

## 2021 年中报点评：电解液量利齐升，加速海外产能布局

买入 (维持)

2021 年 08 月 03 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

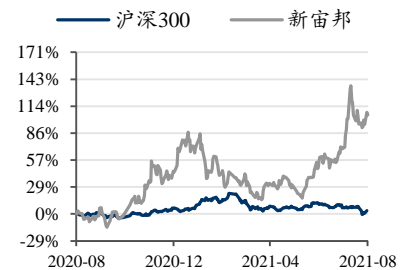
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2961	5992	9507	10800
同比 (%)	27%	102%	59%	14%
归母净利润 (百万元)	518	1010	1566	2107
同比 (%)	59%	95%	55%	34%
每股收益 (元/股)	1.26	2.46	3.81	5.13
P/E (倍)	95.25	48.81	31.48	23.41

### 投资要点

- **21H1 归母净利润 4.37 亿元，同比+84%，符合市场预期。**21H1 公司营收 25.57 亿元，同比增长 114.23%；归母净利润 4.37 亿元，同比增长 83.9%，处于预告中枢位置。其中非经常性损益 0.38 亿元主要为政府补助，对应扣非净利润 3.99 亿元，同比增长 81.1%。
- **业务拆分来看，电解液营收同环比高增，盈利能力环比回升。**21H1 电解液业务收入 17.7 亿元，同比增长 200.9%；毛利率 27.4%，同比下降 1.6pct，环比增长 3.4pct。我们预计公司上半年出货 3.5 万吨+，对应电解液单吨售价 5 万元/吨 (含税)，较 20 年同期增长 15%左右，主要系原材料六氟、VC 等涨价传导所致，单吨毛利 1.35-1.4 万元/吨，较 20 年同期增长 20%左右，原材料价格上涨已顺利传导。公司子公司瀚康上半年净利润 0.67 亿元，环比高增 139%，净利率达 32%，盈利能力亮眼，主要系添加剂供不应求所致。
- **Q2 电解液盈利大幅提升，一体化龙头优势明显。**我们预计公司 21Q2 电解液出货 1.8-2 万吨，同比翻倍以上，环比 10-20%，受限于六氟等原料紧张，1H 公司电解液出货量 3.5 万吨+。全年看，Q3 公司六氟采购紧缺有所缓解，电解液出货量持续增长，我们预计全年出货量 7-8 万吨，同比翻倍，而 VC 紧缺将持续至明年，因此盈利水平有望维持。同时，由于行业高景气度持续，22 年我们预计公司电解液出货量将进一步翻番至 14-15 万吨。
- **公司海外产能加速布局，新增一体化产能配套。**公司拟在荷兰穆尔戴克投资 15 亿元建设年产 10 万吨电解液、20 万吨碳酸酯溶剂、8 万吨乙二醇产能，项目分期建设，其中一期建设电解液 5 万吨，碳酸酯溶剂 10 万吨、4 万吨乙二醇，建设周期 3.5 年，公司预计 2024 年下半年逐步投产。
- **资本开支大幅提升，固定资产较年初增长。**2021 年 H1 公司存货为 5.65 亿元，较上年末增加 27.38%；应收账款 13.59 亿元，较上年末增长 37.05%；期末公司预收账款 0.01 亿元，较上年末增长 73.43%。2021 年 H1 公司经营产生的现金流量净额为-0.66 亿元，同比下降 120.1%；投资活动产生的现金流量净额为-0.18 亿元，同比下降 88.62%，主要为本期项目投资建设以及购买理财产品支出增加。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业高景气度持续，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 10.1/15.66/21.07 亿元的预测，对应 PE 为 49x/31x/23x，给予 22 年 50xPE，对应目标价 191 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策及销量不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	120.05
一年最低/最高价	50.00/139.80
市净率(倍)	8.89
流通 A 股市值(百万元)	35498.85

### 基础数据

每股净资产(元)	13.51
资产负债率(%)	31.20
总股本(百万股)	410.79
流通 A 股(百万股)	295.70

### 相关研究

- 1、《新宙邦 (300037)：中报业绩预告点评：Q2 同环比高增，电解液利润超预期》2021-07-11
- 2、《新宙邦 (300037) 2021 年一季报点评：加速产能扩张，强化一体化优势》2021-04-22
- 3、《新宙邦 (300037)：年报点评：多点开花，Q1 业绩亮眼》2021-03-26

**21H1 归母净利润 4.37 亿元，同比+84%，符合市场预期：**21H1 公司营收 25.57 亿元，同比增长 114.23%；归母净利润 4.37 亿元，同比增长 83.9%，处于预告中枢位置。其中非经常性损益 0.38 亿元主要为政府补助，对应扣非净利润 3.99 亿元，同比增长 81.1%。21H1 毛利率为 34.01%，同比下降 5.83pct；销售净利率为 17.81%，同比下降 2.24pct。

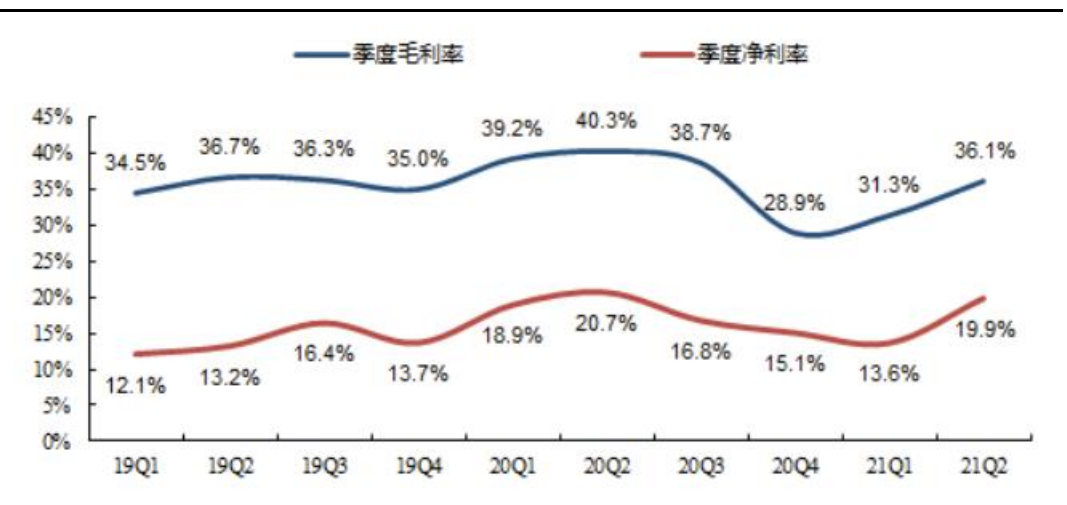
**21Q2 同环比高增长，毛利率持续提升：**21Q2 公司实现营收 14.17 亿元，同比增加 110.81%，环比增长 24.29%；归母净利润 2.81 亿元，同比增长 102.57%，环比增长 80.93%，扣非归母净利润 2.62 亿元，同比增长 109.94%，环比增长 92.13%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 36.14%，同比下降 4.17pct，环比增长 4.8pct；归母净利率 19.86%，同比下降 0.81pct，环比增长 6.22pct；Q2 扣非净利率 18.51%，同比下降 0.08pct，环比提升 6.54pct。

表 1: 新宙邦季度经营情况

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2
营业收入(百万)	1,416.7	1,139.8	955.5	812.2	672.0
-同比	110.81%	118.63%	52.17%	26.84%	23.63%
毛利率	36.14%	31.35%	28.93%	38.67%	40.31%
归母净利润(百万)	281.4	155.5	144.0	136.1	138.9
-同比	102.57%	57.51%	-67.89%	29.34%	93.07%
归母净利率	19.86%	13.65%	15.07%	16.76%	20.67%
扣非归母净利润(百万)	262.30	136.52	136.71	124.28	124.94
-同比	109.94%	43.28%	80.50%	19.82%	87.32%
扣非归母净利率	18.51%	11.98%	14.31%	15.30%	18.59%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 新宙邦季度毛利率、净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分来看，电解液营收同环比高增，盈利能力环比回升。21H1 电解液业务收入 17.7 亿元，同比增长 200.9%；毛利率 27.4%，同比下降 1.6pct，环比增长 3.4pct。我们预计公司上半年出货 3.5 万吨+，对应电解液单吨售价 5 万元/吨（含税），较 20 年同期增长 15%左右，主要系原材料六氟、VC 等涨价传导所致，单吨毛利 1.35-1.4 万元/吨，较 20 年同期增长 20%左右，原材料价格上涨已顺利传导。公司子公司瀚康上半年净利润 0.67 亿元，环比高增 139%，净利率达 32%，盈利能力亮眼，主要系添加剂供不应求所致。

氟化工+电容器化工品稳健增长，半导体客户持续拓展。1) 氟化工 21H1 实现收入 3.44 亿元，同比增长 11.4%，毛利率 65%，同比上升 1.6pct；2) 电容器化学实现收入 3.26 亿元，同比上升 42.9%，毛利率 39.2%，同比下降 0.1pct。3) 21H1 半导体化学业务收入 0.89 亿元，同比增长 92.4%。

表 2: 新宙邦分业务拆分情况

	2021年上半年					2020下半年		2020上半年	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
电解液	17.70	200.9%	27.4%	-1.6pct	3.4pct	10.71	24.0%	5.88	29.0%
氟化工	3.44	11.4%	65.0%	1.6pct	-5.9pct	2.53	70.9%	3.09	63.5%
电容器化学品	3.26	42.9%	39.2%	-0.1pct	1.3pct	2.91	37.9%	2.46	39.3%
半导体化学品	0.89	92.4%				1.11		0.46	20.9%
其他	-25.29					0.42		0.04	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 新宙邦主要子公司经营情况

公司名称	2021H1						2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿元)	营收同比	净利润 (亿元)	净利润同比	净利率	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
三明市海斯福	5.78	80.7%	1.78	31.9%	30.8%	-11.4pct	3.70	1.22	33.0%	3.20	1.35	42.3%
惠州宙邦	7.50	162.1%	0.45	173.1%	5.9%	0.2pct	4.68	0.30	6.4%	2.86	0.16	5.7%
南通新宙邦	6.61	157.9%	0.28	41.8%	4.3%	-3.5pct	4.26	0.25	5.9%	2.56	0.20	7.8%
张家港瀚康	2.08	148.9%	0.67	656.4%	32.2%	21.6pct	1.62	0.28	17.2%	0.84	0.09	10.6%

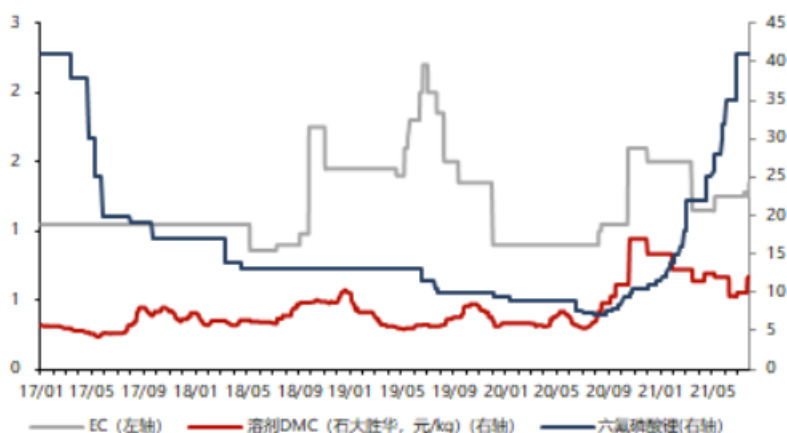
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q2 电解液盈利大幅提升，一体化龙头优势明显。**我们预计公司 21Q2 电解液出货 1.8-2 万吨，同比翻倍以上，环比 10-20%，受限于六氟等原料紧张，1H 公司电解液出货量 3.5 万吨+。盈利方面，Q2 单吨盈利大幅提升。原材料六氟磷酸锂涨价顺利传导至下游，对公司盈利影响有限。而原材料添加剂 VC 由于供应紧缺，价格暴涨 1-2 倍，公司拥有 1500 吨 VC 年产能，单吨利润我们预计 10 万元+，Q2 整体可增厚利润 0.5 亿元+；同时公司惠州 5.4 万吨溶剂项目 Q2 产能逐步释放，也带来一定增量。全年看，Q3 公司六氟采购紧缺有所缓解，电解液出货量持续增长，我们预计全年出货量 7-8 万吨，同比翻倍，而 VC 紧缺将持续至明年，因此盈利水平有望维持。同时，由于行业高景气度持

续，22年我们预计公司电解液出货量将进一步翻番至14-15万吨。

**溶剂产能释放+添加剂扩产，电解液一体化进程加速。**公司5.4万吨溶剂产能21Q2已开始释放，目前负荷率50-60%，我们预计明年达100%，预计全部达产后溶剂自供比例提升至70%，单吨成本下降2000元左右，显著增厚利润。添加剂方面，公司现有VC+FEC产能5000吨左右，21年4月公告江苏淮安项目有5.9万吨添加剂的布局(含中间体产能)，实际新增VC+FEC产能约1万吨，添加剂布局进一步完善，公司电解液业务产业链一体化进程持续加速。

图2：溶剂和六氟价格走势



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

**公司海外产能加速布局，新增一体化产能配套。**公司拟在荷兰穆尔戴克投资15亿元建设年产10万吨电解液、20万吨碳酸酯溶剂、8万吨乙二醇产能，项目分期建设，其中一期建设电解液5万吨，碳酸酯溶剂10万吨、4万吨乙二醇，建设周期3.5年，公司预计2024年下半年逐步投产。本项目建成达产后，公司预计年均可实现营业收入约67亿元人民币，利税约8亿元人民币，对应电解液单吨利润0.8万元/吨左右。公司此前先后收购了巴斯夫中国区、欧美电解液业务和中国电解液工厂，投资建设波兰电解液项目，公司在日本、韩国已设立办事处，在美国设有子公司，在波兰的生产基地进入建设阶段，全球产能布局完善，本次公司在荷兰扩建产能将与波兰项目产生良好的协同效应，进一步提升公司竞争力。

**期间费用同比下降，公司费用控制良好。**2021年H1公司期间费用合计3.79亿元，同比增长78.07%，费用率为14.81%，同比下降3.01pct。2021年H1销售费用0.6亿元，销售费用率2.4%，同比降1.4pct；管理费用1.5亿元，管理费用率5.8%，同比降1.6pct；财务费用-0.02亿元，财务费用率-0.1%，同比降0.3pct；研发费用1.7亿元，研发费用率6.8%，同比增0.2pct。21H1计提资产减值损失0.02亿元；计提信用减值损失0.13亿元。

表 4: 新宙邦分季度费用情况

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	20.25	24.34	32.40	-26.08	28.61	31.71
-销售费用率	2.49%	2.55%	2.84%	-1.84%	2.02%	2.24%
管理费用	39.85	48.05	49.34	64.38	83.46	63.72
-管理费用率	4.91%	5.03%	4.33%	4.54%	5.89%	4.50%
研发费用	32.58	45.24	43.35	61.44	72.84	100.15
-研发费用率	4.01%	4.73%	3.80%	4.34%	5.14%	7.07%
财务费用	-0.16	2.52	10.77	6.41	2.00	-3.81
-财务费用率	-0.02%	0.26%	0.95%	0.45%	0.14%	-0.27%
期间费用	92.52	120.15	135.86	106.15	186.92	191.78
-期间费用率	11.39%	12.58%	11.92%	7.49%	13.19%	13.54%
资产减值损失	-1.27	-0.18	2.70	-4.57	0.97	1.30
信用减值损失	-3.69	2.28	-16.97	-2.93	8.40	4.10

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资本开支大幅提升, 固定资产较年初增长; 2021 年 H1 公司存货为 5.65 亿元, 较上年末增加 27.38%; 应收账款 13.59 亿元, 较上年末增长 37.05%; 期末公司预收账款 0.01 亿元, 较上年末增长 73.43%。2021 年 H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-0.66 亿元, 同比下降 120.1%; 投资活动产生的现金流量净额为-0.18 亿元, 同比下降 88.62%, 主要为本期项目投资建设以及购买理财产品支出增加。期末固定资产 13.45 亿元, 较年初增长 15.65%; 在建工程 3.03 亿元, 较年初下降 18.11%。资本开支为 2.33 亿元, 同比上升 26.97%。账面现金为 11.24 亿元, 较年初下降 37.82%, 短期借款 1.75 亿元, 较年初下降 61.13%。

**盈利预测与投资评级:** 考虑到行业高景气度持续, 我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 10.1/15.66/21.07 亿元的预测, 对应 PE 为 49x/31x/23x, 给予 22 年 50xPE, 对应目标价 191 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策及销量不及预期。

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
<b>流动资产</b>	4,241	5,228	8,194	8,743	<b>营业收入</b>	2,961	5,992	9,507	10,800
现金	1,807	1,198	2,413	2,283	减: 营业成本	1,895	3,872	6,312	7,098
应收账款	991	2,061	3,183	3,654	营业税金及附加	23	47	74	85
存货	444	908	1,489	1,676	营业费用	51	102	162	184
其他流动资产	857	881	883	888	管理费用	384	779	1,027	972
<b>非流动资产</b>	3,155	3,453	4,505	4,935	财务费用	20	17	38	20
长期股权投资	252	252	252	252	资产减值损失	25	71	48	-11
固定资产	1,163	1,342	1,487	1,552	加: 投资净收益	16	16	10	10
在建工程	370	520	770	1,170	其他收益	27	40	10	18
无形资产	348	328	406	382	资产处置收益	1	10	10	10
其他非流动资产	1,393	1,531	2,360	2,750	<b>营业利润</b>	610	1,171	1,875	2,490
<b>资产总计</b>	7,396	8,681	12,699	13,678	加: 营业外净收支	-6	20	-8	-8
<b>流动负债</b>	1,910	2,665	5,519	4,933	<b>利润总额</b>	603	1,190	1,867	2,482
短期借款	511	33	1,300	200	减: 所得税费用	80	167	280	347
应付账款	513	1,048	1,709	1,921	少数股东损益	6	13	21	28
其他流动负债	886	1,584	2,511	2,812	<b>归属母公司净利润</b>	518	1,010	1,566	2,107
<b>非流动负债</b>	355	355	355	355	EBIT	629	1,187	1,914	2,510
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	791	1,390	2,151	2,780
其他非流动负债	155	155	155	155	<b>重要财务与估值指标</b>	2020	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	2,265	3,020	5,874	5,288	每股收益 (元)	1.26	2.46	3.81	5.13
少数股东权益	153	166	186	214	每股净资产 (元)	12.12	13.38	16.16	19.90
归属母公司股东权益	4,979	5,495	6,638	8,176	发行在外股份 (百万股)	411	411	411	411
<b>负债和股东权益</b>	7,396	8,681	12,699	13,678	ROIC (%)	14.0%	18.6%	22.0%	33.6%
					ROE (%)	10.4%	18.4%	23.6%	25.8%
					毛利率 (%)	36.0%	35.4%	33.6%	34.3%
					销售净利率 (%)	17.7%	17.1%	16.7%	19.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率 (%)	30.6%	34.8%	46.3%	38.7%
经营活动现金流	881	865	1,688	2,249	收入增长率 (%)	27%	102%	59%	14%
投资活动现金流	-1,013	-484	-1,279	-690	净利润增长率 (%)	59%	95%	55%	34%
筹资活动现金流	1,275	-990	806	-1,689	P/E	95.25	48.81	31.48	23.41
现金净增加额	1,143	-609	1,214	-130	P/B	9.91	8.98	7.43	6.03
折旧和摊销	162	202	237	270	EV/EBITDA	63	36	23	18
资本开支	362	500	700	700					
营运资本变动	163	-433	-213	-154					

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>