

年报点评：多点开花，Q1 业绩亮眼
买入（维持）

2021 年 03 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,961	4,378	6,014	8,028
同比 (%)	27.4%	47.9%	37.4%	33.5%
归母净利润 (百万元)	518	757	1,093	1,481
同比 (%)	59.3%	46.2%	44.4%	35.5%
每股收益 (元/股)	1.26	1.84	2.66	3.60
P/E (倍)	57.97	39.66	27.46	20.27

投资要点

- 2020 年归母净利润 5.18 亿元，同增 59.3%，符合预期；公司营收 29.61 亿元，同增 27.4%；扣非净利润 4.81 亿元，同增 57.3%，主要为 0.26 亿元的政府补助；20 年毛利率为 36%，同增 0.37pct，净利率为 17.69%，同增 3.52pct。
- 21Q1 归母净利润 1.4-1.6 亿元，同比增 45%-65%，超市场预期。扣非归母净利润 1.2-1.4 亿元，同增 25.94%~46.94%，环增-12.41%~2.19%，我们预计公司 Q1 计提 0.3-0.4 亿元的股权激励费用，若加回，则扣非归母净利润中值达 1.7 亿元左右，超市场预期。
- 业务拆分来看，1) 电解液业务 20 年收入 16.59 亿元，同比增长 43.44%，毛利率 26%，同比+0.3pct，其中下半年收入为 10.71 亿，环比接近翻番，毛利率 24%，环比下滑 5pct；2) 氟化工业务 20 年收入 5.62 亿元，同比增长 13.40%，毛利率达 67%，同比+8.8%，下半年收入 2.53 亿元，环比下滑 18%，毛利率 71%，环比上升 8%；3) 电容器化学品业务 20 年收入为 5.37 亿元，同比增长 4.11%，毛利率 39%，同比下滑 1.5pct，其中下半年收入 2.91 亿元，毛利率 38%，环比持平；4) 半导体化学品营业收入 1.57 亿元，同比+37%，下半年增长迅速。
- 电解液海外客户放量，一体化提升盈利。全年电解液出货 3.8 万吨，同比增长 30%以上，单吨售价 4.3-4.4 万/吨（含税），同比+10%，全年毛利率 26%，同比基本持平。20 年翰康营业收入为 2.46 亿元，同比增长 38.54%，净利润 0.37 亿元，同比+89.1%。我们预计全年电解液单吨利润超 3000 元/吨，贡献 1.5 亿利润，其中子公司翰康贡献 0.3 亿权益利润，同比近翻番。
- 存货增加，账面现金充裕。2020 年公司存货为 4.44 亿，较年初增加 32.39%；应收账款 9.91 亿，较年初增长 31.4%；2020 年公司经营活动净现金流为 8.81 亿，同比上升 56.92%；投资活动净现金流出 10.13 亿，同比上升 72.82%；资本开支为 3.64 亿，同比下降 30.12%。账面现金为 18.07 亿，较年初增长 471.67%，公司在手现金充裕。
- 盈利预测与投资评级：公司业务多点开花，我们将 21-22 年归母净利润由 7.28/10.30 亿上调至 7.57/10.93 亿，预计 23 年公司归母净利润为 14.81 亿，同比增长 46%/44%/35%，EPS 为 1.84/2.66/3.6 元，对应 PE 为 40x/27x/20x；考虑股权激励费用影响，我们给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 92 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	73.07
一年最低/最高价	32.76/112.00
市净率(倍)	6.03
流通 A 股市值(百万元)	21590.09

基础数据

每股净资产(元)	12.12
资产负债率(%)	30.62
总股本(百万股)	410.79
流通 A 股(百万股)	295.47

相关研究

- 1、《新宙邦 (300037) 业绩快报点评：电解液业务快速增长，全年业绩符合预期》2021-01-18
- 2、《新宙邦 (300037)：【东吴电新】新宙邦点评：发布股权激励草案，多元考核全面提振积极性》2020-12-01
- 3、《新宙邦 (300037) 点评：收购九九久 74% 股权，布局六氟，加码医药中间体》2020-11-04

2020年归母净利润5.18亿元，同比增长59.3%，符合预期。2020年公司营收29.61亿元，同比增长27.4%；归母净利润5.18亿元，同比增长59.3%；扣非净利润4.81亿元，同比增长57.3%，主要为0.26亿元的政府补助。盈利能力方面，20年毛利率为36%，同比增加0.37pct，受部分销售费用调入营业成本影响；净利率为17.69%，同比增加3.52pct。

Q4营收同比高增，盈利能力环比小幅下滑。Q4公司实现营收9.55亿元，同比增加52.17%，环比增长17.64%；归母净利润1.44亿元，同比增长67.89%，环比增长5.75%，扣非归母净利润1.37亿元，同比增长80.5%，环比增长10%。盈利能力方面，Q4毛利率为28.93%，同比下降6.06pct，环比下降9.74pct，主要系电解液原材料价格上涨及运输费用计入成本所致；净利率15.07%，同比增长1.41pct，环比下滑1.69pct，扣非净利率14.31%，同比提升2.25pct，环比下降0.99pct，符合预期。

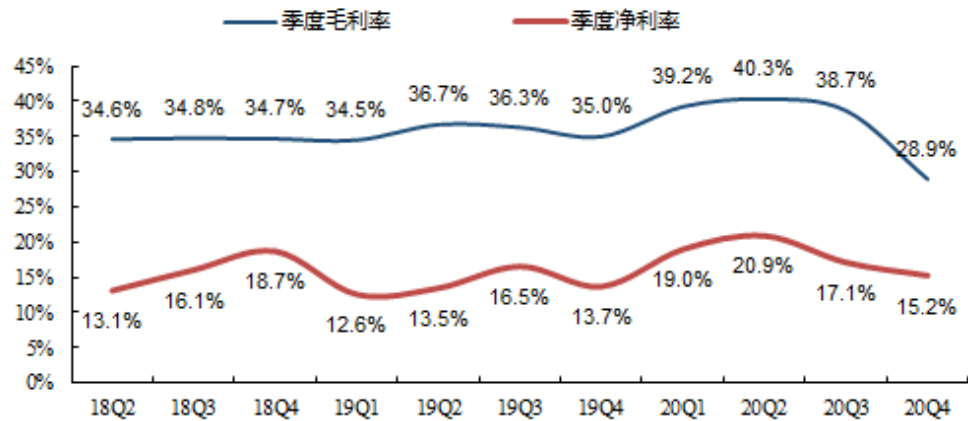
21Q1归母净利润1.4-1.6亿元，同比增45%-65%，超市场预期。公司预告21Q1归母净利润为1.4-1.6亿元，同比增加45%-65%，环比-2.78%~+11.11%，扣非归母净利润1.2-1.4亿元，同增25.94%~46.94%，环增-12.41%~2.19%，其中主要为0.2亿元的单项计提应收账款减值准备冲回。我们预计公司Q1计提0.3-0.4亿元的股权激励费用，若加回，则扣非归母净利润中值达1.7亿元左右，超市场预期。

图 1: 公司分季度业绩情况 (百万元)

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		955.45	812.20	672.03	521.34
-同比		52.17%	26.84%	23.63%	1.62%
毛利率		28.93%	38.67%	40.31%	39.24%
归母净利润(百万)	143.19-162.94	143.97	136.13	138.92	98.75
-同比	45.00%-65.00%	67.89%	29.34%	93.07%	59.04%
归母净利率		15.07%	16.76%	20.67%	18.94%
扣非归母净利润(百万)	123.19-162.94	136.71	124.28	124.94	95.28
-同比	29.29%-50.02%	80.50%	19.82%	87.32%	59.38%
扣非归母净利率		14.31%	15.30%	18.59%	18.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 公司分季度盈利情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

业务拆分来看, 1) 电解液业务 20 年收入 16.59 亿元, 同比增长 43.44%, 毛利率 26%, 同比+0.3pct, 其中下半年收入为 10.71 亿, 环比接近翻番, 毛利率 24%, 环比下滑 5pct, 主要系原材料涨价及产品结构改变所致。2) 氟化工业务 20 年收入 5.62 亿元, 同比增长 13.40%, 毛利率达 67%, 同比+8.8%, 下半年收入 2.53 亿元, 环比下滑 18%, 毛利率 71%, 环比上升 8%。3) 电容器化学品业务 20 年收入为 5.37 亿元, 同比增长 4.11%, 毛利率 39%, 同比下滑 1.5pct, 其中下半年收入 2.91 亿元, 毛利率 38%, 环比持平; 4) 半导体化学品营业收入 1.57 亿元, 同比+37%, 下半年增长迅速。

图 3: 公司分业务经营情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
电解液	16.59	43.44%	26%	0.3%	10.71	24%	5.88	29%
氟化工	5.62	13.40%	67%	8.8%	2.53	71%	3.09	63%
电容器化学品	5.37	4.11%	39%	-1.5%	2.91	38%	2.46	39%
半导体化学品	1.57	36.96%			1.11		0.46	21%
其他	0.46				0.42		0.04	

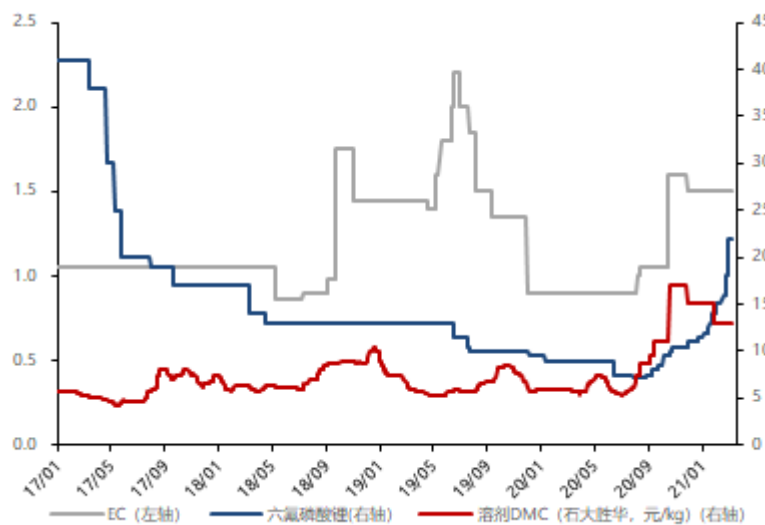
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

电解液海外客户放量, 一体化提升盈利。公司电解液收入 16.59 亿元, 同比+43.44%, 其中 H2 营收 11 亿, 环比+80%。全年电解液出货 3.8 万吨, 同比增长 30%以上, 单吨售价 4.3-4.4 万/吨 (含税), 同比+10%, 受益于海外占比提升及原材料涨价, 全年毛利率 26%, 同比基本持平, 下半年国内外需求爆发, 但由于运费计入成本以及 DMC、六

氟价格上涨, 20H2 毛利率达到 24%, 环比-5pct。20 年子公司瀚康营业收入为 2.46 亿元, 同比增长 38.54%, 净利润 0.37 亿元, 同比+89.1%, 其中下半年营收 1.62 亿元, 环比+93%, 净利润达 0.28 亿元, 环比大增 210%, 净利率达 17%, 主要系添加剂供不应求所致。我们预计全年电解液单吨利润超 3000 元/吨, 贡献 1.5 亿利润, 其中子公司瀚康贡献 0.3 亿权益利润, 同比近翻番。

溶剂项目落地, 21 年公司增长加速。我们预计 Q1 电解液出货量 1.5 万吨左右, 同比翻番, 由于价格顺利传导, 我们预计贡献 0.5 亿左右利润; 21 年下游需求有望超预期, LG、Catl 预示采购计划均有 100%+增长, 我们预计 LG、宁德时代为公司均贡献 1 万吨左右的需求增量, 公司电解液出货量有望超 7 万吨, 增长 80%。21 年 Q2 公司 5 万吨溶剂项目投产, 溶剂自供比例提升至 70%左右, 使得电解液单吨成本下降 1000 元左右, 且公司有稳定六氟供应渠道(韩国厚成、永太科技等), 原材料涨价顺利传导, 我们预计公司电解液单吨盈利有望提升至 0.4 万元/吨左右, 预计为公司贡献 3 亿+利润, 同比翻番以上。

图 4: 溶剂和六氟价格走势(万元/吨)



数据来源: 物理化学协会, 东吴证券研究所

氟化工业务量利双升, 新增项目支撑持续高增。20 年氟化工收入 5.62 亿, 同比增长 13.40%, 毛利率大幅提升 9pct 至 67%, 且下半年毛利率进一步提升至 70%; 20 年海斯福营业收入为 6.90 亿元, 同比增长 38.57%, 净利润 2.57 亿元, 同比+28.63%, 其中下半年营收 3.7 亿元, 环比+16%, 净利润达 1.22 亿元, 环比-10%左右。全年海斯福净利 2.6 亿, 同比增长 30%。Q1 海外订单增加, 我们预计贡献利润 0.7 亿, 全年预计贡献 3.5 亿, 同比+35%。

图 5: 公司子公司经营情况

公司名称	2020				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	营收同比	净利润 (亿元)	净利润同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
惠州宙邦	7.55	15.98%	0.46	39.29%	4.68	0.30	2.86	0.16
新宙邦(香港)	0.26	0.85%	0.01	14.50%	0.06	0.00	0.21	0.00
南通新宙邦	6.83	33.92%	0.45	41.72%	4.26	0.25	2.56	0.20
南通托普	0.39	4.99%	0.06	7.51%	0.20	0.02	0.18	0.04
张家港瀚康	2.46	38.54%	0.37	89.10%	1.62	0.28	0.84	0.09
三门市海斯福	6.90	38.57%	2.57	28.63%	3.70	1.22	3.20	1.35
湖南博氟	0.07	-40.39%	-0.11	276.17%	0.03	-0.07	0.03	-0.04
苏州诺莱特	3.08	-4.78%	0.40	-12.77%	1.79	0.21	1.29	0.19
荆门新宙邦			0.01					
波兰新宙邦			-0.06					
福建海德福			-0.02					
美国新宙邦			-0.01					

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

电容器业务表现平稳, 半导体化学品逐步放量: 电容器化学品 20 年收入 5.4 亿, 同比增长 4%, 毛利率 38.6%, 同比微降, 我们预计 20 年电容器化学品业务贡献 0.8 亿利润, 21 年保持平稳增长, Q1 贡献 0.15 亿左右, 我们预计 21 年全年贡献 0.9 亿。半导体化学品 20 年收入 1.6 亿, 同比增长 37%, 其中下半年实现 1.1 亿收入, 环比大增 140%, 逐步开始放量, 后续高增可期。

全年费用管控良好, 费用率同比下降。 2020 年公司期间费用合计 4.55 亿元, 同比增长 1.28%, 费用率为 15.36%, 同比下降 3.95pct。2020 年销售费用 0.5 亿元, 销售费用率 1.7%, 同比下降 2.2pct; 管理费用 2 亿元, 管理费用率 6.8%, 同比下降 8pct; 财务费用 0.2 亿元, 财务费用率 0.7%, 同比增 0.04pct; 研发费用 1.8 亿元, 研发费用率 6.2%, 同比下降 0.8pct。公司 2020 年计提资产减值损失 0.03 亿, 计提信用减值损失 0.21 亿, 主要为应收账款及其他应收款的坏账损失。

图 6: 公司分季度费用情况 (百万)

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	18.84	22.45	25.96	23.29	20.25	24.34	32.40	-26.08
-销售费用率	3.67%	3.51%	4.05%	3.71%	3.88%	3.62%	3.99%	-2.73%
管理费用	41.97	43.00	48.03	49.62	39.85	48.05	49.34	64.38
-管理费用率	8.18%	6.72%	7.50%	7.90%	7.64%	7.15%	6.08%	6.74%
研发费用	29.40	52.58	37.33	42.02	32.58	45.24	43.35	61.44
-研发费用率	5.73%	8.21%	5.83%	6.69%	6.25%	6.73%	5.34%	6.43%
财务费用	9.53	2.34	-3.45	6.02	-0.16	2.52	10.77	6.41
-财务费用率	1.86%	0.36%	-0.54%	0.96%	-0.03%	0.38%	1.33%	0.67%
期间费用	99.74	120.37	107.87	120.94	92.52	120.15	135.86	106.15
-期间费用率	19.44%	18.80%	16.85%	19.26%	17.75%	17.88%	16.73%	11.11%
资产减值损失	5.44	-0.28	-2.93	5.75	-1.27	-0.18	2.70	-4.57
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	-28.79	-3.69	2.28	-16.97	-2.93

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

存货增加，账面现金充裕。2020年公司存货为4.44亿，较年初增加32.39%，主要系原材料及发出商品增加所致；应收账款9.91亿，较年初增长31.4%；2020年公司经营活动净现金流为8.81亿，同比上升56.92%，主要系本期回款增加和汇票贴现回笼资金所致；投资活动净现金流出10.13亿，同比上升72.82%，主要是投资建设支出和购买理财产品支出增加；资本开支为3.64亿，同比下降30.12%。账面现金为18.07亿，较年初增长471.67%，主要系非公开募资到账，公司在手现金充裕。

盈利预测：公司业务多点开花，我们将21-22年归母净利润由7.28/10.30亿上调至7.57/10.93亿，预计23年公司归母净利润为14.81亿，同比增长46%/44%/35%，EPS为1.84/2.66/3.6元，对应PE为40x/27x/20x；考虑股权激励费用影响，我们给予21年50倍PE，对应目标价92元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

新宙邦三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,241	4,561	5,271	5,204	营业收入	2961	4378	6014	8028
现金	1,807	1,422	1,320	241	减:营业成本	1,895	2,744	3,795	5,078
应收账款	991	1,474	2,013	2,688	营业税金及附加	23	34	47	63
存货	444	639	890	1,195	营业费用	51	74	102	136
其他流动资产	999	1,026	1,048	1,080	管理费用	201	320	409	465
非流动资产	3,155	3,164	5,253	6,548	研发费用	183	271	373	498
长期股权投资	252	252	252	252	财务费用	20	16	39	29
固定资产	1,163	1,254	2,736	4,065	资产减值损失	25	62	-17	43
在建工程	370	320	270	270	加:投资净收益	16	16	10	10
无形资产	348	328	406	382	其他收益	29	28	20	28
其他非流动资产	1022	1010	1589	1579	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	7,396	7,726	10,524	11,752	营业利润	610	901	1,296	1,753
流动负债	1,910	1,899	3,885	4,012	加:营业外净收支	-7	-9	-8	-9
短期借款	451	0	1,300	590	利润总额	603	892	1,288	1,744
应付账款	513	743	1,027	1,375	减:所得税费用	80	125	180	244
其他流动负债	946	1,156	1,557	2,047	少数股东损益	6	10	14	20
非流动负债	355	355	355	355	归属母公司净利润	518	757	1,093	1,481
长期借款	200	200	200	200	EBIT	629	917	1,335	1,782
其他非流动负债	155	155	155	155	EBITDA	791	1,057	1,536	2,087
负债合计	2,265	2,254	4,240	4,367	重要财务与估值指标				
少数股东权益	153	162	177	196	每股收益(元)	1.26	1.84	2.66	3.60
归属母公司股东权益	4,979	5,309	6,107	7,188	每股净资产(元)	12.12	12.92	14.87	17.50
负债和股东权益	7,396	7,726	10,524	11,752	发行在外股份(百万股)	411	411	411	411
					ROIC(%)	14.0%	16.7%	15.8%	19.7%
					ROE(%)	10.4%	14.3%	17.9%	20.6%
					毛利率(%)	36.0%	37.3%	36.9%	36.7%
					销售净利率(%)	17.7%	17.5%	18.4%	18.7%
					资产负债率(%)	30.6%	29.2%	40.3%	37.2%
					收入增长率(%)	27.4%	47.9%	37.4%	33.5%
					净利润增长率(%)	59.0%	46.4%	44.4%	35.5%
					P/E	57.97	39.66	27.46	20.27
					P/B	6.03	5.65	4.91	4.18
					EV/EBITDA	39	29	20	15

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>