

新宙邦 (300037.SZ)

各业务齐头并进，乘新能源之势加速扩张

核心观点:

- 公司发布 2021 年中报, 业绩同比大幅增长。公司 21H1 实现营收 25.57 亿元, 同比增长 114.23%, 实现归母净利润 4.37 亿元, 同比增长 83.85%。单季度看, 公司 21Q2 实现营收 14.17 亿元, 同比增长 110.81%, 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 102.57%。
- 各业务营收均实现增长。分业务看, 21H1 公司电池化学品业务实现营收 17.70 亿元, 同比增长 207.63%, 毛利率 27.42%, 同比下降 1.59pct; 有机氟化学品业务实现营收 3.44 亿元, 同比增长 11.37%, 毛利率 65.04%, 同比提升 1.59pct; 电容化学品业务实现营收 3.26 亿元, 同比增长 42.91%, 毛利率 39.24%, 同比下降 0.09pct。
- 锂电材料量价齐升, 推动公司业绩大幅增长。2020 年公司电池化学品产量为 4.05 万吨, 20H1 产量为 3.44 万吨; 价格方面, 根据 WIND, 21Q1 和 21Q2 电解液均价分别为 4.7 万元/吨和 6.8 万元/吨, 价格较去年同期大幅上涨, 同时原材料六氟磷酸锂价格上涨幅度较大, 一定程度影响了公司电池化学品的毛利率水平。
- 公司乘势加速扩张。公司同时公告拟在荷兰建设锂电材料项目, 其中一期 5 万吨电解液、10 万吨碳酸酯溶剂, 投资 15 亿元; 此前 4 月公司公告拟在淮安建设 5.9 万吨锂电池添加剂项目, 投资 12 亿元, 拟在天津建设 5 万吨锂电材料、9 万吨半导体化学品项目, 投资 6.5 亿元。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 年公司每股收益为 2.47 元、3.08 元、3.65 元, 对应当前股价市盈率为 49 倍、40 倍、33 倍, 参考可比公司估值水平, 考虑公司业务结构与业绩增速, 给予公司 2021 年业绩 60 倍 PE 估值, 对应公司合理价值为 148.41 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。新能源相关政策波动风险; 主营产品等价格下降, 原材料价格大幅波动; 在建项目进展不及预期; 重大安全、环保事故。

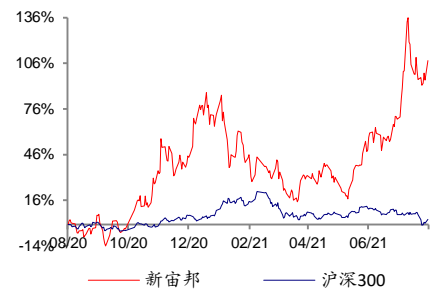
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,325	2,961	6,033	7,394	8,770
增长率 (%)	7.4	27.4	103.8	22.5	18.6
EBITDA (百万元)	509	769	1,316	1,644	1,942
归母净利润 (百万元)	325	518	1,016	1,264	1,499
增长率 (%)	1.6	59.3	96.2	24.4	18.6
EPS (元/股)	0.86	1.26	2.47	3.08	3.65
市盈率 (P/E)	42.35	80.45	49.14	39.51	33.31
ROE (%)	10.0	10.4	17.6	18.0	17.6
EV/EBITDA	27.37	52.72	37.51	29.57	24.54

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	121.55 元
合理价值	148.41 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-03

相对市场表现



分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004

SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

分析师:

何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



dengxianhe@gf.com.cn

请注意, 何雄, 邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

新宙邦 (300037.SZ): 锂电材料, 有机氟化工齐发力, 公司

业绩高增长

新宙邦 (300037.SZ): 20 年

业绩符合预期, 公司持续受益
新能源发展浪潮

联系人: 郭齐坤 021-38003580

guoqikun@gf.com.cn

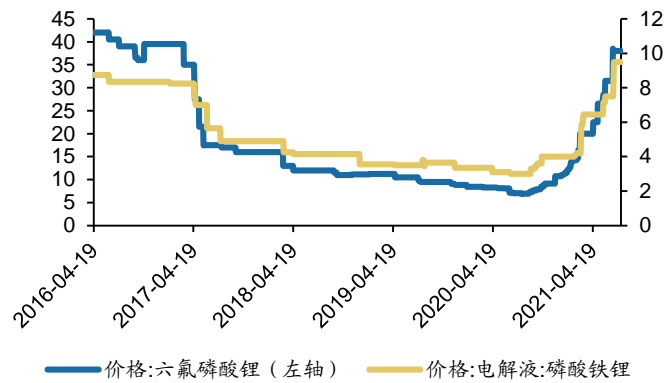
盈利预测及投资建议

我们预计：

(1) **电容器化学品**：公司2021中报显示，上半年电容器化学品产量15435吨，实现营收3.26亿元，同比增长42.91%，从公司2016-2020年电容器化学品营收和毛利率情况看，近五年毛利率波动区间为35%-40%。电容器行业发展稳定，预计公司该业务2021-2023年产销量平稳增长，毛利率保持稳定。

(2) **锂电池化学品**：随着国内新能源汽车支持政策逐步落地，全球汽车电动化趋势加速，预计未来电解液行业发展空间较大。中报显示，上半年锂电池化学品产量34402吨，在建产能174640吨，后续随着公司在建产能的逐步投产，预计2021-2023年锂电池化学品产销量较快增长。价格方面，2021年至今，受需求快速放量拉动，电解液产业链产品价格大幅上涨，我们预计2021-2023年需求维持快速增长，六氟磷酸锂-电解液价格中枢较2020年明显上行。中报显示，惠州宙邦三期项目达到预定可使用状态日期为2021年6月30日，惠州三期项目有望将上游溶剂环节进一步补齐，一定程度对冲六氟磷酸锂价格上涨对公司原材料成本上行的影响。

图1：2016年至今六氟磷酸锂与电解液价格（万元/吨）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 1：2020年至今六氟磷酸锂与电解液季度均价（万元/吨）

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	现价
六氟磷酸锂	8.5	8.1	7.2	9.5	15.7	26.1	38
电解液	3.4	3.1	3.1	3.9	4.7	6.8	9.5

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：现价为7月30日价格。

(3) **有机氟化工品**：公司有机氟化工品业务2017-2020年营收持续增长，毛利率也呈现上行趋势，21H1有机氟化学品业务实现营收3.44亿元，同比增长11.37%，毛利率65.04%，同比提升1.59pct，业绩表现依然稳健。下游医药、农药等需求向好，产销量持续增长；公司定位氟精细化工高端产品，价格较为稳定，同时公司沿产业链持续拓展，预计毛利率水平维持在65%左右。

表 2: 新宙邦业务分拆及关键盈利假设 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
电容器化学品								
营业收入	374	474	563	516	537	664	728	803
营业成本	233	302	347	309	330	405	444	490
毛利率	37.6%	36.4%	38.4%	40.1%	38.6%	39.0%	39.0%	39.0%
锂电池化学品								
营业收入	856	959	1072	1157	1659	4404	5465	6526
营业成本	581	648	777	862	1232	3142	3853	4601
毛利率	32.1%	32.5%	27.5%	25.5%	25.8%	28.6%	29.5%	29.5%
有机氟化工品								
营业收入	306	275	388	495	562	720	866	1022
营业成本	120	135	187	208	186	252	303	358
毛利率	60.9%	51.2%	51.8%	58.0%	66.8%	65.0%	65.0%	65.0%
公司整体								
营业收入	1589	1816	2165	2325	2961	6033	7394	8770
营业成本	975	1171	1425	1497	1895	3976	4842	5751
毛利率	38.7%	35.5%	34.2%	35.6%	36.0%	34.1%	34.5%	34.4%

数据来源: 新宙邦财报、广发证券发展研究中心

基于公司电解液产销持续增长, 氟化工产业链布局逐步完善, 电容器业务稳健经营等假设, 我们预计21-23年公司每股收益分别为2.47元、3.08元、3.65元, 对应当前股价市盈率为49倍、40倍、33倍。可比上市公司中, 天赐材料与公司同为国内电解液头部企业, 恩捷股份为国内锂电隔膜龙头, 德方纳米为国内磷酸铁锂正极材料龙头, 璞泰来为国内负极材料龙头, 石大胜华为国内电解液溶剂龙头, 几家可比上市公司涵盖了锂电中游材料国内代表企业。参考可比公司估值水平, 考虑公司业务结构与业绩增速, 给予公司2021年业绩60倍PE估值, 对应公司合理价值为148.41元/股, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表 (2021年8月2日)

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		PE (TTM)
			2021E	2022E	2021E	2022E	
天赐材料	108.31	1032	1.60	2.36	68	46	133
恩捷股份	252	2247	2.33	3.37	108	75	159
德方纳米	266.6	238	2.73	4.35	98	61	1508
璞泰来	140.78	978	1.83	2.47	77	57	108
石大胜华	210.87	427	4.32	5.11	49	41	84
可比公司均值					80	56	398

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 对比公司的盈利预测均取自 WIND 一致预期。

风险提示

车企电动化发展趋势不及预期；国内新能源相关政策波动风险；公司主营电解液、氟化工产品等价格下降，原材料价格大幅波动；在建项目进展不及预期；重大安全、环保事故。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,214	4,241	6,029	7,037	8,323
货币资金	316	1,807	1,810	2,218	2,806
应收及预付	788	1,039	2,456	2,848	3,334
存货	335	444	844	1,024	1,212
其他流动资产	775	951	920	947	971
非流动资产	2,735	3,155	3,691	4,172	4,588
长期股权投资	187	252	252	252	252
固定资产	1,006	1,163	1,502	1,805	2,071
在建工程	248	370	570	750	900
无形资产	319	340	340	340	340
其他长期资产	975	1,031	1,028	1,026	1,026
资产总计	4,949	7,396	9,719	11,209	12,911
流动负债	1,233	1,910	3,429	3,639	3,823
短期借款	200	451	986	645	274
应付及预收	736	1,079	1,787	2,223	2,638
其他流动负债	297	380	656	771	911
非流动负债	370	355	349	351	351
长期借款	244	200	200	200	200
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	126	155	149	151	151
负债合计	1,603	2,265	3,778	3,989	4,174
股本	379	411	411	411	411
资本公积	1,239	2,344	2,344	2,344	2,344
留存收益	1,515	2,002	3,018	4,281	5,781
归属母公司股东权益	3,244	4,979	5,776	7,040	8,539
少数股东权益	102	153	165	180	198
负债和股东权益	4,949	7,396	9,719	11,209	12,911

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,325	2,961	6,033	7,394	8,770
营业成本	1,497	1,895	3,976	4,842	5,751
营业税金及附加	17	23	45	55	66
销售费用	91	51	121	148	175
管理费用	183	202	362	444	526
研发费用	161	183	374	458	544
财务费用	14	20	13	14	-1
资产减值损失	3	3	1	-2	-5
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	4	16	20	20	20
营业利润	356	610	1,182	1,470	1,744
营业外收支	-2	-6	0	0	0
利润总额	354	603	1,182	1,470	1,744
所得税	25	80	154	191	227
净利润	329	524	1,028	1,279	1,517
少数股东损益	4	6	12	15	18
归属母公司净利润	325	518	1,016	1,264	1,499
EBITDA	509	769	1,316	1,644	1,942
EPS (元)	0.86	1.26	2.47	3.08	3.65

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	561	881	411	1,440	1,612
净利润	329	524	1,028	1,279	1,517
折旧摊销	132	162	161	197	234
营运资金变动	35	143	-787	-53	-149
其它	66	52	9	17	9
投资活动现金流	-586	-1,013	-676	-659	-630
资本支出	-456	-362	-692	-680	-650
投资变动	-131	-561	0	0	0
其他	1	-90	16	21	20
筹资活动现金流	-120	1,275	268	-373	-394
银行借款	-49	233	535	-340	-371
股权融资	22	1,169	0	0	0
其他	-93	-127	-267	-33	-22
现金净增加额	-145	1,143	3	408	588
期初现金余额	452	310	1,807	1,810	2,218
期末现金余额	310	1,445	1,810	2,218	2,806

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	7.4%	27.4%	103.8%	22.5%	18.6%
营业利润增长	4.7%	71.4%	93.9%	24.4%	18.6%
归母净利润增长	1.6%	59.3%	96.2%	24.4%	18.6%
获利能力					
毛利率	35.6%	36.0%	34.1%	34.5%	34.4%
净利率	14.2%	17.7%	17.0%	17.3%	17.3%
ROE	10.0%	10.4%	17.6%	18.0%	17.6%
ROIC	10.0%	14.2%	19.9%	22.6%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	30.6%	38.9%	35.6%	32.3%
净负债比率	9.7%	9.6%	12.7%	8.0%	4.1%
流动比率	1.80	2.22	1.76	1.93	2.18
速动比率	1.50	1.97	1.49	1.63	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.71	0.71	0.73
应收账款周转率	2.18	3.35	2.53	2.68	2.71
存货周转率	4.51	4.87	4.71	4.73	4.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	1.26	2.47	3.08	3.65
每股经营现金流	1.48	2.14	1.00	3.51	3.92
每股净资产	8.56	12.12	14.06	17.14	20.79
估值比率					
P/E	42.35	80.45	49.14	39.51	33.31
P/B	4.24	8.37	8.64	7.09	5.85
EV/EBITDA	27.37	52.72	37.51	29.57	24.54

广发基础化工行业研究小组

何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018年进入广发证券发展研究中心。
邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
郭 齐 坤：山东大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。