

2021Q3 业绩点评: 电解液量利双升超市场预期, 一体化进程加速

买入 (维持)

2021年10月27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	6,768	9,996	11,743
同比 (%)	27%	129%	48%	17%
归母净利润 (百万元)	518	1350	1899	2459
同比 (%)	59%	161%	41%	29%
每股收益 (元/股)	1.26	3.29	4.62	5.99
P/E (倍)	114.01	43.73	31.09	23.67

投资要点

■ **公司 2021Q3 归母净利润 4.31 亿元, 环增 53%, 符合市场预期。** 2021 年前三季度公司营收 44.69 亿元, 同比增长 122.82%; 归母净利润 8.68 亿元, 同比增长 132.19%; 其中 2021Q3 公司实现营收 19.12 亿元, 同比增加 135.45%, 环比增长 34.99%; 归母净利润 4.31 亿元, 同比增长 216.6%, 环比增长 53.15%, 扣非归母净利润 4.13 亿元, 同比增长 232.58%, 环比增长 57.58%。盈利能力方面, 2021Q3 毛利率为 37.35%, 同比下滑 1.32pct, 环比增长 1.21pct; 归母净利率 22.54%, 同比增长 5.78pct, 环比增长 2.67pct。此前公司预告 2021Q3 归母净利润 4.2-4.5 亿元, 处于业绩预告中值, 符合市场预期。

■ **电解液量利双升超市场预期, 氟化工+电容器业务持续增长。** 我们预计 2021Q3 氟化工净利润 1 亿元左右, 环比微增; 电解液贡献 3 亿元+利润, 环比翻番, 主要受益于公司溶剂产能释放+添加剂价格上涨, 电解液价格顺利传导; 我们预计 2021Q3 电容器化学品贡献 0.25 亿元左右净利润, 半导体贡献利润 0.05 亿元左右。

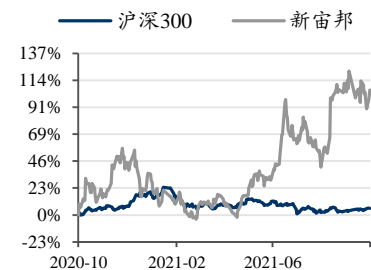
■ **一体化进程加速, 2021Q3 电解液盈利显著提升。** 我们预计公司 2021Q3 电解液出货 2.1 万吨左右, 环比增长约 10%, 我们预计 2021 前三季度累计出货 5.7 万吨左右, 同比翻番以上。我们测算 2021Q3 公司电解液净利润为 3 亿元+, 对应单吨净利润 1.4 万元左右。全年看, 公司电解液出货量持续增长, 我们预计 2021 年出货量 7-8 万吨, 同比翻倍, 由于行业高景气度持续, 2022 年我们预计公司电解液出货量进一步翻番至 14-15 万吨。

■ **氟化工+电容器化工品稳健增长, 半导体客户持续拓展。** 我们预计 2021 Q3 氟化工净利润 1 亿元+, 环比微增, 为公司重要利润来源; 此前公司预计募投项目 1 万吨新产能于 2021 年投产, 我们预计 2021 年氟化工营收增速仍可保持 30-40%, 贡献净利润 3.5 亿元以上。电容器业务公司作为国内龙头, 销量稳步提升, 且产品毛利率近 40%, 盈利水平高, 我们预计 2021 年净利润超 1 亿元。公司半导体化学品业务正处于导入期, 客户储备充足且已对龙头客户实现稳定交付。我们预计公司半导体业务 2021 年有望实现翻倍增长, 贡献净利润 0.2 亿元+。

■ **投资建议:** 考虑到行业高景气度持续, 我们维持公司 2021-2023 年归母净利 13.50/18.99/24.59 亿元, 同增 161%/41%/29%, 对应 PE 为 43.73/31.09/23.67x, 给予 22 年 45xPE, 目标价 207.90 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 竞争加剧, 原材料价格波动超市场预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	143.70
一年最低/最高价	62.33/159.88
市净率(倍)	10.64
流通 A 股市值(百万元)	42492.17

基础数据

每股净资产(元)	14.94
资产负债率(%)	36.08
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): 2021Q3 业绩预告点评: 电解液纵向一体化加深, 业绩大超预期》

2021-10-14

2、《新宙邦 (300037): 2021 年中报点评: 电解液量利齐升, 加速海外产能布局》 2021-08-03

3、《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

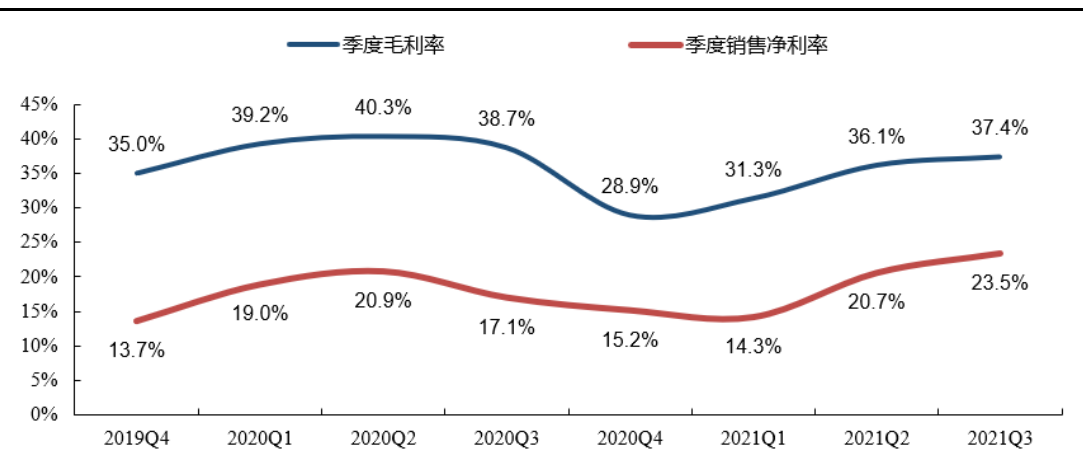
公司 2021Q3 归母净利润 4.31 亿元，环增 53%，符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 44.69 亿元，同比增长 122.82%；归母净利润 8.68 亿元，同比增长 132.19%；其中 2021Q3 公司实现营收 19.12 亿元，同比增加 135.45%，环比增长 34.99%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 216.6%，环比增长 53.15%，扣非归母净利润 4.13 亿元，同比增长 232.58%，环比增长 57.58%。盈利能力方面，2021Q3 毛利率为 37.35%，同比下滑 1.32pct，环比增长 1.21pct；归母净利率 22.54%，同比增长 5.78pct，环比增长 2.67pct。此前公司预告 2021Q3 归母净利润 4.2-4.5 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。

表 1: 公司季度业绩拆分

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,912.4	1,416.7	1,139.8	955.5	812.2	672.0	521.3
-同比	135.45%	110.81%	118.63%	52.17%	26.84%	23.63%	1.62%
毛利率	37.35%	36.14%	31.35%	28.93%	38.67%	40.31%	39.24%
归母净利润(百万)	431.0	281.4	155.5	144.0	136.1	138.9	98.7
-同比	216.60%	102.57%	57.51%	67.89%	29.34%	93.07%	59.04%
归母净利率	22.54%	19.86%	13.65%	15.07%	16.76%	20.67%	18.94%
扣非归母净利润(百万)	413.3	262.3	136.52	136.71	124.28	124.94	95.28
-同比	232.58%	109.94%	43.28%	80.50%	19.82%	87.32%	59.38%
扣非归母净利率	21.61%	18.51%	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

表 2: 公司分季度盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解液量利双升超市场预期，氟化工+电容器业务持续增长。我们预计 2021 年 Q3 氟化工净利润 1 亿元左右，环比微增；电解液贡献 3 亿元+利润，环比翻番，主要受益于公司溶剂产能释放+添加剂价格上涨，电解液价格顺利传导；我们预计 2021Q3 电容器化学品贡献 0.25 亿元左右净利润，半导体贡献利润 0.05 亿元左右。

一体化进程加速，2021Q3 电解液盈利显著提升。我们预计公司 2021Q3 电解液出货 2.1 万吨左右，环比增长约 10%，我们预计 2021 年前三季度累计出货 5.7 万吨左右，同比翻番以上。盈利方面，2021Q3 单吨盈利大幅提升，超市场预期，其中原材料六氟磷酸锂价格暴涨，价格顺利传导，添加剂 VC 由于供应紧缺，2021Q3 价格再次跳涨至近 50 万/吨，公司拥有 1500 吨 VC 年产能，单吨净利润我们预计 20 万元+，2021Q3 整体可增厚净利润 0.5 亿元+；同时公司惠州 5.4 万吨溶剂项目 2021Q3 产能逐渐爬坡，目前负荷率约 70%，我们预计 2021Q3 出货 1 万吨左右，对应自供比例约 50%，我们预计增厚净利润近 1 亿元，我们预计明年负荷率达 100%，全部达产后溶剂自供比例提升至 70%，显著增厚利润。我们测算 2021Q3 公司电解液净利润为 3 亿元+，对应单吨净利润 1.4 万元左右。全年看，公司电解液出货量持续增长，我们预计 2021 年出货量 7-8 万吨，同比翻倍，由于行业高景气度持续，2022 年我们预计公司电解液出货量进一步翻番至 14-15 万吨。

氟化工+电容器化工品稳健增长，半导体客户持续拓展。我们预计 2021Q3 氟化工净利润 1 亿元+，环比微增，为公司重要利润来源；此前公司预计募投项目 1 万吨新产能于 2021 年投产，我们预计 2021 年氟化工营收增速仍可保持 30-40%，贡献净利润 3.5 亿元以上。电容器业务公司作为国内龙头，销量稳步提升，且产品毛利率近 40%，盈利水平高，我们预计 2021 年净利润超 1 亿元。公司半导体化学品业务正处于导入期，客户储备充足且已对龙头客户实现稳定交付。我们预计公司半导体业务 2021 年有望实现翻倍增长，贡献净利润 0.2 亿元+。

期间费用率环比下滑，规模效应显著。2021 年前三季度公司期间费用合计 5.98 亿元，同比增长 71.53%，费用率为 13.38%，同比下滑 4pct，其中 2021Q3 期间费用合计 2.19 亿元，同比增长 61.3%，环比增 14.27%，期间费用率为 11.46%，同比下滑 5.27pct，环比下滑 2.08pct；销售费用 0.29 亿元，销售费用率 1.52%，同比下滑 2.46pct，环比下滑 0.71pct；管理费用 0.93 亿元，管理费用率 4.84%，同比下滑 1.24pct，环比增 0.34pct；财务费用 0.01 亿元，财务费用率 0.03%，同比下滑 1.29pct，环比增 0.3pct；研发费用 0.97 亿元，研发费用率 5.07%，同比下滑 0.27pct，环比下滑 2pct。公司 2021Q3 计提资产减值损失 26 万元，计提信用减值损失 0.06 亿元。

图 1：公司分季度费用情况

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
销售费用	20.25	24.34	32.40	-26.08	28.61	31.71	29.15
-销售费用率	3.88%	3.62%	3.99%	-2.73%	2.51%	2.24%	1.52%
管理费用	39.85	48.05	49.34	64.38	83.46	63.72	92.52
-管理费用率	7.64%	7.15%	6.08%	6.74%	7.32%	4.50%	4.84%
研发费用	32.58	45.24	43.35	61.44	72.84	100.15	96.87
-研发费用率	6.25%	6.73%	5.34%	6.43%	6.39%	7.07%	5.07%
财务费用	-0.16	2.52	10.77	6.41	2.00	-3.81	0.61
-财务费用率	-0.03%	0.38%	1.33%	0.67%	0.18%	-0.27%	0.03%
期间费用	92.52	120.15	135.86	106.15	186.92	191.78	219.14
-期间费用率	17.75%	17.88%	16.73%	11.11%	16.40%	13.54%	11.46%
资产减值损失	-1.27	-0.18	2.70	-4.57	0.97	1.30	-0.26
信用减值损失	-3.69	2.28	-16.97	-2.93	8.40	4.10	-5.60

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原材料紧缺，预付款大增。2021 年三季度末公司存货为 6.52 亿元，较年初增长 46.99%；应收账款 15.07 亿元，较年初增长 50.32%；预付账款 2.36 亿元，较年初增长 546%；期末公司合同负债 2.69 亿元，较年初增长 2770%。2021Q3 公司经营活动净现金流为 0.88 亿元，同比下滑 78.86%；投资活动净现金流出 1.38 亿元，同比下滑 46.45%；资本开支为 3.84 亿元，同比上升 43.11%；账面现金为 12.54 亿元，较年初下滑 30.63%，短期借款 1.6 亿元，较年初下滑 64.53%。

投资建议：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 13.50/18.99/24.59 亿元，同增 161%/41%/29%，对应 PE 为 43.73/31.09/23.67x，给予 22 年 45xPE，目标价 207.90 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，原材料价格波动超市场预期。

新宙邦三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,241	5,741	8,854	9,788	营业收入	2,961	6,768	9,996	11,743
现金	1,807	1,354	2,844	2,937	减:营业成本	1,895	4,202	6,556	7,527
应收账款	991	2,328	3,347	3,932	营业税金及附加	23	53	78	92
存货	444	986	1,547	1,778	销售费用	51	115	170	200
其他流动资产	857	887	884	891	管理费用	384	785	900	1,033
非流动资产	3,155	3,453	4,505	4,935	财务费用	20	17	38	18
长期股权投资	252	252	252	252	资产减值损失	25	91	38	37
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	28	50	20	50
无形资产	348	328	406	382	公允价值变动净收益	2	0	0	0
其他非流动资产	1,393	1,531	2,360	2,750	营业利润	610	1,570	2,245	2,895
资产总计	7,396	9,194	13,359	14,724	加:营业外净收支	-6	20	-8	2
流动负债	1,910	2,926	5,680	5,218	利润总额	603	1,590	2,237	2,897
短期借款	511	74	1,300	200	减:所得税费用	80	223	313	406
应付账款	513	1,137	1,775	2,038	少数股东损益	6	18	25	32
其他流动负债	886	1,715	2,606	2,980	归属母公司净利润	518	1,350	1,899	2,459
非流动负债	355	355	355	355	EBIT	629	1,588	2,284	2,913
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	791	1,790	2,521	3,183
其他非流动负债	155	155	155	155	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,265	3,281	6,035	5,573	每股收益(元)	1.26	3.29	4.62	5.99
少数股东权益	153	170	195	228	每股净资产(元)	12.12	13.98	17.35	21.72
归属母公司股东权益	4,979	5,742	7,128	8,923	发行在外股份(百万股)	411	411	411	411
负债和股东权益	7,396	9,194	13,359	14,724	ROIC(%)	14.0%	23.6%	25.9%	38.1%
					ROE(%)	10.4%	23.5%	26.6%	27.6%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	36.0%	37.9%	34.4%	35.9%
经营活动现金流	881	1,071	2,095	2,565	销售净利率(%)	17.7%	20.2%	19.2%	21.2%
投资活动现金流	-1,013	-484	-1,279	-690	资产负债率(%)	30.6%	35.7%	45.2%	37.8%
筹资活动现金流	1,275	-1,041	675	-1,782	收入增长率(%)	27%	129%	48%	17%
现金净增加额	1,143	-454	1,491	93	净利润增长率(%)	59%	161%	41%	29%
折旧和摊销	162	202	237	270	P/E	114.01	43.73	31.09	23.67
资本开支	362	500	700	700	P/B	11.86	10.28	8.28	6.60
营运资本变动	163	-591	-132	-242	EV/EBITDA	76	34	24	19

数据来源: wind, 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>