

# 新宙邦 (300037)

证券研究报告

2019年08月13日

## 聚焦细分赛道，打造功能材料龙头

### 稳健增长的功能材料龙头

公司是全球领先的电子化学品和功能材料企业，产品主要有锂电池化学品、电容器化学品、有机氟化学品、半导体化学品等。09年至今公司收入年均增长27%，净利润年均增长30%。

### 同心圆扩张品种，细分领域优势明显

围绕核心技术，公司打造出电容器化学品、锂电池化学品、氟精细化学品和半导体化学品四大产品线，且均成为细分领域龙头。**电容器化学品**：预计公司全球份额超20%，国内超40%，遥遥领先。汽车电子化、物联网等快速增长促进铝电容器需求回升，环保整治推动行业整合，未来电容器化学品仍将保持稳定增长；**锂电池电解液**：电动汽车带动锂电池电解液需求保持年均40%快速增长。经过洗牌，行业形成寡头格局，CR6份额已达72%。我们认为，电解液盈利已经触底有望回升。公司国内份额第二（15.4%），收购巴斯夫电解液业务进一步拉开与国内对手的技术差距。在建电解液产能7万吨，较当年产能增长175%；**氟精细化学品**：中国是氟化工低端产品产能过剩严重，而与战略新兴产业相关的高端产品严重依赖进口。公司六氟环氧丙烷产能规模全球第一，并延伸出众多高附加值产品，净利率持续维持在30%-40%。公司拟投资10亿元建设1.5万吨高性能氟材料，尤其是全氟磺酸树脂和PFA等产品均为国外巨头垄断，技术壁垒和产品附加值极高。公司预测，一期项目达产后有望贡献8.82亿收入，净利1.67亿元；**半导体化学品**：电子化学品是半导体行业关键原材料，国内产业发展严重滞后，国产化率不足8%。公司经过多年研发，产品已批量供应华星光电、昆山国显等面板企业，超高纯氨水、双氧水品质达到台积电、中芯国际等高端客户需求。前期研发投入较大，放量需要时间，毛利率目前仅17%明显低于可比公司。随着下游客户开拓及新产能达产，预计半导体化学品业务收入和盈利能力均有望快速提升。

### 大手笔投资，即将进入新一轮快速增长期

18年至今公司启动多个投资项目，总投资20.2亿元。未来2-3年项目将逐渐进入投产期，公司测算达产后可贡献5亿元净利润，较18年公司净利润增长156%，公司即将进入新一轮快速增长期。

**买入评级**：预计公司2019-2021年EPS分别为0.9/1.13/1.45元，现价对应PE分别为26/20.8/16.2倍。锂电材料和电子化学品可比公司2019年PE均值分别为29.3/35.5倍。公司是国内锂电材料和电子化学品领域龙头，产品梯队合理，业绩增长稳定且持续。明年起多个项目陆续进入投产期，有望进入新一轮快速增长期。公司进入国际巨头供应链，研发实力和行业地位高，给予2019年30倍PE，目标价27元，买入评级。

**风险提示**：新能源汽车产业政策风险；新项目投产进度低于预期；客户开拓进度低于预期；技术替代风险；监管政策导致生产不稳定；

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,815.63	2,164.81	2,701.63	3,408.44	4,293.65
增长率(%)	14.25	19.23	24.80	26.16	25.97
EBITDA(百万元)	412.51	578.04	533.11	697.98	906.29
净利润(百万元)	280.05	320.05	341.43	426.58	549.85
增长率(%)	9.43	14.28	6.68	24.94	28.90
EPS(元/股)	0.74	0.84	0.90	1.13	1.45
市盈率(P/E)	31.75	27.78	26.04	20.84	16.17
市净率(P/B)	3.68	3.21	2.86	2.61	2.34
市销率(P/S)	4.90	4.11	3.29	2.61	2.07
EV/EBITDA	18.85	15.68	17.47	14.05	11.29

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.47元
目标价格	27元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	378.80
流通A股股本(百万股)	248.98
A股总市值(百万元)	8,890.47
流通A股市值(百万元)	5,843.62
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	31.92
一年内最高/最低(元)	30.72/18.86

### 作者

李辉 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新宙邦-季报点评:电解液放量业绩显著改善，惠州二期和外延布局驱动成长》2017-10-23
- 《新宙邦-半年报点评:电解液下半年有望量价齐升》2017-08-08
- 《新宙邦-年报点评报告:逆势增长的电解液龙头》2017-03-29

## 内容目录

1. 稳健增长的功能材料龙头 .....	4
2. 产品梯队布局合理 .....	5
2.1. 电容器化学品：需求复苏，环保利好龙头 .....	5
2.2. 锂电池电解液：盈利触底回升，需求仍将快速增长 .....	6
2.3. 氟化工：细分龙头，进口替代空间广阔 .....	8
2.4. 半导体化学品：技术领先，替代空间广阔 .....	10
3. 投资加速，新产能驱动未来成长 .....	12
4. 盈利预测与投资建议 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

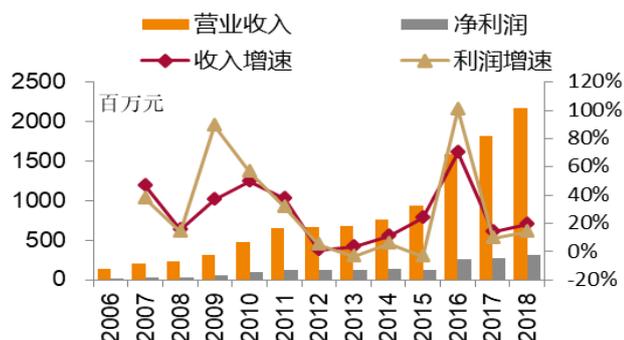
图 1：公司收入利润持续稳定增长 .....	4
图 2：公司产品线不断延伸 .....	4
图 3：公司盈利能力保持平稳 .....	4
图 4：公司研发投入占比较高 .....	4
图 5：电容器下游分布 .....	5
图 6：全球电容器需求回升 .....	5
图 7：电容器相关公司收入增速企稳回升 .....	6
图 8：公司电容器化学品业务毛利率平稳 .....	6
图 9：中国电解液产量快速增长 .....	7
图 10：新宙邦 2018 年国内市场份额排名第二 .....	7
图 11：电解液相关公司毛利率触底企稳 .....	7
图 12：电解液价格触底回升 .....	7
图 13：三元材料能量密度较高 .....	8
图 14：中国三元正极材料占比快速提升 .....	8
图 15：2016 年发达国家氟化工产值分布 .....	8
图 16：2016 年中国氟化工产值分布 .....	8
图 17：2016 年全球含氟聚合物产量分布 .....	9
图 18：高端氟化工产品毛利率较高 .....	9
图 19：氟化工产业链及新宙邦布局 .....	9
图 20：燃料电池产量快速增长 .....	10
图 21：质子交换膜是燃料电池核心部件 .....	10
图 22：IC 制造各工艺环节关键材料 .....	10
图 23：2017 年全球半导体材料市场构成 .....	11
图 24：2016-2018 年全球半导体材料市场销售额 .....	11
图 25：电子化学品上市公司毛利率对比 .....	11

图 26：公司电子化学品收入快速增长 .....	11
表 1：新宙邦高管团队简介 .....	4
表 2：公司产品梯队布局合理 .....	5
表 3：新宙邦在建项目汇总 .....	12
表 4：可比公司估值对比 .....	13

## 1. 稳健增长的功能材料龙头

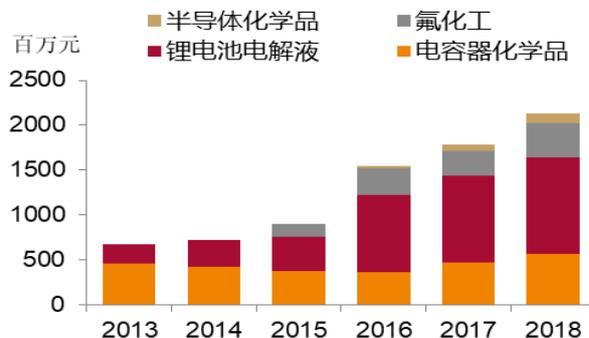
**稳健增长的功能材料龙头。**公司是全球领先的电子化学品和功能材料企业，产品主要有锂电池化学品、电容器化学品、有机氟化学品、半导体化学品以及 LED 封装材料等系列。09 年至今公司收入从 3.19 亿增长至 2018 年 21.65 亿，平均年增长 27%，净利润从 6000 万增至 3.2 亿，平均年增长 30%。过去 10 年，公司收入和净利润保持平稳增长，主要归功于产品线不断延伸，形成良好的产品梯队。

图 1：公司收入利润持续稳定增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

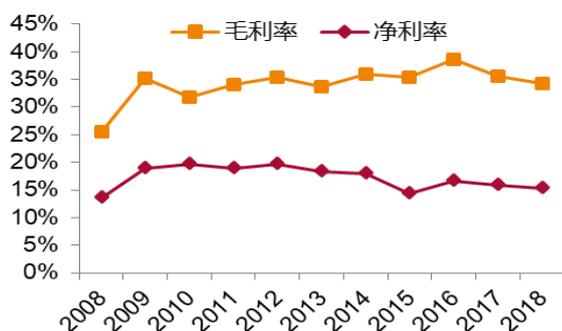
图 2：公司产品线不断延伸



资料来源：WIND，天风证券研究所

**盈利能力持续保持稳定。**09 年至今，公司近十年毛利率始终维持在 35%左右，净利率维持在 14%-20%，持续保持较好的盈利能力。

图 3：公司盈利能力保持平稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：公司研发投入占比较高



资料来源：WIND，天风证券研究所

**管理层稳定，研发投入大。**公司核心管理团队关系紧密，且均具有化工专业背景，因此历来重视研发。精细化学品具有品种多，单个产品市场空间小的特点，因此精细化学品公司要做大必须不断推出新产品，如杜邦、3M 等公司，研发对精细化学品公司尤为重要。公司历来重视研发，过去 10 年研发投入增长 10 倍，2019 年上半年研发投入 0.82 亿元，占收入比重 7.76%，2018 年研发人员占比保持 17%左右。至 2019 年上半年，公司已申请并被受理的发明专利 507 项，其中 87 项为海外申请，64 项 PCT 国际申请，实用新型专利 54 项。

表 1：新宙邦高管团队简介

姓名	职务	简介
覃九三	董事长	湘潭大学化学工程专业毕业，曾任职于株洲市化工研究所，湖南省石油化工贸易公司深圳分公司
周达文	总裁	中科院化工冶金所毕业，曾任职于深圳石化集团、深圳石化有机硅有限公司

郑仲天	总工程师	北京大学化学系毕业，曾担任珠海裕华聚酯有限公司工程师，电化学及材料化学资深专家
钟美红	董事	湘潭大学化学工程专业毕业，曾任职益阳市橡胶机械厂、湖南金海化工有限公司生产部部长
周艾平	副总裁	湘潭大学化学工程专业毕业，历任湖南省冷水制碱厂车间主任，南龙电源公司总经理，神舟科技股份有限公司技术部经理
张桂文	监事主席	湘潭大学化学工程专业毕业，先后担任湘潭大学化工系教师、珠海裕华聚酯有限公司品质部副经理
谢伟东	副总裁	上海大学有机化学专业，曾任职于三爱富，连云港泰卓，2011年5月至今担任海斯福总经理
曹伟		德国莱比锡大学博士，中科院上海有机化学研究所博士后，历任三爱富研发中心主任，副总工程师，海斯福总工程师
毛玉华	副总裁	北京大学化学专业毕业，历任深圳新纪元实业副经理及总工程师，深圳市曙光电镀公司经理
姜希松	副总裁	华东理工大学工学学士，历任上海新贸金属材料有限公司销售部经理，新宙邦营销部经理，现任高纯化学品事业部总经理

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 产品梯队布局合理

经过多年打磨，公司围绕核心技术，已经形成电容器化学品、锂电池化学品、氟精细化学品和半导体化学品四大产品线，成熟期-成长期-导入期相结合的产品梯队，为公司长期稳健发展奠定坚实基础。

表 2：公司产品梯队布局合理

类别	发展阶段	行业地位	应用领域
铝电容化学品	成熟期	17 年全球第一国内份额 40%绝对龙头	信息通讯、家用电器、节能照明、消费电子、汽车电子、工控变频、军事电子等
锂电池电解液	成长期	18 年全球前列国内第二，国内份额超过 15%	电动工具、电动代步车、电动自行车、电动轮椅、混合动力汽车、纯电动汽车等
氟精细化学品	成长期	细分领域全球龙头	农药、医药中间体，高端装备制造，新能源，电子
半导体化学品	导入期	细分产品国内领先	集成电路、液晶面板等

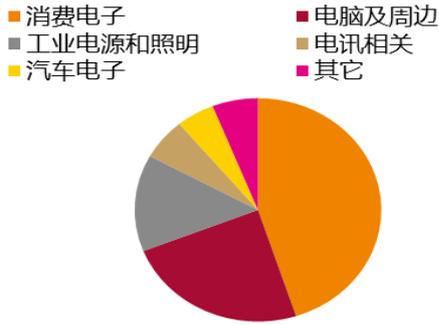
资料来源：公司公告，前瞻产业研究院、高工锂电、天风证券研究所

### 2.1. 电容器化学品：需求复苏，环保利好龙头

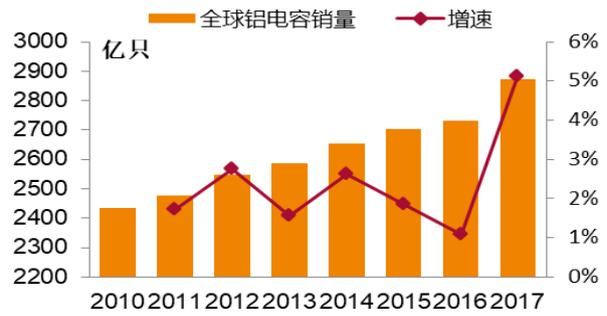
**铝电容需求复苏。**铝电解电容是由铝圆筒做负极，并装入液体电解质，然后插入一片弯曲的铝箔做正极制成。铝电解电容器优点突出：单位体积电容量高于陶瓷电容数十至上百倍；可做到几万微法甚至几法拉的超高容量。从下游应用分布来看，产品已广泛应用于消费类电子产品、电脑及周边产品、仪器仪表、自动化控制、汽车工业、光电产品、通信产品、高速铁路与航空及军事装备等。随着消费类电子产品的更新换代、工业用电解电容器需求增长，铝电解电容器的需求量和销售规模呈逐年稳步上升态势。根据前瞻产业研究院的数据显示，2010 年全球铝电解电容器的需求量约为 2436 亿只，2017 年上升至 2872 亿只；汽车电子化、主板以及服务器、显卡等因素带动铝电解电容需求明显回升。

图 5：电容器下游分布

图 6：全球电容器需求回升



资料来源: Paumanok Publications Inc, 天风证券研究所

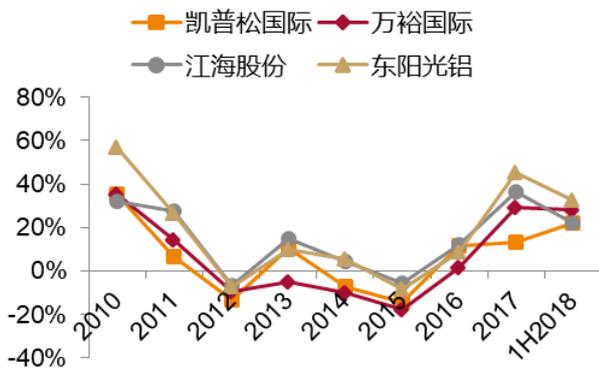


资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

**环保导致电容器化学品供给收缩。**与其它电子化学品类似, 铝电容电解液成本占电容器比重仅 4%左右, 但性能影响明显, 因此下游往往对成本不敏感, 毛利率一般在 30%左右。由于产值不大且存在安全生产和环保等隐患, 过去两年的环保核查导致众多中小电容器化学品供应商停产或者关闭, 供给明显收缩。由于盐城事故影响, 江苏山东等省即将再度展开安全生产检查, 化工企业搬迁入园工作也仍将继续坚定推进, 我们预计, 未来安全环保政策趋严是大势所趋, 电容器化学品行业洗牌, 集中度仍将继续提升, 有利于新宙邦这样的龙头公司。

**全球龙头, 竞争优势明显。**根据我们测算, 公司全球市场份额超过 20%, 国内市场份额超过 40%, 市场份额遥遥领先。国际国内铝电容主要厂家均为公司客户, 如 Nichicon、Chemi-con、台湾钰邦、Maxwell 等, 客户结构同样好于国内竞争对手。除传统铝电容器化学品外, 公司布局固态电容器和超级电容化学品等高端产品。手机快充对电容器要求较高, 固态电容需求快速增长, 下游厂商如立隆、艾华等均加大固态电容的投资, 新宙邦是国内少数能够量产固态电容化学品的公司, 有望受益。

图 7: 电容器相关公司收入增速企稳回升



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 8: 公司电容器化学品业务毛利率平稳



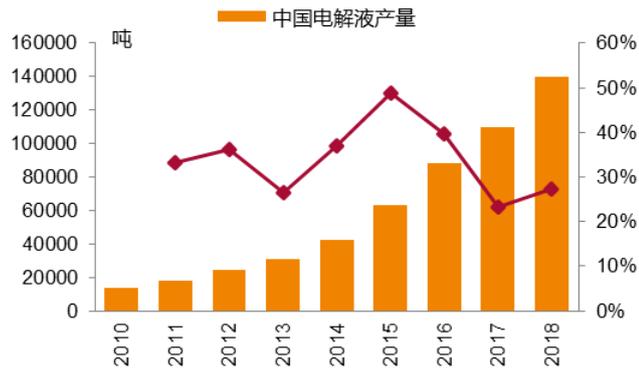
资料来源: WIND, 天风证券研究所

综上所述, 汽车电子化、高速运算主机、物联网等快速增长促进铝电容器需求回升, 环保整治导致供给收缩推动行业整合, 因此我们认为, 未来公司铝电容器化学品业务仍将保持稳定增长。

## 2.2. 锂电池电解液: 盈利触底回升, 需求仍将快速增长

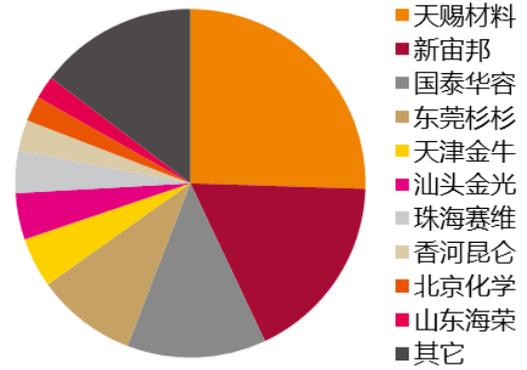
**锂电池电解液需求快速增长。**中国电动汽车销量快速增长, 根据中汽协数据, 2018 年累计生产 127 万辆, 同比增长 59.9%。动力电池累计装机量约 65GWh, 同比增长 46%。动力电池带动电解液需求同样快速增长, 根据高工锂电统计, 11 年至 18 年中国电解液产量由 1.8 万吨增至 14 万吨, 平均增速约 34%。预计未来几年, 中国锂电池电解液需求仍将保持 40%左右快速增长态势。

图 9：中国电解液产量快速增长



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

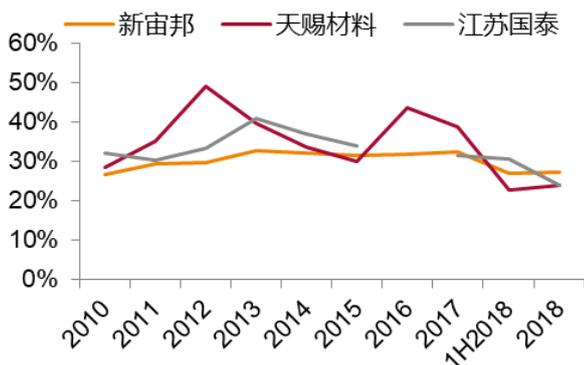
图 10：新宙邦 2018 年国内市场份额排名第二



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

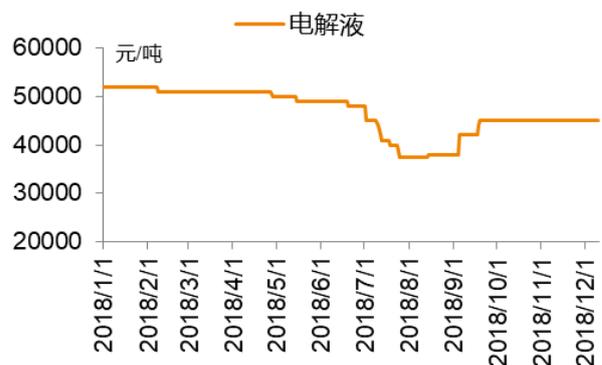
**价格触底回升，盈利有望恢复。**经过 2018 年洗牌，行业逐渐形成寡头格局。根据高工锂电数据，中国电解液前 6 大企业份额进一步提升至 72%，集中度同比提升 4.3PCT，主要是因为下游电池市场集中度提高，而主流企业如天赐、新宙邦、国泰华容为国内外主流电池企业的电解液供应商，因此占比提高。高工锂电认为未来三年，中国动力电池市场将处于高速发展期，且随着国家补贴政策与能量密度挂钩，三元动力电池占有率将逐渐上升，三元体系及高电压体系电解液的比例将逐渐增多。锂电技术进步，新型体系材料逐渐批量应用，对新功能的电解液需求仍将保持快速增长，如搭配硅碳负极的电解液、高镍三元电解液、4.5V 及以上的高电压电解液、适用于快充的电解液等。低端重复的电解液产能将被淘汰，掌握核心添加剂技术、布局上游核心原材料资源且拥有优质客户的企业将获得长足发展，电解液第一梯队将逐渐与第二梯队拉开差距。我们认为，随着行业竞争格局趋于稳定，价格战接近尾声，电解液盈利有望触底回升。至 19 年底，公司全资子公司诺莱特电解液技改和海斯福电解液产能投产后，公司电解液总产能约 6.5 万吨/年，价差扩大 1 千元，公司年化净利润增加 4900 万元，业绩弹性较大。

图 11：电解液相关公司毛利率触底企稳



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

图 12：电解液价格触底回升



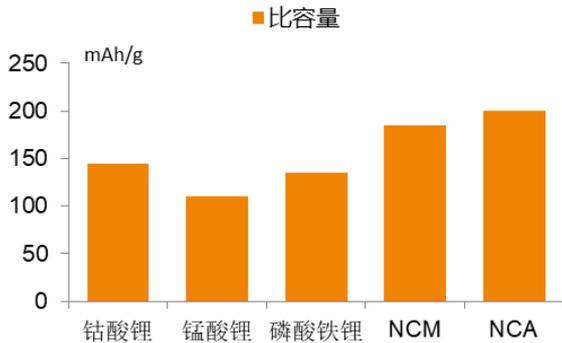
资料来源：高工锂电，天风证券研究所

**技术领先，渠道优势明显。**近年来，新能源汽车的快速发展对动力电池的技术水平提出了更高要求，消费者对汽车尤其是乘用车的高续航里程、轻量化需求逐步提升，高镍正极材料具有克容量较高的优势（811 型三元正极较普通三元正极能量密度提高 25%），从各国动力电池技术路径规划来看，2020 年动力电池电芯能量密度普遍将达到 300Wh/kg 以上，在现有技术体系中，高镍三元是最可行的商业化方案，三元正极高镍化趋势明朗。针对高镍正极的电解液，如何解决循环寿命、安全性、产气等问题非常有挑战性。据高工锂电报道，新宙邦已率先开发出 LDY196 型正极成膜添加剂和两款高镍电解液，分别应用于圆柱和软包/方型电池，其中圆柱电解液循环 1000 周后容量仍在 80% 以上，在行业内处于领先地位，高镍电解液销量占比已达 10% 左右。

凭借领先的产品质量，公司先后赢得三星、LG、SONY、松下等国际一线大厂订单，2018

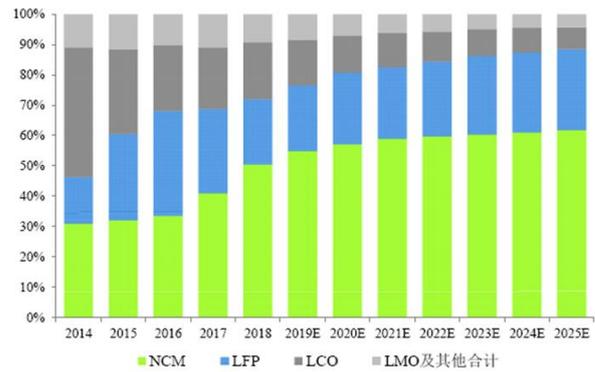
年公司海外出口额占比超过 30%。由于海外客户更重视产品质量，受补贴政策影响较小，因此出口订单毛利率较国内要高。公司 2017 年收购巴斯夫中国区电解液业务，2018 年收购巴斯夫欧美区电解液业务，包括技术、Selectilyte 品牌等资产，并承接其全部客户，为公司提升高端产品技术实力和迈向国际化奠定坚实基础。18 年 3 月公司公告投资 3.6 亿元在波兰弗罗茨瓦夫（毗邻 LG 波兰工厂）建设 4 万吨电解液产能，5 月公司公告与亿纬锂能合资在荆州投资 2 万吨电解液，加上福建明溪 1 万吨电解液项目，公司合计在建电解液产能 7 万吨，较当前产能大幅增长。通过与下游优质客户深度合作，预计公司电解液业务未来仍将保持快速增长。根据公司预测，仅考虑荆州 2 万吨电解液和波兰电解液一期 2 万吨，投产后可为公司贡献 1.63 亿净利润。

图 13：三元材料能量密度较高



资料来源：容百科技招股说明书，天风证券研究所

图 14：中国三元正极材料占比快速提升

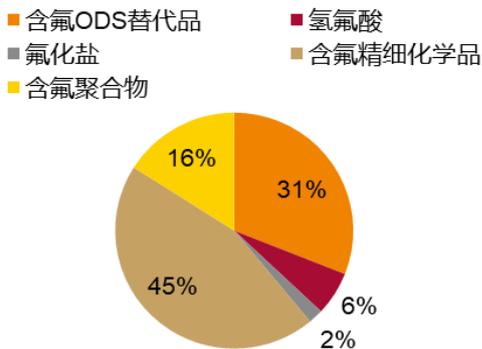


资料来源：高工锂电，天风证券研究所

### 2.3. 氟化工：细分龙头，进口替代空间广阔

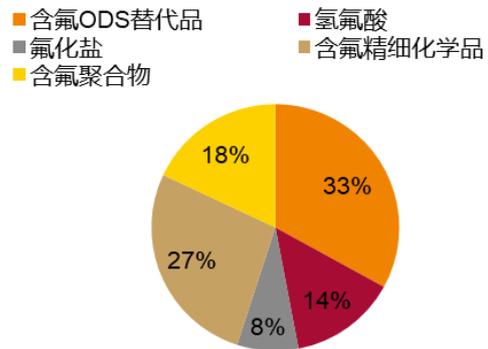
**应用广泛，市场空间广阔。**目前，全世界氟化工产品已达到千种以上，总产量超过 400 万吨，超 300 亿美元的市场。氟化工产品不仅用于高端装备制造、新能源、电子信息等战略新兴产业，而且在改造提升传统产业方面发挥着重要作用。根据行业协会统计，截至 2017 年，我国从事氟化工的企事业单位有 1000 多家，各类氟化工产品总产能超过 500 万吨/年，产量超过 300 万吨，销售收入超过 600 亿元。

图 15：2016 年发达国家氟化工产值分布



资料来源：《全球氟材料发展现状及趋势》 赵立群，天风证券研究所

图 16：2016 年中国氟化工产值分布



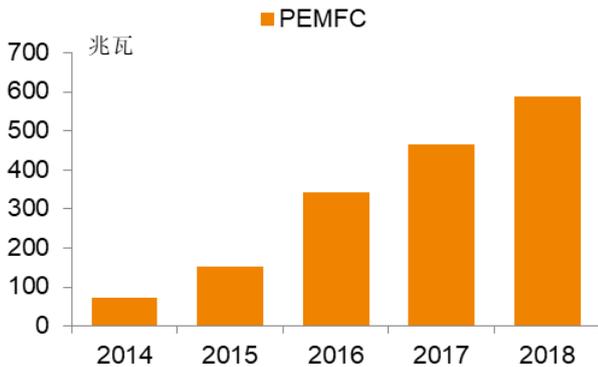
资料来源：《全球氟材料发展现状及趋势》 赵立群，天风证券研究所

**精细氟化工技术壁垒高，进口替代空间广阔。**中国虽然是世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国，但低端产品产能过剩严重，价格竞争激烈，高端产品基本依赖进口，价格昂贵。以初级形状聚四氟乙烯为例，近两年出口均价仅为进口的 60% 左右。据行业协会等统计数据，2016 年国内高端氟化工产品（含氟精细化学品和含氟聚合物）占比仅 45%，而发达国家高端产品占比超过 60%。随着我国工业转型升级步伐加快，下游航空航天、电子电气、节能环保、新能源等相关产业对高附加值、高性能含氟聚合物及精细化学品的需求



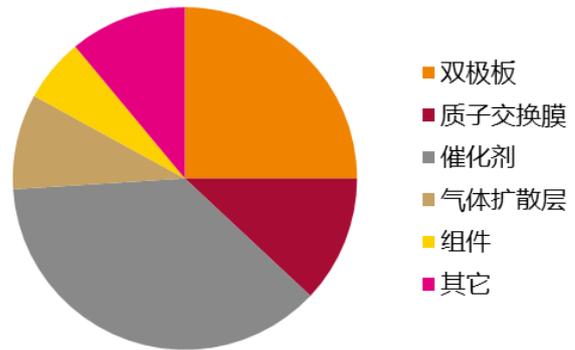
两大问题，在商用车上替代柴油发动机具有极大增长潜力。根据中汽协数据，2018 年我国燃料电池车总销量达 1527 辆商用车，较 437 万辆商用车总销量，渗透率仅 0.03%。在五大类燃料电池中，质子交换膜燃料电池运行温度低于 120℃，启动时间短，结构简单，应用前景最广阔，将是未来发展最快的燃料电池技术。其中，质子交换膜是核心部件，直接影响电池的使用寿命。全球主要供应商有杜邦、戈尔、JohnsonMatthey、3M。目前国内仅东岳集团实现量产，全氟磺酸树脂产能 50 吨/年。新宙邦是国内少数能够量产 PSVE 的企业，并计划向下游拓展发展全氟磺酸树脂（质子交换膜原料）。

图 20：燃料电池产量快速增长



资料来源：The Fuel Cell Industry Review 2018，天风证券研究所

图 21：质子交换膜是燃料电池核心部件



资料来源：亚化咨询，天风证券研究所

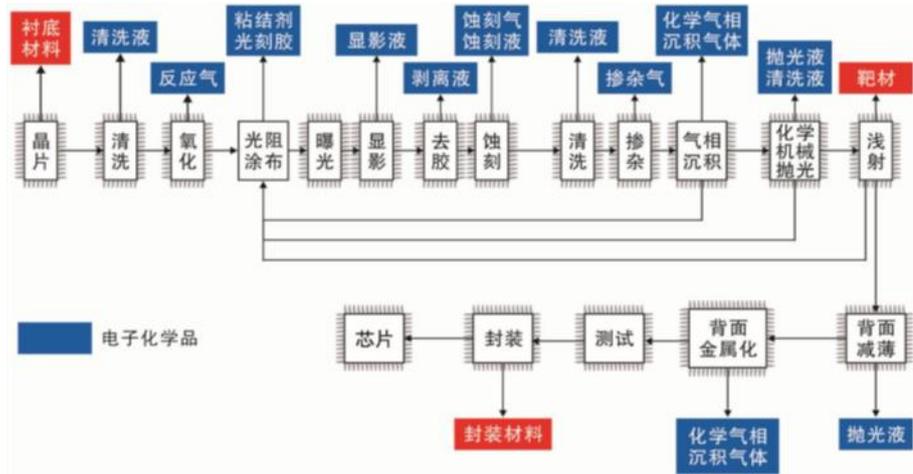
**需求快速增长, PFA 亟待国产化。**可熔性聚四氟乙烯树脂(PFA)保持了聚四氟乙烯(PTFE)原有的优异性能，并且克服了常规 PTFE 加工困难、耐应力开裂和抗蠕变性差等缺点，已广泛应用于石油化工、电子电气、航空航天、半导体、机械、纺织家电、建筑医药、汽车等工业领域。然而 PFA 的生产技术一直掌握在国外极少数大公司手中，技术保密非常严格。国内市场 PFA 树脂基本依赖进口。2018 年底科慕公司宣布 PFA 扩产计划，以应对全球半导体行业不断增长的需求。科慕 PFA 聚合物产能目前已经扩产 25%，并计划于 2021 年实现产能翻番。新宙邦掌握 PFA 关键原料 PPVE 合成技术，此次海德福 1.5 万吨高性能氟材料项目中亦包括 500 吨 PFA 产能，项目拟于 2020 年 4 季度投产。

**公司史上最大投资，高端氟化工是未来战略重点。**公司公告成立海德福公司，总投资 10 亿元建设年产 1.5 万吨高性能氟材料，成为公司史上最大投资项目，可见公司将高端氟化工定位为公司未来的战略重点。其中一期项目投资 8 亿元，主要产品为四氟乙烯、六氟丙烯、聚四氟乙烯、可熔性聚四氟乙烯、全氟磺酸树脂、氢氟醚、四氟磺内酯等高性能氟材料，合计产能为 1 万吨。**根据公司预测，达产后有望贡献 8.82 亿收入，净利 1.67 亿元。**由于新产品含氟聚合物合成难度高于精细化学品，参考公司历史和可比公司如东岳集团，我们认为公司高端氟化工项目盈利有望超预期。

## 2.4 半导体化学品：技术领先，替代空间广阔

**进口替代空间广阔。**电子化学材料是半导体（集成电路、平板显示、LED、太阳能电池）产业制造过程中不可或缺的关键性化工材料，是信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子、节能照明、工业控制、航空航天、军工等领域终端产品发展的基础。但与目前高速发展的电子信息产业相比，我国电子化工新材料产业的产业水平、规模明显滞后于 IC、FDP 产业的需要，自给率低，对国外的依存度过高，整个产业的国产化率不足 8%，严重影响下游产业的健康发展。

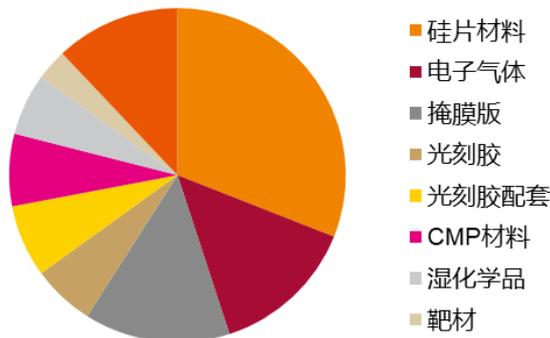
图 22：IC 制造各工艺环节关键材料



资料来源：公司公告，天风证券研究所

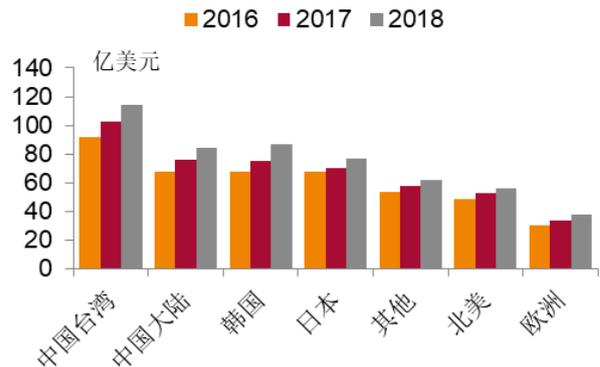
2017 年全球半导体材料市场达 469 亿美元，硅片材料 31%、电子气体 14%、掩模版 14%、光刻胶 6%、光刻胶配套 7%、CMP 材料 7%、湿化学品 6%、靶材 3%、其他材料 12%。中国 IC 用化学品市场可达 76.2 亿美元，12 英寸及以上硅片还未国产化，集成电路用特种气体、半导体用光刻胶和 CMP 抛光材料高度依赖进口，湿化学品进口依存度低一些，主要是韩国东进等在国内建厂。

图 23：2017 年全球半导体材料市场构成



资料来源：SEMI，天风证券研究所

图 24：2016-2018 年全球半导体材料市场销售额

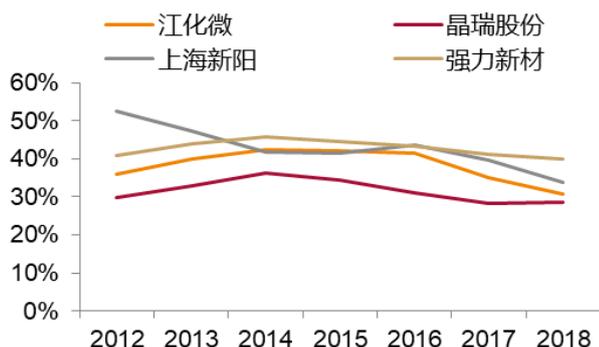


资料来源：SEMI，天风证券研究所

**客户粘性强，盈利稳定。**电子化学品的研发和生产跨越化学、电化学、微电子等多个学科，专业性很强。同时电子化学品质量要求极高，对环境洁净度要求苛刻，工艺复杂，产品开发投入较大，下游成本占比又较低，因此客户认证周期长，粘性较强，盈利能力强。  
**技术领先，快速放量。**公司经过多年储备，16 年半导体化学品开始放量，短短 2 年收入从 2500 万迅速增长至 2018 年 1.03 亿元。目前公司半导体化学品目前已经向深圳华星光电、昆山国显、厦门天马等面板企业批量供应，超高纯氨水、双氧水产品品质能够满足台积电、中芯国际等高端客户需求。由于前期研发等投入较大客户开拓需要时间，半导体化学品毛利率目前仅 17.56%明显低于可比上市公司。公司未来计划在荆州投资建设 5 万吨半导体化学品，主要面向华中地区的面板及芯片企业，主要包括武汉华星光电、武汉天马、武汉京东方、武汉新芯、长江存储等一线面板及芯片加工企业。我们认为，随着下游客户开拓及新产品达产，公司半导体化学品业务收入和盈利能力均有望快速提升。

图 25：电子化学品上市公司毛利率对比

图 26：公司电子化学品收入快速增长



资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 投资加速，新产能驱动未来成长

**投资能力强，协同效应开始显现。**公司 2014 年收购海斯福，海斯福管理团队 15-17 年超额完成业绩承诺，至今仍然保持团队稳定，并且继续加大力度投资海德福项目，充分证明公司的整合能力。此次新项目中多个产品与新宙邦电解液业务相关如 LIFSI、二氟磷酸锂、乙酸二氟乙酯等，收购后协同效应开始显现。除海斯福外，公司上市至今先后收购或参股张家港瀚康、邵武永晶等，均取得良好回报，证明公司在产业链投资布局的能力较强，投资眼光独到。

**大手笔投资，即将进入新一轮快速增长期。**公司 09 年上市以来累计募集资金近 9 亿元，实现年均 25% 收入增长 30% 净利润增长。18 年至今公司启动多个重大投资项目，总投资 20.2 亿元（拟募集资金 13 亿元）投资建设高端氟化工、电解液和半导体化学品等项目。未来 2-3 年这些项目将逐渐进入投产期，根据公司测算，达产后可贡献 5 亿元净利润，较 18 年公司净利润增长 156%，公司即将进入新一轮快速增长期。

表 3: 新宙邦在建项目汇总

项目	投资额	预计收入 (百万)	预计利润 (百万)	投产时间	地点	备注
荆门锂电材料及半导体化学品项目	160	596.95	60.85	1Q2020	湖北荆州	电解液 2 万吨, 脱模剂 3 万吨, 铜酸 1.3 万吨, 蚀刻液 0.2 万吨, 双氧水 0.4 万吨
波兰电解液项目	180	967.09	102.56	2Q2020	波兰弗罗茨瓦夫	电解液一期 2 万吨二期 2 万吨电解液 5000 吨 NMP 和 5000 吨导电浆料
惠州三期	480	474.91	83.27	2Q2020	广东惠州	5 万吨碳酸二甲酯 2 万吨乙二醇
海斯福高端氟化工一期	200	898.53	40.45	3Q2019	福建省明溪县	氟精细化学品 622 吨、电解液 1 万吨
海德福一期	800	882.46	166.66	4Q2020	福建邵武	1.5 万吨高性能氟材料, 分两期一期投产后 2 年二期开始投
湖南福邦新型锂盐	200	400	46	3Q2020	湖南衡阳	总投资 4.9 亿 2400 吨 LiFSI, 一期 800 吨
合计	2020	4219.94	499.79			

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

### 4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.9/1.13/1.45 元, 现价对应 PE 分别为 26/20.8/16.2 倍。上市公司中, 锂电材料可比公司 2019 年 PE 均值 29.3 倍, 电子化学品可比公司 2019 年 PE 均值 35.5 倍。我们认为, 公司是国内锂电材料和电子化学品领域龙头, 产品梯队合理, 业绩增长稳定且持续。公司大手笔投资, 明年起多个项目陆续进入投产期, 有望进入新一轮快速增长期, 目前处于业绩增速和估值底部。公司进入国际巨头供应链, 研发实力

和行业地位更高，给予 2019 年 30 倍 PE，目标价 27 元，首次给予买入评级。

表 4: 可比公司估值对比

公司名称	PE2018	PE2019	PE2020	PB
当升科技	30.31	26.53	19.32	3.07
璞泰来	38.17	29.23	22.63	7.48
多氟多	519.28	27.73	22.43	2.72
恩捷股份	36.14	30.62	23.75	6.32
天赐材料	122.09	32.41	17.89	3.14
平均值	149.20	29.31	21.21	4.55
国瓷材料	29.76	31.34	25.41	5.24
江化微	73.74	42.67	28.64	3.44
晶瑞股份	64.34	39.97	29.10	5.09
强力新材	39.80	27.97	21.63	3.57
平均值	79.82	35.48	26.19	4.33
新宙邦	28.2	26	20.8	16.2

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (除新宙邦外, 盈利采用 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

- 1、新能源汽车产业政策风险
- 2、新项目投产进度推迟
- 3、客户开拓低于预期
- 4、技术替代可能导致下游产品需求下滑
- 5、政策监管导致生产不稳定

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	313.90	455.85	540.33	681.69	858.73
应收票据及应收账款	1,071.46	1,365.15	1,301.52	2,068.77	2,176.81
预付账款	18.39	19.17	30.28	32.83	43.46
存货	277.83	328.76	423.34	530.44	648.62
其他	136.40	50.54	99.58	90.32	86.01
<b>流动资产合计</b>	<b>1,817.98</b>	<b>2,219.47</b>	<b>2,395.04</b>	<b>3,404.05</b>	<b>3,813.62</b>
长期股权投资	110.74	154.78	154.78	154.78	154.78
固定资产	671.37	806.05	1,390.12	1,960.62	2,413.99
在建工程	282.89	325.34	375.21	405.12	423.07
无形资产	238.29	286.24	267.94	249.63	231.33
其他	577.85	617.86	572.37	579.60	577.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,881.13</b>	<b>2,190.29</b>	<b>2,760.41</b>	<b>3,349.76</b>	<b>3,800.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,699.11</b>	<b>4,409.76</b>	<b>5,155.46</b>	<b>6,753.81</b>	<b>7,614.27</b>
短期借款	330.82	349.30	780.36	1,323.28	1,834.82
应付票据及应付账款	410.96	611.30	503.67	959.40	890.76
其他	420.28	337.04	329.90	532.60	482.06
<b>流动负债合计</b>	<b>1,162.06</b>	<b>1,297.64</b>	<b>1,613.93</b>	<b>2,815.28</b>	<b>3,207.64</b>
长期借款	0.00	158.20	252.71	340.72	404.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.82	106.00	94.09	93.30	97.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>79.82</b>	<b>264.20</b>	<b>346.80</b>	<b>434.03</b>	<b>502.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,241.88</b>	<b>1,561.84</b>	<b>1,960.73</b>	<b>3,249.31</b>	<b>3,709.84</b>
少数股东权益	38.48	76.95	86.03	97.24	112.27
股本	379.52	379.43	378.83	378.80	378.80
资本公积	1,194.73	1,236.54	1,236.54	1,236.54	1,236.54
留存收益	2,204.75	2,490.86	2,729.86	3,028.47	3,413.36
其他	(1,360.25)	(1,335.87)	(1,236.54)	(1,236.54)	(1,236.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,457.23</b>	<b>2,847.91</b>	<b>3,194.72</b>	<b>3,504.51</b>	<b>3,904.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,699.11</b>	<b>4,409.76</b>	<b>5,155.46</b>	<b>6,753.81</b>	<b>7,614.27</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	286.53	329.38	341.43	426.58	549.85
折旧摊销	85.29	109.83	84.38	117.89	146.99
财务费用	16.19	29.59	36.36	65.05	94.74
投资损失	(17.23)	(19.76)	(19.76)	(19.76)	(19.76)
营运资金变动	(255.43)	(87.23)	(159.35)	(219.39)	(347.97)
其它	61.63	(9.75)	9.08	11.21	15.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>176.99</b>	<b>352.06</b>	<b>292.15</b>	<b>381.57</b>	<b>438.88</b>
资本支出	569.08	345.27	711.91	700.79	595.51
长期投资	110.74	44.04	0.00	0.00	0.00
其他	(1,143.64)	(712.87)	(1,392.15)	(1,381.03)	(1,175.75)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(463.82)</b>	<b>(323.57)</b>	<b>(680.24)</b>	<b>(680.24)</b>	<b>(580.24)</b>
债权融资	330.82	526.90	1,039.54	1,672.62	2,250.72
股权融资	37.26	90.94	62.37	(65.08)	(94.74)
其他	(67.56)	(493.92)	(629.33)	(1,167.51)	(1,837.58)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>300.52</b>	<b>123.91</b>	<b>472.57</b>	<b>440.03</b>	<b>318.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>13.69</b>	<b>152.41</b>	<b>84.48</b>	<b>141.36</b>	<b>177.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,815.63</b>	<b>2,164.81</b>	<b>2,701.63</b>	<b>3,408.44</b>	<b>4,293.65</b>
营业成本	1,170.82	1,424.55	1,764.76	2,210.73	2,759.78
营业税金及附加	16.11	16.65	18.91	23.86	30.06
营业费用	75.80	99.95	113.47	139.75	171.75
管理费用	222.40	153.63	202.62	255.63	322.02
研发费用	105.93	145.48	172.90	218.14	270.50
财务费用	17.82	16.98	36.36	65.05	94.74
资产减值损失	15.07	15.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.23	19.76	19.76	19.76	19.76
其他	(151.88)	(67.50)	(39.52)	(39.52)	(39.52)
<b>营业利润</b>	<b>326.33</b>	<b>339.61</b>	<b>412.36</b>	<b>515.04</b>	<b>664.56</b>
营业外收入	1.27	1.57	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.27	3.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>327.33</b>	<b>338.12</b>	<b>412.36</b>	<b>515.04</b>	<b>664.56</b>
所得税	40.80	8.75	61.85	77.26	99.68
<b>净利润</b>	<b>286.53</b>	<b>329.38</b>	<b>350.51</b>	<b>437.79</b>	<b>564.88</b>
少数股东损益	6.48	9.32	9.08	11.21	15.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>280.05</b>	<b>320.05</b>	<b>341.43</b>	<b>426.58</b>	<b>549.85</b>
每股收益(元)	0.74	0.84	0.90	1.13	1.45

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.25%	19.23%	24.80%	26.16%	25.97%
营业利润	12.28%	4.07%	21.42%	24.90%	29.03%
归属于母公司净利润	9.43%	14.28%	6.68%	24.94%	28.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.51%	34.19%	34.68%	35.14%	35.72%
净利率	15.42%	14.78%	12.64%	12.52%	12.81%
ROE	11.58%	11.55%	10.98%	12.52%	14.50%
ROIC	16.43%	15.24%	14.06%	13.96%	14.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.57%	35.42%	38.03%	48.11%	48.72%
净负债率	0.69%	2.49%	15.63%	28.28%	35.65%
流动比率	1.56	1.71	1.48	1.21	1.19
速动比率	1.33	1.46	1.22	1.02	0.99
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.96	1.78	2.03	2.02	2.02
存货周转率	7.01	7.14	7.18	7.15	7.28
总资产周转率	0.56	0.53	0.56	0.57	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.84	0.90	1.13	1.45
每股经营现金流	0.47	0.93	0.77	1.01	1.16
每股净资产	6.39	7.32	8.21	8.99	10.01
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.75	27.78	26.04	20.84	16.17
市净率	3.68	3.21	2.86	2.61	2.34
EV/EBITDA	18.85	15.68	17.47	14.05	11.29
EV/EBIT	23.38	19.12	20.76	16.91	13.47

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com