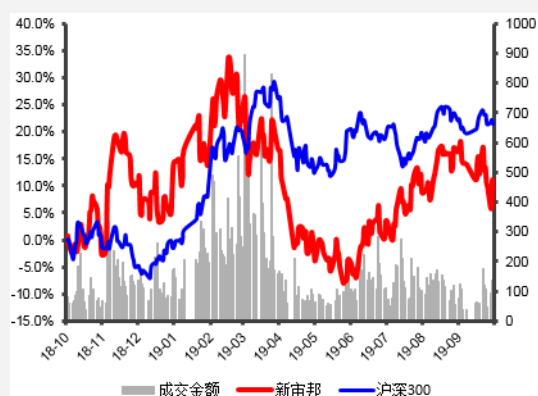




业绩符合市场预期，电解液出货及盈利环比改善

——新宙邦 2019 年三季度报点评

近一年该股走势



基础数据

总股本 (百万股)	379
实际流通 A 股 (百万股)	249
实际流通 A 股市值 (百万元)	6160

研究员	李晞萌
投资咨询证书号	S0620519050002
联系方式	025-58519173
邮箱	xmli@njzq.com.cn
助理研究员	马天一
电话	025-58519169
邮箱	tyma@njzq.com.cn

➤ 投资要点

公司评级：推荐

事件：新宙邦近日公布了 2019 年三季度报，前三季度实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 16.97 亿、2.39 亿和 2.30 亿，同比分别增长 9.38%、15.08% 和 21.72%；19 年 Q3 实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 6.40 亿、1.05 亿和 1.04 亿，同比分别增长 13.31%、20.63% 和 19.68%。

➤ **业绩符合市场预期，电解液出货及盈利环比改善。**三季度营收、归母净利润和扣非净利润分别环比提升 18%、46% 和 56%。环比变化较大除了研发费用环比下降 3.8pct 的影响外，毛利率达到 36.3%，同比提升 1.8pct，环比略有下降，其中预计占收入比例 50% 以上的电解液业务的量利改善。公司 Q3 电解液出货量达到 9200 吨，环比提升近 10%，在新能源汽车行业三季度景气度不佳的情况下，公司作为行业龙头仍取得了环比提升的表现。预计 2019 年海外客户占比超过 30%，公司正在进行南京 LG 化学电解液供应商竞标，预计大概率可以进入，明年或将为公司带来 4000 吨的出货增量。电解液价格三季度基本维持稳定，但二季度承担了原材料 EC 的大幅上涨带来的成本提升后，三季度成本端迎来改善，EC 价格已开始环比回落，同时六氟磷酸锂同比和环比分别下降约 15% 和 10%，预计公司三季度单吨净利润环比提升。

➤ **定增加码电解液及氟化工，保持未来成长潜力。**公司拟定增 11.4 亿元用于电解液产能扩建和高端氟材产业链的上游布局。电解液方面，公司 2018 年底产能预计 3.7 万吨，2019 年定增项目海斯福一期 1 万吨产能预计下半年投产，同时定增募投惠州三期万吨级溶剂产



能，叠加苏州和南通的改扩建项目，2019 年全年产能有望增长到 6.5 万吨，2020 年随着波兰工厂和定增募投的荆门项目投产，产能将提升至 10 万吨，满足 2020 年后海外新能源车量产带来的电解液需求。氟化工业务方面，新宙邦 15 年收购海斯福以来，将其产品应用领域从医药中间体拓展至农药等其他领域，摆脱单一客户的依赖。公司拟投资 8 亿元建设海德福 1 万吨高性能氟材料（一期项目），其中定增资金 5 亿元，主要产品为四氟乙烯、六氟丙烯、聚四氟乙烯等高性能氟材料。公司从下游产品开始向氟化工产业链中上游拓展，有助于环节上游原材料相对紧张的供给格局，构筑成本壁垒，海德福项目将与海斯福形成良好的产业链互补，为公司后续持续开发中高端氟化工产品提供坚实的基础。

- **盈利预测和估值。**预计 2019-2020 年归母净利润为 3.5 和 4.2 亿，同比增长 9% 和 20%，对应 PE 为 26 和 22X，给予“推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧造成毛利率下滑；产能扩张不及预期。**



目录

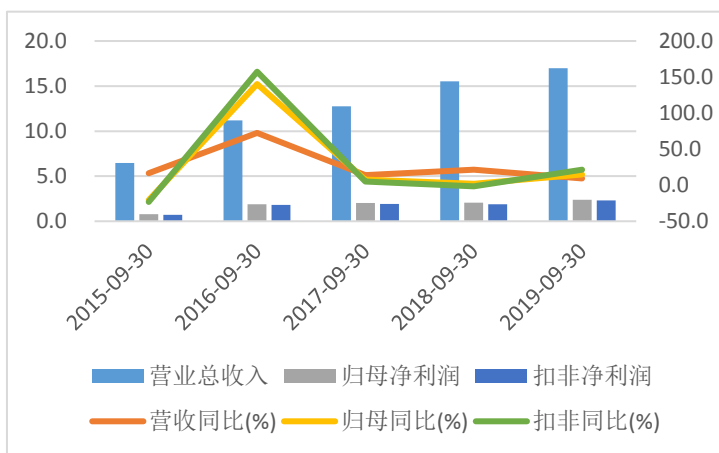
1.业绩符合市场预期，电解液盈利能力环比改善。.....	3
2.氟化工业务优化整合 定增项目完善产业链布局.....	5
3.电容器化学品龙头地位稳固 半导体化学品有望突破.....	6
4.财务指标稳健 现金流良好.....	7
5.盈利预测和投资建议.....	8
6.风险提示	8



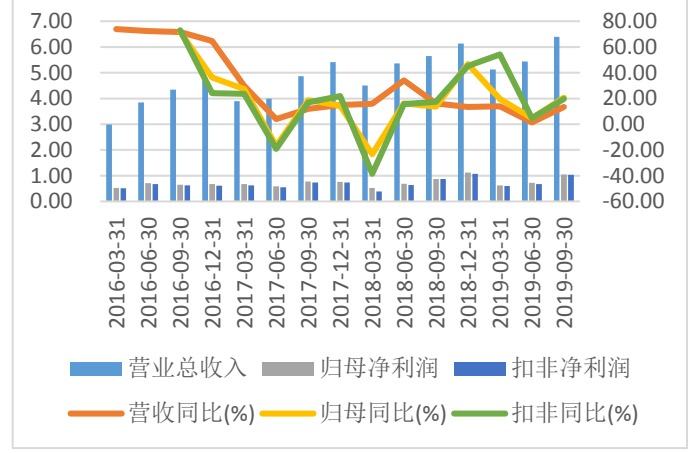
1.业绩符合市场预期，电解液盈利能力环比改善。

公司业绩增速落于前三季度业绩预告 10-20% 增速的区间中值，符合市场预期。公司电解液业务占收入比例在 50% 左右，因 17-18 年上半年电解液激烈的价格战，公司的业绩增速从 17 年开始放缓，19 年以来因电解液价格触底，盈利能力企稳回升，公司的业绩增速有所提升。单季度来看，公司 19 年 Q3 实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 6.40 亿、1.05 亿和 1.04 亿，同比分别增长 13.31%、20.63% 和 19.68%，环比提升 18%、46% 和 56%。

图表 1：公司 1-3 季度收入、净利润增速



图表 2：公司单季度收入、净利润增速

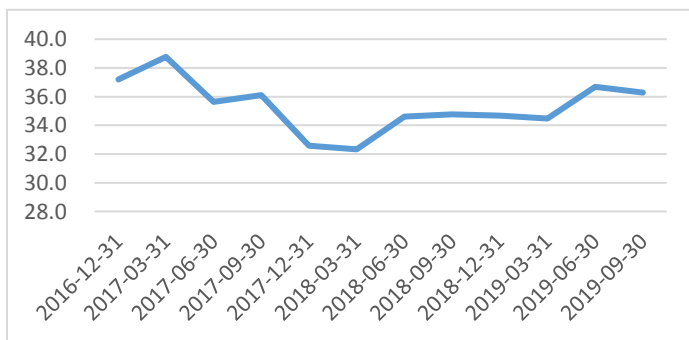


资料来源：wind，南京证券研究所

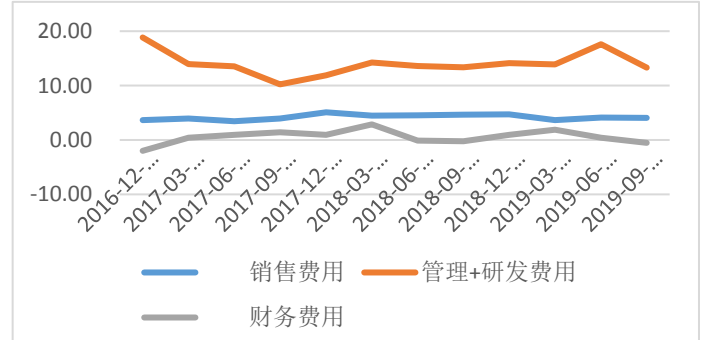
资料来源：wind，南京证券研究所

费用率中销售费用率保持平稳；源于公司良好的现金流和低杠杆，财务费用同比环比均出现小幅下降；管理费用同比增长 0.5pct，环比下降 0.4pct，研发费用同比下降 0.6pct，环比下降 3.8pct，环比变化较大或与季节性费用确认波动有关。毛利率达到 36.3%，同比提升 1.8pct，环比略有下降，预计主要源于电解液业务的量利改善。

图表 3：公司单季度毛利率变化



图表 4：公司单季度费用率变化



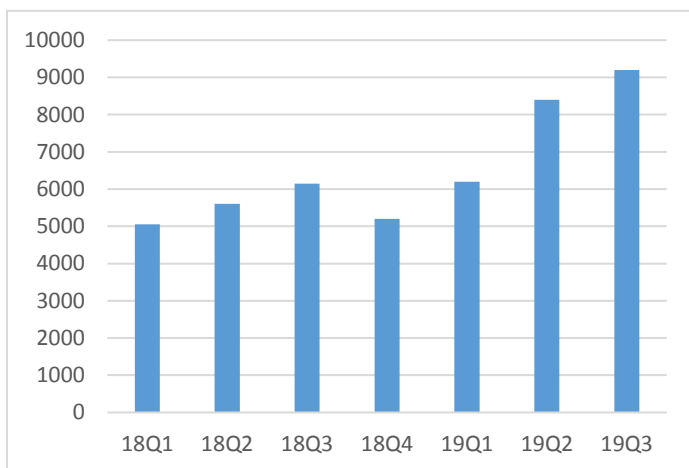
资料来源：wind，南京证券研究所

资料来源：wind，南京证券研究所



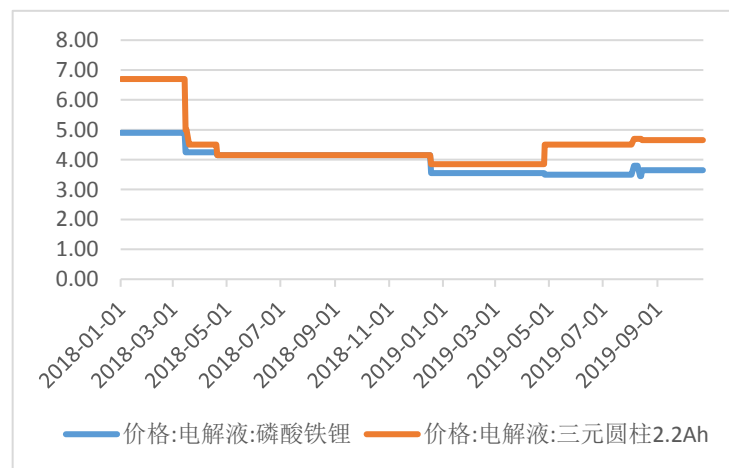
根据高工锂电数据，Q3 出货量达到 9200 吨，环比提升近 10%，在新能源汽车行业三季度景气度不佳的情况下，公司作为行业龙头仍取得了环比提升的表现。除国内客户外，2016-2018 年公司对上述国际客户的销售金额为 14,726.33 万元、16,735.72 万元及 26,047.37 万元，占锂电池化学品销售收入的比重为 17.21%、17.44%及 24.29%，预计 2019 年海外客户占比超过 30%，公司正在进行南京 LG 化学电解液供应商竞标，预计大概率可以进入，南京 LG 是特斯拉上海工厂的供应商，按特斯拉上海 2020 年销量 10 万台、LG 独供特斯拉上海且新宙邦占南京 LG50%份额测算，预计明年将为公司带来 4000 吨的出货增量。电解液价格三季度基本维持稳定，但二季度承担了原材料 EC 的大幅上涨带来的成本提升后，三季度成本端迎来改善，EC 价格已开始环比回落，同时六氟磷酸锂同比和环比分别下降约 15%和 10%，预计公司三季度单吨净利润环比提升。

图表 5：公司季度电解液出货量（吨）



资料来源：wind，南京证券研究所

图表 6：三元及铁锂电电解液产品价格（万元/吨）

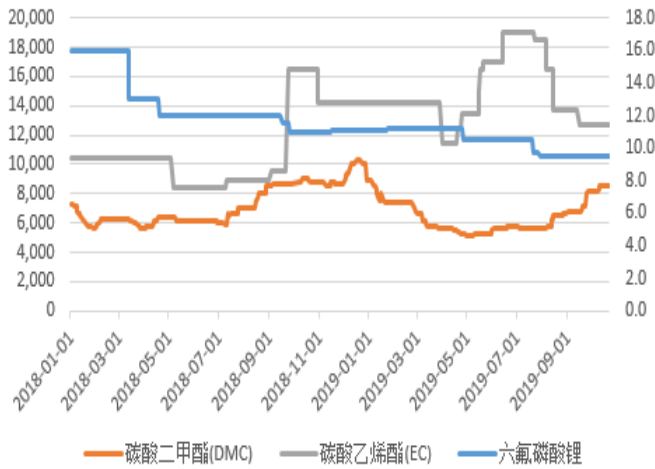


资料来源：wind，南京证券研究所

公司 2018 年底产能预计 3.7 万吨，2019 年定增项目海斯福一期 1 万吨产能预计下半年投产，苏州诺莱特技改后预计产能提升至 1.2 万吨，南通工厂产能有望扩建至 2.5 万吨，2019 年全年产能有望增长到 6.5 万吨。2020 年产能将提升至 10 万吨，其中定增募投的荆门电解液一期 1 万吨产能也有望投产，波兰工厂项目虽经过调整后不再使用定增募集资金而改为使用自有资金，预计建设进度仍会有序推进，一期投资 2 亿，一期建设周期 2.5 年，预计 2020 年二季度投产，满足 2020 年后海外新能源车量产带来的电解液需求。



图表 7: DMC、EC 及六氟磷酸锂价格



资料来源: wind, 南京证券研究所

图表 8: 公司电解液产能布局

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
荆门					1
南通	0.5	1	1	2.5	3
波兰					2
惠州一期	0.24	1.24	1.74	1.74	1.74
惠州二期				0.07	0.07
诺莱特(苏州)		1	1	1.2	1.5
海斯福一期				1	1
合计	0.7	3.2	3.7	6.5	10.3

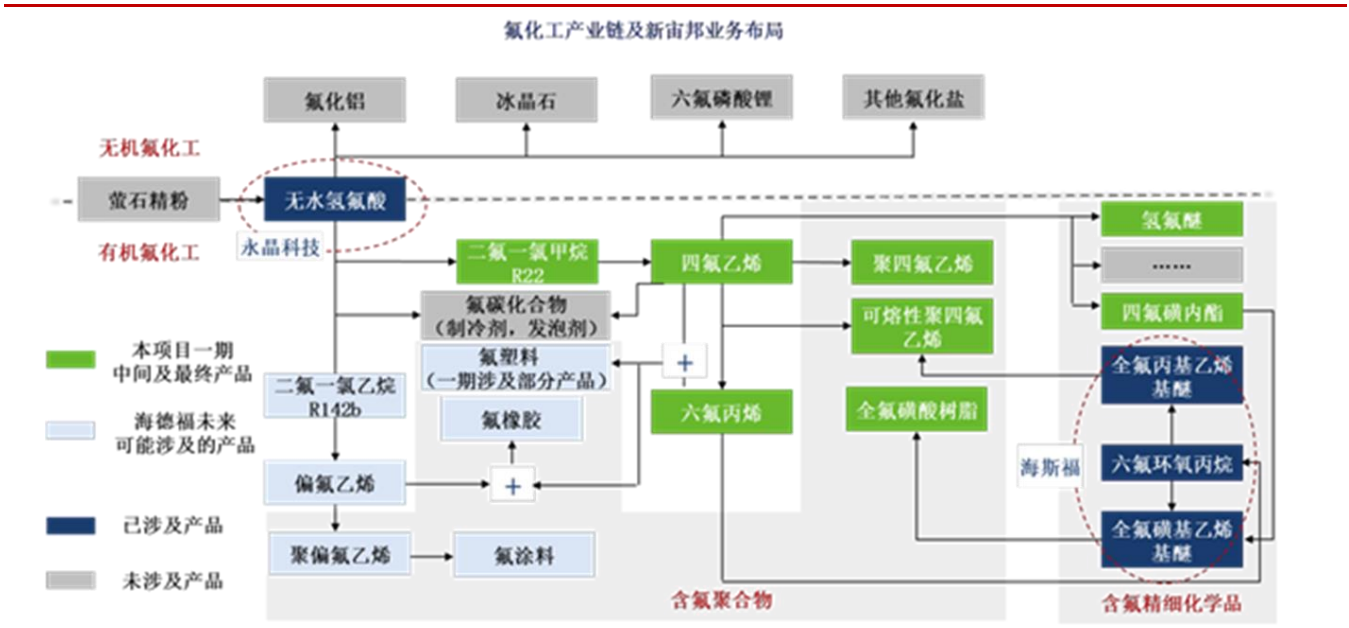
资料来源: 公司公告, 南京证券研究所

2.氟化工业务优化整合 定增项目完善产业链布局

海斯福原主营含氟医药中间体, 主要六氟异丙基甲醚最高占到了海斯福销售收入的 70%-75%, 主要销售给海外客户 Piramal。新宙邦 15 年收购三明海斯福以来, 对其下游客户进行横向拓展, 目前其对单一客户的依赖显著下降, 海斯福与 Piramal、Baxter、大金、苏威等跨国医药或氟化工巨头以及恒瑞医药、中昊晨光化工研究院有限公司等大型医药或氟化工企业建立了良好的合作关系。高端氟材料目前仍处于进口替代阶段, 壁垒较高, 毛利率维持在 50%以上。公司拟投资 8 亿元建设海德福 1 万吨高性能氟材料(一期项目), 其中定增资金 5 亿元, 主要产品为四氟乙烯、六氟丙烯、聚四氟乙烯、可溶性聚四氟乙烯、全氟磺酸树脂、氢氟醚、四氟磺内酯等高性能氟材料, 实现从原来的下游产品开始向产业链中上游拓展。建设期 2 年, 预期年均收入 8.82 亿元, 税后利润 1.67 亿。目前, 氟化工中大部分有机氟化学品均需要以含氟单体为原料聚合而成, 相比于上游氟化工可从外部大量采购无水氢氟酸原料, 此类含氟单体的供应端壁垒较高, 市场供给相对较为稀缺。以应用最为广泛的聚四氟乙烯为例, 由于四氟乙烯等原材料无法运输, 行业中通行的生产模式为自二氟一氯甲烷起开始生产四氟乙烯, 再生聚四氟乙烯。因此, 氟化工领先企业主要采用产业链纵向一体化的发展方式, 如国内企业东岳集团有限公司等, 其余生产厂商由于原材料供给不足和成本较高

等劣势，难以与该类企业竞争。海德福项目将与海斯福形成良好的产业链互补，为公司后续持续开发中高端氟化工产品提供坚实的基础。

图表 9：公司氟化工业务布局



资料来源：公司公告，南京证券研究所

3. 电容器化学品龙头地位稳固 半导体化学品有望突破

2002 年公司设立时以铝电解电容器化学品为主打，2004 年起公司又相继开展固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液的研究与开发工作，到 2009 年二季度已实现批量生产并向客户批量供货，目前主要客户覆盖了江海股份、东阳光科、艾华集团、万裕科技、立隆电子等国内市场占有率排名前 10 位的主要铝电容生产厂商以及 Nichicon、Chemi-con、Maxwel 等国外著名厂，全球市占率预计超过 40%。今年电容器化学品业务收入预计有所下滑，因中美贸易战间接地挤掉了一些小客户，挖矿机用的固态高分子电容化学品因需求下滑，但上半年原材料乙二醇、己二酸价格同比下跌，预计公司该业务毛利率小幅提升。

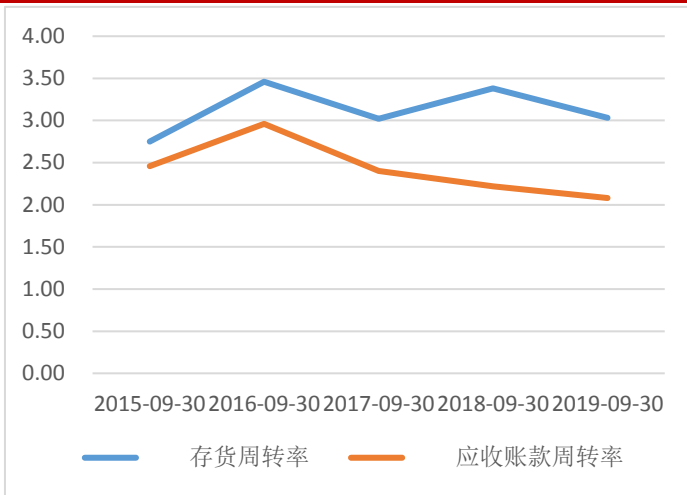
公司 2018 年起顺利推出了多款自主研发的蚀刻液产品，2019 年 1-6 月，自主研发的蚀刻液产品占半导体化学品的收入比例提高了约 10 个百分点，公司半导体化学品毛利率低于江化微、晶瑞股份等同行，主要原因是公司半导体化学品业务处于市场开拓期，且产品结构较为单一。半导体化学品业务起步较晚，且壁垒较高，客户认证周期一般 2-3 年，但经过多年的产品开发与技术积累，公司逐步取得了华星光电等高端客户的认可，开始进入快速发展阶段。



4.财务指标稳健 现金流良好

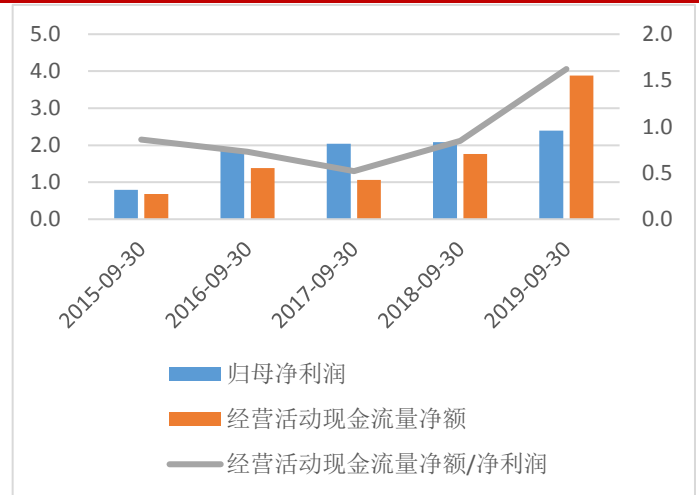
公司运营能力较为稳健，存货周转率近年来在 3-3.5 之间波动，19 年前三季度同比去年小幅下滑，应收账款周转率呈小幅下降趋势，或与电解液下游客户账期增长有关。公司现金流能力较强，19 年前三季度经营活动现金流量净额与净利润比率达到 1.6，相比去年同期的 0.8 改善明显。

图表 10：公司存货周转率及应收账款周转率变化



资料来源：wind，南京证券研究所

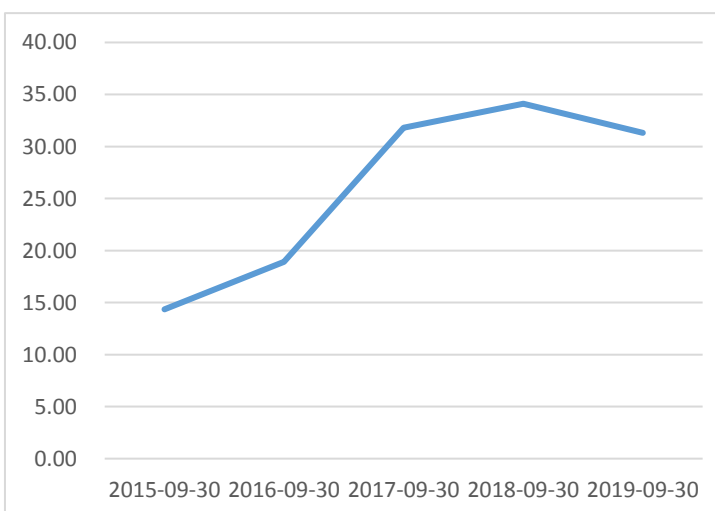
图表 11：公司净利润及经营活动现金流量净额比较



资料来源：wind，南京证券研究所

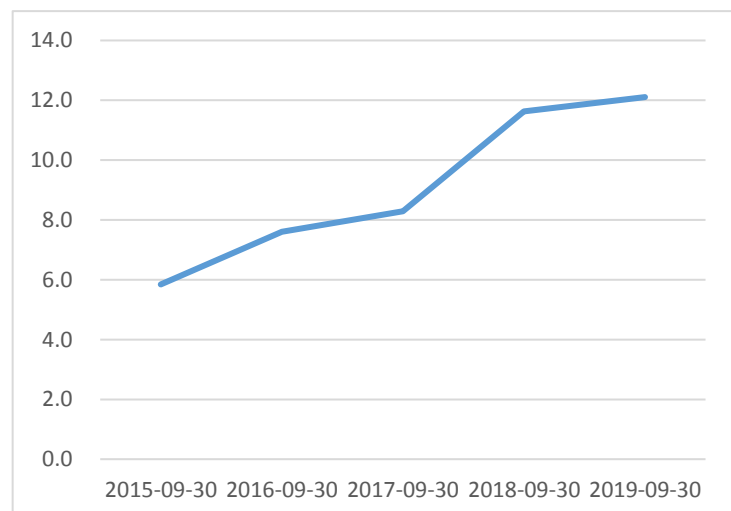
公司资产负债率近年来随着新建产能的增加而有所增长，但仍然在 35% 以下，公司仍有较大的加杠杆空间来提升 ROE。公司的成长也带来了每年人均职工薪酬的快速增长，作为研发及技术驱动型公司，人才的激励对成长至关重要。

图表 12：公司资产负债率变化



资料来源：wind，南京证券研究所

图表 13：公司年均职工薪酬变化（2019 年为预估值）



资料来源：wind，南京证券研究所



5.盈利预测和投资建议

公司深度布局精细化工细分领域，下游涉及新能源汽车、医药、半导体等成长空间较大的行业，电解液业务明年盈利企稳且出货受益特斯拉国产化及海外新能源车放量带来的需求拉动，高端氟材业务壁垒高盈利能力强，定增完善产业链纵向布局后，有助于公司的原料供应稳定及成本下降。同时公司电四大业务在同属于精细化工领域，在材料合成、材料提纯、材料分析工艺方面具有共通性，研发平台亦可共用，有望产生协同效应。预计 2019-2020 年归母净利润为 3.5 和 4.2 亿，同比增长 9%和 20%，对应 PE 为 26 和 22X，给予“推荐”评级。

6.风险提示

行业竞争加剧造成毛利率下滑；产能扩张不及预期。



附录：财务报表预测（单位：百万）

利润表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2165	2501	2941	3399
营业成本	1425	1682	2048	2371
毛利	740	820	893	1028
%营业收入	34.2%	32.8%	30.4%	30.2%
营业税金及附加	17	19	23	26
%营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	100	113	150	173
%营业收入	4.6%	4.5%	5.1%	5.1%
管理费用	307	300	268	309
%营业收入	14.2%	12.0%	9.1%	9.1%
财务费用	17	0	-12	-39
%营业收入	0.8%	0.0%	-0.4%	-1.1%
资产减值损失	16	16	15	22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	20	24	28	31
营业利润	304	395	478	567
%营业收入	14.0%	15.8%	16.3%	16.7%
营业外收支	28	35	30	30
利润总额	338	430	508	597
%营业收入	15.6%	17.2%	17.3%	17.6%
所得税费用	9	65	76	90
净利润	329	366	432	508
归属于母公司所有者的净利润	320.1	353.7	418.2	491.2
少数股东损益	9	12	14	16
现金流量表（百万元）				
	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	177	468	461	350
取得投资收益收回现金	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-30	-27	-31
固定资产投资	-261	-225	-329	-234
投资活动现金流净额	-464	-255	-356	-265
债券融资	0	0	0	0
股权融资	157	0	614	526
银行贷款增加（减少）	244	-319	-50	-50
筹资成本	102	-53	-51	-35
筹资活动现金流净额	301	-372	513	441
现金净流量	14	-159	618	527

资产负债表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	456	297	915	1442
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	816	987	1122	1386
存货	329	311	373	459
预付账款	19	23	28	32
其他流动资产	41	41	42	48
流动资产合计	2219	2285	3216	4216
可供出售金融资产	65	65	65	65
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	155	175	203	234
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1131	1255	1455	1536
无形资产	236	248	256	267
商誉	411	411	411	411
递延所得税资产	52	2	2	3
其他非流动资产	140	140	140	140
资产总计	4410	4580	5747	6872
短期贷款	369	0	0	0
应付款项	611	722	879	1018
预收账款	4	4	5	6
应付职工薪酬	83	98	120	139
应交税费	18	60	70	82
其他流动负债	213	243	286	331
流动负债合计	1298	1127	1361	1576
长期借款	158	208	158	108
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	18	0	0	0
其他非流动负债	88	88	88	88
负债合计	1562	1423	1607	1772
归属于母公司所有者权益	2771	3072	4041	4985
少数股东权益	77	89	103	119
股东权益	2848	3160	4144	5104
基本指标				
EPS	0.84	0.93	1.01	1.11
PE	29.2	26.5	24.4	22.3
PEG	1.91	1.72	1.59	1.45
EV/EBITDA	22.21	17.98	14.00	11.46
ROE	11.6%	11.5%	10.3%	9.9%

作者郑重声明：在本人所知的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

独立性声明



资料来源：wind，南京证券研究所

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；
- 推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；
- 中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

独立性声明