

告别过往缓慢增长，2020 年盈利能力持续改善，业绩增速驶入快车道！

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 公司一季报业绩表现亮眼，盈利能力持续改善，2020 年有望驶入增长快车道。公司 2019 年实现收入 23.25 亿元（+7.39%），由于对比克坏账减值近 2800 万元，扣非后利润为 3.06 亿元（+3.27%），相对平稳；2020 年一季度公司实现收入 5.21 亿元（+1.62%）、归母净利润 9875 万元（+59%），扣非后为 9528 万元，同比增长 59.4%，电解液和氟化工盈利能力均出现明显改善，2020 年公司有望告别过去缓慢增长周期，驶入增长快车道！
- 业务板块各有亮点，电解液稳步前行，氟化工业绩贡献超 60%。（1）氟化工：聚焦精细，主打进口替代，随着产品和客户结构持续改善，19 年盈利创出历史新高，而 622 吨精细氟化学品项目已然起航，未来将助力氟板块稳步增长；（2）电解液：19 年 Q3 电解液盈利见底回升，而国内电解液利润率处于历史低位，未来进一步让利空间较小，而新宙邦溶剂项目将于今年投产，将显著增厚电解液利润，未来公司竞争策略也将更为丰富；（3）半导体化学品：毛利率持续改善，接近盈利边缘，未来随着产能爬坡和客户认证推进，具备一定盈利弹性；（4）电容化学品：产品结构调整叠加公司领导者地位，毛利率持续攀升，但量价存在一定不确定性，下游需求仍需跟踪。
- 长期将构筑起“产品+解决方案”新材料平台。公司采取相关业务多元化发展战略，形成新能源汽车、电子信息与半导体、含氟化学品三大板块协同共振发展模式，而依靠核心氟化工技术搭建的新材料平台、解决方案平台也将不断被大家所认知，未来从新能源到半导体、从氟化工到各类新材料，公司产品的延伸范围将不断拓展，发展空间也将被彻底打开。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.13、1.43、1.63 元（前期 20/21 年预测值为 1.23/1.57 元，预测值有所下调原因为公司定增完成，股本增加，同时电解液出货量略有下调），参考可比公司合理估值水平，我们认为公司 2020 年合理估值为 44 倍市盈率，对应目标价 49.7 元，维持增持评级！

风险提示：电解液销量不及预期，氟化工下游客户开拓不及预期，各板块新产能投产不及预期。

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入(百万元) | 2,165 | 2,325 | 2,953 | 3,630 | 4,550 |
| 同比增长(%) | 19.2% | 7.4% | 27.0% | 22.9% | 25.3% |
| 营业利润(百万元) | 340 | 356 | 539 | 688 | 781 |
| 同比增长(%) | 4.1% | 4.7% | 51.7% | 27.6% | 13.5% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 320 | 325 | 463 | 589 | 669 |
| 同比增长(%) | 14.3% | 1.6% | 42.6% | 27.1% | 13.5% |
| 每股收益(元) | 0.78 | 0.79 | 1.13 | 1.43 | 1.63 |
| 毛利率(%) | 34.2% | 35.6% | 38.6% | 39.3% | 37.6% |
| 净利率(%) | 14.8% | 14.0% | 15.7% | 16.2% | 14.7% |
| 净资产收益率(%) | 12.3% | 10.8% | 11.4% | 11.3% | 11.4% |
| 市盈率 | 54.7 | 53.9 | 37.8 | 29.7 | 26.2 |
| 市净率 | 6.3 | 5.4 | 3.6 | 3.2 | 2.8 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

| | |
|----------------------|------------------|
| 股价(2020 年 05 月 07 日) | 42.38 元 |
| 目标价格 | 49.7 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 47.07/20.6 元 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 41,079/25,674 |
| A 股市值(百万元) | 16,021 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 基础化工 |
| 报告发布日期 | 2020 年 05 月 08 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | 1.70 | 11.56 | 25.72 | 90.39 |
| 相对表现 | 1.39 | 8.22 | 25.08 | 84.90 |
| 沪深 300 | 0.31 | 3.34 | 0.64 | 5.49 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888-6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强
021-63325888-4034
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

联系人 顾高臣
021-63325888-6119
gugaochen@orientsec.com.cn

相关报告

一季度氟化工产销两旺，电解液吨盈利同比显著改善！ 2020-04-07

电解液盈利复苏，三季报业绩符合预期： 2019-10-22

如何看待公司精细氟化工业务长远发展： 2019-07-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|---|----|
| 一、2019 年氟化工业绩贡献超 60%，四季度减值损失对业绩有所影响 | 4 |
| 二、氟化工产品结构不断改善，盈利能力持续提升 | 5 |
| 海斯福盈利水平大幅提升 | 5 |
| 氟化工业绩环比持续改善 | 6 |
| 氟化工产业链、客户群不断开拓 | 7 |
| 三、电解液由技术向成本端平衡，未来依托惠州溶剂项目有望获得成本优势 .. | 8 |
| 2019 年电解液盈利前低后高 | 8 |
| 添加剂和海外是为公司电解液利润重要组成部分 | 9 |
| 惠州溶剂项目有望带来成本优势 | 10 |
| 四、半导体化学品接近盈利边缘，国内政策扶持下客户开拓进度有望加速 ... | 12 |
| 五、长期逐渐搭建起“产品+解决方案”新材料平台 | 13 |
| 盈利预测与投资建议 | 14 |
| 盈利预测 | 14 |
| 投资建议 | 15 |
| 风险提示 | 16 |

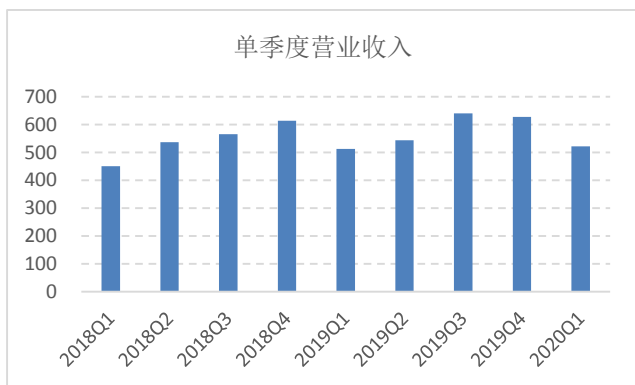
图表目录

| | |
|---|--------|
| 图 1：新宙邦单季度营业收入情况（单位：百万元） | 4 |
| 图 2：新宙邦单季度归母净利润情况（单位：百万元） | 4 |
| 图 3：惠州宙邦收入情况（单位：百万元） | 4 |
| 图 4：惠州宙邦净利润情况（单位：百万元） | 4 |
| 图 5：南通新宙邦收入情况（单位：百万元） | 5 |
| 图 6：南通新宙邦净利润情况（单位：百万元） | 5 |
| 图 7：海斯福收入与利润情况（单位：百万元） | 5 |
| 图 8：海斯福毛利率与净利率情况 | 5 |
| 图 9：鲁西化工六氟丙烯价格走势（单位：元/吨） | 6 |
| 图 10：海斯福单季度利润情况（单位：万元） | 6 |
| 图 11：公司氟化工产品分类 | 7 |
| 图 12：新宙邦客户群 | 7 |
| 图 13：公司氟化工（海斯福、海德福）产业链 | 7 |
| 图 14：电解液价格走势（单位：万元/吨） | 8 |
| 图 15：溶剂价格走势（单位：元/吨） | 8 |
| 图 16：电解液价格差走势（单位：万元/吨） | 8 |
| 图 17：张家港瀚康收入情况（单位：百万元） | 9 |
| 图 18：张家港瀚康净利润情况（单位：百万元） | 9 |
| 图 19：苏州诺莱特收入情况（单位：百万元） | 9 |
| 图 20：苏州诺莱特净利润情况（单位：百万元） | 9 |
| 图 21：主要电解液企业锂电材料（主要为电解液）毛利率走势 | 10 |
| 图 22：2019 年新宙邦电解液价格大致分拆（单位：元/吨） | 10 |
| 图 23：2019 年天赐电解液价格大致分拆（单位：元/吨） | 10 |
| 图 24：新宙邦溶剂项目盈利性测算（核心变量假设单位为元/吨、利润/成本预测单位为万元） .. | 11 |
| 图 25：新宙邦目前主要电子化学品 | 12 |
| 图 26：新宙邦惠州二期半导体化学品项目（单位：吨） | 12 |
| 图 27：新宙邦半导体化学品收入及毛利率情况（单位：百万元） | 13 |
| 图 28：新宙邦四大业务产业链布局，未来有望打造“产品+解决方案”平台 | 14 |
| 图 29：新宙邦可比公司估值情况 | 15 |
| 表 1：新宙邦惠州三期溶剂项目产品布局 | 11 |

一、2019 年氟化工业绩贡献超 60%，四季度减值损失对业绩有所影响

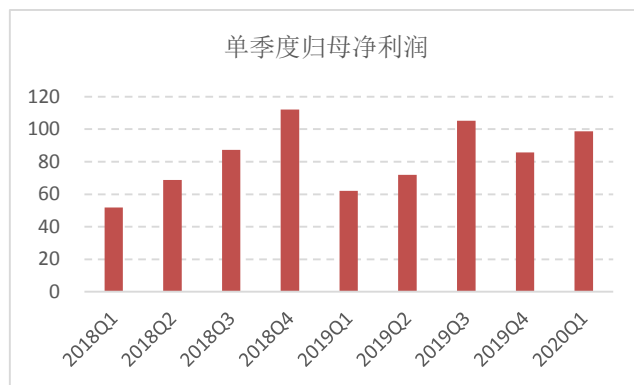
2019 年公司原主体部分惠州宙邦和南通新宙邦合计贡献收入 11.6 亿元（电容化学品和电解液各占约 5 亿元，半导体化学品约占 1 亿元），贡献利润 6532 万元；此外电解液相关的张家港瀚康贡献利润 1475 万元（总利润为 1941 万元，新宙邦占 76% 股权）、苏州诺莱特贡献利润 4573 万元，因此新宙邦整体利润构成大致为：氟化工 19991 万元+惠州&南通基地 6532 万元+张家港瀚康 1475 万元+苏州诺莱特 4573 万元+政府补助 2000 万元-减值损失约 2879 万元=3.17 亿元，其中氟化工在利润中占比已经超过 60%。此外，公司 Q4 单季度利润为 8575 万元，同比下滑 23.5%，如若不考虑比克的坏账减值损失，Q4 单季度利润将达 1.15 亿元，同比、环比均将维持正增长。

图 1：新宙邦单季度营业收入情况（单位：百万元）



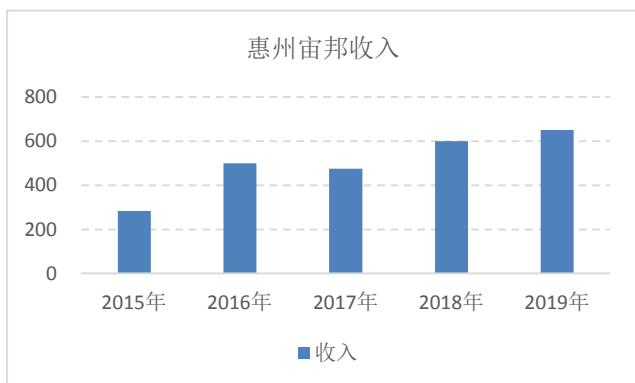
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：新宙邦单季度归母净利润情况（单位：百万元）



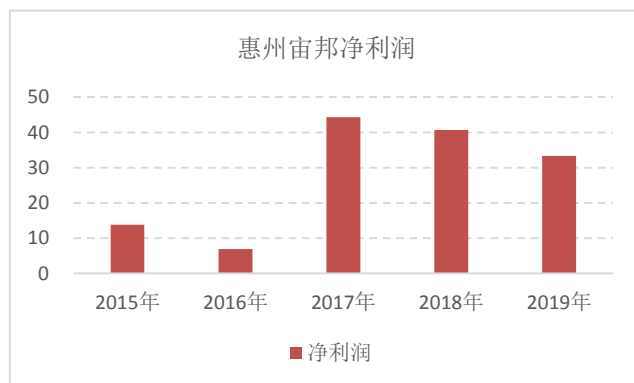
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：惠州宙邦收入情况（单位：百万元）

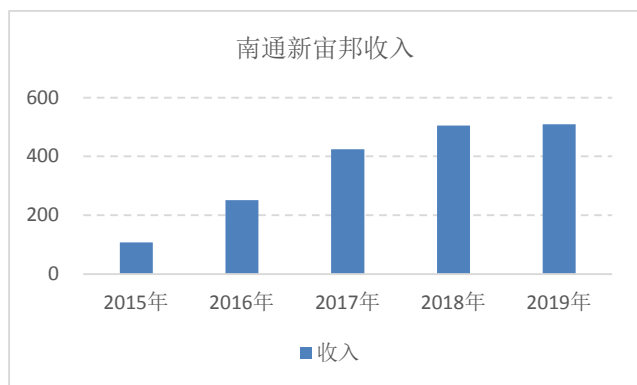


数据来源：Wind、东方证券研究所

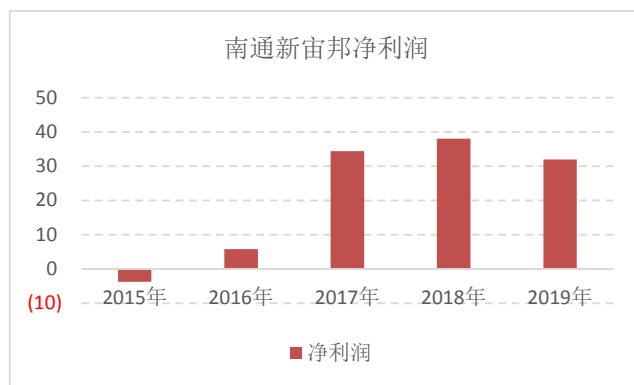
图 4：惠州宙邦净利润情况（单位：百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 5：南通新宙邦收入情况（单位：百万元）


数据来源：Wind、东方证券研究所

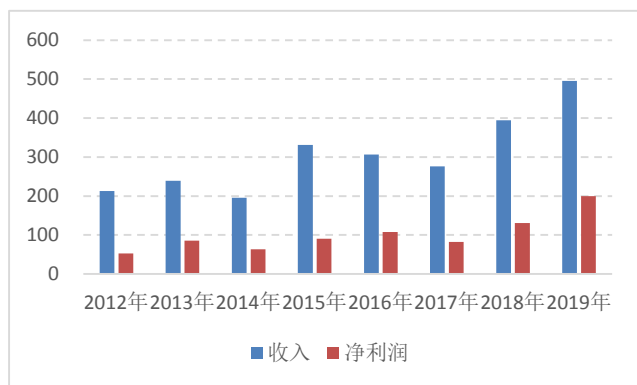
图 6：南通新宙邦净利润情况（单位：百万元）


数据来源：Wind、东方证券研究所

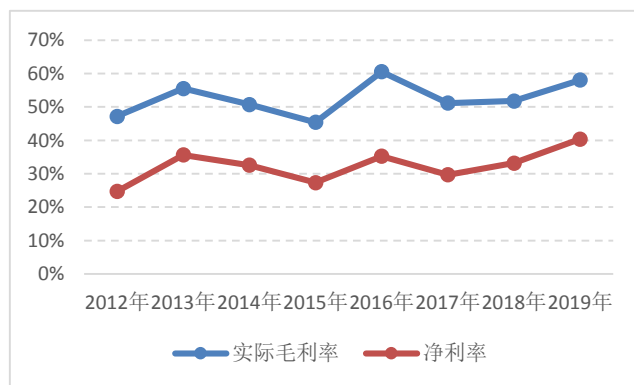
二、氟化工产品结构不断改善，盈利能力持续提升

海斯福盈利水平大幅提升

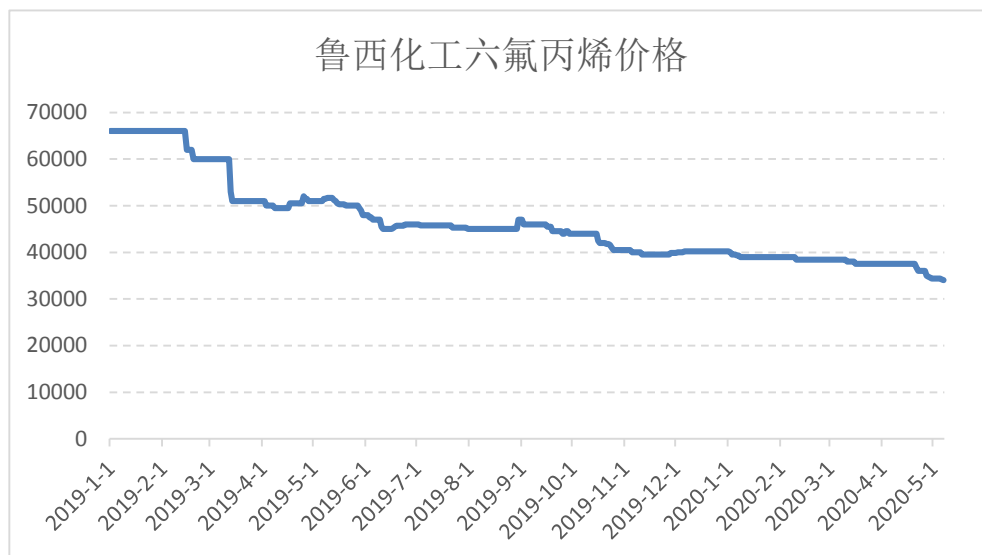
公司以海斯福为主的氟化工板块 2019 年实现收入 4.95 亿元,同比增长 25.6%,而净利润达到 1.99 亿元,同比增长 52.8%,氟化工毛利率和净利率也分别达到 58.05%和 40.36%,相比 2018 年分别提高 6.25 个百分点、7.19 个百分点,公司氟化工业绩大幅增长、利润率进一步提升的主要原因包括:①双酚 AF 涨价;②附加值更高的全氟烯醚、全氟聚醚等新产品逐步放量;③医药中间体仍有增长;④原料六氟丙烯跌价约 10%。

图 7：海斯福收入与利润情况（单位：百万元）


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：海斯福毛利率与净利率情况


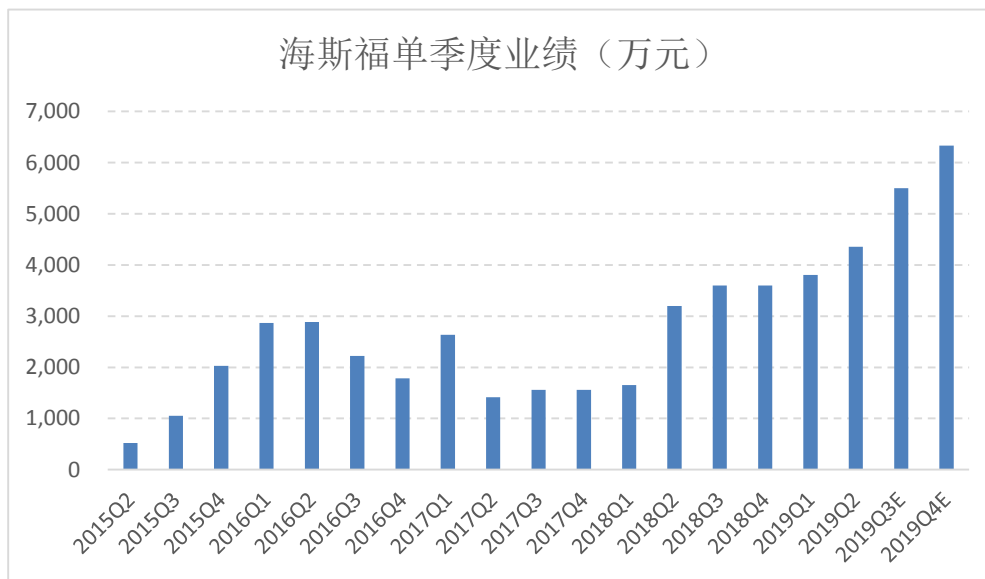
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 9：鲁西化工六氟丙烯价格走势（单位：元/吨）


数据来源：百川资讯、东方证券研究所

氟化工业绩环比持续改善

根据新宙邦 2019 年中报披露，海斯福 2019 年上半年实现利润约 8160 万元，意味着其下半年利润高达 11831 万元，从环比趋势来看我们判断 Q4 单季度利润在 6300 万元左右，而 2020 年 Q1 更有望接近 7000 万元，同比增长近 80%，成为公司 Q1 业绩大幅增长最主要的贡献点。

图 10：海斯福单季度利润情况（单位：万元）


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

从短期来看，公司氟化工板块以及摆脱过去对单一产品（麻醉药中间体）、单一客户（Piramal）的严重依赖，形成了包括医药/农药中间体、氟橡胶/氟塑料助剂、表面活性剂、电子材料等在内的丰富产品链，下游客户也更加多样化，涵盖恒瑞医药、百特、索尔维、Unimatec、巨化、晨光化工、等，而海斯福三期 622 吨精细化学品项目的投产（已部分转固）也将助力公司氟化工板块维持高增长。从长维度来看，我国精细氟化学领域的技术水平与国外先进水平仍存在较大差距，仍存在品类分散、单企业规模较小、大部分产品仍未实现产业化等劣势，而海斯福依托六氟环氧丙烷母核，不断拓展高附加值产品链，外延方向广阔，此外未来公司海德福项目着重打造氟化工纵向产业链，构筑成本优势，也将进一步提升公司氟化工竞争水平。

图 12: 新宙邦客户群



数据来源：公司公告、网上资料整理、东方证券研究所

四氟产业链

氟气 (F₂)

六氟异丁烯 (HFIB) → 高性能润滑油增稠剂、表面活性剂、光刻胶、无氟聚合物原料、消灭药中间体

六氟丙烯 (HFP) → 氟橡胶 (FKM) → 乙氧基四氟乙酸乙酯 → 三氟丙酮酸乙酯 (E-TFPA) → 农药、医药用含氟中间体、含氟生物相容性聚合物及新材

六氟环丙氧 (HFPO) → 六氟丙酮三水合物 (HFA + 3H₂O) → 六氟异丙醇 (HFIP) → 六氟异丙基甲醚 (HFMP) → 七氟烷 → 吸入式麻醉剂

全氟乙基乙烯基醚 (PEVE) → 四氟乙烷 → 含氟聚合物、医药、农药行业

全氟甲基乙烯基醚 (PMVE) → 四氟乙烷 → 改性聚四氟乙烯、含氟PFA、医药、农药

全氟丙基乙烯基醚 (PPVE) → 四氟乙烷

三氟甲烷 → 二氟一氯甲烷 (R22) → 四氟乙烷

五氟丙酸 → 含氟医药、含氟农药

全氟聚醚 → 特种润滑油

氟橡胶 (FKM) → 石油、化工、机械、汽车及新材料领域

聚四氟乙烯 (PTFE) → 石油、化工、机械、汽车及新材料领域

可溶性聚四氟乙烯 (PFA) → 石油、化工、机械、汽车及新材料领域

二氟乙酸乙酯 → 锂电池溶剂

全氟醚 → 清洗剂

四氟磺内酯 → 全氟磺酸树脂

四氯产业链

氯气 (Cl₂)

二氯乙烷 → 二氯乙醚 → 锂电池溶剂

二氯甲烷 → 二氯一氟甲烷 (R22) → 四氟乙烷

二氯乙烷 → 二氯乙醚 → 锂电池溶剂

二氯乙烷 → 二氯乙醚 → 锂电池溶剂

四氮产业链

氮气 (N₂)

四氮乙烷 → 二氮乙烷 → 锂电池溶剂

四氮乙烷 → 二氮乙烷 → 锂电池溶剂

四氮乙烷 → 二氮乙烷 → 锂电池溶剂

四硫产业链

硫磺 (S)

四硫乙烷 → 二硫乙烷 → 锂电池溶剂

四硫乙烷 → 二硫乙烷 → 锂电池溶剂

四硫乙烷 → 二硫乙烷 → 锂电池溶剂

图例

- 公司已有的产品
- 海斯福622吨新产品
- 海德福1.5万吨拟布局新产品

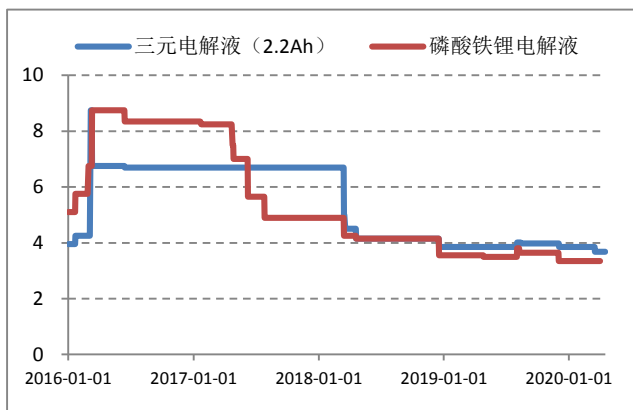
数据来源: Wind、公司公告、东方证券研究所

三、电解液由技术向成本端平衡，未来依托惠州溶剂项目有望获得成本优势

2019 年电解液盈利前低后高

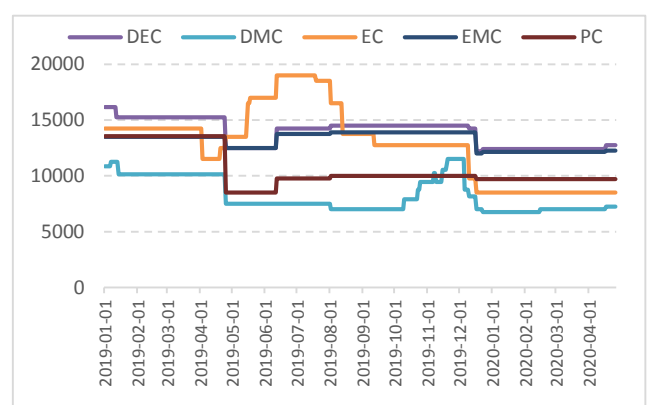
2019 年公司电解液实现收入约 11.56 亿，毛利率为 25.47% 相比 18 年略有下滑，我们判断公司电解液全年盈利趋势为前低后高，进入三季度随着溶剂项目回归正常，公司电解液吨利润水平也由上半年的约 1800 元/吨恢复至 2500 元/吨（不考虑比克减值），而进入 2020 年，电解液价格依旧维持稳定，原料溶剂尤其 EC 价格则大幅下滑，电解液盈利趋势有所改善。

图 14：电解液价格走势（单位：万元/吨）



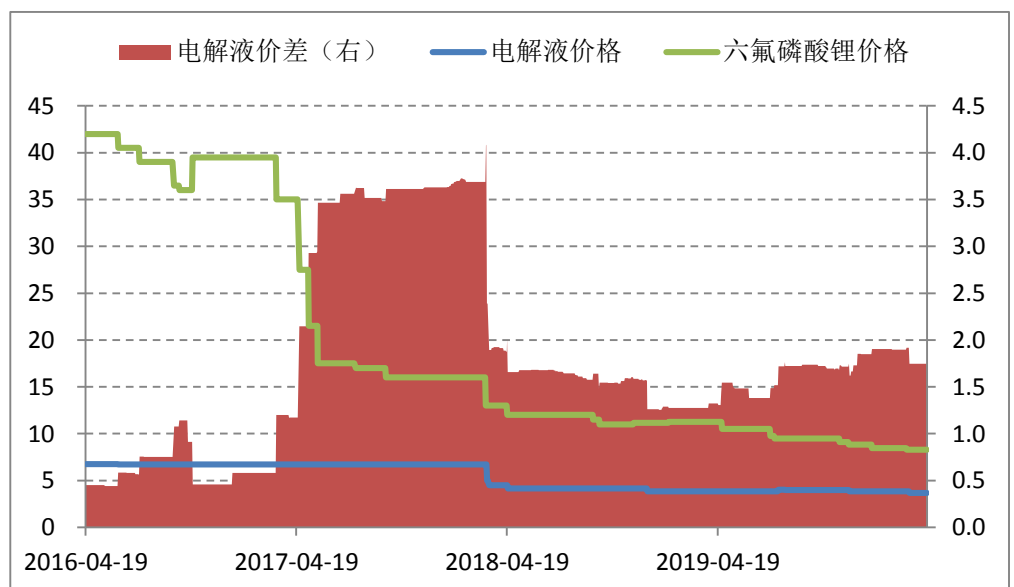
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 15：溶剂价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 16：电解液价格差走势（单位：万元/吨）

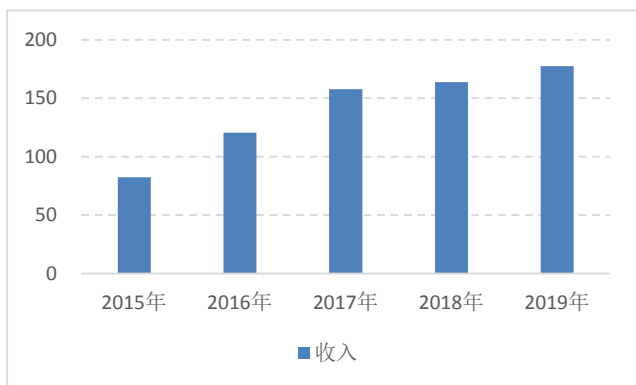


数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

添加剂和海外是为公司电解液利润重要组成部分

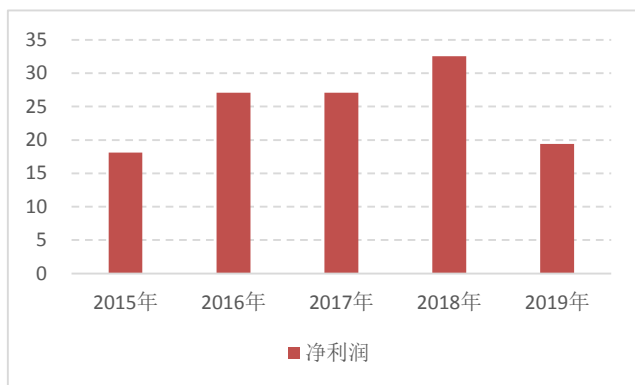
2019 年公司电解液板块中，主营电解液添加剂的张家港瀚康和主打海外的苏州诺莱特合计实现收入约 5 亿元，约占公司电解液总收入的 43%，合计实现利润约 6514 万元，是为公司电解液利润的重要贡献部分。如果剔除新宙邦电解液添加剂和海外部分（主要为诺莱特），则国内电解液基本处于微利状态，即使从行业来看，目前电解液主流企业的毛利率均处于历史较低水平，未来电解液进行进一步让利或价格战的空间已经较小。

图 17：张家港瀚康收入情况（单位：百万元）



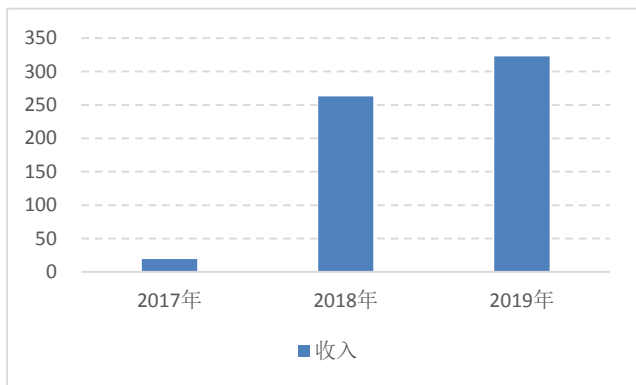
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 18：张家港瀚康净利润情况（单位：百万元）



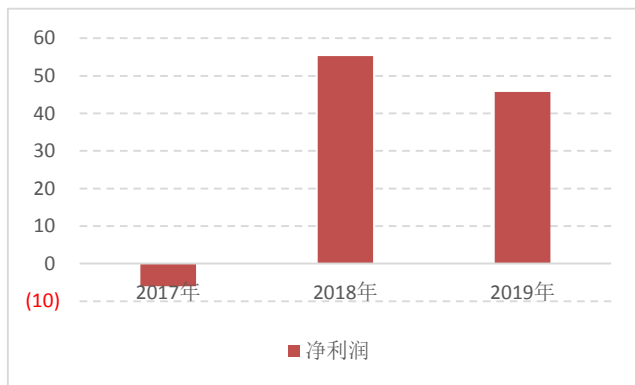
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 19：苏州诺莱特收入情况（单位：百万元）

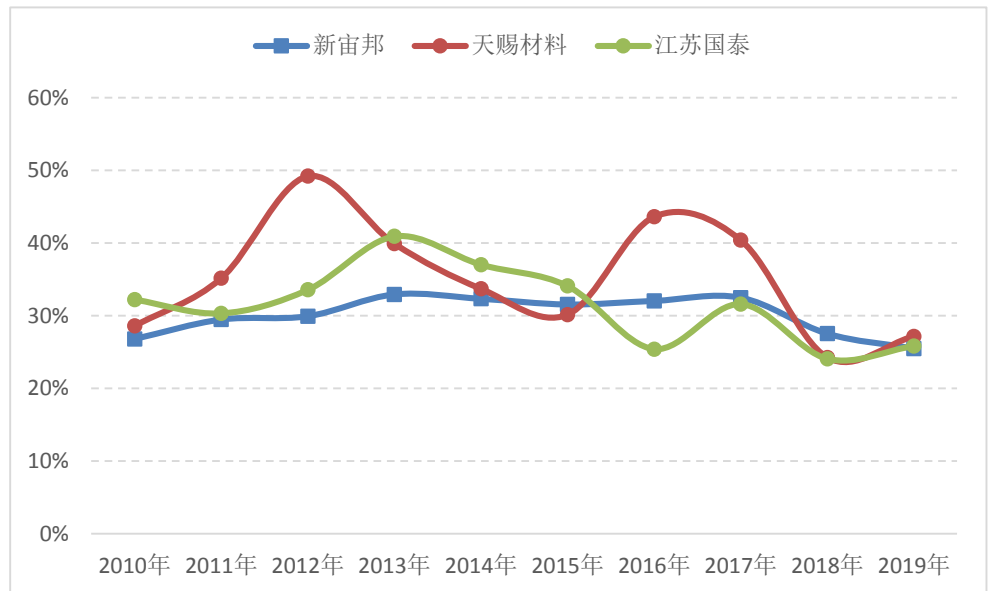


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 20：苏州诺莱特净利润情况（单位：百万元）



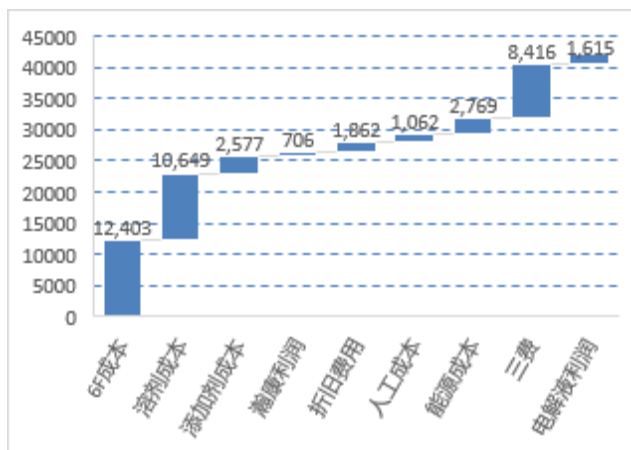
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 21：主要电解液企业锂电材料（主要为电解液）毛利率走势


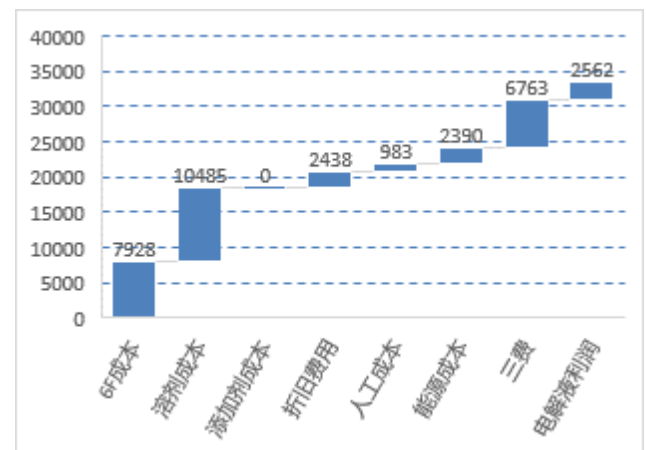
数据来源：Wind、东方证券研究所

惠州溶剂项目有望带来成本优势

新宙邦过去在电解液领域主要以添加剂技术见长，由此衍生出在专利、品牌、海外客户等方面的优势，但公司在纵向成本端优势相对较弱。我们大致拆分了新宙邦和天赐材料电解液的价格构成，可以发现新宙邦的电解液价格明显高于天赐，但吨盈利（瀚康利润+电解液利润）却要略低于天赐，究其原因主要是在成本端，尤其是在六氟磷酸锂方面公司并无优势，而天赐材料由于自产六氟磷酸锂，该原料成本要显著低于新宙邦。此外，两家公司均主要外购溶剂，因此在电解液成本中占比同样较高的溶剂方面，两家公司差距不大。

图 22：2019 年新宙邦电解液价格大致分拆（单位：元/吨）


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 23：2019 年天赐电解液价格大致分拆（单位：元/吨）


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

而公司 2020 年下半年惠州溶剂项目即将投产，届时公司电解液原料端的 DMC、EC、EMC、DEC 等均有望实现自给，虽然目前溶剂价格已大幅下滑，但该项目紧邻惠州大亚湾基地，所需原料环氧乙烷和二氧化碳均可通过管道直接运输至生产基地，具备一定优势。按照规划，惠州三期将生产 4.05 万吨电子级溶剂、7000 吨工业级溶剂，以及副产 2.1 万吨工业级乙二醇，我们估测公司电子级溶剂可以满足 5.6-6.1 万吨电解液需求，基本可以满足新宙邦未来两年电解液需求。

表 1：新宙邦惠州三期溶剂项目产品布局

| 惠州溶剂项目 | 电子级/吨 | 工业级/吨 | 电子级可供应电解液数量/万吨 |
|--------|-------|-------|----------------|
| EC | 15000 | 5000 | 5.6 |
| DMC | 12500 | 2000 | 6.1 |
| EMC | 13000 | —— | 5.7 |
| DEC | 6700 | —— | 6.1 |
| 副产 EG | | 21000 | |

数据来源：公司公告、东方证券研究所

按目前价格体系测算，我们预估惠州溶剂项目仍有望带来 5660 万元的利润增厚，折合到 5 万吨电解液单吨盈利可以增加 1000 元以上，此外其副产的乙二醇同样为公司电容化学品原料，能够有效带动传统业务的成本节约。我们判断待公司惠州溶剂项目投产后，新宙邦在电解液领域的策略将更加游刃有余：一方面，公司可以选择享受溶剂端的盈利，打通电解液部分纵向产业链，从“主打技术”转向更为平衡的“兼顾技术与成本”；另一方面，公司也可以采取让利以提升国内市场份额的策略，叠加公司在惠州、南通、苏州、三明、荆门等多基地布局的战略，从原料成本+运输成本节约对竞争对手形成一定优势。

图 24：新宙邦溶剂项目盈利性测算（核心变量假设单位为元/吨、利润/成本预测单位为万元）

核心变量/假设：

| 外售产品价格/不含税 | 电池级 | 工业级 | 原料价格/含税 | 工业级 | 费用率 |
|------------|-------|------|---------|------|-------------|
| DMC | 6195 | 4701 | 环氧乙烷 | 5800 | 税金及附加 0.70% |
| EC | 7522 | 5983 | 甲醇 | 1900 | 销售费用率 0.00% |
| EMC | 10752 | | 乙醇 | 5000 | 财务费用率 0.50% |
| DEC | 10973 | | | | 管理费用率 3.00% |
| EG | | 2832 | | | 研发费用率 1.00% |

利润预测：

| 产品 | 营业收入 |
|-------|-------|
| DMC | 8684 |
| EC | 14275 |
| EMC | 13978 |
| DEC | 7352 |
| EG | 5947 |
| 合计 | 45212 |
| 营业成本 | 35165 |
| 税金及附加 | 316 |
| 销售费用 | 0 |
| 财务费用 | 1260 |
| 管理费用 | 1356 |
| 研发费用 | 452 |
| 营业总成本 | 38550 |
| 营业利润 | 6661 |
| 税率 | 15% |
| 税后利润 | 5662 |

成本预测：

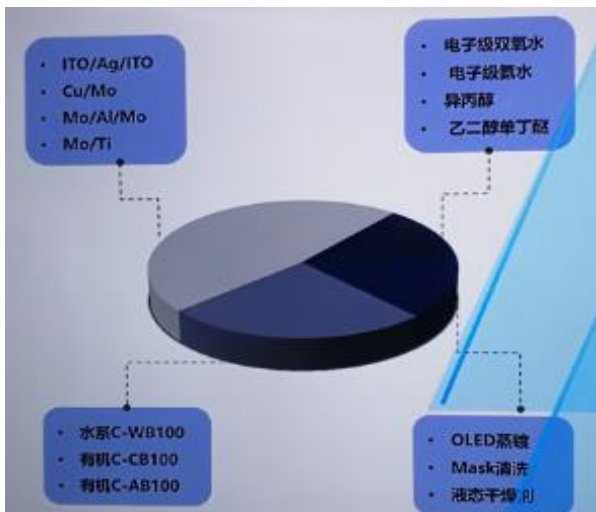
| 原料 | 耗用量 | 价格 | 成本 |
|-------------|------------|------|-------|
| 环氧乙烷 | 25158 | 5800 | 14592 |
| 二氧化碳 | 25210 | 220 | 555 |
| 甲醇 | 14115 | 1900 | 2682 |
| 乙醇 | 11003 | 5000 | 5502 |
| 甲酸钠溶液/醇解催化剂 | 296 | 3700 | 110 |
| 离子液态/催化剂 | 3.3 | | |
| 柴油 | 8.33 | 6700 | 6 |
| 电 | 1499.8万度 | 0.6 | 900 |
| 蒸汽 | 29.2万吨 | 200 | 5840 |
| 水 | 64万吨 | 6 | 384 |
| 氮气 | 240万立方(30) | 720 | 216 |
| 员工 | 55人 | 15 | 825 |
| 合计 | | | 28449 |
| 折旧 | | | |
| 建筑及配套设施 | | | 558 |
| 购置设备费 | | | 4878 |
| 摊销 | | | |
| 土地使用费 | | | 80.8 |
| 其他费用 | | | 1200 |
| 合计 | | | 35165 |

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

四、半导体化学品接近盈利边缘，国内政策扶持下客户开拓进度有望加速

2019 年公司半导体化学品实现收入 1.15 亿元，同比增长 11.39%，毛利率达到 18.1% 创出历史新高，但全年看该项业务仍略有亏损：一方面，公司产能利用率依旧不高，全年仅为 54%，另一方面，公司目前所开发产品多为蚀刻液、剥离液、高纯试剂等，其本身工艺主要为提纯和相对简单的配方，如 Cu 蚀刻液主要为“双氧水+无机酸（硫酸、磷酸、盐酸等）”的配方，Al 蚀刻液主要为“硝酸+无机酸”的配方，剥离液主要为有机高纯溶剂，如 DMSO（二甲基亚砷）、BDG（醇醚）、IPA（异丙醇）等，平均价格基本维持在 2 万元/吨左右，呈现“高价量不大、量大价不高”的情形，此外电子化学品行业整体竞争也较为激烈，导致盈利水平不高。

图 25：新宙邦目前主要电子化学品



数据来源：公司公告、网上资料整理、东方证券研究所

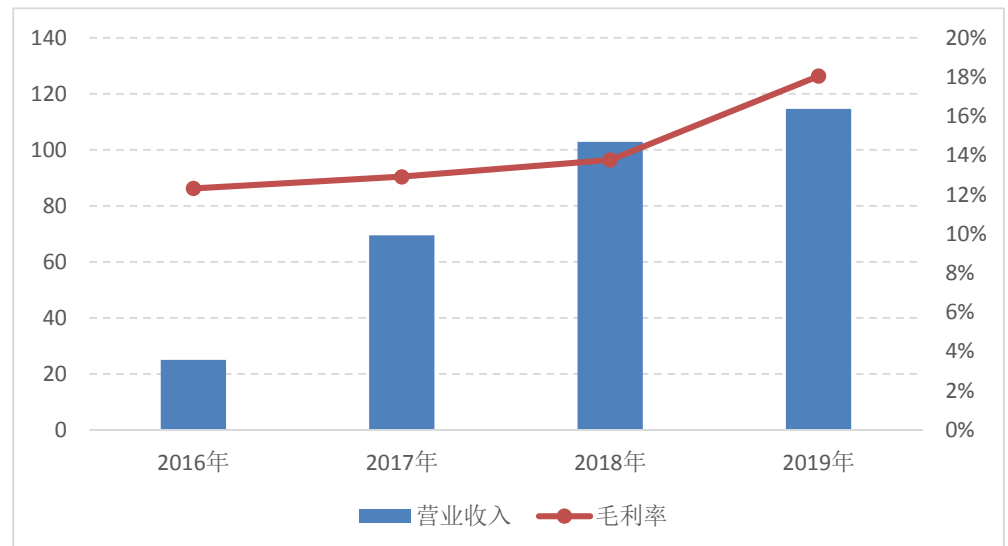
图 26：新宙邦惠州二期半导体化学品项目（单位：吨）

| 半导体化学品项目系列产品（二期项目） | | |
|-------------------------|-----------|-------|
| LCD面板高纯化学用品 (23650吨) | Al蚀刻液 | 4000 |
| | Cu蚀刻液 | 11650 |
| | 剥离液 | 2000 |
| | 水系剥离液 | 1000 |
| | 高纯过氧化氢 | 5000 |
| 锂电池电解液及添加剂 (725吨) | 添加剂1,3-PS | 120 |
| | 添加剂LT86 | 2 |
| | 添加剂LT90 | 3 |
| | 一次锂电池电解液 | 500 |
| | 电子级丁二腈 | 100 |
| 铝电解电容器电解液及溶质 | 1,4-DDA | 18 |
| | DLC-112 | 27 |
| | VP系列 | 580 |
| 合计 | | 25000 |

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

从短中期来看，受益于国家政策支持 and 美国出口限制，国内半导体行业将迎来高速发展的机遇，电子化学品作为太阳能面板、显示面板、集成电路的基础加工材料也将从中受益，并在此过程中客户开拓速度有望加快，公司在年报中也披露其高纯半导体双氧水、氨水产品已经成功投产，并取得行业标杆客户的认证，未来随着出货量加大，毛利率仍有进一步提升的空间。

从长期来看，行业中如晶瑞股份、江化微近两年毛利率均维持在 27%-30%，而新宙邦目前主要聚焦于对纯度要求相对较低的太阳能、面板等领域，对纯度要求更高、附加值也更高的芯片领域目前出货仍较少（主要为氨水），因此长期随着产品和客户结构的优化，公司半导体化学品毛利率仍有十个点以上的提升空间，未来盈利水平更有望超过电解液。此外，随着公司氟化工与半导体业务产生协同，未来公司半导体板块更有望切入附加值更高、市场空间更大的材料合成领域，彻底打开含氟材料在半导体领域的应用空间。

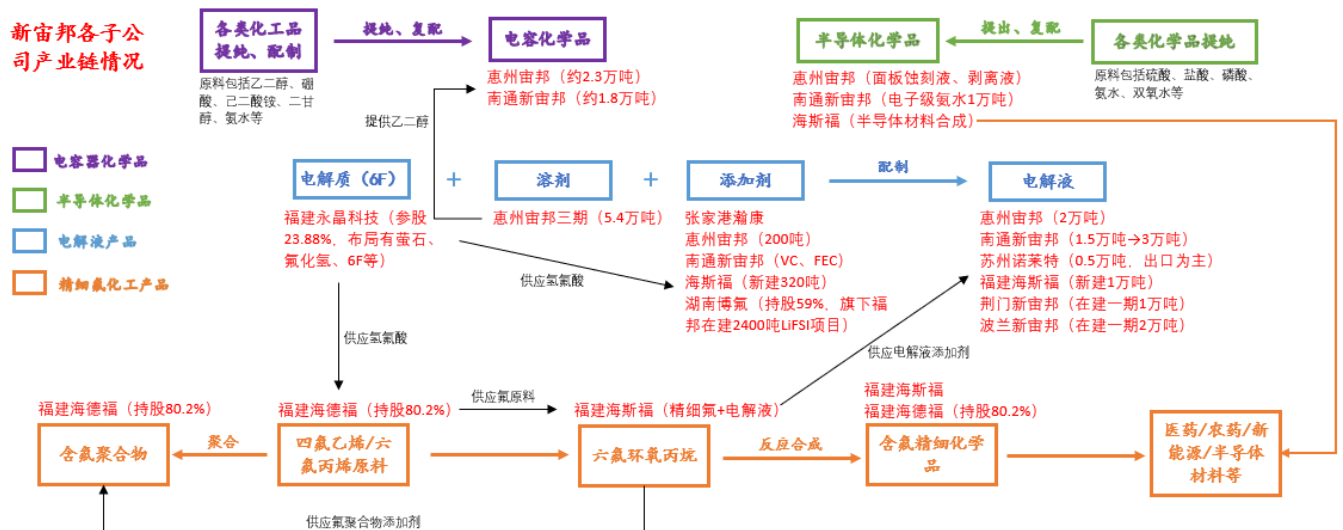
图 27：新宙邦半导体化学品收入及毛利率情况（单位：百万元）


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

五、长期逐渐搭建起“产品+解决方案”新材料平台

公司在近年年报里多次强调其中长期发展战略，即目标是成为世界一流的精细化学品和解决方案提供商，并将采取以电子化学品和功能材料为核心的相关多元化发展战略，聚焦以客户为中心，完善“产品+解决方案”的商业模式，形成新能源汽车、电子信息与半导体、含氟化学品三大板块协同发展的模式。而随着公司新的业务布局不断落地以及发展有所侧重，我们认为其战略规划不断清晰，即凭借核心的氟化工技术搭建新材料产品+解决方案的平台。一方面，我们认为对公司而言，电解液将逐渐成为过去，而氟化工已转变为公司着力发展的当下，此外半导体化学品处于起步阶段，是为公司战略布局的未来；另一方面，我们不可孤立地看待公司氟化工板块，在电解液领域，海斯福也将推出含氟电解液添加剂；在新能源领域，含氟制造交换膜同样是燃料电池的基础材料之一；在半导体化学品领域，受益于海斯福的合成技术，公司有望从简单的合成、提纯转向技术壁垒更高、附加值更高的精细氟合成领域，含氟液晶材料、含氟光刻材料、含氟 PI 材料均有望成为公司未来产业化发展的重点，依靠核心氟化工技术搭建的新材料平台、解决方案平台将不断被大家所认知，公司长远的发展空间也将被彻底打开。

图 28：新宙邦四大业务产业链布局，未来有望打造“产品+解决方案”平台



数据来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测如下：

收入分类预测表

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 锂离子电池电解液 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1,072.5 | 1,156.7 | 1,560.0 | 1,900.0 | 2,516.0 |
| 增长率 | 11.8% | 7.8% | 34.9% | 21.8% | 32.4% |
| 毛利率 | 27.5% | 25.5% | 27.0% | 26.5% | 26.0% |
| 电容器化学品 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 562.9 | 515.9 | 450.0 | 437.5 | 437.5 |
| 增长率 | 18.6% | -8.3% | -12.8% | -2.8% | 0.0% |
| 毛利率 | 38.4% | 40.1% | 41.5% | 43.7% | 43.7% |
| 有机氟化学品 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 394.5 | 495.4 | 732.3 | 897.7 | 1,021.5 |
| 增长率 | 42.7% | 25.6% | 47.8% | 22.6% | 13.8% |
| 毛利率 | 51.8% | 58.0% | 61.0% | 62.0% | 61.0% |
| 半导体化学品 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 102.9 | 114.6 | 180.0 | 360.0 | 540.0 |
| 增长率 | 48.2% | 11.4% | 57.0% | 100.0% | 50.0% |
| 毛利率 | 13.8% | 18.1% | 23.0% | 23.0% | 24.0% |
| 溶剂产品 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 0.0 | 0.0 | 135.6 | 361.7 | 452.1 |

| | | | | | |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 增长率 | | | | 166.7% | 25.0% |
| 毛利率 | | | 22.2% | 22.2% | 22.2% |
| 内部抵消 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 0.0 | 0.0 | (135.6) | (361.7) | (452.1) |
| 增长率 | | | | 166.7% | 25.0% |
| 毛利率 | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 32.0 | 42.3 | 31.0 | 35.0 | 35.0 |
| 增长率 | -11.0% | 32.1% | -26.7% | 12.9% | 0.0% |
| 毛利率 | 32.9% | 43.9% | 48.4% | 37.1% | 37.1% |
| 合计 | 2,164.8 | 2,324.8 | 2,953.3 | 3,630.2 | 4,550.0 |
| 增长率 | 19.2% | 7.4% | 27.0% | 22.9% | 25.3% |
| 综合毛利率 | 34.2% | 35.6% | 38.6% | 39.3% | 37.6% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司电解液业务盈利见底回升，未来受益于溶剂项目投产仍有较大的降本或盈利空间；氟化工业务专注于精细氟化学品领域，主打进口替代，受益于新产能投放，未来将保持量利齐升状态；半导体化学品仍处于初始阶段，随着产能爬坡和下游客户认证推进，未来具备一定盈利弹性。从长周期来看，依托氟化工平台，公司多项业务之间能形成协同共振，协同效应明显，下游能涵盖新能源、医药、农药、电子材料、化工材料等众多领域，未来有望成长为含氟新材料领域平台型公司。我们预测公司 2020 至 2022 年每股收益分别为 1.13 元、1.43 元和 1.63 元，参考可比公司估值水平，其 2020 年合理估值为 44 倍市盈率，对应目标价 49.7 元，维持增持评级！

图 29：新宙邦可比公司估值情况

| 公司 | 代码 | 最新价格(元) | 每股收益(元) | | | 市盈率 | | |
|------|--------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 天赐材料 | 002709 | 26.53 | 0.03 | 0.76 | 0.99 | 890.27 | 35.02 | 26.84 |
| 当升科技 | 300073 | 24.97 | -0.48 | 0.75 | 1.06 | -52.16 | 33.19 | 23.56 |
| 恩捷股份 | 002812 | 54.51 | 1.06 | 1.42 | 1.84 | 51.66 | 38.46 | 29.64 |
| 晶瑞股份 | 300655 | 36.68 | 0.18 | 0.38 | 0.50 | 208.41 | 97.27 | 73.54 |
| 江化微 | 603078 | 32.90 | 0.24 | 0.42 | 0.59 | 135.28 | 79.20 | 55.90 |
| 杉杉股份 | 600884 | 10.94 | 0.24 | 0.33 | 0.41 | 45.53 | 33.39 | 26.45 |
| 石大胜华 | 603026 | 26.14 | 1.52 | 1.67 | 2.27 | 17.18 | 15.66 | 11.54 |
| | | | | | | | | |
| | | | | | | | | |
| | | | | | | | | |
| | 最大值 | | | | | 890.27 | 97.27 | 73.54 |
| | 最小值 | | | | | (52.16) | 15.66 | 11.54 |
| | 平均数 | | | | | 185.17 | 47.46 | 35.35 |
| | | | | | | | | |
| | 调整后平均 | | | | | 91.61 | 44 | 32 |

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **新能源汽车销售不及预期，影响电解液盈利。**电解液终端主要应用于数码产品和新能源汽车，在国家政策扶持下未来增量市场主要来自于新能源汽车，前期在国家补贴政策背景下新能源汽车呈现高速增长态势，但未来补贴逐年下调且最终将取消，届时新能源汽车竞争力和性价比将尤为重要，如若新能源汽车推广不及预期，公司电解液销量可能不及预期。
- **氟化工新项目下游拓展不及预期。**新宙邦未来氟化工板块的增长主要源于海斯福精细氟化工项目和海德福项目，目前海斯福项目即将投产而海德福项目仍在准备中，如若海斯福、海德福项目开发不及预期或下游销售不及预期，都将影响新宙邦整体业绩。
- **公司新产能释放不及预期。**目前公司在建项目较多，包括电解液项目、新型锂盐项目、高端氟化工项目、电子化学品项目等，这些在建项目是为公司未来业绩增长的重要保证，若新建产能释放不及预期或产线调试不达要求，公司业绩增速面临一定风险。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 456 | 316 | 567 | 653 | 819 | 营业收入 | 2,165 | 2,325 | 2,953 | 3,630 | 4,550 |
| 应收账款 | 806 | 754 | 975 | 1,198 | 1,501 | 营业成本 | 1,425 | 1,497 | 1,812 | 2,203 | 2,839 |
| 预付账款 | 19 | 24 | 30 | 36 | 45 | 营业税金及附加 | 17 | 17 | 21 | 25 | 32 |
| 存货 | 329 | 335 | 453 | 551 | 710 | 营业费用 | 100 | 91 | 118 | 142 | 173 |
| 其他 | 609 | 785 | 1,384 | 1,529 | 1,727 | 管理费用 | 299 | 344 | 431 | 523 | 646 |
| 流动资产合计 | 2,219 | 2,214 | 3,408 | 3,968 | 4,803 | 财务费用 | 17 | 14 | 29 | 46 | 74 |
| 长期股权投资 | 155 | 187 | 180 | 180 | 180 | 资产减值损失 | 16 | 3 | 6 | 6 | 9 |
| 固定资产 | 806 | 1,006 | 1,589 | 2,185 | 2,828 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 296 | 235 | 382 | 510 | 336 | 投资净收益 | 20 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 无形资产 | 236 | 319 | 298 | 277 | 255 | 其他 | 28 | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 697 | 988 | 815 | 815 | 815 | 营业利润 | 340 | 356 | 539 | 688 | 781 |
| 非流动资产合计 | 2,190 | 2,735 | 3,264 | 3,968 | 4,415 | 营业外收入 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 4,410 | 4,949 | 6,672 | 7,935 | 9,218 | 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| 短期借款 | 349 | 200 | 318 | 848 | 1,233 | 利润总额 | 338 | 354 | 537 | 687 | 780 |
| 应付账款 | 344 | 327 | 290 | 352 | 454 | 所得税 | 9 | 25 | 64 | 86 | 97 |
| 其他 | 604 | 706 | 710 | 780 | 893 | 净利润 | 329 | 329 | 473 | 601 | 682 |
| 流动负债合计 | 1,298 | 1,233 | 1,318 | 1,980 | 2,580 | 少数股东损益 | 9 | 4 | 9 | 12 | 14 |
| 长期借款 | 158 | 244 | 244 | 244 | 244 | 归属于母公司净利润 | 320 | 325 | 463 | 589 | 669 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 0.78 | 0.79 | 1.13 | 1.43 | 1.63 |
| 其他 | 106 | 126 | 83 | 83 | 83 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 264 | 370 | 326 | 326 | 326 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 1,562 | 1,603 | 1,644 | 2,306 | 2,906 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 77 | 102 | 111 | 123 | 137 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 379 | 379 | 411 | 411 | 411 | 营业收入 | 19.2% | 7.4% | 27.0% | 22.9% | 25.3% |
| 资本公积 | 1,134 | 1,193 | 2,465 | 2,465 | 2,465 | 营业利润 | 4.1% | 4.7% | 51.7% | 27.6% | 13.5% |
| 留存收益 | 1,254 | 1,515 | 1,884 | 2,473 | 3,142 | 归属于母公司净利润 | 14.3% | 1.6% | 42.6% | 27.1% | 13.5% |
| 其他 | 3 | 157 | 157 | 157 | 157 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,848 | 3,346 | 5,028 | 5,629 | 6,311 | 毛利率 | 34.2% | 35.6% | 38.6% | 39.3% | 37.6% |
| 负债和股东权益总计 | 4,410 | 4,949 | 6,672 | 7,935 | 9,218 | 净利率 | 14.8% | 14.0% | 15.7% | 16.2% | 14.7% |
| | | | | | | ROE | 12.3% | 10.8% | 11.4% | 11.3% | 11.4% |
| | | | | | | ROIC | 11.3% | 9.6% | 10.6% | 10.4% | 10.3% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债率 | 35.4% | 32.4% | 24.6% | 29.1% | 31.5% |
| 净利润 | 329 | 329 | 473 | 601 | 682 | 净负债率 | 2.5% | 4.8% | 0.0% | 7.8% | 10.4% |
| 折旧摊销 | 99 | 113 | 146 | 215 | 293 | 流动比率 | 1.71 | 1.80 | 2.59 | 2.00 | 1.86 |
| 财务费用 | 17 | 14 | 29 | 46 | 74 | 速动比率 | 1.45 | 1.52 | 2.24 | 1.72 | 1.58 |
| 投资损失 | (20) | (4) | (3) | (3) | (3) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (194) | 573 | (952) | (335) | (464) | 应收账款周转率 | 3.0 | 3.0 | 3.4 | 3.3 | 3.4 |
| 其它 | 121 | (465) | 160 | 6 | 9 | 存货周转率 | 4.6 | 4.4 | 4.5 | 4.4 | 4.4 |
| 经营活动现金流 | 352 | 561 | (147) | 531 | 592 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 资本支出 | (285) | (300) | (858) | (931) | (740) | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期投资 | (44) | (63) | 38 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.78 | 0.79 | 1.13 | 1.43 | 1.63 |
| 其他 | 5 | (223) | (0) | 3 | 3 | 每股经营现金流 | 0.86 | 1.37 | -0.36 | 1.29 | 1.44 |
| 投资活动现金流 | (324) | (586) | (820) | (928) | (737) | 每股净资产 | 6.75 | 7.90 | 11.97 | 13.40 | 15.03 |
| 债权融资 | 178 | 100 | (34) | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 42 | 2 | 1,258 | 0 | 0 | 市盈率 | 54.7 | 53.9 | 37.8 | 29.7 | 26.2 |
| 其他 | (95) | (222) | (5) | 483 | 311 | 市净率 | 6.3 | 5.4 | 3.6 | 3.2 | 2.8 |
| 筹资活动现金流 | 124 | (120) | 1,218 | 483 | 311 | EV/EBITDA | 38.5 | 36.3 | 24.6 | 18.5 | 15.3 |
| 汇率变动影响 | (5) | 2 | 0 | 0 | 0 | EV/EBIT | 49.2 | 47.4 | 30.9 | 23.9 | 20.5 |
| 现金净增加额 | 147 | (143) | 251 | 87 | 166 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

