

方正证券研究所证券研究报告

新宙邦(300037)

公司研究

化工行业

公司投资价值分析报告

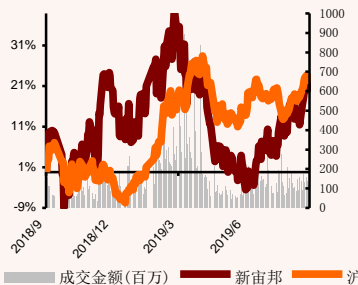
2019.09.15/推荐(维持)

首席电新分析师： 申建国
 执业证书编号： S1220517110007
 TEL: 010-68586830
 E-mail shenjianguo@foundersc.

联系人： 黄麟

TEL:
 E-mail: huanglin1@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《电容器业务承压，氟化工高增长》
 2019.07.30
 《业绩保持稳步增长，长期有望量价齐升》
 2019.04.09
 《年报一季报增长基本符合预期，静待全年业绩释放》2019.03.19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

新宙邦持续布局氟化工行业：

新宙邦过去几年持续布局氟化工行业，自公司收购氟精细化工企业海斯福以来，海斯福对上市公司利润贡献占比逐渐提升，公司也逐渐围绕海斯福上下游做文章，特别是设立海德福，进一步完善产业链，和海斯福形成较好的协同性。

海斯福，优质的氟精细化工子公司：

海斯福以六氟丙烯为原材料，以六氟环氧丙烷为核心形成产品树，并不断拓展延伸，产品下游应用广阔。海斯福拥有氟精细化工品研发和生产的完整人才梯队，受益于下游的高景气度、渗透率提升和进口替代，业绩增长无忧。叠加原材料暴跌带来成本下降，有望增厚利润。海斯福氟精细化工品一期于年底投产，给海斯福未来业绩增长提供保障。

海德福布局高端含氟聚合物，完善产业链，未来成长空间大：

海德福高性能氟材料项目不仅能够拓展以四氟乙烯、六氟丙烯为原料的中高端含氟聚合物等，延伸有机氟化学品价值链，还能完全满足海斯福的原材料需求，从而形成产业链互补，为公司后续持续开发中高端氟化工产品、进入更大的市场空间提供坚实的基础，未来成长空间大。

投资建议：

我们预测氟化工业务2019-2021年贡献净利润分别为1.8/2.6/3.4亿元，考虑其成长性，采取PE估值法，给予氟化工板块2020年25倍PE，即65亿估值，其他业务合计55亿估值，即新宙邦总估值120亿，维持“推荐”评级。

风险提示：

园区发生重大安全事故，产品价格大幅下跌，在建项目进度不及预期

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2164.81	2503.98	3125.21	4200.00
(+/-) (%)	19.23	15.67	24.81	34.39
净利润	320.05	369.41	480.02	628.88
(+/-) (%)	14.28	15.42	29.94	31.01
EPS(元)	0.84	0.97	1.27	1.66
P/E	30.47	26.44	20.35	15.53

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	新宙邦持续布局氟化工行业。	4
1.1	高端含氟聚合物和精细化学品发展空间大	4
1.2	新宙邦持续布局氟化工行业	4
2	海斯福，优质的氟精细化工子公司	5
2.1	海斯福，优质的氟精细化工企业。	5
2.2	氟精细化工产业高景气度，海斯福业绩增长无忧	7
2.3	原材料跌势有望延续并维持低位，预计将大幅增厚利润	8
2.4	氟精细化工品一期的投产，给未来业绩提供保障	9
3	海德福布局氟聚合物，完善产业链，打开未来成长空间	10
3.1	从海斯福到海德福，切入氟聚合物产业链，完善产业链。	10
3.2	高性能含氟聚合物市场空间大	10
3.3	海斯福聚焦高性能氟聚合物材料，打开公司氟化工未来成长空间	11
4	投资建议	11
5	风险提示	11

图表目录

图表 1:	含氟化学品性能优异	4
图表 2:	氟化工产业链	4
图表 4:	进口氟聚合物价格长期高于出口	4
图表 5:	新宙邦持续布局氟化工	5
图表 6:	海斯福持续盈利	6
图表 7:	海斯福毛利率和净利率近两年持续提升	6
图表 8:	海斯福以六氟丙烯为原材料、以六氟环氧丙烷为核心拓展产品树	6
图表 9:	海斯福专利参与发明人人数越来越多	7
图表 10:	国内高附加值的含氟精细化学品占比低	7
图表 11:	国外高附加值的含氟精细化学品占比高	7
图表 12:	海斯福主营产品市场空间大, 增速稳健	8
图表 13:	R22 和无水氢氟酸 (HF) 是六氟丙烯主要上游原材料	9
图表 14:	无水 HF、R22 和六氟丙烯价格高度相关	9
图表 15:	R22 和无水 HF 价格今年以来持续下跌	9
图表 16:	海斯福和海德福产业链形成较好的互补	10

1 新宙邦持续布局氟化工行业。

1.1 高端含氟聚合物和精细化学品发展空间大

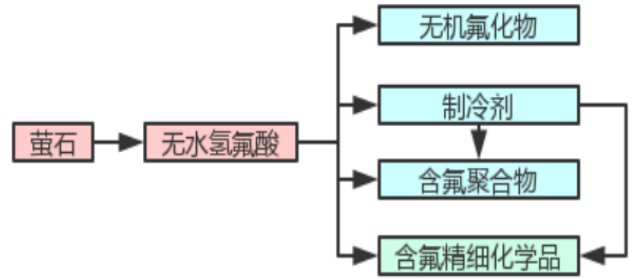
氟化工产品主要分无机氟化物和有机氟化物。氟化工泛指一切生产含氟产品的工业，行业由于产品品种多、性能优异、应用领域广，成为一个发展迅速的重要行业。氟化工产品主要分为无机氟化物、制冷剂、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类，后三类统称为有机氟化物。

图表1：含氟化学品性能优异



资料来源：中国知网，方正证券研究所

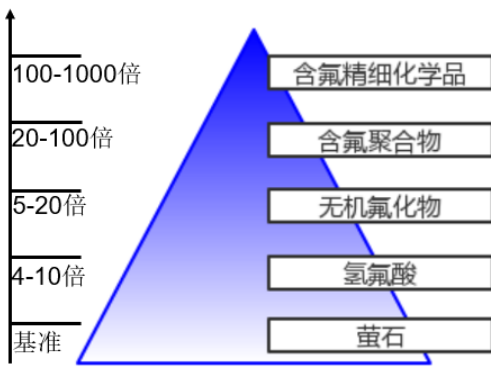
图表2：氟化工产业链



资料来源：中国知网，方正证券研究所

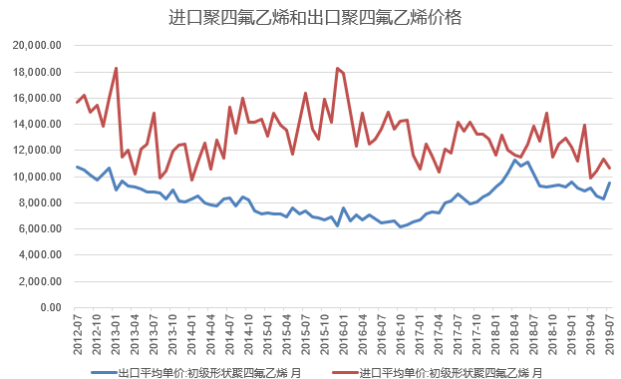
高端含氟聚合物和精细化学品有望迎来较大发展机遇。氟化工产品属于高新技术产业和先进制造业发展不可替代或缺的新材料。在全球氟化工的发展过程中，行业形成了以杜邦公司、比利时苏威公司、日本大金公司等跨国集团为主的竞争格局。而反观我国，作为世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国，长期以来的局面就是低端产品产能过剩严重，价格竞争激烈，并大量出口低端产品，而高端产品基本依赖进口，价格昂贵。伴随着氟化学品应用领域从传统行业转向电子、能源、信息、生物医药等新领域，国内氟化工行业进入了产业转型升级的关键期，具备生产性能优异的含氟聚合物、含氟精细化学品的公司都将迎来较大的发展机遇。

图表3：含氟聚合物和含氟精细化学品附加值高



资料来源：wind，方正证券研究所

图表4：进口氟聚合物价格长期高于出口



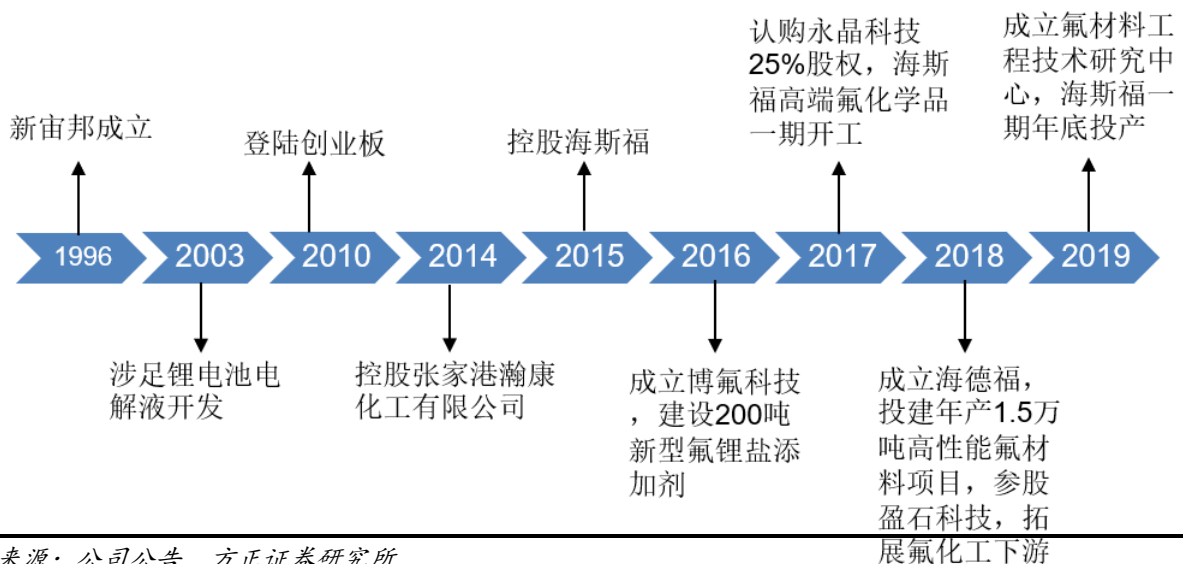
资料来源：wind，方正证券研究所

1.2 新宙邦持续布局氟化工行业

新宙邦持续布局氟化工。新宙邦在过去几年，围绕氟化工产业做

出了前瞻性的布局，逐渐形成了清晰的发展战略：①在有机氟化学品领域，通过收购海斯福，在以六氟丙烯为原料的高端含氟精细化学品这一领域取得了先发优势，并积累了大量人才；成立海德福，打通上游原材料，拓展下游应用，切入高端氟聚合物；参股盈石科技，进一步拓展有机氟化工品下游应用②在无机氟化学品领域，先收购张家港瀚康化工有限公司，初涉含氟添加剂，再参股福建永晶科技股份有限公司，布局上游氢氟酸等产品，并设立控股子公司博氟科技，进入了新型锂盐及其他含氟添加剂等领域，与公司电解液业务形成协同效应。公司亦借助氟化工产业升级的契机，成立氟材料工程技术研究中心，加大氟化工产品的研发力度和人才储备，完善业务布局，培育和发展公司新的收入增长点。经过近几年的持续布局，公司氟化学品业务已结出硕果，我们预计氟化学品业务 2019-2021 年贡献净利润分别为 1.8/2.6/3.4 元，占上市公司净利润高达 49%、54%和 55%。

图表5：新宙邦持续布局氟化工



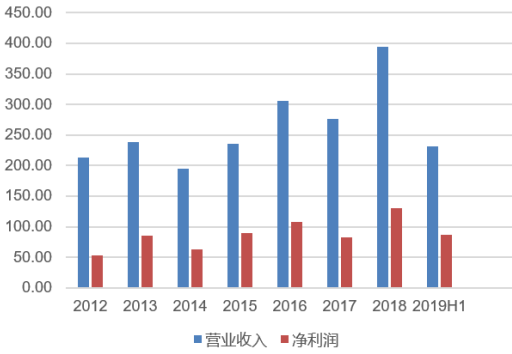
资料来源：公司公告，方正证券研究所

2 海斯福，优质的氟精细化工子公司

2.1 海斯福，优质的氟精细化工企业。

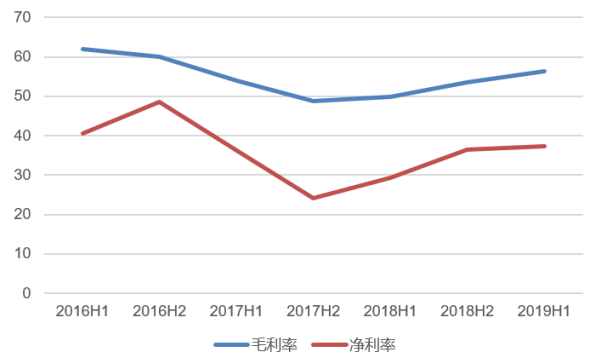
海斯福成立于 2007 年，公司坐落于福建三明，三明市是国内重要的萤石、氢氟酸和六氟丙烯等氟化工原材料供应基地，区位优势明显。公司主要创始团队来自于三爱富氟化工有限公司，公司自成立以来一直专注于含氟精细化工品生产和经营，并逐渐成长为以六氟丙烯为原材料的含氟精细化学品龙头企业。公司对氟化工众多产品的装置开发、反应路径、催化剂选择、反应条件、结晶分离和废气回收等方面拥有丰富的实践经验，并持续研发投入高研发来拓展产品树，为上市公司带来高额回报，2019 年上半年实现营收 2.32 亿元，实现净利润 0.86 亿元，在上市公司利润占比达 64%，近两年来毛利率和净利率持续提升，其中 2018 年毛利率、净利率和净资产收益率分别达 51.8%、33.17%和 28.25%，财务指标非常亮眼。

图表6: 海斯福持续盈利



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

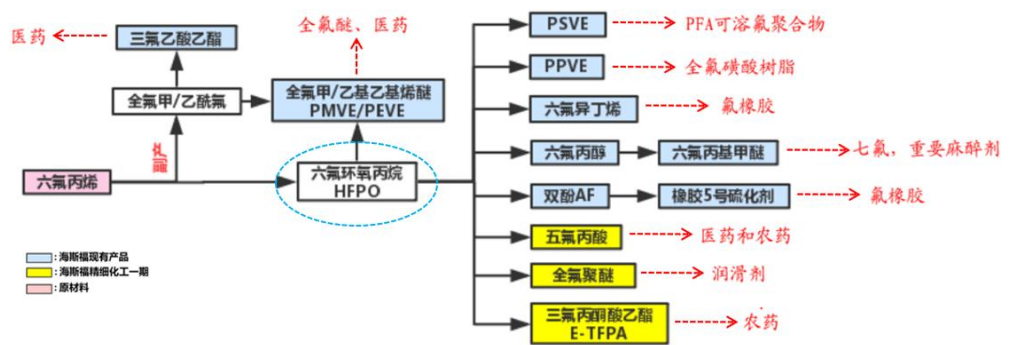
图表7: 海斯福毛利率和净利率近两年持续提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

海斯福聚焦六氟产业链。海斯福专注于六氟丙烯下游含氟精细化学品的生产和经营,掌握了难度极高的六氟环氧丙烷工业化生产工艺和技术,在六氟丙烯下游含氟精细化学品各产品的研究开发、反应路径和催化剂选择、温度和时间等工艺过程控制、结晶分离技术、精馏提纯技术等方面有丰富的经验。公司以六氟丙烯为原材料,以六氟环氧丙烷为中心形成产品树,并不断拓展延伸,形成了7大类近40种产品,下游涉及氟聚合物、生物医药、能源、通信和农药等领域。公司产品填补了国内多项空白,并打破了欧美巨头的垄断,产品远销欧美。海斯福六氟丙烯下游含氟精细化学品产品链上的各个品种都可以单独作为含氟医药中间体、含氟聚合物改性剂、含氟农药中间体、含氟表面活性剂、含氟电子化学品和全氟聚醚润滑油中间体出售,也可以继续向下游生产附加值较高的产品,具有较强的市场应变能力和产品结构调整空间,降低了总体生产成本。公司还创造性的利用尾气回收副产品全氟甲/乙酰氟并作为原材料使用,大大的提升了经济效益。

图表8: 海斯福以六氟丙烯为原材料、以六氟环氧丙烷为核心拓展产品树



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

海斯福拥有氟精细化工品研发和生产完善的人才梯队。六氟丙烯下游含氟精细化学品行业高端技术人员除了需要具备专业的学术背景,还需要多年研发和生产的实践经验。六氟丙烯下游含氟精细化学品品种多、更新快,需不断根据下游含氟医药行业、含氟聚合物行业、含氟农药行业、全氟聚醚润滑油行业、纺织行业以及电子制造行业等下游行业的需求,及时调整和更新产品品种。这就需要企业具有

较强的研发能力以及较为丰富的新技术、新品种储备，因此，拥有大量高端和成熟的专业技术人才，对公司的持续发展极为重要。公司自成立以来，以曹伟(总工程师)、谢伟东(总经理)、吕涛(副总经理)和张威(副总经理，已离职)为核心的研发团队，经近10年发展，已拥有包括多名博士、硕士研究生在内的专职研发人员近100人，专利发明人参与人数大量增加，已形成健康的人才梯队。

图表9：海斯福专利参与发明人人数越来越多

专利获批年份	件数	第一发明人	参与发明人
2009-2012	3	王陈锋,谢伟东(2)	王陈锋、谢伟东(2), 郑建瑞, 吕涛, 张威
2015	7	曹伟(7)	曹伟(7),吕涛(7),谢伟东(7),张威(7)
2017	8	夏长稳(2),谢静雄, 黄福明, 吴成英, 吴文财, 邓清培,	王孟英(7), 吴文财(7), 谢静雄(7),肖新宇(6), 夏长稳(5),罗旌军(3), 吴成英(6), 黄福明(2),曹伟,邹灿,张运文,吕涛,谢伟东,张威, 余必凯,邱晓辉, 邓清培
2018	1 1	王孟英(2), 吴成英(2),曹伟, 谢伟东, 夏长稳 邱晓辉 邓清培 邱庆寿 张威 谢伟东	王孟英(10),吕涛(7),吴文财(7), 谢静雄(7), 谢伟东(7),吴成英(6), 张威(6), 夏长稳(5),肖新宇(4), 邱庆寿(3), 邱晓辉(3), 邹灿(3),罗旌军(2), 曹伟(2), 邓永刚(1), 邓清培(1), 黄福明(1), 张运文(1),江丽军(1),陈文权(1),沈富(1),林登高(1),谢德兴(1)
2019	1	林涛	林涛,曹伟,徐毅,江卫健,曹国华,谢伟东,吕涛,王希敏

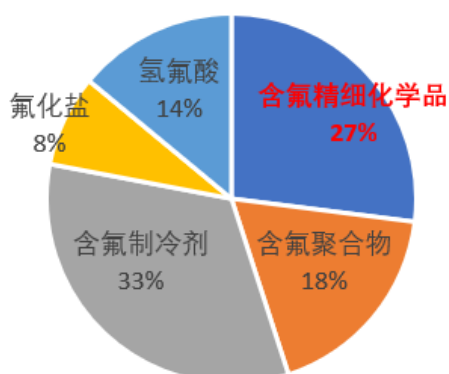
注：作者名字括号内数字代表上榜次数,没标记的即为1次。

资料来源：中国知网、方正证券研究所

2.2 氟精细化工产业高景气度，海斯福业绩增长无忧

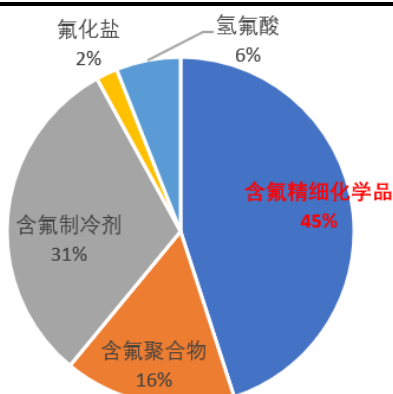
含氟精细化工行业保持高景气度。从行业来看，含氟精细化工产业是氟化工行业中增长最快、附加值最高的细分领域，尤其是新型含氟农药、医药、液晶中间体，含氟表面活性剂、含氟特气、新能源材料等领域，近些年增速显著加快。根据统计，2016年全球氟化工产品销售规模达300亿美元，其中精细含氟化学品在发达国家中产值占比高达45%，而在中国占比仅为27%，国内市场仍有较高的渗透空间；另一方面，含氟精细化学品技术难度大、产品附加值高，国内市场长期被美国杜邦、比利时索尔维、日本大金等公司所垄断，进口替代的机会长期存在，低渗透、高增长、进口替代，三重因素使得国内氟精细化工产业维持高景气度。

图表10：国内高附加值的含氟精细化学品占比低



资料来源：化工工业、方正证券研究所

图表11：国外高附加值的含氟精细化学品占比高



资料来源：化工工业、方正证券研究所

海斯福主营产品需求增速稳定。按照海斯福的产品分类，主要产品的基本市场需求情况如下：

(1) 六氟异丙基甲醚和六氟异丙醇是重要的含氟医药中间体，主要用于医药领域，用来生产吸入式麻醉剂七氟烷，七氟烷迄今为止是最佳的吸入麻醉剂，市占率达 97%，且随着 2018 年七氟烷列入基药目录，需求大幅增长，其中恒瑞医药 2019H1 七氟烷样本医药销量达 2.88 亿，同比增长高达 54.8%，最终销售体量可达 15 亿量级，因此公司的六氟异丙醇及甲醚系列产品还有近 150% 的增长空间。

(2) 海斯福的含氟聚合物助剂系列主要有双酚 AF 和氟橡胶 5 号硫化剂两类产品。双酚 AF 主要用作氟橡胶的硫化剂(交联剂)，超过 70% 的氟橡胶采用双酚 AF 硫化体系。使用双酚 AF 和氟橡胶 5 号硫化剂硫化的氟橡胶永久变形性小，抗张强度高。氟橡胶具有耐高温、耐油及耐多种化学药品侵蚀的特性，是现代航空、导弹、火箭、宇宙航行等尖端科学技术不可缺少的材料。另外，随着汽车工业对可靠性、安全性等要求的不断提升，氟橡胶在汽车中的用量也迅速增长。据中国氟硅材料有机工业协会的统计，截至 2013 年底我国拥有氟橡胶产能 16000 吨/年，当年实际产量 7000 吨/年；2013 年国内氟橡胶消费量达到了约 9000 吨，相较于 2001 年的 1000 吨增长 9 倍，年均增长率达到 20%。随着国内航空航天、军事工业等尖端科技行业以及汽车行业对氟橡胶不断增长的需求的积极影响下，对双酚 AF 和氟橡胶 5 号硫化剂的需求也会不断增长。

(3) 全氟烯醚系列。全氟-2-(2-硫酰氟乙氧基)丙基乙烯基醚 (PSVE) 主要用于合成全氟磺酸质子交换树脂。全氟磺酸质子交换树脂是生产氯碱工业用质子交换膜的关键材料，同时也是新能源产业中氢燃料电池用质子交换膜的关键材料。随着我国对氯碱工业用膜的国产化进程以及氢燃料电池的产业化进程的加速，PSVE 的需求将会有快速增长。PSVE 还是合成可溶性氟聚合物 PFA 的中间体，PFA 正广泛用于半导体材料生产领域。脂肪醇(酸)竞争格局改善，全球需求量预计在 10000 吨以上，折合 PSVE 需求在 400 吨以上。

因此，预计海斯福主要产品的下游市场年增速约 12.5%，再叠加渗透率提升和进口替代，预计海斯福出货增速将超过 12.5%，预计近 5 年年均增长可达 20%，远期市场空间可达 20 亿元以上，按净利率 25% 保守测算，远期净利润可达 5 亿元。

图表12：海斯福主营产品市场空间大，增速稳健

产品品种	产能/吨	市场空间/亿元	市场增速	均价(万/吨)	2018年毛利(万元)	用途
六氟异丙醇及甲醚	1200	5	10%	20-25	7000	麻醉剂七氟烷及农药中间体，电子行业清洗剂
双酚 AF 系列	350	5	15%	19-45	10000	氟橡胶添加助剂
全氟烯醚系列	1060	10	10%	40-80	1800	医药、全氟醚、全氟磺酸树脂及 PFA 可溶性氟聚合物中间体
合计	2556	20			18800	

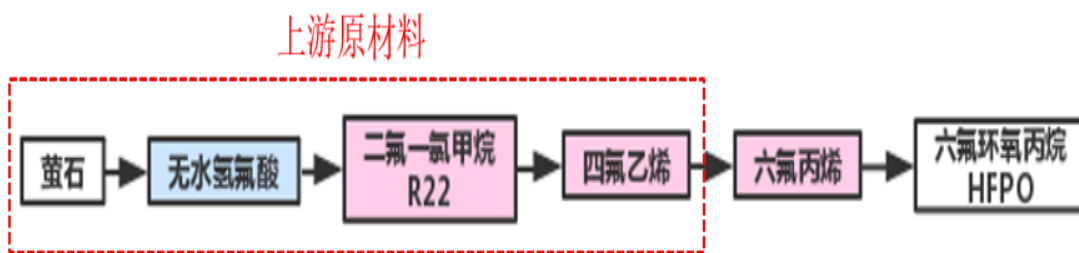
注：2018 年数据为测算值

资料来源：公司公告、wind、方正证券研究所

2.3 原材料跌势有望延续并维持低位，预计将大幅增厚利润

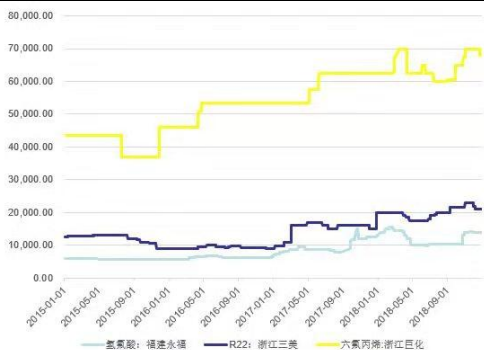
上游原材料价格持续下跌，有望带动六氟丙烯价格下行。无水氢氟酸是氟化工的重要原材料，制冷剂 R22(氟利昂)是合成六氟丙烯的重要原材料，无水氢氟酸(HF)和 R22 以及六氟丙烯价格相关性强。氢氟酸价格自 2018 年 11 月见顶以来，持续下跌，并带动 R22 和六氟丙烯价格下滑，其中 R22 从高点已回落 40%，而随着 2020 年发展中国家 R22 配额继续削减 25%，发达国家彻底禁止 R22 使用，预计产能利用率继续下降，迫使过剩的 R22 产能转而自用为原材料，生产下游氟单体，增加了四氟乙烯和六氟丙烯的供给，从而进一步带动六氟丙烯价格下行。

图表13: R22 和无水氢氟酸 (HF) 是六氟丙烯主要上游原材料



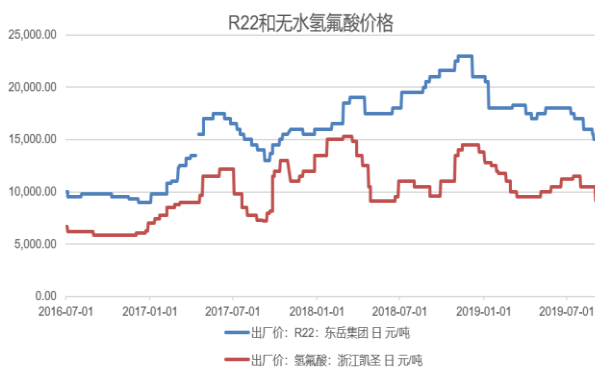
资料来源:

图表14: 无水 HF、R22 和六氟丙烯价格高度相关



资料来源: Choice、同花顺、wind、方正证券研究所

图表15: R22 和无水 HF 价格今年以来持续下跌



资料来源: wind、方正证券研究所

氢氟酸和六氟丙烯成本占比高，预计将大幅增厚利润。六氟丙烯占海斯福成本占比近 80%，如果算上氟系原材料如氢氟酸和氟碳溶剂，更是高达近 90%，六氟丙烯年用量约 2000 吨，去年均价超过 6 万/吨，价格每下跌 1 万/吨，将增厚利润 2000 万以上。

2.4 氟精细化工品一期的投产，给未来业绩提供保障

海斯福精细氟化工品一期年底投产，给未来业绩提供保障。海斯福精细氟化工品一期项目，具备 622 吨精细化学品产能和 10000 吨电解液产能，其中精细化学品包含 100 吨全氟聚醚、100 吨三氟丙酮酸乙酯和 100 吨乙基四氢糠基醚的含氟精细化学品，以及 100 吨乙氧基五氟环三磷腈、200 吨二氟磷酸锂和 20 吨乙酸二氟乙酯的电解液含氟添加剂，添加剂和电解液产能，和新宙邦主要锂电池电解液业务能形

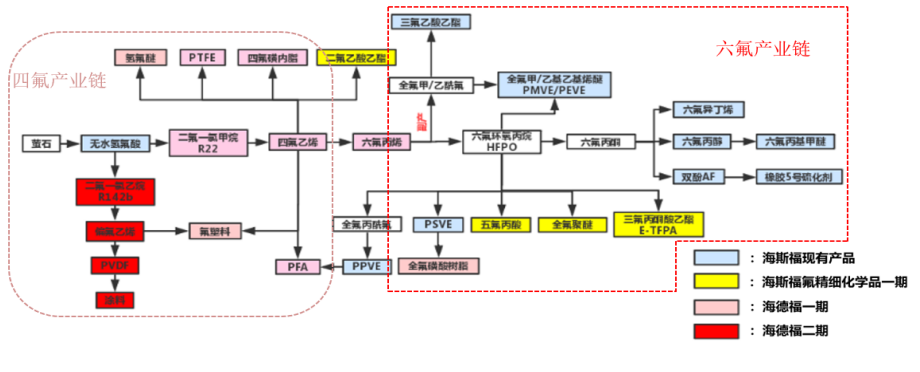
成很好的协同效应，从而降低成本。预计一期项目于 2019 年底投产，达产后可增加利润 4000 万左右，而二期项目预计明年开工。

3 海德福布局氟聚合物，完善产业链，打开未来成长空间

3.1 从海斯福到海德福，切入氟聚合物产业链，完善产业链。

海德福聚焦四氟产业链，切入氟聚合物产业链，延伸和完善氟化工产业链。新宙邦于 2018 年设立福建海德福新材料有限公司，并投资建设年产 1.5 万吨的高性能氟材料项目。海德福高性能氟材料项目定位为公司进军高性能氟材料领域的重要一步，不仅能够重点拓展以四氟乙烯、六氟丙烯为原料的中高端含氟聚合物、含氟精细化学品等，改善产品结构，丰富下游应用场景，提升收益质量；还能延伸与完善有机氟化学品价值链，并保证四氟乙烯、六氟丙烯等原材料供应，其中产能达 5000 吨的六氟丙烯能完全满足海斯福的原材料需求，而海斯福的全氟烯醚又是海德福合成含氟聚合物的重要原材料，因此海德福与海斯福形成良好的产业链互补，为公司后续持续开发中高端氟化工产品（海德福二期等）、进入更大的市场空间提供坚实的基础。

图表16：海斯福和海德福产业链形成较好的互补



资料来源：公司公告、方正证券研究所

3.2 高性能含氟聚合物市场空间大

下游应用广泛，高性能含氟聚合物需求稳定增长。含氟聚合物具有很高的耐热性、耐化学腐蚀性、耐久性等，在石油化工、汽车工业、电子行业和医药行业等领域具有广泛的应用，是有机氟化工最有前景的产业之一，处在产业链的中下游，单项产品产值大，全球约 90% 的含氟聚合物市场被 PTFE（聚四氟乙烯）系列、PVDF（聚偏二氟乙烯）系列和 FEP（全氟乙烯丙烯共聚物）系列所占据。我国氟聚合物领域近年来发展迅速，各类氟化工产品的年产量及销售额分别超过 300 万吨、500 亿元，但显现出大而不强的局面。由于核心技术被掌控，具体而言，以初级形状聚四氟乙烯为例，近两年来，其出口均价仅为进口均价的 60% 左右，反映出了我国附加值更高的氟化工产品仍然依赖于进口。而以可分散性聚四氟乙烯（PFA）为代表的高端氟聚合物品种更是完全依赖进口。“十三五”期间，受益于《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》、《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》等政策的推动，高性能含氟聚合物材料有较大的发展空间。

3.3 海斯福聚焦高性能氟聚合物材料，打开公司氟化工未来成长空间

海斯福一期主要产品包括聚 2800 吨的四氟乙烯(PTFE)、1000 吨的氢氟醚、500 吨的可溶性聚四氟乙烯 (PFA)、100 吨的全氟磺酸树脂、100 吨的四氟磺内酯等高性能氟材料。其中 PFA 广泛应用于航天航空、生物医药、半导体等领域，。而全氟磺酸树脂，则可应用于燃料电池质子膜，是燃料电池的核心部件，能提高公司的应对新能源汽车技术路线潜在变化的抗风险能力。本项目建成后，将填补国内部分空缺，也极大提升公司含氟聚合物及精细化学品的生产能力，通过在中高端有机氟化学品价值链的布局，公司氟化工未来空间巨大，一期项目达产后预计实现净利润超过 1.3 亿元，而考虑到二期及远期的扩产能力，未来能贡献可观利润。

4 投资建议

关键假设：

- (1) 海斯福产品价格保持相对稳定。
- (2) 原材料价格保持稳定。
- (3) 海斯福氟精细化学品一期和海德福一期顺利达产。

我们区别于市场的观点：

1. 市场对公司布局氟化工认识不足，我们认为，与其他同行业公司布局无机氟化物氢氟酸或者六氟磷酸锂不同，新宙邦布局氟精细化工和含氟聚合物，属于高门槛、高壁垒行业，类似于半导体化学品业务，盈利性跟成长性非常优秀。

2. 由于公司氟精细化工业务定价不太透明，市场比较小众，市场对其认识不到位，视其为普通氟化工企业，认为具有周期性。我们认为氟精细化工与大宗的氢氟酸、氟化物制冷剂和低端氟聚合物有着本质的区别，精细氟化工更偏下游，受上游价格波动影响较小，周期性比较弱，且产业链价格提升明显，具可持续性。

我们预计海斯福未来 2019-2021 年净利润分别为 1.8/2.6/3.4 亿元，海德福 2021 年开始贡献利润，净利润为 0.2 亿元，故氟化工业务 2019-2021 年贡献净利润分别为 1.8/2.6/3.6 元，同比增长 38.46%、44.44%和 38.46%。我们对新宙邦各项主营业务采取分部估值法，基于氟化工板块成长性，给予氟化工业务 2020 年 25 倍 PE，即 65 亿估值；电解液业务 2020 年预计贡献 1.1 亿利润，给予电解液公司可比估值 30 倍 PE，即 33 亿估值；电容器电化学品业务，由于市场增长空间有限，预计未来利润稳定在 1 亿元左右，用 DCF 法，给予 16 亿估值；半导体业务利润不稳定，2020 年利润 0.1 亿，给予 6 亿估值；即新宙邦总估值 120 亿，对应每股股价 31.68 元，维持“推荐”评级。

5 风险提示

园区发生重大安全事故，产品价格大幅下跌，在建项目进度不及预期

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2219.47	3227.62	4110.60	5462.60	营业总收入	2164.81	2503.98	3125.21	4200.00
现金	455.85	941.82	1268.77	1667.73	营业成本	1424.55	1652.71	2059.30	2730.00
应收账款	806.50	843.81	1053.15	1415.34	营业税金及附加	16.65	20.03	21.88	29.40
其它应收款	9.67	41.16	51.37	69.04	营业费用	99.95	85.14	118.76	189.00
预付账款	19.17	66.11	82.37	109.20	管理费用	153.63	125.20	128.45	189.00
存货	328.76	384.88	479.56	635.75	财务费用	16.98	28.00	35.00	50.00
其他	599.53	949.85	1175.37	1565.53	资产减值损失	15.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2190.29	2239.11	2317.76	2395.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	219.40	239.40	259.40	279.40	投资净收益	19.76	20.00	20.00	20.00
固定资产	1131.40	1177.23	1222.07	1265.90	营业利润	339.61	432.62	563.07	738.60
无形资产	727.61	710.59	724.41	737.82	营业外收入	1.57	0.00	0.00	0.00
其他	111.88	111.88	111.88	111.88	营业外支出	3.06	0.00	0.00	0.00
资产总计	4409.76	5466.73	6428.36	7857.61	利润总额	338.12	435.62	566.07	741.60
流动负债	1297.64	1975.63	2444.78	3228.84	所得税	8.75	56.63	73.59	96.41
短期借款	349.30	0.00	0.00	0.00	净利润	329.38	378.99	492.48	645.19
应付账款	344.36	271.68	338.51	448.77	少数股东损益	9.32	9.58	12.45	16.32
其他	603.99	1703.95	2106.27	2780.07	归属母公司净利润	320.05	369.41	480.02	628.88
非流动负债	264.20	264.20	264.20	264.20	EBITDA	434.36	542.54	691.41	893.36
长期借款	158.20	158.20	158.20	158.20	EPS (元)	0.84	0.97	1.27	1.66
其他	106.00	106.00	106.00	106.00					
负债合计	1561.84	2239.83	2708.98	3493.03	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	76.95	86.53	98.99	115.30	成长能力				
股本	379.43	379.43	379.43	379.43	营业收入	0.19	0.16	0.25	0.34
资本公积	1236.54	1236.54	1236.54	1236.54	营业利润	0.04	0.27	0.30	0.31
留存收益	1254.32	1623.73	2103.75	2732.63	归属母公司净利润	0.14	0.15	0.30	0.31
归属母公司股东权益	2770.96	3140.37	3620.39	4249.27	获利能力				
负债和股东权益	4409.76	5466.73	6428.36	7857.61	毛利率	0.34	0.34	0.34	0.35
					净利率	0.15	0.15	0.15	0.15
					ROE	0.12	0.12	0.13	0.15
					ROIC	0.12	0.17	0.21	0.26
					偿债能力				
					资产负债率	0.35	0.41	0.42	0.44
					净负债比率	0.19	0.06	0.05	0.04
					流动比率	1.71	1.63	1.68	1.69
					速动比率	1.46	1.44	1.49	1.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.51	0.53	0.59
					应收账款周转率	2.97	3.03	3.29	3.40
					应付账款周转率	7.96	8.13	10.24	10.67
					每股指标(元)				
					每股收益	0.84	0.97	1.27	1.66
					每股经营现金	0.93	2.54	1.31	1.53
					每股净资产	7.32	8.29	9.56	11.22
					估值比率				
					P/E	30.47	26.44	20.35	15.53
					P/B	3.52	3.10	2.69	2.29
					EV/EBITDA	22.65	-1.41	-1.58	-1.67

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的执业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com