新宙邦（300037）点评

收购九九久 74%股权，布局六氟，加码医药中间体

2020 年 11 月 03 日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2325	3055	3903	4944
同比（%）	7%	31%	28%	27%
归母净利润（百万元）	325	536	699	912
同比（%）	2%	65%	30%	31%
每股收益（元/股）	0.79	1.30	1.70	2.22
P/E（倍）	99.26	60.31	46.24	35.42

投资要点

- **交易方案：**新宙邦拟以现金方式收购延安必康所持有的九九久科技的 74.24%股权，交易价格初步确定为 22.27 亿元。若交易完成后，九九久股权结构为新宙邦持股 74.24%，东方日升持股 12.76%。
- **收购价对应 19 年 PE27.3x/PB2x，收购完成有望价值重估。**九九久科技 19 年实现营业收入 14.9 亿元（同比增 12%），实现净利润 1.09 亿元（同比增 79%），公司收购价对应 19 年 PE 为 27.5x；19 年末九九久总资产 24.55 亿，净资产 14.8 亿，公司收购价对应 19 年末 PB 为 2x。公司计划用现金方式收购，三季度末公司现金及等价物合计 10 亿，且公司资产负债率仅 23.9%，并保持优秀的经营活动净现金流，预计收购完成后，对财务费用影响有限。
- **九九久主营六氟磷酸锂、新材料、药物农药中间体等，与新宙邦协同效应明显。**公司三大业务协同发展，1）新能源：主要产品为六氟磷酸锂，2019 年收入 3.3 亿，占九九久总收入 20%左右。2）新材料，主要产品为超高分子量聚乙烯纤维，19 年收入 4.9 亿，收入占 30-35%。主要应用于功能性防护手套、家纺制品、军工缆绳、消防材料、鱼线等，后续增量方向为军工领域。3）药物中间体，主要产品包括三氯吡啶醇钠、5,5-二甲基海因、苯甲醛，19 年收入约 6.7 亿，收入在比 50%左右。
- **布局六氟，保证上游资源供应。**九九久为行业内老牌六氟厂商，产品品质和成本优势领先，是新宙邦重要的六氟供应商，双方有长期合作基础，此次收购协同效应显著。九九久的六氟磷酸锂年产能 5000 吨，能满足 4 万吨电解液产能自用。我们预计新宙邦 20-22 年销量分别 4.5/6.5/8 万吨出货，对应六氟需求约 0.6/0.8/1.3 万吨，此次收购九九久基本满足未来两年 50-70%的六氟自用需求。
- **六氟价格上行通道，九九久成本处于行业领先水平。**9 月六氟供给出现紧张，价格连续上调，目前价格超 9 万，部分报价 10 万/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万/吨。新宙邦收购九九久布局上游六氟，一方面减少市场中外供六氟产能可能加速价格上涨，一方面将有效缓解因六氟价格上涨带来的自身成本压力。九九久科技的六氟满产情况全成本预计在 6.5-7 万/吨，优势明显。若完成收购，21 年新宙邦电解液的单吨成本相当于下降 3-4 千元，实现电解液原材料六氟、溶剂、添加剂自供，强化优势。
- **盈利预测：**预计公司 20-22 年净利润 5.4/7/9.1 亿，同比增长 65%/30%/31%，EPS 为 1.3/1.7/2.2 元，对应 PE 为 60x/46x/35x；若收购完成，预计 21-22 年可增厚公司利润 1.5/2 亿利润，对应 21-22 年利润 8.5 亿/11 亿，对应 PE 38x/29x。我们给以 21 年 55 倍 PE（对应收购完成后的 45x），对应目标价 93.5 元，维持买入评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.54
一年最低/最高价	25.37/80.55
市净率(倍)	6.83
流通 A 股市值(百万元)	20077.90

基础数据

每股净资产(元)	11.50
资产负债率(%)	23.90
总股本(百万股)	410.79
流通 A 股(百万股)	255.64

相关研究

1、《新宙邦（300037）三季报点评：新宙邦三季报点评：业绩基本符合预期，Q4 有望重回高增长》2020-10-29

2、《新宙邦（300037）三季报预告：三季度业绩预告：双轮驱动同比持续高增，符合预期》2020-10-14

3、《新宙邦（300037）中报点评：盈利持续提升，电解液+氟化工双轮驱动》2020-07-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新宙邦三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,214	3,792	4,497	5,551
现金	316	1,525	1,823	2,353
应收账款	754	1,028	1,306	1,664
存货	754	1,028	1,306	1,664
其他流动资产	771	778	778	783
非流动资产	2,735	2,768	2,887	2,893
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	1,006	1,112	1,206	1,238
无形资产	351	335	417	397
其他非流动资产	1,191	1,134	1,078	1,072
资产总计	4,949	6,559	7,383	8,444
流动负债	1,233	1,412	1,714	2,092
短期借款	234	234	234	234
应付账款	327	410	525	669
其他流动负债	672	768	955	1,189
非流动负债	370	370	370	370
长期借款	244	244	244	244
其他非流动负债	126	126	126	126
负债合计	1,603	1,782	2,084	2,462
少数股东权益	102	109	118	129
归属母公司股东权益	3,244	4,669	5,182	5,853
负债和股东权益	4,949	6,559	7,383	8,444

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	561	490	740	930
投资活动现金流	-586	-140	-240	-140
筹资活动现金流	-120	859	-202	-260
现金净增加额	-145	1,209	298	530
折旧和摊销	132	117	131	143
资本开支	456	150	250	150
营运资本变动	50	-221	-141	-173

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,325	3,055	3,903	4,944
减：营业成本	1,497	1,878	2,404	3,065
营业税金及附加	17	22	28	35
营业费用	91	116	144	178
管理费用	344	403	515	618
财务费用	14	16	12	12
资产减值损失	32	32	36	27
加：投资净收益	4	10	10	10
营业利润	356	626	800	1,046
加：营业外净收支	-2	-2	-1	-1
利润总额	354	625	800	1,045
减：所得税费用	25	69	88	115
少数股东损益	4	7	9	11
归属母公司净利润	325	536	699	912
EBITDA	502	759	944	1,201

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.79	1.30	1.70	2.22
每股净资产(元)	8.56	11.34	12.59	14.22
发行在外股份(百万股)	379	411	411	411
ROIC(%)	9.5%	14.5%	17.0%	20.9%
ROE(%)	10.0%	11.8%	13.6%	15.7%
毛利率(%)	35.6%	38.5%	38.4%	38.0%
销售净利率(%)	14.2%	18.2%	18.2%	18.8%
资产负债率(%)	32.4%	27.2%	28.2%	29.2%
收入增长率(%)	7.4%	31.4%	27.8%	26.7%
净利润增长率(%)	1.6%	68.8%	28.0%	30.8%
P/E	99.26	60.31	46.24	35.42
P/B	9.94	6.92	6.24	5.53
EV/EBITDA	65	44	35	28

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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