券

**半导体化学品发展前景看好。**2016年，公司半导体化学品开始贡献业绩，全年实现营收2501万元，目前总体处于起步阶段。考虑其市场容量，特别是在产业转移大背景下我国平板显示器近年来发展迅速，包括京东方、华星光电、和辉、天马等企业在国家政策扶持下相继扩建高世代产线，同时伴随国内半导体化学品技术提升，其成本与地域优势将显现，总体看好该业务未来发展前景。公司惠州二期项目正按计划顺利推进，预计17年9月可达到试生产状态，年底开始逐步试生产。

- **盈利能力显著提升 预计17年承压。**2016年，公司销售毛利率为38.67%，较15年的35.45%提升了3.22个百分点，盈利能力提升主要是产品营收组成结构变化，其中医药中间体具备较高附加值，同时锂电池化学品毛利率在16年上半年位于高位水平。单季度盈利能力显示：在16年第二季度毛利率创新高后回落，回落主要原因在于锂电池化学品毛利率回落。具体至分项产品：电容器化学品毛利率为37.55%，同比提升1.46个百分点；锂离子电池化学品为32.11%，同比提升0.57个百分点，其毛利率呈现前高后低走势，如16年上半年为37.02%，创近年来新高，原因是上半年上游电解质六氟磷酸锂价格提升致电解液产品价格提升，下半年毛利率下降原因主要在于六氟磷酸锂价格见顶逐步回落致行业产品价格下降；医药中间体毛利率为60.94%，同比提升15.55个百分点。

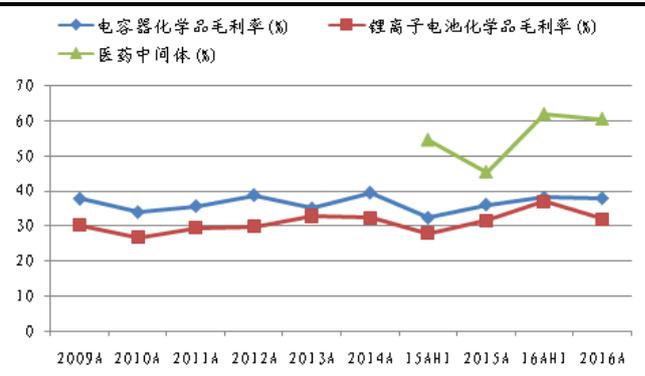
公司长期注重研发投入，16年研发投入1.04亿元，在公司营收中占比6.57%。截至2016年底，公司申请且已受理的发明专利共有210项（其中17项在国外申请，40项PCT国际专利申请），取得国内外发明专利授权55项，申请国内外注册商标69个。总体而言，公司注重技术创新与研发投入，17年锂电池电解液价格将承压，但医药中间体具备较高附加值，结合营收结构变化，预计17年公司盈利能力总体承压。

图6：2012-16年公司单季度盈利能力



数据来源：Wind，中原证券

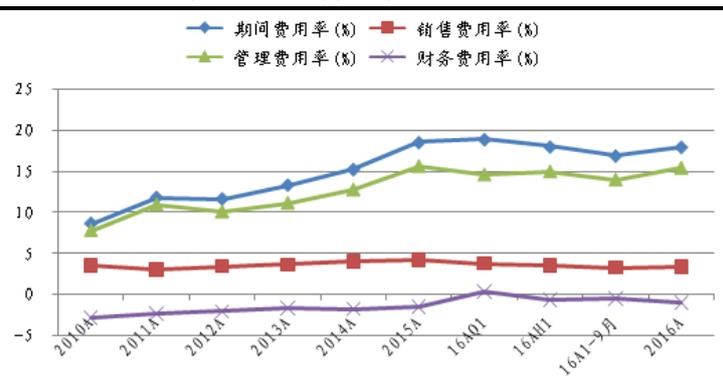
图7：2009-2016年公司不同产品毛利率对比



数据来源：Wind，中原证券

- **三项费用率回落 预计17年总体持平。**2010-15年，公司三项费用率总体持续提升，16年小幅回落，全年三费合计支出2.86亿元，同比增长64.818%，对应三项费用率为18.00%，较15年的18.58%回落了0.58个百分点。具体至分项费用：销售费用为5472万元，同比增长35.64%；管理费用支出2.46亿元，同比增长67.83%；财务费用为-1443万元，而15年为-1321万元。17年公司业绩将持续增长，预计全年三项费用率总体持平。

图8：2010-16年公司三项费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑送股影响，预测公司2017年、2018年EPS分别为1.70元与1.98元，按03月28日53.21元收盘价计算，对应的PE分别为31.36倍与26.81倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动风险；行业竞争加剧；新能源汽车推广不及预期。

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	934.26	1589.21	2018.73	2542.45
增长比率(%)	23.45	70.10	27.03	25.94
净利润(百万元)	127.67	255.92	312.27	365.16
增长比率(%)	-3.83	100.45	22.02	16.94
每股收益(元)	0.72	1.39	1.70	1.98
市盈率(倍)	73.90	38.28	31.36	26.81

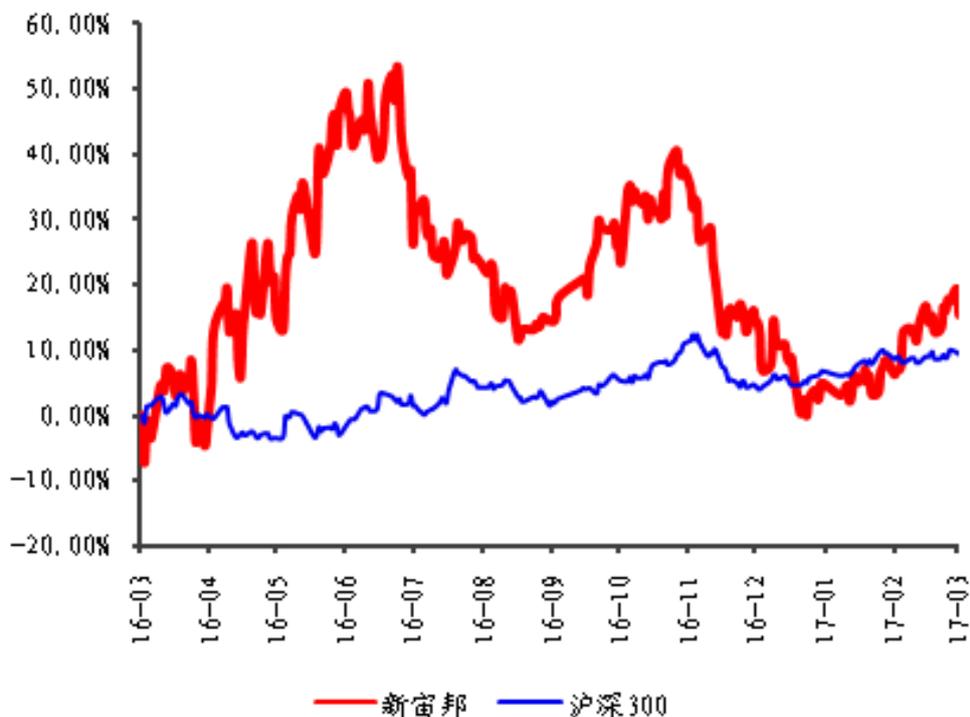
市场数据(2017年03月28日)

收盘价(元)	53.21
一年内最高/最低(元)	71.80/42.35
沪深300指数	3469.81
市净率(倍)	4.62
流通市值(亿元)	60.12

基础数据(2016年12月31日)

每股净资产(元)	11.84
每股经营现金流(元)	1.03
毛利率(%)	38.67
净资产收益率-摊薄(%)	11.75
资产负债率(%)	21.05
总股本/流通股(万股)	18402/10884
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



## 附：公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1483.5</b>	<b>1941.2</b>	<b>2568.2</b>	<b>3178.7</b>	<b>营业收入</b>	1589.2	2018.7	2542.5	2900.9
现金	311.8	512.5	790.8	1166.4	营业成本	974.7	1252.0	1617.5	1858.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	13.6	16.1	20.3	23.2
应收票据	295.7	383.6	483.1	551.2	销售费用	54.7	68.6	85.7	96.9
应收款项	490.8	587.2	745.7	852.6	管理费用	245.7	310.9	391.5	445.6
存货	240.0	313.0	404.4	464.6	财务费用	-14.4	-10.2	-16.3	-24.5
其他	145.2	145.0	144.3	143.9	资产减值损失	25.1	24.5	24.7	26.4
<b>非流动资产</b>	<b>1313.6</b>	<b>1296.8</b>	<b>1265.0</b>	<b>1225.1</b>	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.8	0.7	0.7	0.6
固定资产	514.1	531.1	533.6	519.4	<b>营业利润</b>	<b>290.6</b>	<b>357.5</b>	<b>419.6</b>	<b>475.7</b>
无形资产	199.2	189.2	179.7	170.7	营业外收入	15.8	15.0	15.0	15.0
其他	600.4	576.5	551.7	534.9	营业外支出	2.6	3.0	3.0	3.0
<b>资产总计</b>	<b>2797.1</b>	<b>3238.1</b>	<b>3833.2</b>	<b>4403.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>303.8</b>	<b>369.5</b>	<b>431.6</b>	<b>487.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>492.4</b>	<b>567.8</b>	<b>732.0</b>	<b>841.2</b>	所得税	40.9	49.9	58.3	65.8
短期借款	7.3	0.0	0.0	0.0	<b>净利润</b>	<b>263.0</b>	<b>319.6</b>	<b>373.4</b>	<b>421.8</b>
应付帐款	176.5	175.3	226.5	260.2	少数股东权益	7.0	7.4	8.2	8.9
预收帐款	4.3	8.6	13.8	17.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>255.9</b>	<b>312.3</b>	<b>365.2</b>	<b>413.0</b>
其他	304.4	384.0	491.7	563.7	<b>EPS (元)</b>	<b>1.39</b>	<b>1.70</b>	<b>1.98</b>	<b>2.24</b>
<b>长期负债</b>	<b>96.4</b>	<b>143.2</b>	<b>200.8</b>	<b>240.3</b>					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>主要财务比率</b>				
其他	96.4	143.2	200.8	240.3		<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	<b>588.8</b>	<b>711.1</b>	<b>932.8</b>	<b>1081.5</b>	<b>每股指标</b>				
股本	184.0	184.0	184.0	184.0	每股收益	1.39	1.70	1.98	2.24
资本公积金	1168.7	1168.7	1168.7	1168.7	每股经营现金	0.28	1.12	1.51	2.04
未分配利润	731.0	1012.0	1340.7	1712.3	每股净资产	11.83	13.53	15.51	17.76
少数股东权益	30.2	37.6	45.8	54.7	<b>增长率</b>				
<b>母公司所有者权益</b>	<b>2177.1</b>	<b>2489.4</b>	<b>2854.6</b>	<b>3267.6</b>	营业收入增长率	70.1%	27.0%	25.9%	14.1%
<b>负债及权益合计</b>	<b>2797.1</b>	<b>3238.1</b>	<b>3833.2</b>	<b>4403.7</b>	营业利润增长率	94.1%	23.0%	17.4%	13.4%
					净利润增长率	100.5%	22.0%	16.9%	13.1%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	38.7%	38.0%	36.4%	35.9%
					净利率	16.1%	15.5%	14.4%	14.2%
					ROE	11.8%	12.5%	12.8%	12.6%
					ROIC	11.5%	12.8%	13.8%	15.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>189.3</b>	<b>231.7</b>	<b>281.3</b>	<b>365.6</b>	资产负债率	21.1%	22.0%	24.3%	24.6%
净利润	263.0	319.6	373.4	421.8	流动比率	3.01	3.42	3.51	3.78
资产减值准备	25.1	24.5	24.7	26.4	速动比率	2.53	2.87	2.96	3.23
折旧摊销	75.9	55.1	57.1	58.5	<b>营运能力</b>				
财务费用	-14.4	-10.2	-16.3	-24.5	资产周转率	0.62	0.67	0.72	0.70
投资收益	0.8	0.7	0.7	0.6	存货周转率	4.86	4.53	4.51	4.28
营运资金变动	0.0	-156.6	-156.8	-116.1	应收帐款周转率	4.00	3.78	3.85	3.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>-115.6</b>	<b>-29.3</b>	<b>-19.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>估值比率</b>				
资本支出	0.0	-30.0	-20.0	-15.0	PE	38.28	31.36	26.81	23.71
其他投资	-115.6	0.7	0.6	0.6	PB	4.50	3.93	3.43	3.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-21.5</b>	<b>2.9</b>	<b>16.3</b>	<b>24.5</b>					
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	-21.5	2.9	16.3	24.5					
<b>现金净增加额</b>	<b>52.2</b>	<b>205.3</b>	<b>278.3</b>	<b>375.7</b>					

资料来源：公司报表、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。