

# 新宙邦（300037.SZ）

优于大市

投资江西石磊完善电解液产业链，看好氟化工长期成长

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313  
证券分析师：徐文辉 021-60375426

## ◆ 电力设备 · 电池

wangweiqi2@guosen.com.cn  
xuwenhui@guosen.com.cn

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520080003  
执证编码：S0980524030001

## 事项：

11月28日，新宙邦发布公告，拟与江西石磊氟材料有限责任公司及其现有股东共同签署《增资协议》和《股东协议》，根据协议，公司拟3.52亿元增资江西石磊氟材料，增资完成后公司将持有江西石磊氟材料42.8%股权，标的公司成为共同控制的合营企业。

**国信电新观点：**1) **投资江西石磊完善电解液产业链。**根据公告，江西石磊氟材料现拥有5万吨/年无水氟化氢和1.5万吨/年六氟磷酸锂产能，且规划在业绩承诺期（2024年10月至2027年12月）内六氟磷酸锂合规产能达到3.3万吨/年。新宙邦电解液现有产能近30万吨/年，需配套六氟磷酸锂约3.75万吨/年，在建产能约34万吨/年，需新增配套六氟磷酸锂约4.25万吨/年，此次增资江西石磊完成后，公司将实现六氟磷酸锂、溶剂、添加剂、电解液全产业链布局，有望保障原材料长期供应和品质稳定，能够提高公司的运营效率，降低成本，并增强对市场变化的响应能力和市场竞争力。

2) **积极布局海外电解液产能，优化客户结构。**公司于2024年5月公告投资3.5亿美元在美国路易斯安那州建设电解液工厂，此外公司美国俄亥俄州工厂在2024年四季度达成开工条件，波兰工厂已正式投产并于今年向美国客户交付电解液产品。公司与海外客户签订的已披露的在手订单合计金额达到32亿美元，海外客户结构优化有助于公司提升产品盈利能力。

3) **看好氟化工长期成长。**通过收购海斯福，投建海德福，公司氟化工业务在近年快速放量。海德福工厂主营六氟丙烯，聚四氟乙烯等含氟聚合物，投资规模大、投资回收期长、产品品类多，客户认证周期长，短期项目折旧压力大，但后续有望逐步缓解。随着海斯福项目产能不断释放，海德福工厂产能爬坡业绩改善，公司氟化工业务整体有望在2025年迎来积极增长。

4) **投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**由于2024年电解液价格下跌，公司产品盈利能力较2023年有所下滑，同时海德福工厂处于爬坡阶段，短期折旧压力大，我们下调公司盈利预测，我们预计公司2024-2026年归母净利润10.03/13.61/15.79亿元（原预测24-25为15.16/19.88亿元），同比增速分别为-1%/36%/16%，PE估值为30/22/19倍。维持“优于大市”评级。

5) **风险提示：**下游需求不及预期；投产进度不及预期；行业竞争加剧。

## 评论：

11月28日，新宙邦发布公告，拟与江西石磊氟材料有限责任公司及其现有股东共同签署《增资协议》和《股东协议》，根据协议，公司拟3.52亿元增资江西石磊氟材料，增资完成后公司将持有江西石磊氟材料42.8%股权，标的公司成为共同控制的合营企业。

◆ 投资江西石磊完善电解液产业链。

根据公告，江西石磊氟材料现拥有 5 万吨/年无水氟化氢和 1.5 万吨/年六氟磷酸锂产能，且规划在业绩承诺期（2024 年 10 月至 2027 年 12 月）内六氟磷酸锂合规产能达到 3.3 万吨/年。新宙邦电解液现有产能近 30 万吨/年，需配套六氟磷酸锂约 3.75 万吨/年，在建产能约 34 万吨/年，需新增配套六氟磷酸锂约 4.25 万吨/年，此次增资江西石磊完成后，公司将实现六氟磷酸锂、溶剂、添加剂、电解液全产业链布局，有望保障原材料长期供应和品质稳定，能够提高公司的运营效率，降低成本，并增强对市场变化的响应能力和市场竞争力。

◆ 积极布局海外电解液产能，优化客户结构。

公司于 2024 年 5 月公告投资 3.5 亿美元在美国路易斯安那州建设电解液工厂，此外公司美国俄亥俄州工厂在 2024 年四季度达成开工条件，波兰工厂已正式投产并于今年向美国客户交付电解液产品。公司与海外客户签订的已披露的在手订单合计金额达到 32 亿美元，海外客户结构优化有助于公司提升产品盈利能力。

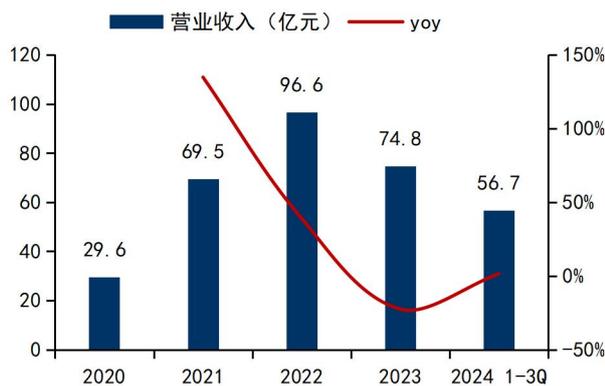
◆ 氟化工高增看好长期成长。

通过收购海斯福，投建海德福，公司氟化工业务在近年快速放量。海德福工厂主营六氟丙烯，聚四氟乙烯等含氟聚合物，投资规模大、投资回收期长、产品品类多，客户认证周期长，短期项目折旧压力大，但后续有望逐步缓解。随着海斯福项目产能不断释放，海德福工厂产能爬坡业绩改善，公司氟化工业务整体有望在 2025 年迎来积极增长。

◆ 盈利预测及投资建议

由于 2024 年电解液价格下跌，公司产品盈利能力较 2023 年有所下滑，同时海德福工厂处于爬坡阶段，短期折旧压力大，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.03/13.61/15.79 亿元（原预测 24-25 为 15.16/19.88 亿元），同比增速分别为-1%/36%/16%，PE 估值为 30/22/19 倍。维持“优于大市”评级。

图1: 公司年度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司各季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润 (亿元)



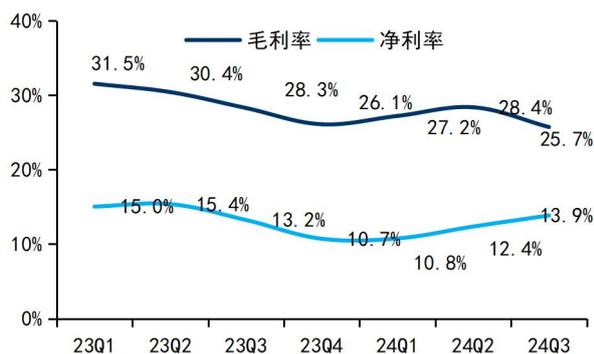
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司各季度归母净利润 (亿元)



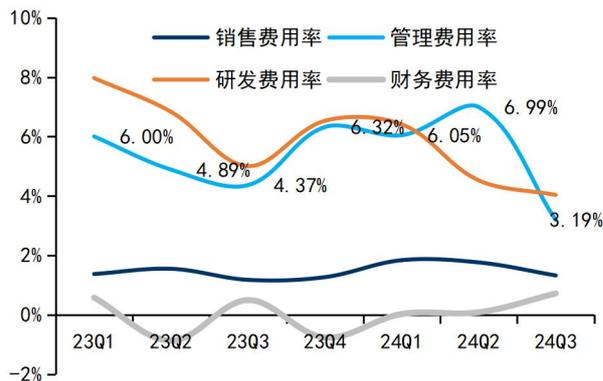
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

下游需求不及预期; 投产进度不及预期; 行业竞争加剧。

### 相关研究报告:

《新宙邦 (300037.SZ) —2023 年半年报业绩点评-电解液出货量稳步增长, 有机氟化工打开成长空间》 —2023-08-22

《新宙邦 (300037.SZ) —2022 年报及 2023 一季报预告点评-电解液盈利承压, 静待氟化工业务增长》 —2023-03-28

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3218	3846	3569	3899	4552	营业收入	9661	7484	7907	10082	11623
应收款项	1999	2406	1950	2486	2866	营业成本	6565	5318	5771	7415	8601
存货净额	905	908	949	1219	1414	营业税金及附加	72	44	24	30	35
其他流动资产	2662	1301	173	371	430	销售费用	101	100	119	121	128
<b>流动资产合计</b>	<b>9763</b>	<b>9514</b>	<b>7689</b>	<b>9041</b>	<b>10339</b>	管理费用	423	400	387	454	511
固定资产	3049	4618	4656	4450	4209	研发费用	537	485	372	434	477
无形资产及其他	693	776	725	673	621	财务费用	(30)	(10)	81	72	65
其他长期资产	1586	2433	1581	2016	2325	投资收益	28	(32)	20	20	20
长期股权投资	304	283	283	283	283	资产减值及公允价值变动	9	(43)	(50)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>15395</b>	<b>17624</b>	<b>14934</b>	<b>16463</b>	<b>17777</b>	其他收入	25	165	130	120	120
短期借款及交易性金融负债	426	783	500	500	300	营业利润	2063	1194	1204	1616	1866
应付款项	2726	3549	790	1016	1178	营业外净收支	(4)	(29)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	761	1000	628	799	924	<b>利润总额</b>	<b>2059</b>	<b>1165</b>	<b>1199</b>	<b>1611</b>	<b>1861</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3997</b>	<b>5349</b>	<b>1997</b>	<b>2416</b>	<b>2519</b>	所得税费用	237	154	156	209	242
长期借款及应付债券	2346	2270	2270	2270	2270	少数股东损益	64	50	40	40	40
其他长期负债	307	374	363	373	373	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1758</b>	<b>1011</b>	<b>1003</b>	<b>1361</b>	<b>1579</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2653</b>	<b>2643</b>	<b>2632</b>	<b>2642</b>	<b>2642</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6650</b>	<b>7992</b>	<b>4630</b>	<b>5058</b>	<b>5161</b>	净利润	1758	1011	1003	1361	1579
少数股东权益	382	458	485	525	565	资产减值准备	(6)	(17)	(30)	(20)	(20)
股东权益	8364	9174	9819	10880	12051	折旧摊销	236	298	414	458	494
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15395</b>	<b>17624</b>	<b>14934</b>	<b>16463</b>	<b>17777</b>	公允价值变动损失	1	(32)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(30)	(10)	81	72	65
每股收益		1.34	1.33	1.81	2.09	营运资本变动	(193)	1967	(1521)	(602)	(343)
每股红利		0.47	0.40	0.54	0.84	其它	12	222	121	122	105
每股净资产		12.78	13.67	15.13	16.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>1810</b>	<b>3448</b>	<b>(14)</b>	<b>1319</b>	<b>1814</b>
ROIC	19%	8%	9%	11%	12%	资本开支	(1759)	(1790)	(400)	(200)	(200)
ROE	23%	12%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(446)	(1989)	872	(415)	(288)
毛利率	32%	29%	27%	26%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2205)</b>	<b>(3779)</b>	<b>472</b>	<b>(615)</b>	<b>(488)</b>
EBIT Margin	20%	15%	16%	16%	16%	权益性融资	99	162	0	0	0
EBITDA Margin	23%	19%	21%	21%	20%	负债净变化	2017	550	(283)	0	(200)
收入增长	39%	-23%	6%	28%	15%	支付股利、利息	0	(660)	(371)	(301)	(408)
净利润增长率	35%	-43%	-1%	36%	16%	其它融资现金流	92	626	(283)	0	(200)
资产负债率	43%	45%	31%	31%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2147</b>	<b>62</b>	<b>(735)</b>	<b>(373)</b>	<b>(674)</b>
息率		1.2%	1.0%	1.4%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>1751</b>	<b>(269)</b>	<b>(278)</b>	<b>331</b>	<b>653</b>
P/E		29.4	29.7	21.8	18.8	货币资金的期初余额	1458	3218	3846	3569	3899
P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	3218	3846	3569	3899	4552
EV/EBITDA	16.6	26.3	20.8	16.7	14.8	企业自由现金流	21	1462	(433)	1072	1578
						权益自由现金流	370	1969	(787)	1009	1321

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032