

评级：买入(维持)

市场价格：56.02

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲

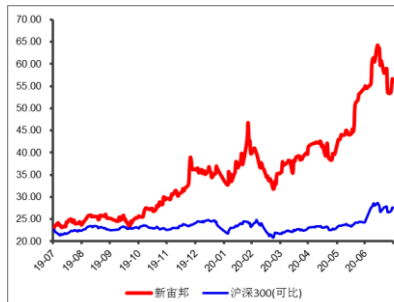
执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	411
流通股本(百万股)	256
市价(元)	56.02
市值(百万元)	23013
流通市值(百万元)	14321

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 经营稳健，推进氟化工一体化+电解液纵向延伸布局
- 2 业绩超预期，氟化工订单高增，电解液国际客户放量
- 3 业绩稳健，电解液海外增长较好
- 4 扣非业绩高增超预期，多业务协同发展
- 5 业绩符合预期，电解液企稳回升
- 6 再融资助推产业延伸，完善氟化工及电解液纵向一体化布局
- 7 盈利企稳提升，海外布局深化

公司盈利预测及估值

指标	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,164.81	2,324.83	2,848.69	3,868.07	5,252.23
增长率 yoy%	19.23%	7.39%	22.53%	35.78%	35.78%
净利润	320.1	325.0	488.6	644.5	845.1
增长率 yoy%	14.28%	1.56%	50.31%	31.91%	31.13%
每股收益(元)	0.78	0.79	1.19	1.57	2.06
每股现金流量	0.93	1.48	1.95	2.37	3.25
净资产收益率	11.55%	10.02%	13.62%	15.96%	18.26%
P/E	73.3	72.2	48.0	36.4	27.8
PEG	2.8	1.9	2.3	1.4	0.7
P/B	8.5	7.2	6.5	5.8	5.1

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布2020年半年报，①20H1实现营收11.93亿元，yoy+12.94%；归母净利润2.38亿元，yoy+77.31%；扣非归母净利润2.2亿元，yoy+74.12%；单季度看，2020Q2营收6.72亿元，yoy+23.63%，扣非归母净利润1.25亿元，yoy+96.15%。综合毛利率39.84%，同比提升4.23个PCT；

- **多项业务稳健增长，高端氟化工毛利率大幅提升，贡献利润弹性。**

(1) **高端氟化工受益疫情，含氟医药中间体高增：**公司持续构建氟化工一体化战略，向有机氟化学品价值链的上游延伸，拓展含氟精细化学品和功能材料的品类实现高端进口替代。**有机氟化工业务收入3.09亿元，同比+32.68%**，其中子公司海斯福营业收入3.2亿元，净利润1.35亿元，同比+56%；该业务毛利率提升至63.45%（提升7.14个PCT），净利率42.27%（提升2个PCT）；未来凭借研发+新产品，客户结构优化，随着产能释放，将有望持续贡献业绩增长。

(2) **电解液海外供货比例提升，销量保持增长：**公司作为电解液领军，受益欧洲电动车高增，海外客户供货比例提升超过40%，疫情增加对一次锂电需求，且风电带动超级电容电解液增长；2020上半年公司电解液产量1.7万吨（40.6%利用率），在建产能10.4万吨，达产后将达14.58万吨。2020H1电解液收入5.88亿元，同比+8.38%，毛利率回升至29.01%（提升1.52个pct）；其中张家港瀚康添加剂收入0.84亿元，对应净利润886万（净利率10.6%）；我们预计电解液贡献净利润0.5亿元；

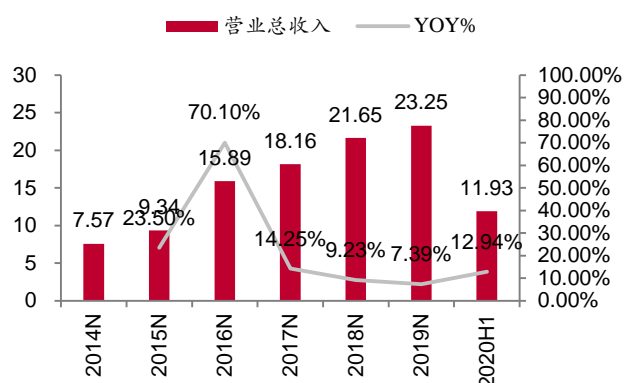
(3) **铝电容器化学品市占率提升下收入增长：**2020H1铝电容器收入2.46亿元，收入同比增加12.87%，在成本上行压力下，通过持续技术创新和降本，毛利率39.33%，同比提升0.59个pct，维持经营业绩。

(4) **半导体化学品：**实现收入0.46亿元（同比-24.5%），毛利率提升至20.93%（同比+3.10%）；主要系对核心产品铜蚀刻液进行了迭代验证，现已恢复正常交付；目前公司产品高纯半导体双氧水、氨水等产品已批量交付国内外半导体终端客户，预计未来该业务放量可期。

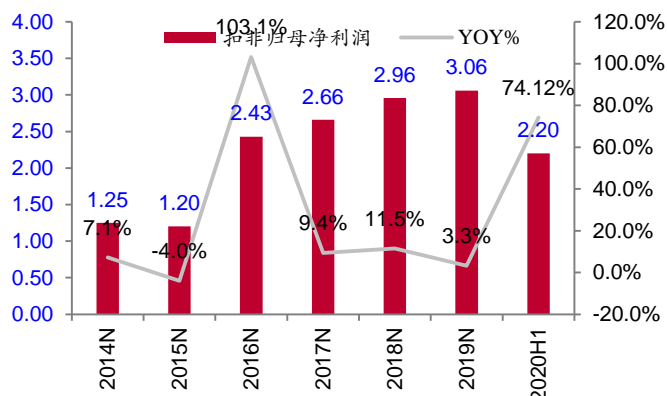
- **投资建议：**公司形成了以电解液和氟化工纵向一体化协同发展，铝电容器化学品稳定增长，半导体化学品逐步拓展的多业务发展布局。考虑高端氟化工毛利率提升，我们调整盈利预测，预计2020-2021年实现归母净利润4.88/6.43/8.4亿元（原预测4.41/5.9/7.3亿元），对应PE分别为46/38/28倍，维持买入评级。

- **风险提示：**客户开拓不及预期、下游需求下滑风险，产能投放不及预期；

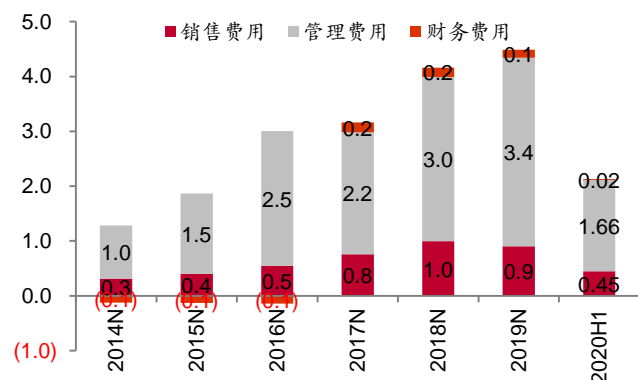
附录：公司财务数据一览

图表 1: 2014-2020H1 营业收入及增速 (亿元)


来源：公司公告，中泰证券研究所

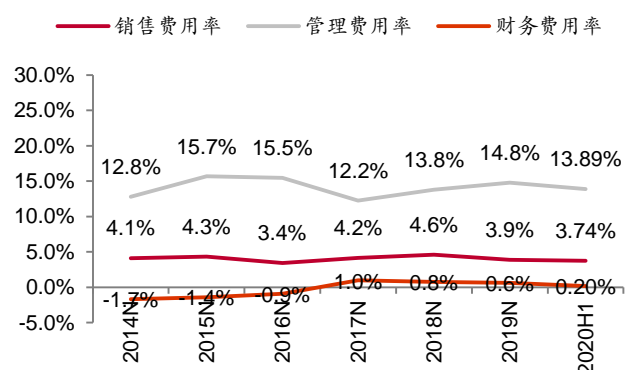
图表 2: 2014-2020H1 扣非归母净利润及增速 (亿元)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 2014-2020H1 三项费用结构 (亿元)


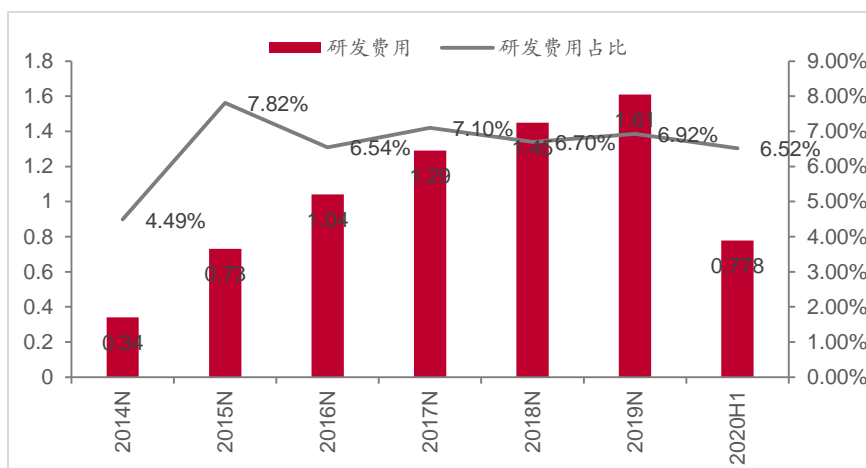
来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：管理费用含研发费用

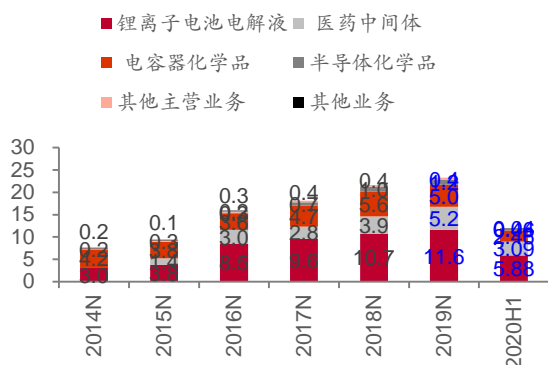
图表 4: 2014-2020H1 三项费用率变化趋势


来源：公司公告，中泰证券研究所

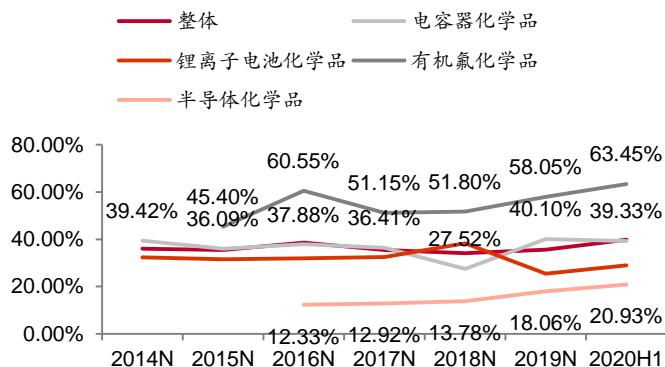
备注：管理费用含研发费用

图表 5: 研发费用 (亿元) 及占比 (%)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 2014-2020H1 营收结构 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

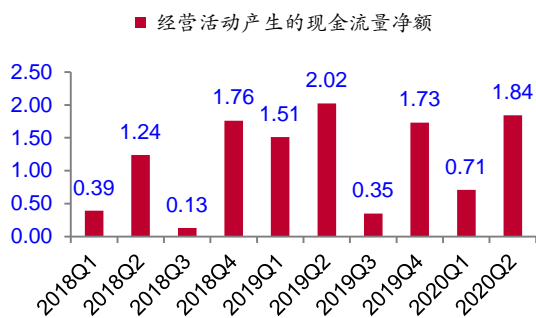
图表 7: 2014-2020H1 细分产品毛利率变化趋势


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

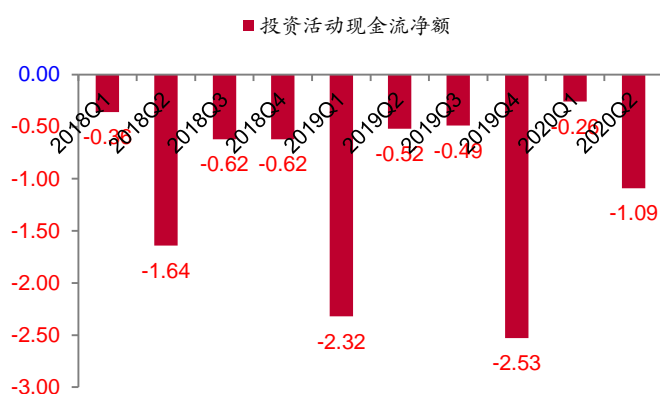
图表 8: 公司重要控股及参股公司财务 (亿元)

公司名称	持股比例	2018年		2019H1		2019年		2020H1			
		营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	净利率	净利润同比
惠州市宙邦化工有限公司	子公司	6.00	0.41	3.06	0.12	6.51	0.33	2.86	0.16	6%	41%
新宙邦(香港)有限公司	子公司	0.05	0.01	0.03	0.00	0.26	0.01	0.21	0.00	2%	64%
南通新宙邦电子材料有限公司	子公司	5.05	0.38	2.47	0.18	5.10	0.32	2.56	0.20	8%	12%
南通托普电子材料有限公司	子公司	0.40	0.05	0.18	0.02	0.37	0.05	0.18	0.04	20%	55%
张家港翰康化工有限公司	子公司	1.64	0.33	0.79	0.11	1.78	0.19	0.84	0.09	11%	-19%
三明市海斯福化工有限责任公司	子公司	3.95	1.31	2.32	0.86	4.98	2.00	3.20	1.35	42%	56%
湖南博氟新材料科技有限公司	子公司	0.15	0.00	0.09	0.01	0.11	(0.03)	0.03	-0.04		
诺莱特电池材料(苏州)有限公司	子公司	2.63	0.55	1.72	0.16	3.23	0.46	1.29	0.19	15%	19%
荆门新宙邦新材料有限公司	子公司	0.00	(0.00)	0.00	(0.01)	0.00	(0.02)				
Capchem Poland SPZ O.O.	子公司	0.00	(0.00)	0.00	(0.01)	0.00	(0.02)				
福建海德新材料有限公司	子公司	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	0.00	(0.03)				

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 经营活动现金流量净额 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 投资活动现金流净额 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表：公司财务预测（百万元）

2020年7月31日											
利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,164.8	2,324.8	2,848.7	3,868.1	5,252.2	成长性					
减：营业成本	1,424.6	1,496.5	1,753.1	2,458.6	3,402.5	营业收入增长率	19.2%	7.4%	22.5%	35.8%	35.8%
营业税费	16.7	16.6	21.1	28.2	38.6	营业利润增长率	4.1%	4.7%	55.9%	31.5%	30.1%
销售费用	100.0	90.5	111.1	143.1	194.3	净利润增长率	14.3%	1.6%	50.3%	31.9%	31.1%
管理费用	153.6	328.1	398.8	502.8	656.5	EBITDA增长率	40.1%	-9.7%	38.4%	29.4%	36.7%
财务费用	17.0	14.4	4.1	1.0	5.3	EBIT增长率	42.5%	-15.6%	39.6%	30.8%	30.7%
资产减值损失	15.7	-2.9	9.0	16.0	15.0	NOPLAT增长率	15.3%	-0.9%	43.2%	31.8%	30.7%
加：公允价值变动收益	-	-	-7.0	-	-	投资资本增长率	19.0%	9.5%	6.7%	12.0%	0.2%
投资和汇兑收益	19.8	4.0	10.0	9.0	9.0	净资产增长率	15.9%	17.5%	10.7%	12.7%	14.5%
营业利润	339.6	355.6	554.4	729.3	948.9	利润率					
加：营业外净收支	-1.5	-1.6	16.0	17.2	18.1	毛利率	34.2%	35.6%	38.5%	36.5%	35.2%
利润总额	338.1	354.0	570.4	746.6	967.0	营业利润率	15.7%	15.3%	19.5%	18.9%	18.1%
减：所得税	8.7	24.5	66.7	82.1	106.4	净利润率	14.8%	14.0%	17.2%	16.7%	16.1%
净利润	320.1	325.0	488.6	644.5	845.1	EBITDA/营业收入	26.7%	22.5%	25.4%	24.2%	24.4%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	21.9%	17.2%	19.6%	18.9%	18.2%
货币资金	455.8	316.1	427.3	580.2	1,390.4	运营效率					
交易性金融资产	-	7.0	-	-	-	固定资产周转天数	123	140	147	131	128
应收账款	816.2	768.0	783.0	1,194.0	1,373.7	流动营业资本周转天数	123	134	98	64	41
应收票据	558.7	10.1	306.4	15.9	392.6	流动资产周转天数	336	343	293	246	248
预付账款	19.2	23.8	35.8	41.2	70.0	应收账款周转天数	122	123	98	92	88
存货	328.8	335.1	375.9	552.1	657.6	存货周转天数	50	51	45	43	41
其他流动资产	40.9	754.2	497.0	480.0	480.0	总资产周转天数	674	725	676	583	496
可供出售金融资产	64.6	-	64.6	64.6	64.6	投资资本周转天数	415	440	388	312	243
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	154.8	186.6	249.0	249.0	249.0	ROE	11.6%	10.0%	13.6%	16.0%	18.3%
投资性房地产	-	95.9	94.4	94.4	94.4	ROA	7.5%	6.7%	8.8%	10.5%	10.6%
固定资产	806.1	1,005.5	1,315.6	1,492.3	2,242.4	ROIC	15.2%	12.7%	16.6%	20.5%	24.0%
在建工程	296.2	235.3	366.5	557.5	54.2	费用率					
无形资产	286.2	351.3	330.0	308.8	287.5	销售费用率	4.6%	3.9%	3.9%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	582.4	860.2	885.3	717.9	773.5	管理费用率	7.1%	14.1%	14.0%	13.0%	12.5%
资产总额	4,409.8	4,949.0	5,750.9	6,347.9	8,130.0	财务费用率	0.8%	0.6%	0.1%	0.0%	0.1%
短期债务	349.3	200.0	310.3	328.3	550.0	三费/营业收入	12.5%	18.6%	18.0%	16.7%	16.3%
应付账款	514.6	427.1	841.6	820.3	1,541.3	偿债能力					
应付票据	266.9	400.4	359.3	596.1	783.8	资产负债率	35.4%	32.4%	35.6%	34.2%	41.2%
其他流动负债	166.8	205.5	185.9	206.3	195.2	负债权益比	54.8%	47.9%	55.3%	52.1%	70.0%
长期借款	158.2	243.8	214.0	100.0	150.0	流动比率	1.71	1.80	1.43	1.47	1.42
其他非流动负债	106.0	126.2	137.0	123.1	128.8	速动比率	1.46	1.52	1.21	1.18	1.21
负债总额	1,561.8	1,603.0	2,048.1	2,174.1	3,349.0	利息保障倍数	27.92	27.70	137.34	746.94	178.50
少数股东权益	76.9	101.5	116.6	136.6	152.1	分红指标					
股本	379.4	378.8	410.8	410.8	410.8	DPS(元)	0.16	0.25	0.36	0.47	0.62
留存收益	2,490.9	2,754.5	3,175.4	3,626.5	4,218.1	分红比率	20.1%	31.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,847.9	3,345.9	3,702.8	4,173.9	4,781.0	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	329.4	329.4	488.6	644.5	845.1	EPS(元)	0.78	0.79	1.19	1.57	2.06
加：折旧和摊销	109.8	131.6	164.4	205.5	325.3	BVPS(元)	6.75	7.90	8.73	9.83	11.27
资产减值准备	15.7	31.7	-	-	-	PE(X)	73.3	72.2	48.0	36.4	27.8
公允价值变动损失	-	-	-7.0	-	-	PB(X)	8.5	7.2	6.5	5.8	5.1
财务费用	29.6	22.5	4.1	1.0	5.3	P/FCF	279.4	#####	60.0	145.9	21.1
投资收益	-19.8	-4.0	-10.0	-9.0	-9.0	P/S	10.8	10.1	8.2	6.1	4.5
少数股东损益	9.3	4.4	15.1	19.9	15.5	EV/EBITDA	15.7	25.8	31.9	24.5	17.5
营运资金的变动	-86.9	-930.1	145.9	111.4	151.2	CAGR(%)	26.4%	37.7%	20.7%	26.4%	37.7%
经营活动产生现金流	352.1	561.1	801.1	973.3	1,333.5	PEG	2.8	1.9	2.3	1.4	0.7
投资活动产生现金流	-323.6	-585.9	-639.1	-521.0	-535.6	ROIC/WACC	1.5	1.2	1.6	2.0	2.3
融资活动产生现金流	123.9	-119.8	-50.8	-299.3	12.3	REP	2.3	3.7	4.5	3.3	2.7

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。