

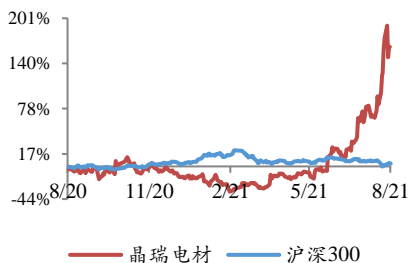
扩产加磅新能源，NMP 价格上行放大业绩弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-06

收盘价(元)	57.80
近12个月最高/最低(元)	64.10/18.34
总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	286
流通股比例(%)	84.25
总市值(亿元)	196
流通市值(亿元)	166

公司价格与沪深300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1. 守正出奇的半导体材料国产先行者
2021-07-07

主要观点：

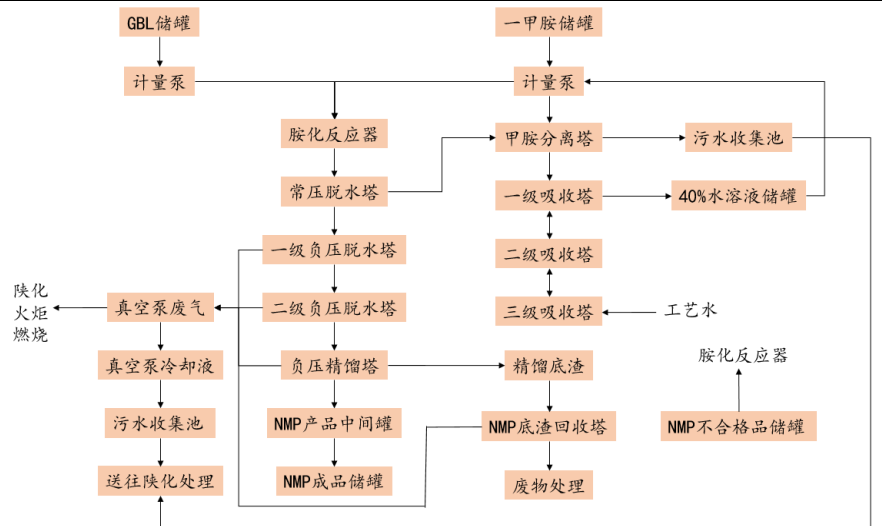
● 事件描述

8月5日，公司公告审议通过了《关于子公司投资建设年产1万吨γ-丁内酯及5万吨电子半导体级N-甲基吡咯烷酮扩建项目的议案》，公司全资子公司晶瑞新能源科技有限公司（原名载元派尔森新能源科技有限公司）拟投资建设年产1万吨γ-丁内酯（即GBL）及5万吨电子半导体级N-甲基吡咯烷酮（即NMP）扩建项目。

● 扩建项目有望巩固公司新能源业务行业竞争地位

根据公司战略发展规划，为进一步推进公司产能布局、满足客户需求、推动业务发展、巩固市场地位，公司全资子公司晶瑞新能源拟使用自筹资金投资建设年产1万吨γ-丁内酯（即GBL）及5万吨电子半导体级N-甲基吡咯烷酮（即NMP）扩建项目，项目总投资不超过人民币30,000万元，项目建设地点为陕西省渭南市华州区精细化工园区，建设周期预计为自开工建设起一年。

图表1 NMP 新液生产流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

载元派尔森 NMP 产品分为 NMP 新液以及 NMP 混合液，其中，NMP 新液主要通过 GBL 与一甲胺无催化剂直接合成，而 NMP 混合液为 NMP 回收液经过精馏提纯等加工后与 NMP 新液混合加工处理生成，NMP 新液产品及 NMP 混合液产品均能达到电子级 NMP 的质量标准。

- N-甲基吡咯烷酮（NMP），分子式为 C₅H₉NO，为无色透明油状液体，微有氨的气味。该产品易溶于水、乙醇、乙醚、丙酮、乙酸乙酯、氯仿和苯，能溶解大多数有机与无机化合物、极性气体、天然及合

成高分子化合物。NMP 为用于锂电池、半导体和显示面板的一种溶剂或清洗材料。在锂电池应用方面，一般作为正极涂布溶剂，或作为锂电池导电剂浆料溶剂；在半导体和平板显示器应用方面，NMP 作为重要原材料，广泛应用于光刻胶剥离液和有机物清洗液等产品，NMP 既可以单独使用也是功能性化学品重要组分。随着公司在半导体材料方面的布局，高纯度双氧水、高纯度氨水等产品技术标准都达到了 10ppt 水准，同时在实施电子级硫酸改扩建项目，获得华虹宏力、中芯国际、长江存储等国内知名半导体客户的采购或认证，NMP 作为半导体重要的去胶及清洗材料也将得到扩展，与公司其他产品存在较高的协同性。

- γ -丁内酯（GBL），分子式为 $C_4H_8O_2$ ，是一种无色油状液体，能与水混溶，溶于甲醇、乙醇、丙酮、乙醚和苯。可随水蒸气挥发，在热碱溶液中分解。GBL 为一种重要的精细化工和医药中间体，被广泛应用于石油化工、医药、农药等领域。作为一种高沸点溶剂，其溶解性强，电性能及稳定性好，使用安全；作为一种质子型强力溶剂，可溶解大多数低分子聚合物及部份高分子聚合物，可用作电池电解质，以代替强腐蚀性酸液。国内市场中的 GBL 作为工业溶剂、稀释剂、固化剂等，常用于制造 α -吡咯烷酮（2-P）、N-甲基吡咯烷酮（NMP）、聚乙烯吡咯烷酮、乙酰基-丁内酯等。

NMP 为子公司晶瑞新能源（载元派尔森）的主要产品之一，现拥有 2.5 万吨/年 NMP 生产及回收产能，经过多年的市场开拓和客户维护，公司已拥有一批合作关系稳定的优质客户。其中，三星西安与公司达成了长期战略合作关系，公司为三星西安目前在中国的唯一指定 NMP 供应商。

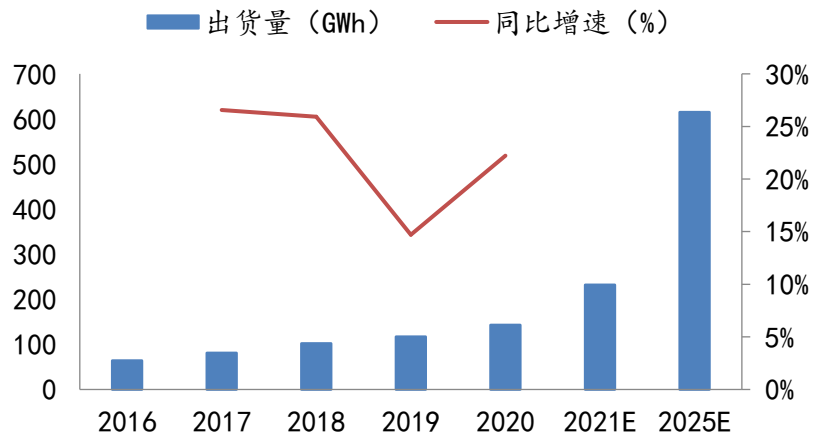
锂离子电池产品对于原材料的品质要求较高，需要经过较长时间的方案验证和产品认证过程，因而客户为保持自身产品质量稳定，不会轻易更换供应商，因此公司核心的锂离子电池客户对公司产品具有较高的粘性。本次扩建将有利于公司进一步扩大产品产能，缓解市场供应短缺问题，巩固公司的行业竞争地位。

● 下游市场需求强劲，与原材料价格价差拉大有望放大业绩弹性

市场空间方面，锂离子电池用 NMP 需求将突破百万吨。锂电池是一类由锂金属或锂合金为负极材料、使用非水电解质溶液的电池。锂电池在传统领域主要应用于数码产品，在新兴领域主要用于动力电池、储能领域。2020 年，尽管锂电池行业发展面临一系列不利的外部条件，如新冠疫情持续、宏观经济下行、全球贸易壁垒加剧等，但我国锂电池行业仍获得了快速发展。尤其是下游应用市场爆发，有力地带动了锂电池市场的增长。根据高工产研锂电研究所发布的《2021 年中国锂电池行业调研分析报告》，2020 年中国锂电池出货量为 143GWh，同比增长 22%。伴随新能源汽车市场、储能市场等强劲需求带动，锂电池市场出货量未来几年也将会维持快速的增长势头。预计 2025 年中国锂电池市场出货量将达到

615GWh, 2021-2025 年年复合增长率超过 25%。NMP 作为正极溶剂, 每 GWh 锂电池需要约 1700 吨 NMP, 约占锂电池成本 3%-5%左右, 按照 2020 年电池出货量估算, NMP 的需求量约为 24 万吨, 2025 年的需求量将达 105 万吨。

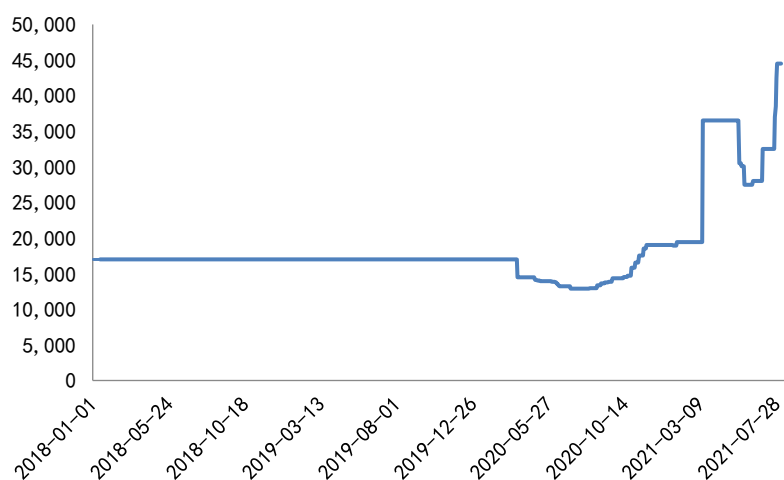
图表 2 2016-2020 年中国动力锂电池出货量



资料来源: GGII, 华安证券研究所

价格方面, NMP 与 BDO 价差持续拉大。根据同花顺财经数据披露, 近年来, NMP 与 BDO 价差稳定在 6000-7000 元左右波动。但自 2021 年以来, BDO 价格波动较大, NMP 价格变化趋势与 BDO 大体一致。而自 6 月份以来, 受下游新能源领域需求拉动, NMP 与 BDO 价差突破 10000 元/吨, 7 月下旬突破了 12000 元/吨, 并还有继续升高的趋势, 进入 8 月, NMP 报价已达 45000 元/吨, 与 BDO 价差扩大至 18000 元/吨。

图表 3 近三年 NMP 价格走势 (元/吨)



资料来源: ifund, 华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.31、3.73、5.03 亿元，同比增速为 200.8%、61.3%、34.9%。对应 PE 分别为 51.68、32.04、23.76 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

高纯试剂产能建设不及预期、光刻胶研发不及预期、半导体材料国产化推进不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1022	1637	2533	3437
收入同比 (%)	35.3%	60.1%	54.8%	35.7%
归属母公司净利润	77	231	373	503
净利润同比 (%)	145.7%	200.8%	61.3%	34.9%
毛利率 (%)	21.7%	29.2%	30.3%	31.2%
ROE (%)	5.9%	15.0%	19.5%	20.8%
每股收益 (元)	0.44	0.68	1.10	1.48
P/E	150.88	51.68	32.04	23.76
P/B	8.83	7.74	6.23	4.94
EV/EBITDA	44.67	25.90	19.44	14.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	927	1177	1848	2557	营业收入	1022	1637	2533	3437
现金	294	0	0	0	营业成本	800	1158	1765	2363
应收账款	307	502	775	1049	营业税金及附加	6	10	15	21
其他应收款	8	9	14	20	销售费用	35	29	51	69
预付账款	13	13	22	30	管理费用	70	157	248	337
存货	93	286	532	777	财务费用	19	15	31	44
其他流动资产	211	368	505	681	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	1157	1417	1667	1936	公允价值变动收益	0	-100	-150	-150
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	2	3	5	7
固定资产	481	601	700	810	营业利润	94	307	489	650
无形资产	104	137	170	206	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	517	624	742	866	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2083	2594	3515	4492	利润总额	94	307	489	650
流动负债	433	680	1177	1594	所得税	11	44	65	90
短期借款	159	258	563	783	净利润	82	263	424	560
应付账款	184	303	448	596	少数股东损益	5	31	51	57
其他流动负债	90	119	167	216	归属母公司净利润	77	231	373	503
非流动负债	265	265	265	265	EBITDA	146	275	382	521
长期借款	146	146	146	146	EPS (元)	0.44	0.68	1.10	1.48
其他非流动负债	119	119	119	119					
负债合计	697	945	1442	1859					
少数股东权益	72	103	154	211					
股本	189	189	189	189					
资本公积	887	887	887	887					
留存收益	238	470	843	1347					
归属母公司股东权益	1314	1546	1919	2422					
负债和股东权益	2083	2594	3515	4492					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	64	-27	35	128	成长能力				
净利润	77	231	373	503	营业收入	35.3%	60.1%	54.8%	35.7%
折旧摊销	69	103	93	96	营业利润	105.6%	225.8%	59.6%	32.8%
财务费用	21	21	31	44	归属于母公司净利	145.7%	200.8%	61.3%	34.9%
投资损失	-2	-3	-5	-7	获利能力				
营运资金变动	-75	-296	-329	-361	毛利率 (%)	21.7%	29.2%	30.3%	31.2%
其他经营现金流	126	444	573	717	净利率 (%)	7.5%	14.1%	14.7%	14.6%
投资活动现金流	-358	-345	-308	-304	ROE (%)	5.9%	15.0%	19.5%	20.8%
资本支出	-217	-348	-313	-311	ROIC (%)	3.8%	6.9%	8.8%	10.0%
长期投资	-43	-100	-150	-150	偿债能力				
其他投资现金流	-97	103	155	157	资产负债率 (%)	33.5%	36.4%	41.0%	41.4%
筹资活动现金流	337	77	274	176	净负债比率 (%)	50.3%	57.3%	69.5%	70.6%
短期借款	25	99	305	220	流动比率	2.14	1.73	1.57	1.60
长期借款	-6	0	0	0	速动比率	1.90	1.29	1.10	1.10
普通股增加	37	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	673	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.63	0.72	0.76
其他筹资现金流	-393	-21	-31	-44	应收账款周转率	3.33	3.26	3.27	3.28
现金净增加额	42	-294	0	0	应付账款周转率	4.36	3.82	3.94	3.96

每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.68	1.10	1.48
每股经营现金流薄)	0.19	-0.08	0.10	0.38
每股净资产	3.87	4.55	5.65	7.13

估值比率				
P/E	150.88	51.68	32.04	23.76
P/B	8.83	7.74	6.23	4.94
EV/EBITDA	44.67	25.90	19.44	14.69

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。