

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

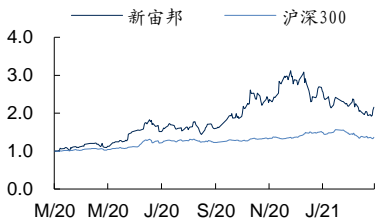
新宙邦(300037)
增持

2020 年年报&2021 一季度预告点评

(维持评级)

2021 年 03 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	411/295
总市值/流通(百万元)	31,150/22,406
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12 个月最高/最低(元)	112.00/32.95

相关研究报告:

《国信证券-新宙邦-300037-2020 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 业务持续布局》——2021-01-19
 《国信证券-新宙邦-300037-2020 年三季报点评: 业绩基本符合预期, 拟投资海斯福高端氟精细化学品项目(二期)》——2020-10-29
 《国信证券-新宙邦-300037-2020 年半年报点评: 业绩超预期, 再融资增强业务梯次布局》——2020-07-31
 《新宙邦-300037-19 年年报及 20 年一季报点评: 业绩持续增长, 再融资增强领先优势》——2020-04-24
 《新宙邦-300037-2019 年半年报点评: 业绩稳健增长, 募资拓展业务版图》——2019-07-30

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 产能持续加码

● 2020 年业绩符合预期, 净利率达近 5 年历史高点

公司发布 20 年年报, 全年营收 29.61 亿元(+27.4%), 归母净利润 5.18 亿元(+59.3%) 其中 20Q4 归母净利润 1.44 亿元(同比+67.9%)。全年毛利率 36.0%(同比+0.37pct), 净利率 17.7%(+3.52%), 净利率为近 5 年最高水平, 电解液一体化增加了盈利, 期间费用率显著下降, 伴随新能源汽车高需求和氟化工海外客户放量, 全年业绩符合预期。公司预计 21 年 Q1 归母净利润 1.43-1.63 亿元, 同比增长 45%-65%。

● 电解液一体化趋势加强, 有机氟和半导体业务毛利率激增

20 年公司锂电化学品营收 16.59 亿元(+43%), 电解液全年销量 3.82 万吨, 单吨售价为 4.34 万元, 单吨成本从 3.13 万元降至 3.04 万元, 主要是溶剂等原料自供比例提升, 21 年公司 5 万吨溶剂项目投产, 一体化有望持续降低电解液成本; 有机氟化学品营收 5.62 亿元(+14%), 毛利率 66.82%(+8.8pct), 主要系疫情提升含氟医药中间体销量所致; 半导体化学品营收 1.57 亿元(+37%), 毛利率 23.94%(+5.9pct), 主要是公司产品迭代、客户认证与海外销量增长所致。

● 产能布局持续加码, 氟化工有望提供超额业绩增量

公司电解液设计产能 7.30 万吨, 在建产能 17.58 万吨, 有机氟化学品设计产能 0.4 万吨, 在建产能 2.59 万吨, 产能成倍增长。全资子公司三明海斯福拟投资建设高端氟精细化学品项目(二期), 预计 2024 年逐步投产, 该项目预计年产高端氟精细化学品 1.59 吨、锂电池电解液 3 万吨, 投产后市场份额有望进一步提升。

● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 投产进度不及预期。
● 投资建议: 上调盈利预期, 维持“增持”评级

我们看好公司产能释放和原料部分自供带来的成本优势, 基于电解液量价齐升和 21Q1 公司盈利大增, 我们上调了公司 21-22 年归母净利润, 分别为 7.1/9.4 亿元(原预测为 6.4/8.6 亿), 同比增长 38%/31%, 新增 23 年归母净利润 11.7 亿元(同比增长 24%), 对应 21-23 年 EPS 为 1.74/2.29/2.84 元, 对应 PE 为 44/33/27 倍, 维持“增持”评级。

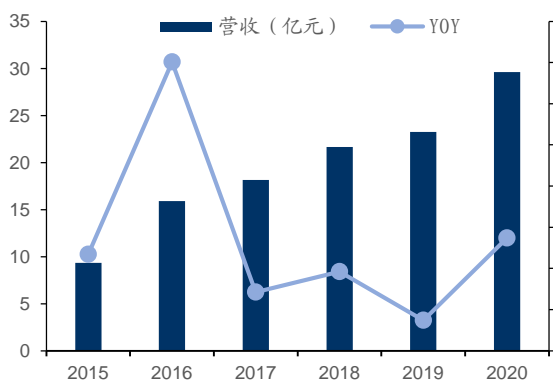
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,961.04	4,306.43	5,628.86	7,373.88
(+/-%)	27.37%	45.44%	30.71%	31.00%
净利润(百万元)	517.77	714.99	939.05	1165.33
(+/-%)	59.29%	38.09%	31.34%	24.10%
摊薄每股收益(元)	1.26	1.74	2.29	2.84
EBIT Margin	26.69%	17.78%	18.34%	17.44%
净资产收益率(ROE)	10.40%	12.96%	15.10%	16.43%
市盈率(PE)	60.16	43.57	33.17	26.73
EV/EBITDA	35.60	39.12	29.77	24.80
市净率(PB)	6.26	5.65	5.01	4.39

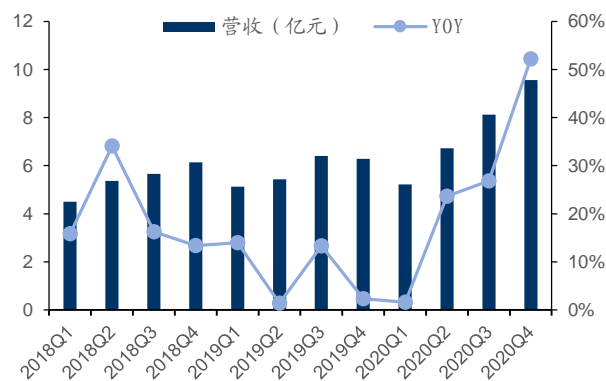
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

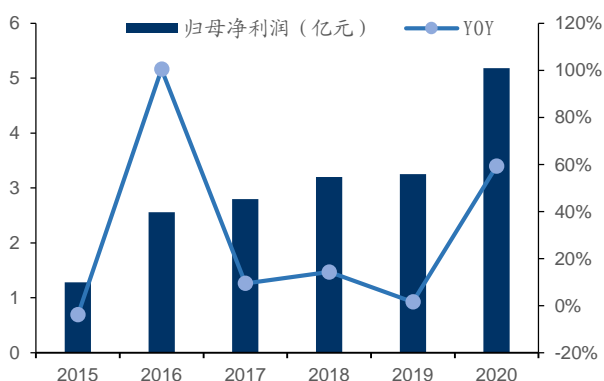
公司 2020 年实现营收 29.61 亿元(+27.37%), 归母净利润 5.18 亿元(+59.29%), 加权 ROE 为 12.03% (+1.35%), 其中 Q4 营收 9.55 亿元(同比+52.17%、环比+17.6%), 归母净利润 1.44 亿元。公司 21 年 Q1 实现归母净利润 1.4-1.6 亿元, 同比增长 45%-65%。公司 21Q1 非经常性损益约 2000 万元, 比去年同期增加约 1653 万元, 主要系单项计提应收账款减值准备冲回。受益于下游锂电池需求爆发、有机氟化学品海外订单放量, 公司 21 年业绩有望保持较高增速。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


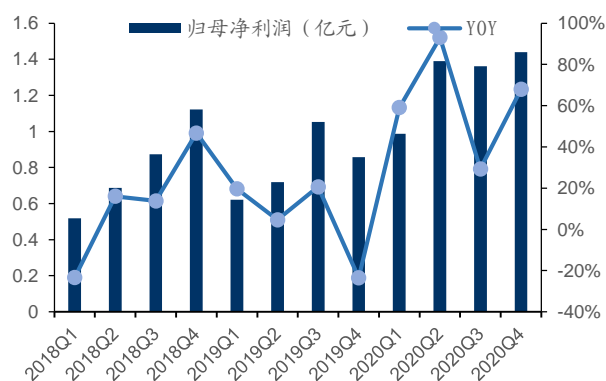
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

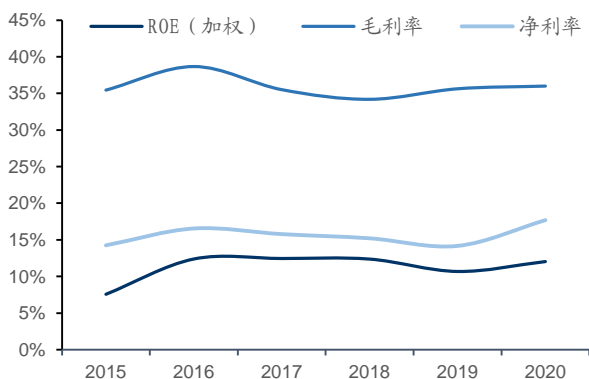
图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 36.00%(同比+0.37pct), 净利率为 17.69%(+3.52pct), 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.7%(-2.2pct)、6.8%(-1.0pct)、6.2%(-0.7pct) 和 0.7% (+0.1pct)。其中, 销售费率大幅下降主要系 20 年执行新收入准则, 2020 年销售产品的物流运输费作为履约成本调整入营业成本。2020 年净利率增幅明显, 达到近 5 年历史最高水平, 一方面是电解液原料自供带来的毛利提升, 另一方面期间费用显著下滑。

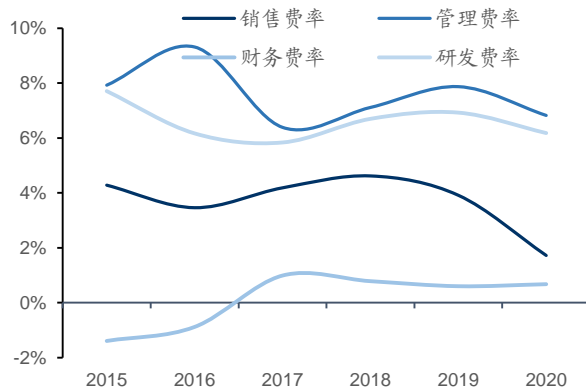
公司现金流、偿债能力和营运能力持续好转。经营活动现金净流量为 8.81 亿元 (+57.04%), 净现比维持高位为 168.1%; 偿债能力方面, 公司流动比率、速动比率、现金比率分别升至 2.22、1.99、1.12, 资产负债率逐年下降; 营运能力方面, 公司存货周转率和应收账款周转率略有提升, 分别为 4.87 和 3.39。2020 年公司每 10 股派发现金红利 4 元, 合计派发现金股利 1.64 亿元, 现金股利占比 31.74%, 占比和上年基本持平, 剩余未分配利润结转以后年度分配。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



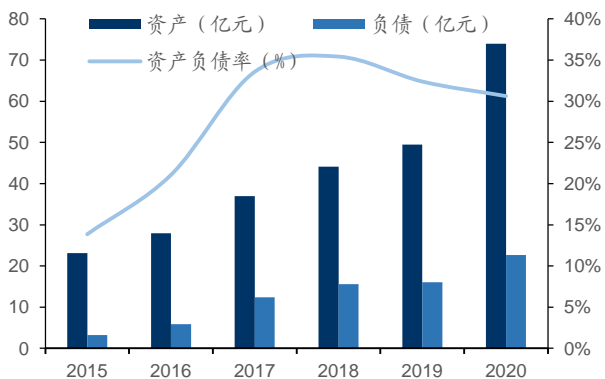
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司四费占比情况变化



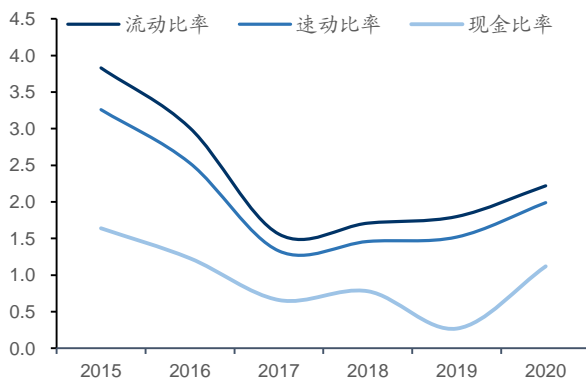
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化情况



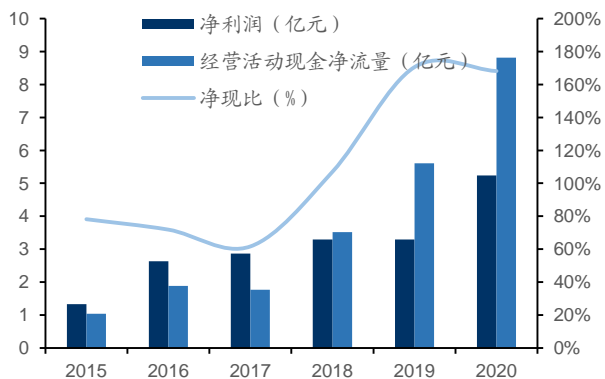
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司短期偿债指标变化



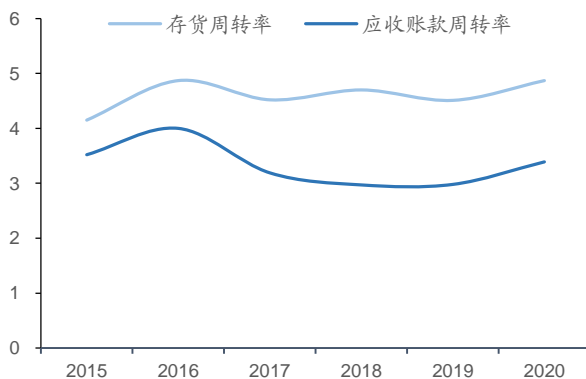
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司经营性现金流持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司存货和应收账款周转率情况



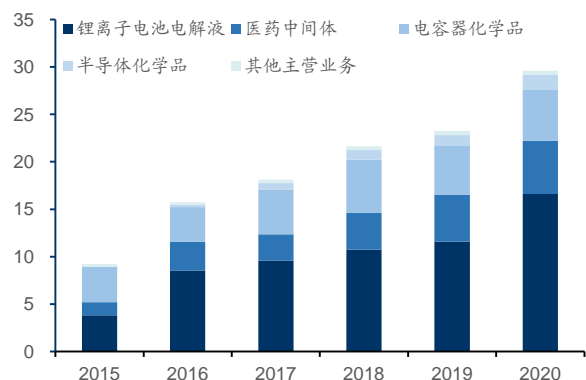
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电解液: 2020 年公司电池化学品业务营收 16.59 亿元, 同比大增 43%, 电池化学品毛利率为 25.76%。其中电解液全年实现销量 3.82 万吨, 产量 4.05 万吨, 产能利用率达 94.37%, 单吨售价为 4.34 万元, 单吨成本从 3.13 万元降至 3.04 万元, 主要是溶剂等原料自供比例提升, 21 年公司 5 万吨溶剂项目投产, 一体化趋势加强有望持续降低电解液单吨成本。公司海内外战略性客户开拓取得成效, 产能持续扩张, 公司电解液设计产能 7.30 万吨, 在建产能 17.58 万吨, 波兰和荆门工厂处于建设中, 未来业绩将受益于海内外工厂产能持续爬坡。

有机氟化学品: 2020 年公司有机氟化学品业务营收 5.62 亿元, 同比增加 14%。公司氟化工产品海外订单大增, 产品与客户持续拓展, 叠加疫情增加含氟医药农药中间品销量, 20 年有机氟化学品业务毛利率为 66.82%, 同比大增 8.8%。公司氟化工业务设计产能 0.41 万吨, 在建产能高达 2.59 万吨, 其中, 全资子公司三明海斯福拟投资建设高端氟精细化学品项目(二期), 预计 2024 年逐步投产, 该项目预计年产高端氟精细化学品 15900 吨。

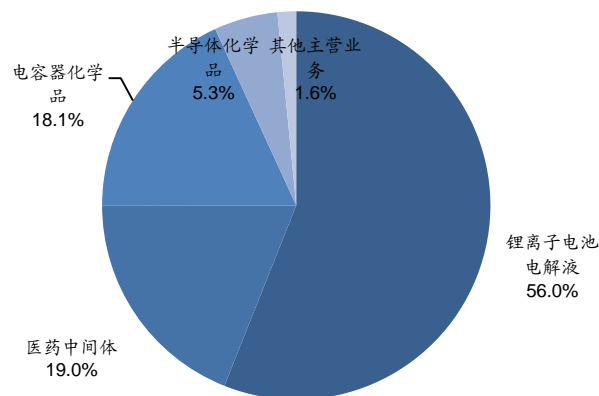
电容器化学品: 2020 年公司电容器化学品业务营收 5.37 亿元, 同比增加 4%, 毛利率 38.58%, 同比下降 1.5%。半导体业务营收 1.57 亿元, 同比增加 37%, 毛利率 23.94%, 同比增加 5.9%。

图 11: 公司主营业务营收变化(亿元)



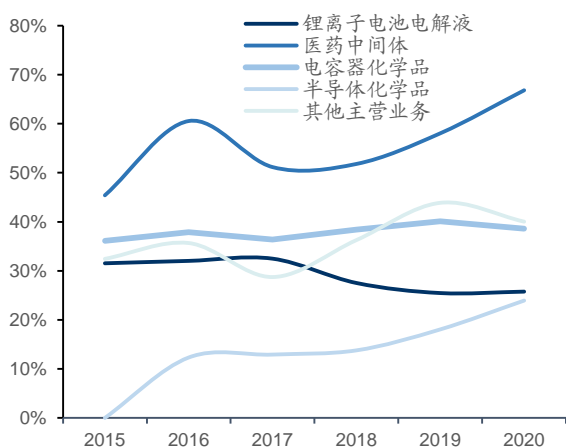
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2020 年公司主营产品营收占比



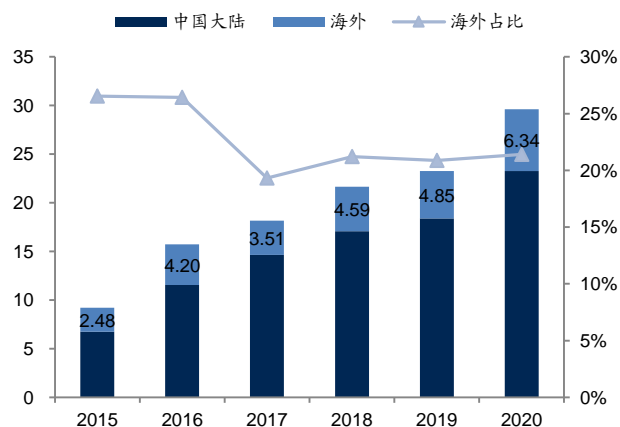
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司主营产品毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司海外营收变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电解液业务技术、成本、客户优势稳固，扩产项目稳步推进。公司电解液设计产能 7.30 万吨，在建产能 17.58 万吨，产能扩张加速，公司波兰子公司波兰新宙邦收到西雷姆市政府出具的《环评决议》，项目进展顺利。客户结构上，公司涵盖三星 SDI、LG、索尼、松下、村田、NEC、比亚迪、CATL、亿纬锂能、力神、中航锂电、孚能科技等海内外大型电池厂商，下游锂离子电池增速提升将加速海内外客户放量，拉动公司电池化学品业绩。此外 2020 年以来伴随六氟磷酸锂和溶剂价格上涨，电解液价格出现不同程度上涨，一定程度上有助于公司综合毛利率回升。伴随公司产能进一步扩张、电解液毛利率起色以及添加剂和新型锂盐的技术积累，公司锂离子电池化学品业务有望迎来量价齐升。

氟化工产能加码布局，提供业绩新增量。公司 2020 年 10 月 28 日公告将以全资子公司三明市海斯福化工有限责任公司为项目实施主体，在福建省明溪县经济开发区 D 区投资建设高端氟精细化学品项目（二期），投资金额预计为人民币 52541.58 万元，资金来源为自筹，建设周期 3.5 年，预计 2024 年逐步投产。该项目预计年产高端氟精细化学品 15900 吨、锂离子电池电解液 30000 吨，项目建成投产后预计年均销售收入 211826.10 万元，年均净利润 28375.12 万元。

公司股权激励充足，管理层与公司实现深度利益绑定。2020 年 11 月 30 日，公司公布股权激励草案，激励计划拟授予的限制性股票数量为 633 万股，占总股本的 1.54%，本次激励对象包括董事、高级管理人员、中基层管理人员、核心技术业务人员等在内的不超过 319 人，首次授予部分的限制性股票的授予价格为每股 41.54 元。本次激励对象相比于 2016 年范围更广，方式更加灵活，有望提升管理层的积极性，带来公司新一轮成长。

投资建议：我们看好公司产能释放和原料部分自供带来的成本优势，基于电解液量价齐升和 21Q1 公司盈利大增，我们上调了公司 21-22 年归母净利润，分别为 7.1/9.4 亿元（原预测为 6.4/8.6 亿），同比增长 38%/31%，新增 23 年归母净利润 11.7 亿元（同比增长 24%），对应 21-23 年 EPS 为 1.74/2.29/2.84 元，对应 PE 为 44/33/27 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- （1）全球锂电池需求不达预期的风险；
- （2）公司成本下降低于预期影响盈利的风险；
- （3）公司扩产进度不及预期的风险。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.03.28	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	82.50	450.56	0.98	2.35	2.86	3.51	84.6	35.1	28.8	23.5	增持
300037	新宙邦	75.83	311.50	1.26	1.74	2.29	2.84	60.2	43.6	33.2	26.7	增持
002812	恩捷股份	114.31	1,014.24	1.26	1.95	2.75	4.18	90.7	58.6	41.6	27.3	增持
603659	璞泰来	91.30	452.87	1.35	2.14	2.69	3.43	67.6	42.7	33.9	26.6	增持
300073	当升科技	47.75	216.60	0.85	1.38	1.89	2.33	56.2	34.6	25.3	20.5	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1807	1754	1863	2250	营业收入	2961	4306	5629	7374
应收款项	1108	1534	2005	2626	营业成本	1895	2826	3697	4916
存货净额	444	608	795	1061	营业税金及附加	23	34	44	58
其他流动资产	558	861	1126	1475	销售费用	51	78	101	133
流动资产合计	4241	5081	6112	7737	管理费用	202	604	754	981
固定资产	1532	1939	2225	2394	财务费用	20	(46)	(37)	(43)
无形资产及其他	340	317	294	272	投资收益	16	10	10	10
投资性房地产	1031	1031	1031	1031	资产减值及公允价值变动	5	5	5	5
长期股权投资	252	302	352	402	其他收入	(183)	0	0	0
资产总计	7396	8670	10014	11835	营业利润	610	827	1084	1345
短期借款及交易性金融负债	511	500	500	500	营业外净收支	(6)	(5)	(5)	(5)
应付款项	1079	1520	1988	2653	利润总额	603	822	1079	1340
其他流动负债	320	596	736	982	所得税费用	80	99	130	161
流动负债合计	1910	2616	3223	4135	少数股东损益	6	8	11	13
长期借款及应付债券	200	200	200	200	归属于母公司净利润	518	715	939	1165
其他长期负债	155	180	205	230					
长期负债合计	355	380	405	430	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2265	2996	3628	4565	净利润	518	715	939	1165
少数股东权益	153	159	167	177	资产减值准备	(7)	14	6	4
股东权益	4979	5515	6219	7093	折旧摊销	148	107	136	154
负债和股东权益总计	7396	8670	10014	11835	公允价值变动损失	(5)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	20	(46)	(37)	(43)
					营运资本变动	147	(137)	(285)	(295)
					其它	12	(8)	2	6
					经营活动现金流	812	687	793	1029
					资本开支	(402)	(500)	(400)	(300)
					其它投资现金流	(317)	0	0	0
					投资活动现金流	(784)	(550)	(450)	(350)
					权益性融资	1169	0	0	0
					负债净变化	(44)	0	0	0
					支付股利、利息	(117)	(179)	(235)	(291)
					其它融资现金流	616	(11)	0	0
					融资活动现金流	1463	(190)	(235)	(291)
					现金净变动	1491	(53)	109	388
					货币资金的期初余额	316	1807	1754	1863
					货币资金的期末余额	1807	1754	1863	2250
					企业自由现金流	579	144	360	690
					权益自由现金流	1151	174	392	729

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032