

加速产能扩张，强化一体化优势
买入（维持）

2021 年 04 月 22 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,961	4,378	6,014	8,028
同比（%）	27.36%	47.85%	37.36%	33.50%
归母净利润（百万元）	518	757	1,093	1,481
同比（%）	59.31%	46.18%	44.42%	35.47%
每股收益（元/股）	1.26	1.84	2.66	3.60
P/E（倍）	64.92	44.41	30.75	22.70

投资要点

■ 2021 年 Q1 归母净利润 1.55 亿元，同比增长 57.51%，偏业绩预告上限，符合市场预期。2021 年 Q1 公司营业收入 11.40 亿元，同比增长 118.63%，环比上升 19.30%；归母净利润 1.55 亿元，同比增长 57.51%，环比增长 8.04%。此前公司预告 1.4-1.6 亿元，偏业绩预告上限，符合我们预期；扣非净利润 1.37 亿元，同比增长 43.28%，环比小幅下滑 0.13%，非经常性损益主要为单独进行减值测试的应收款项、合同资产减值准备转回。盈利能力方面，2021 年 Q1 毛利率为 31.35%，同比增加 2.42pct；净利率为 13.65%，同比小幅下滑 1.42pct。

■ 2021 年 Q1 电解液及氟化工贡献明显增量。从业务拆分上看，我们预计氟化工利润 0.7 亿，同环比增 20%左右；电解液贡献 0.5 亿利润，同比大增 160%，环比微增；电容器化学品贡献 0.15 亿净利润；半导体预计贡献 0.05 亿。

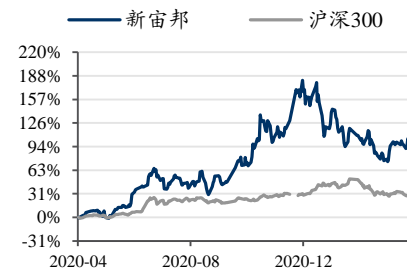
■ 2021 年 Q1 电解液出货量大幅提升，添加剂价格上涨推动盈利水平恢复。我们预计公司 2021 年 Q1 电解液出货量 1.5 万吨左右，同比大增 2 倍，环比增 10%+；盈利方面，原材料六氟磷酸锂、添加剂等涨价，基本可顺利传导至下游，整体对公司冲击有限；同时，公司自产自供部分添加剂 vc，vc 从 10 万+/吨涨至 18-20 万/吨，可增厚公司盈利水平。我们预计 2021 年 Q1 公司电解液毛利率水平恢复至 23-25%，单吨盈利超 0.3 万/吨。年中公司 5 万吨溶剂项目投产，溶剂自供比例提升至 70%左右，达产后，电解液单吨利润有望增厚 0.1 万/元。我们预计 2021 年公司电解液出货量有望达到 7-8 万吨，可为公司贡献 3 亿利润，同比翻番以上。

■ 加速扩产添加剂，强化电解液一体化优势。公司公告孙公司江苏瀚康拟与淮安瀚邦聚能设立合资公司瀚康电子材料（瀚康持股 90.8%），由瀚康电子材料投资 12 亿建设 5.9 万吨添加剂项目。项目分两期，一期投资 6.6 亿建设 2.9 万吨产能，包括氟代碳酸乙烯酯、氟代碳酸乙烯酯、碳酸亚乙烯酯、硫酸乙烯酯等，建设期 2 年；二期投资 5.4 亿，建设 3 万吨。项目达产后，预计可形成 20 亿收入，利税约 3.2 亿；其中一期可贡献 8 亿收入，1.4 亿利税。目前公司孙公司瀚康为国内前三大添加剂厂商，20 年实现收入 2.5 亿营收，0.37 亿净利润，此次扩产将支撑瀚康未来几年高成长，同时也进一步强化公司电解液一体化优势。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预测公司 21-23 年净利润 7.57/10.93/14.81 亿，同比增长 46%/44%/35%，EPS 为 1.84/2.66/3.6 元，对应 PE 为 44x/31x/23x；考虑股权激励费用影响，我们给予 21 年 55 倍 PE，对应目标价 101 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)	81.82
一年最低/最高价	37.59/112.00
市净率(倍)	6.55
流通 A 股市值(百万元)	24175.47

基础数据

每股净资产(元)	12.50
资产负债率(%)	31.19
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）：年报点评：多点开花，Q1 业绩亮眼》2021-03-26
- 2、《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
- 3、《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

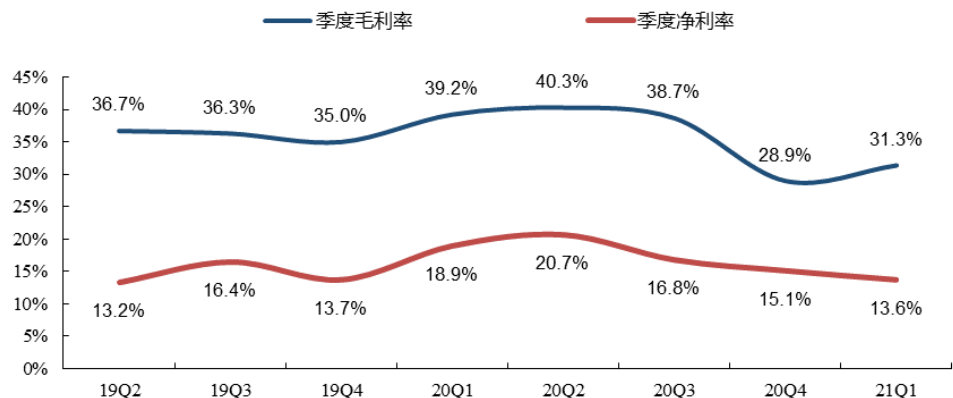
2021年Q1归母净利润1.55亿元，同比增长57.51%，偏业绩预告上限，符合市场预期。2021年Q1公司营业收入11.40亿元，同比增长118.63%，环比上升19.30%；归母净利润1.55亿元，同比增长57.51%，环比增长8.04%。此前公司预告1.4-1.6亿元，偏业绩预告上限，符合我们预期；扣非净利润1.37亿元，同比增长43.28%，环比小幅下滑0.13%，非经常性损益主要为单独进行减值测试的应收款项、合同资产减值准备转回。盈利能力方面，2021年Q1毛利率为31.35%，同比增加2.42pct；净利率为13.65%，同比小幅下滑1.42pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,139.8	955.5	812.2	672.0	521.3
-同比	118.63%	52.17%	26.84%	23.63%	1.62%
毛利率	31.35%	28.93%	38.67%	40.31%	39.24%
归母净利润(百万)	155.5	144.0	136.1	138.9	98.7
-同比	57.51%	67.89%	29.34%	93.07%	59.04%
归母净利率	13.65%	15.07%	16.76%	20.67%	18.94%
扣非归母净利润(百万)	136.52	136.71	124.28	124.94	95.28
-同比	43.28%	80.50%	19.82%	87.32%	59.38%
扣非归母净利率	11.98%	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：季度盈利能力（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021年Q1电解液及氟化工贡献明显增量。从业务拆分上看，我们预计氟化工利润

0.7 亿，同环比增 20%左右；电解液贡献 0.5 亿利润，同比大增 160%，环比微增；电容器化学品贡献 0.15 亿净利润；半导体预计贡献 0.05 亿。

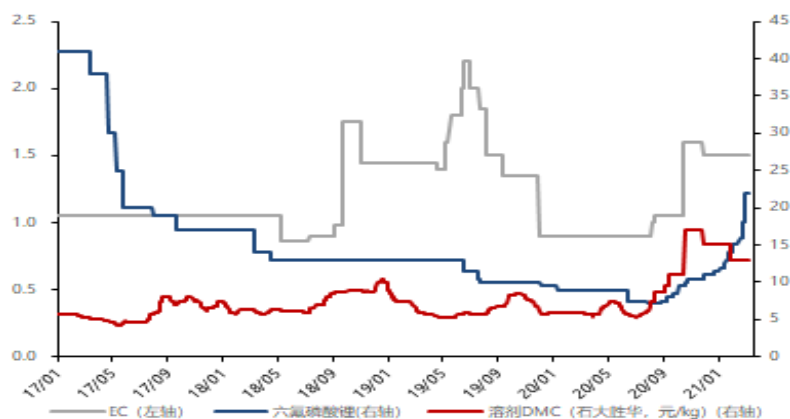
图 3: 公司分业务经营情况

	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%	25.76%	0.29%	10.71	-	5.88	29.01%
氟化工	5.62	13.40%	66.82%	8.78%	2.53	-	3.09	63.45%
电容器化学品	5.37	4.11%	38.58%	-1.52%	2.91	-	2.46	39.33%
半导体化学品	1.57	36.96%	-	-	1.11	-	0.46	20.93%
其他							0.04	61.24%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021 年 Q1 电解液出货量大幅提升, 添加剂价格上涨推动盈利水平恢复。我们预计公司 2021 年 Q1 电解液出货量 1.5 万吨左右, 同比大增 2 倍, 环比增 10%+; 盈利方面, 原材料六氟磷酸锂、添加剂等涨价, 基本可顺利传导至下游, 整体对公司冲击有限; 同时, 公司自产自供部分添加剂 vc, vc 从 10 万+/吨涨至 18-20 万/吨, 可增厚公司盈利水平。我们预计 2021 年 Q1 公司电解液毛利率水平恢复至 23-25%, 单吨盈利超 0.3 万/吨。年中公司 5 万吨溶剂项目投产, 溶剂自供比例提升至 70%左右, 达产后, 电解液单吨利润有望增厚 0.1 万/元。我们预计 2021 年公司电解液出货量有望达到 7-8 万吨, 可为公司贡献 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

加速扩产添加剂, 强化电解液一体化优势。公司公告孙公司江苏瀚康拟与淮安瀚邦聚能设立合资公司瀚康电子材料(瀚康持股 90.8%), 由瀚康电子材料投资 12 亿建设 5.9 万吨添加剂项目。项目分两期, 一期投资 6.6 亿建设 2.9 万吨产能, 包括氯代碳酸乙烯酯、氟代碳酸乙烯酯、碳酸亚乙烯酯、硫酸乙烯酯等, 建设期 2 年; 二期投资 5.4 亿, 建设 3 万吨。项目达产后, 预计可形成 20 亿收入, 利税约 3.2 亿; 其中一期可贡献 8 亿

收入，1.4 亿利税。目前公司孙公司瀚康为国内前三大添加剂厂商，2020 年实现收入 2.5 亿营收，0.37 亿净利润，此次扩产将支撑瀚康未来几年高成长，同时也进一步强化公司电解液一体化优势。

氟化工稳定增长；半导体化学逐步成熟，产能扩张加速。我们预计 Q1 氟化工同环比实现 20% 增长，仍然公司最重要利润来源；预计 2021 年仍该业务可保持 30-40% 增长，贡献 3.5 亿左右利润。公司拟投资 5.3 亿元建设氟化工二期项目，新增 1.59 万吨产能，再度维持公司氟化工优势，此前募投项目 1 万吨新产能预计 2021 年投产，业绩仍可维持稳步增长。公司半导体化学品业务逐步成熟，并在大客户实现突破，2020 年下半年实现大幅增长，全年贡献 0.2 亿利润，我们预计 21 年有望翻番以上增长。同时公司此次公告将投资 6.5 亿在天津建设 5 万吨锂电材料及 9 万吨半导体化学品，预期项目建成后可实现 25 亿营收，3.6 亿利税。

公司费用控制良好，研发投入提升。公司期间费用合计 1.87 亿元，同比增长 102.03%，费用率为 16.40%，同比上升 2.63pct，环比上升 7.09pct。2021 年 Q1 销售费用 0.29 亿元，销售费用率 2.51%，同比降 0.5pct；管理费用 0.83 亿元，管理费用率 7.32%，同比上升 1.39pct；财务费用 0.02 亿元，财务费用率 0.18%，同比上升 0.2pct；研发费用 0.73 亿元，研发费用率 6.39%，同比增 1.54pct。公司 2021 年 Q1 转回信用减值 0.08 亿元，转回资产减值 0.01 亿元。

图 5：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	20.25	24.34	32.40	-26.08	28.61
-销售费用率	3.01%	3.00%	3.39%	-2.29%	2.51%
管理费用	39.85	48.05	49.34	64.38	83.46
-管理费用率	5.93%	5.92%	5.16%	5.65%	7.32%
研发费用	32.58	45.24	43.35	61.44	72.84
-研发费用率	4.85%	5.57%	4.54%	5.39%	6.39%
财务费用	-0.16	2.52	10.77	6.41	2.00
-财务费用率	-0.02%	0.31%	1.13%	0.56%	0.18%
期间费用	92.52	120.15	135.86	106.15	186.92
-期间费用率	13.77%	14.79%	14.22%	9.31%	16.40%
资产减值损失	-1.27	-0.18	2.70	-4.57	0.97
信用减值损失	-3.69	2.28	-16.97	-2.93	8.40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

应收账款增加，经营活动净现金额下降。2021 年 Q1 公司存货为 5.10 亿，较年初增加 14.88%；应收账款 12.13 亿，较年初增长 22.41%；2021 年 Q1 公司经营活动净现金流出 0.6 亿，同比-185%，主要系 2020 年年底银行承兑汇票提前贴现，2021 年到期托收现金流入变少；投资活动净现金流出 4.04 亿，同比-1431%，资本开支为 1.23 亿，同比

上升 42%。账面现金为 12.42 亿，较年初降低 31%，在手现金充裕。

盈利预测：我们维持此前盈利预测，预测公司 2021-2023 年净利润 7.57/10.93/14.81 亿，同比增长 46%/44%/35%，EPS 为 1.84/2.66/3.6 元，对应 PE 为 44x/31x/23x；考虑股权激励费用影响，我们给予 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 101 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	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	销售费用	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	2020A	2021E	2022E	2023E
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	64.92	44.41	30.75	22.70
					P/B	6.75	6.33	5.50	4.68
					EV/EBITDA	44	33	22	17

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>