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 年 07 月 31 日

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

买入（维持）

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,325	3,055	3,903	4,944
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）	70.80	43.02	32.98	25.26

投资要点

- **20H1 归母净利润 2.38 亿，同比+77%，略好于预期：**20H1 公司营收 11.93 亿元，同比增长 12.9%；归母净利润 2.38 亿元，同比增长 77.3%，处于预告中值偏上。其中非经常性损益 0.17 亿主要为政府补贴，对应扣非净利润 2.2 亿元，同比增长 74.1%。20H1 毛利率为 39.84%，同比增加 4.23pct；净利率为 20.05%，同比增加 7.03pct。

- **业务拆分来看，1）电解液预计 20H1 出货 1.5 万吨，单吨净利润预计 0.35+万，贡献 0.5-0.6 亿利润。预计 20Q2 毛利率 30%以上，环比进一步提升。2）氟化工 Q2 美国订单大幅增长，20H1 贡献 1.35 亿利润。3）电容器化学预计贡献 0.3 亿，半导体化学 0.1 亿不到。**

- **电解液行业拐点到来，公司盈利同环比大幅提升：**电解液 20H1 收入 5.88 亿元，同比增长 13.1%。Q2 销量同环比增长 30%/50%，我们预计新宙邦 Q2 电解液出货量预计超过 9000 吨，同比增长 30%，环比实现 50%增长，1H 公司电解液出货量合计 1.5 万吨左右，同比增长 15%。上半年电解液产量 1.70 万吨，同比增长约 30%。海外占比提升且成本下降，Q2 盈利能力大幅好转。毛利率 29.0%，同比提升 2.4pct，环比提升 4.5pct，估计 Q2 毛利率在 30%以上，环比 Q1 进一步提升。

- **氟化工产品需求大增，销量+盈利能力同步增长：**20H1 氟化工业务收入 3.09 亿，同比增长 32.5%；毛利率 63.5%，同比增长 7.1pct，环比增长 3.9pct。上半年公司氟化工中的医药中间体、农药中间体及环保型含氟表面活性剂等产品，在国内外市场销量均大幅增长。Q2 公司来自美国的医药中间体订单大幅增长，该业务将进一步增长，我们预计 Q2 氟化工实现净利润 0.7 亿左右净利润，增长 40-50%，环比增 10-20%；上半年氟化工贡献 1.35 亿净利润，同比增 56.5%，环比 19H2 提升 18%。我们预计 20 年氟化工贡献利润有望达到 3 亿左右，同比增长 50%。

- **投资建议：**预计公司 20-22 年净利润 5.4/7.0/9.1 亿，同比增长 65%/30%/31%，EPS 为 1.30/1.70/2.22 元，对应 PE 为 43x/33x/25x，给以 21 年 45 倍 PE，对应目标价 76.5 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)	56.02
一年最低/最高价	22.35/65.88
市净率(倍)	4.98
流通 A 股市值(百万元)	14320.90

基础数据

每股净资产(元)	11.26
资产负债率(%)	24.21
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）：中报业绩预告大幅增长，氟化工与电解液双轮驱动》2020-07-14

2、《新宙邦（300037）年报及一季报点评：坏账计提影响利润增速，基本面稳定向好》2020-04-25

3、《新宙邦（300037）Q1 预告点评：氟化工+海外电解液需求高增长，业绩大超预期》2020-04-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 归母净利润 2.38 亿，同比+77%，略好于预期：20H1 公司营收 11.93 亿元，同比增长 12.9%；归母净利润 2.38 亿元，同比增长 77.3%，处于预告中值偏上。其中非经常性损益 0.17 亿主要为政府补贴，对应扣非净利润 2.2 亿元，同比增长 74.1%。20H1 毛利率为 39.84%，同比增加 4.23pct；净利率为 20.05%，同比增加 7.03pct。

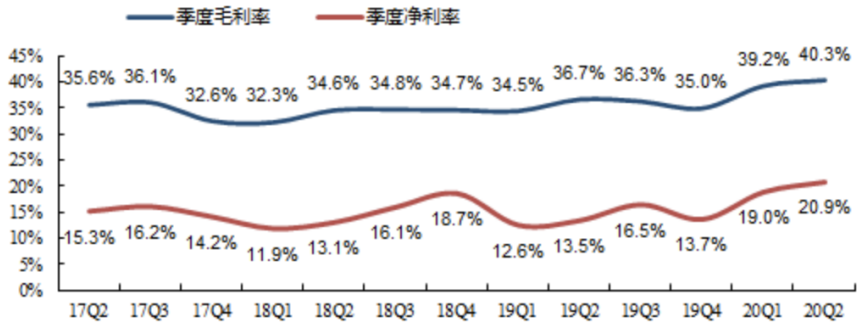
20Q2 同环比高增长，毛利率持续提升：20Q2 公司实现营收 6.72 亿元，同比增加 23.63%，环比增长 28.9%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 93.07%，环比增长 40.68%，扣非归母净利润 1.25 亿元，同比增长 87.32%，环比增长 31.13%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 40.31%，同比增长 3.63pct，环比增长 1.07pct；净利率 20.89%，同比增长 7.43pct，环比增长 0.32pct；Q2 扣非净利率 18.59%，同比提升 6.32pct，环比提升 0.32pct。

图 1：新宙邦季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	672.0	521.3	627.9	640.3	543.6	513.0
-同比	23.63%	1.62%	2.36%	13.31%	1.37%	13.99%
毛利率	40.31%	39.24%	34.99%	36.29%	36.69%	34.48%
归母净利润(百万)	138.9	98.7	85.8	105.2	72.0	62.1
-同比	93.07%	59.04%	-23.51%	20.63%	4.61%	19.63%
净利率	20.89%	18.97%	13.68%	16.54%	13.46%	12.56%
扣非归母净利润（百万）	124.94	95.28	75.74	103.72	66.70	59.78
-同比	87.32%	59.38%	-29.31%	19.68%	4.71%	54.28%
扣非归母净利率	18.59%	18.28%	12.06%	16.20%	12.27%	11.65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业务拆分来看，1）电解液预计 20H1 出货 1.5 万吨，单吨净利润预计 0.35+万，贡献 0.5-0.6 亿利润。预计 20Q2 毛利率 30%以上，环比进一步提升。2）氟化工 Q2 美国订单大幅增长，20H1 贡献 1.35 亿利润。3）电容器化学预计贡献 0.3 亿，半导体化学 0.1 亿不到。

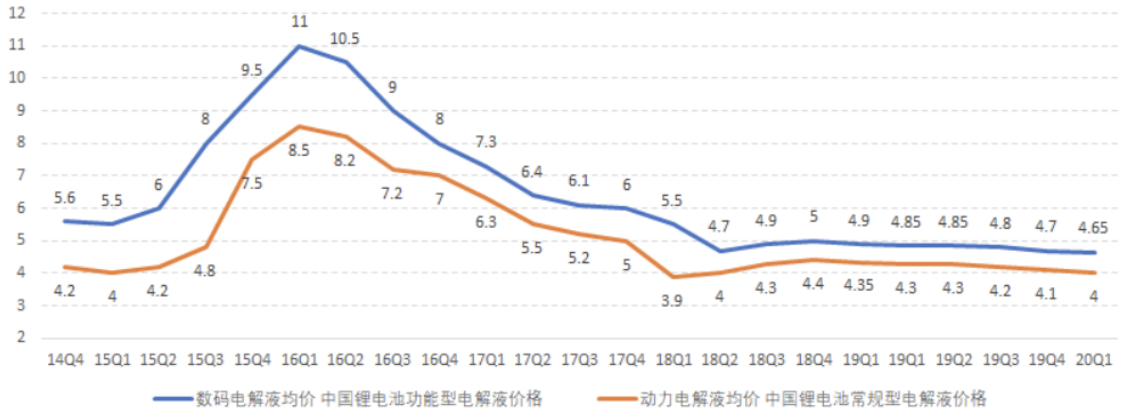
电解液行业拐点到来，公司盈利同环比大幅提升：电解液 20H1 收入 5.88 亿元，同比增长 13.1%；毛利率 29.0%，同比提升 2.4pct，环比提升 4.5pct，估计 Q2 毛利率在 30%以上，环比 Q1 进一步提升。

1）Q2 销量同环比增长 30%/50%，我们预计新宙邦 Q2 电解液出货量预计超过 9000 吨，同比增长 30%，环比实现 50%增长，1H 公司电解液出货量合计 1.5 万吨左右，同比增长 15%。上半年电解液产量 1.70 万吨，同比增长约 30%。

2）海外占比提升且成本下降，Q2 盈利能力大幅好转：一方面，公司作为 1g 波兰工厂电解液的主供应商，预计份额 40%左右，受益于欧洲电动车销量爆发，预计上半年贡献 2000-3000 吨增量，叠加公司原有的海外项目包括 LG 储能、三星、索尼的项目平稳增长，公司海外出货量占比预计提升 20pct 至 50%以上，带动盈利改善。另一方面电解液产品价格基本稳定，而主要原材料六氟、EC、DMC 等 Q1 价格下降，我们预计电解液单吨利润提升至 3500 元左右，上半年电解液预计贡献 0.5-0.6 亿净利润（去年同期预计 0.15 亿）。

3）Q3 排产显著上升，全年预期 50%增长，全年预计电解液出货量 4.3 万吨，同比增长 50%+，下半年随着公司惠州溶剂项目投产，成本有望进一步下降。电解液行业 20 年迎来拐点，一方面价格保持稳定，另一方面龙头厂商客户结构优化，海外占比提升，叠加原材料价格下降，电解液行业盈利回升。

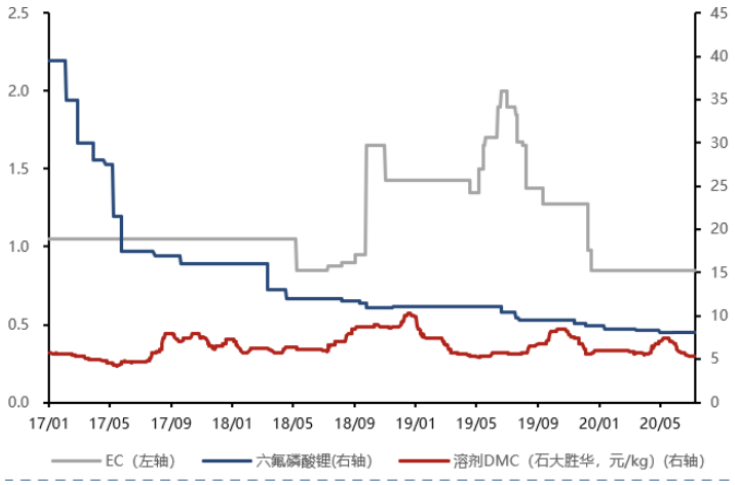
图 3：电解液行业价格（万/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：电解液主要原材料价格（万/吨，元/kg）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

氟化工产品需求大增，销量+盈利能力同步增长：20H1 氟化工业务收入 3.09 亿，同比增长 32.5%；毛利率 63.5%，同比增长 7.1pct，环比增长 3.9pct。上半年公司氟化工中的医药中间体、农药中间体及环保型含氟表面活性剂等产品，在国内外市场销量均大幅增长。Q2 公司来自美国的医药中间体订单大幅增长，该业务将进一步增长，我们预计 Q2 氟化工实现净利润 0.7 亿左右净利润，增长 40-50%，环比增 10-20%；上半年氟化工贡献 1.35 亿净利润，同比增 56.5%，环比 19H2 提升 18%。我们预计 20 年氟化工贡献利润有望达到 3 亿左右，同比增长 50%。

图 5：新宙邦分业务经营情况

	2020上半年					2019下半年		2019上半年	
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
电解液	5.88	13.1%	29.0%	2.4%	4.5%	6.37	24.5%	5.2	26.7%
氟化工	3.09	32.5%	63.5%	7.1%	3.9%	2.62	59.6%	2.33	56.3%
电容器化学	2.46	10.8%	39.3%	-0.3%	-1.2%	2.94	40.5%	2.22	39.6%
半导体化学	0.46	-24.6%	20.9%	3.4%	2.3%	0.54	18.6%	0.61	17.6%
其他	0.04		61.2%						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电容器化学和半导体化学表现平稳。电容器化学 20H1 实现收入 2.46 亿，同比增长 10.8%，毛利率 39.3%，同比下降 0.3pct，预计贡献 0.3-0.4 亿利润；半导体化学实现

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收入 0.46 亿，同比下降 24.6%，毛利率 20.9%，同比增长 3.4pct。

图 6: 新宙邦主要子公司经营情况

	2020H1						19H2			19H1		
公司名称	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
惠州新宙邦	2.86	-6.6%	0.16	40.5%	5.7%	1.9%	3.44	0.22	6.3%	3.06	0.12	3.8%
瀚康化工	0.84	5.4%	0.09	-18.7%	10.6%	-3.1%	0.98	0.09	8.7%	0.79	0.11	13.7%
海斯福	3.20	38.1%	1.35	56.5%	42.3%	5.0%	2.66	1.14	42.7%	2.32	0.86	37.3%
诺莱特	1.29	-25.1%	0.19	19.2%	14.5%	5.4%	1.51	0.30	19.9%	1.72	0.16	9.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三费费率同比下滑明显：2020 年 H1 公司三费合计 2.13 亿元，同比下降 3.38%，费用率为 17.82%，同比下降 3.01pct；其中 20Q2 三费合计 1.2 亿，同比下降 0.2%，环比增长 29.9%。20Q2 销售费用 0.24 亿，同比增长 8.4%，环比增长 20.2%；管理费用 0.48 亿，同比增长 11.8%，环比增长 20.6%，研发费用 0.45 亿，同比下降 14.0%，环比增长 38.9%，20Q2 研发费用率 6.73%，同比下降 2.94pct。减值计提方面，20H1 共计提减值损失 285 万元，同比下滑 50%。

图 7: 新宙邦分季度费用情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	18.84	22.45	25.96	23.29	20.25	24.34
-销售费用率	3.67%	4.13%	4.05%	3.71%	3.88%	3.62%
管理费用	41.97	43.00	48.03	49.62	39.85	48.05
-管理费用率	8.18%	7.91%	7.50%	7.90%	7.64%	7.15%
研发费用	29.40	52.58	37.33	42.02	32.58	45.24
-研发费用率	5.73%	9.67%	5.83%	6.69%	6.25%	6.73%
财务费用	9.53	2.34	-3.45	6.02	-0.16	2.52
-财务费用率	1.86%	0.43%	-0.54%	0.96%	-0.03%	0.38%
期间费用	99.74	120.37	107.87	120.94	92.52	120.15
-期间费用率	19.44%	22.14%	16.85%	19.26%	17.75%	17.88%
资产减值损失	-5.44	-0.28	-2.93	5.75	-1.27	-0.18
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	-28.79	-3.69	2.28

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能频繁布局，20 年规模预计高增长。19 年晋江一期 100Mwh 项目已经投产，前期储能市场布局开始取得成效。20 年公司频繁加大储能市场布局，陆续与国网、易事特、科士达成立合资子公司。同时公司定增项目包括投资 30 亿用于电化学储能研发，持续发力储能市场。预计 20 年储能出货规模达到 3gwh，同比翻倍。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

应收票据大幅减少，Q2 经营现金流明显改善；募集资金到账，在建工程大增。20H1 期末公司存货为 3.52 亿，较年初增加 5.2%，较一季度末增加 5.2%；应收账款 7.83 亿，较年初增长 3.84%；期末公司预收账款 0.05 亿元，较年初减少 46.55%，较一季度末减少 5.2%。20Q2 期末 497 万元，较 Q1 期末（6.01 亿）大幅减少 99%。20H1 公司经营活动净现金流为 3.27 亿，同比下降 7.39%，20Q2 单季度经营现金流 2.55 亿，较 Q1 大幅提升 258%，同比提升 27%，好于收入增速；投资活动净现金流为-1.61 亿，去年同期为-2.84 亿。期末固定资产 10.2 亿，较年初增长 1.4%；在建工程 3.64 亿元，较年初增长 46.45%，主要为惠州三期投入建设。账面现金为 15.24 亿，较年初增长 382%，主要为募集资金到账。短期借款 2.54 亿元，较年初增长 27.0%。

盈利预测：预计公司 20-22 年净利润 5.4/7.0/9.1 亿，同比增长 65%/30%/31%，EPS 为 1.30/1.70/2.22 元，对应 PE 为 43x/33x/25x，给以 21 年 45 倍 PE，对应目标价 76.5 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

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,214	3,448	4,150	5,199
现金	316	1,181	1,477	2,002
应收账款	754	1,028	1,306	1,664
存货	0	0	0	0
其他流动资产	24	30	38	49
非流动资产	335	417	537	689
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	6,215	7,037	8,093
流动负债	1,233	1,077	1,379	1,758
短期借款	234	0	0	0
应付账款	327	410	525	669
其他流动负债	672	667	854	1,089
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	1,447	1,749	2,128
少数股东权益	102	109	118	129
归属母公司股东权益	3,244	4,660	5,170	5,836
负债和股东权益	4,949	6,215	7,037	8,093

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	561	373	729	916
投资活动现金流	-586	-140	-240	-140
筹资活动现金流	-120	632	-194	-251
现金净增加额	-145	865	295	525
折旧和摊销	132	117	131	143
资本开支	456	150	250	150
营运资本变动	50	-321	-141	-173

利润表（百万元）	2019A	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
销售费用	91	116	144	178
管理费用	344	422	527	633
财务费用	14	13	5	5
资产减值损失	32	32	36	27
加：投资净收益	4	10	10	10
营业利润	5,759	6,993	9,681	12,824
加：营业外净收支	-2	-2	-1	-1
利润总额	354	610	796	1,038
减：所得税费用	25	67	88	114
少数股东损益	4	7	9	11
归属母公司净利润	325	536	699	912
EBITDA	502	741	932	1,186
EPS（元）	0.79	1.30	1.70	2.22

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.79	1.30	1.70	2.22
每股净资产(元)	8.56	11.32	12.56	14.18
每股经营现金流	1.48	0.91	1.77	2.23
ROIC(%)	9.5%	13.8%	16.4%	20.1%
ROE(%)	10.0%	11.5%	13.5%	15.6%
毛利率(%)	35.6%	38.5%	38.4%	38.0%
销售净利率(%)	14.2%	17.8%	18.1%	18.7%
资产负债率(%)	32.4%	23.3%	24.9%	26.3%
收入增长率(%)	7.4%	31.4%	27.8%	26.7%
净利润增长率(%)	1.6%	64.9%	30.4%	30.6%
P/E	70.80	43.02	32.98	25.26
P/B	7.09	4.94	4.45	3.94
EV/EBITDA	47	32	25	20

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

