

合理价值区间:

22.2-25.9 元

新股发行数据

发行股数 (万股)	2700
发行后股本(万股)	10700
发行方式	网下询价 20% 网上申购 80%
保荐机构	华泰联合
发行日期	2009/12/24

发行前财务数据

每股净资产:	2.02 元
净资产收益率:	21.9%
资产负债率:	29.1%

化工行业分析师:

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

新宙邦 (300037):

电子化学品行业佼佼者

投资要点:

- ◆ 新宙邦是国内领先的电子化学品生产企业, 铝电解电容器化学品在国内处于领导地位, 市场占有率30%; 锂电池电解液快速发展, 市场占有率位居前列, ; 固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液已获得国内外客户的认证, 有望迎来井喷式发展。
- ◆ 公司的优势在于领先的技术和快速反应的服务能力, 公司具备强大的研究实力, 研发骨干来自于国内著名高校和国外知名企业。凭借强大的管理能力和技术支持, 公司能够根据客户需求, 提供面向客户的一整套电子化学品解决方案。
- ◆ 随着全球电子产业向大陆转移, 电子化学品行业迎来快速发展的大好机遇。新宙邦系列产品梯队很好的顺应了电子产业发展趋势, 既保证了公司业绩的稳定性, 又提供了快速增长的潜力。募投项目的投产有助于公司进一步改善产品结构, 提升盈利能力
- ◆ 风险揭示。公司的主要风险在于下游电子产品市场复苏放缓、原材料基础化工产品价格随油价波动和应收账款占流动资产比例较高。
- ◆ 我们预计公司09、10、11 年完全摊薄EPS 为0.57元、0.74元和1.17元, 我们认为可以给予公司10 年30-35 倍PE, 公司合理估值区间是22.2-25.90元, 建议申购。

财务摘要
(万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	20,141	23,312	30,850	44,200	63,500
(+/-)%	46.3%	15.7%	32.3%	43.3%	43.7%
净利润	2,793	3,176	6,118	7,871	12,572
(+/-)%	37.8%	13.7%	92.7%	28.6%	59.7%
每股收益	0.40	0.38	0.57	0.74	1.17

目录

1. 公司是国内领先的电子化学品企业	- 1 -
2. 电子化学品行业：技术密集、成长迅速	- 2 -
2.1 行业壁垒高，盈利水平好	- 2 -
2.2 产业转移机遇促进行业快速发展	- 2 -
3. 独特技术创新模式快速反应行业变化	- 3 -
4. “成熟+新兴”产品梯队优势明显，持续增长可期	- 4 -
4.1 铝电解电容器化学品：承接产业转移，扩大市场占有率	- 4 -
4.2 锂电池电解液：借新能源东风快速成长	- 5 -
4.3 固态高分子电容器和超级电容器：期待应用领域扩展，迎接井喷增长	- 6 -
5. 募集资金用于扩产四大产品领域	- 8 -
6. 风险提示	- 8 -
6.1 下游元器件及整机产业需求波动的风险	- 8 -
6.2 主要原材料价格变化引起公司盈利大幅波动风险	- 8 -
6.3 应收帐款发生坏账的风险	- 9 -
7. 盈利预测	- 9 -

图表目录

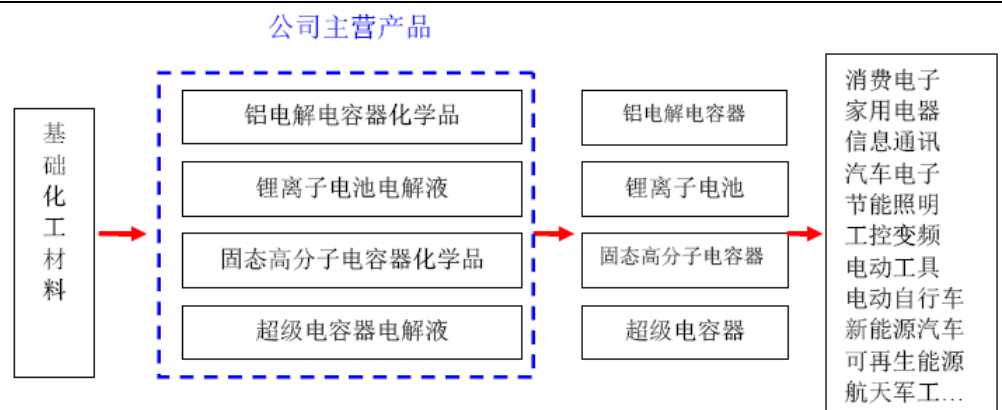
图表 1 公司主营产品	- 1 -
图表 2 公司主营收入（单位：万元）	- 1 -
图表 3 公司毛利（单位：万元）	- 1 -
图表 4 新宙邦专利技术	- 3 -
图表 5 输送带产品的分类和市场容量	- 4 -
图表 6 全球铝电解电容器市场规模（单位：亿美元、%）	- 5 -
图表 7 国内铝电解电容器市场规模（单位：亿元、%）	- 5 -
图表 8 输送带产品的分类和市场容量	- 6 -
图表 9 全球锂电池市场规模（单位：亿美元、%）	- 6 -
图表 10 国内锂电池产量（单位：亿颗、%）	- 6 -
图表 11 输送带产品的分类和市场容量	- 7 -
图表 12 募投项目明细	- 8 -
图表 13 预测利润表	- 9 -

1. 公司是国内领先的电子化学品企业

新宙邦是国内领先的电子化学品生产龙头企业，主营业务是新型电子化学品的研发、生产和销售，主要包括铝电解电容器化学品、锂离子电池电解液、固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液四类产品。上游是基础化工材料，下游是铝电解电容器、锂离子电池、固态高分子电容器及超级电容器等电子元器件行业；终端是消费电子、家用电器、信息通讯、汽车电子、节能照明、工控变频、电动工具、电动自行车、新能源汽车、可再生清洁能源、航空航天、军工等产业领域。

公司已成长为国内铝电解电容器化学品的龙头企业和市场领导者，在规模、研发、品牌、品质和服务等方面处于领先地位，08 年国内市场占有率 30%，国际市场占有率约 2.7%。锂电池电解液产销量实现了跨越式成长。2008 年销量 759 吨，比 2005 年增长 3.4 倍，年均复合增长率为 108.86%，市场占有率节节上升，约为 15%。固态电容器化学品已经成为世界主流的固态高分子电容器制造商的合格供应商，客户包括富士通（Fujitsu）、Nichicon、Chemi-con 以及台湾钰邦、松木等公司。超级电容器化学品已成为全球主流的超级电容器制造商美国 Maxwell、REDI 公司，韩国 Nesscap 等公司的合格供应商，并逐步实现批量供货。

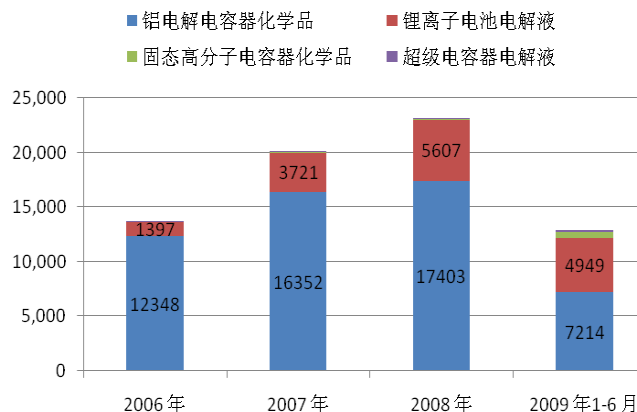
图表 1 公司主营产品



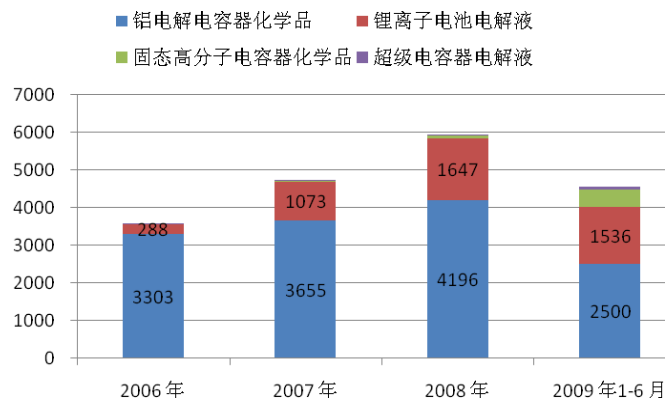
资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 2 公司主营收入（单位：万元）

图表 3 公司毛利（单位：万元）



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

2. 电子化学品行业：技术密集、成长迅速

2.1 行业壁垒高，盈利水平好

电子化学品是技术密集型行业，产品功能性强、更新换代快、质量要求严、附加值较高，因此行业平均利润水平高于一般的制造行业。电子化学品的行业壁垒体现在以下几个方面：

- 1) 技术要求高，电子化学品的材料合成必须具有高纯度、高质量特点，对微量杂质和颗粒含量进行严格控制；材料配制的电解液必须满足高性能要求，对水分及微量杂质严格控制。电子化学品通常要求主含量大于 99.5% 甚至 99.99% 以上，杂质控制在 ppm 级（10 的负 6 次方）。
- 2) 下游元器件行业的需求是电子化学品行业发展的引擎。电子化学品企业必须不断研发、生产出符合下游产品需要的新材料和新配方产品。
- 3) 终端消费市场需求多样性，引发了电子元器件品种、功能、组合、工艺路线的多样性，上游的电子化学品必须针对元器件客户进行一对一的产品研发和生产，满足个性化的需求。
- 4) 电子化学品是“电子化学品—元器件/部件—整机”产业链的前端，其工艺水平和产品质量直接对元器件/部件的功能和性状构成重要影响。下游元器件厂商一般采取严格认证，长期合作的策略。认证过程包括“样品认证、工厂现场审核、小批试产、中试、批量生产”等多个环节；时间通常需要 1-2 年，所以替换成本较高。

2.2 产业转移机遇促进行业快速发展

在国内消费结构升级需求拉动，全球制造业向中国转移的背景下，尤其是在新能源汽车及可再生能源的新增需求拉动下，国内电子化学品行业具备良好的发展环境，利润

率水平将长期保持基本稳定。电子化学品行业内部行业集中度将进一步提高，资源逐步向优势企业集中，转入良性竞争，对行业利润率有一定提升作用。

3. 独特技术创新模式快速反应行业变化

公司主营的电子化学品属于精细化工材料，是下游元器件的重要或核心部件之一；电子化学品子行业之间市场细分程度较高，各市场供求以及发展状况存在明显差异。经过持续多年的经营、人才积累及经费投入，公司建立了具有国内领先、国际先进水平的新型电子化学品研究开发中心，创立了以功能材料合成技术、材料提纯精制技术、微量分析测试技术、功能化学品各组份作用机理及配方技术、元器件设计与测试技术等五大核心技术模块为依托的技术创新模式。公司自主研发和掌握了大量主业所需的、实用的、能带来直接经济效益的新型电子化学品核心技术及独有技术。目前公司在国内及日本申请且已受理的发明专利共有 14 项（有 5 项进入实审、1 项公开）。公司通过参与下游客户的研发过程了解客户需求，提供面向客户的一整套产品解决方案，个性化服务建立竞争优势。

图表 4 新宙邦专利技术

序号	知识产权名称	申请号及进度	主要应用领域	创新类型
1	一种电解质 2-丁基辛二酸铵及生产方法	2005100408134 (实审阶段)	铝电解电容器化学品	原始创新
2	含端羧基的长链酯混和物及其制备的电解液和制备方法	2006100831072 (实审阶段)	铝电解电容器化学品	原始创新
3	铝电解电容器、超级电容器用季铵盐的制备方法	2006101116481 (实审阶段)	铝电解电容器化学品、超级电容器电解液	原始创新
4	季铵盐的制备方法（日本）	2007-148094 (已公开)	铝电解电容器化学品、超级电容器电解液	原始创新
5	锂离子电池夹心电极片及其制备方法	2008100669462 (实审阶段)	锂离子电池电解液	原始创新
6	锂离子电池室温离子液体电解质及其制备方法	2008100669477 (实审阶段)	锂离子电池电解液	原始创新
7	一种四氟硼酸季铵盐的制备方法	200810066948.1 (初步审查合格)	超级电容器电解液	原始创新
8	一种铝电解电容器的电解液及其溶质的制备方法	200810066950.9 (初步审查合格)	铝电解电容器化学品	原始创新
9	一种中、高压铝电解电容器的电解液及其溶质的制备方法	200810066951.3 (初步审查合格)	铝电解电容器化学品	原始创新
10	液态锂离子电池及其制备方法	200910105418.8 (已受理)	锂离子电池电解液	原始创新
11	电池电极片及其制备方法以及由该电极片制备的电池	200910105417.3 (已受理)	锂离子电池电解液	原始创新

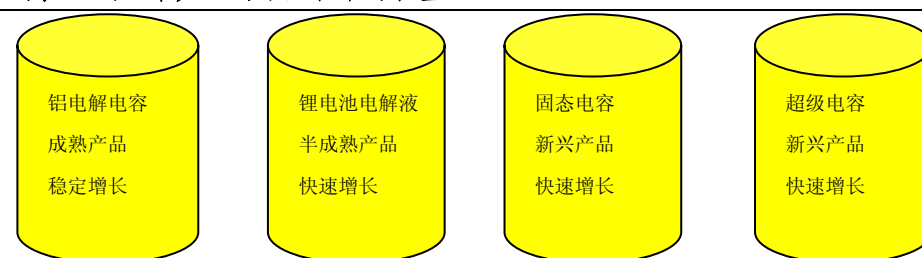
12	一种铝电解电容器电解液及其核心溶质的制备方法	200910106241.3 (已受理)	铝电解电容器化学品	原始创新
13	四氟硼酸四乙基铵盐的制备方法 (日本)	2009-111188 (已受理)	超级电容器电解液	原始创新
14	铝电解电容器电解液及其溶质的制备方法 (日本)	2009-111175 (已受理)	铝电解电容器化学品	原始创新

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

4. “成熟+新兴”产品梯队优势明显，持续增长可期

公司成熟产品以铝电解电容器化学品为主打，销售收入逐年保持高速增长，保障公司业绩的稳定性，2005 年起锂离子电池电解液产品所占比重持续上升，到 2008 年已成为公司收入和利润的重要来源，而且保持较为快速的增长。2004 年开始涉足的固态高分子电容器用导电高分子材料及超级电容器电解液则属于新兴产品，到 2009 年二季度已实现批量生产并向客户批量供货，将逐步成为公司重要的收入及盈利增长源。“成熟+新兴”的产品结构使得公司兼具抗风险能力和高成长性。

图表 5 输送带产品的分类和市场容量



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

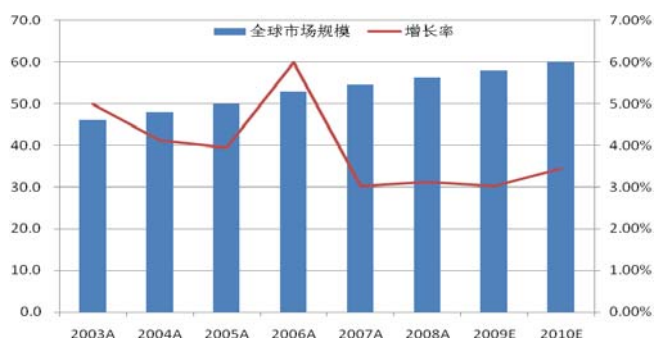
4.1 铝电解电容器化学品：承接产业转移，扩大市场占有率

铝电解电容器化学品是生产铝电解电容器的专用电子化学品和关键原材料之一。根据行业调研数据，铝电解电容器化学品占铝电解电容器产值的比重约为 4%。因此铝电解电容器化学品的市场规模与铝电解电容器的市场规模基本保持一定比例的同向变动。在过去的 5 年里，全球铝电解电容器保持在 3-5% 的稳定增长，2008 年全球市场规模为 56.3 亿美元，预计全球市场规模在后续几年仍将保持稳定的增长。根据铝电解电容器化学品价值量占铝电解电容器价值的 4% 计算，2008 年全球铝电解电容器化学品市场规模约为 2.25 亿美元，2010 年市场规模将达 2.4 亿美元。

随着全球电子产业从台湾向大陆转移，国内铝电解电容器迎来了快速的增长。根据工业和信息化部统计，“十五”期间（2001 年 - 2005 年）我国电容器产量实现了年均

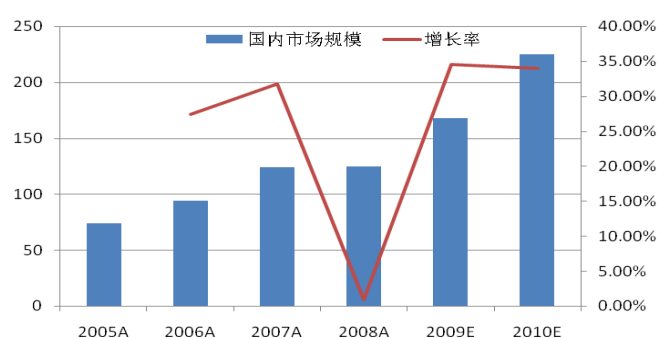
复合增长 25.5% 的高增长率，2005 年我国电容器产量为 3,800 亿只，比 2000 年 1,219 亿只增长了 2.1 倍；2005 年国内铝电解电容器行业销售额为 73.7 亿元，在 2010 年将达到 225 亿元。根据铝电解电容器化学品价值量占比 4% 计算，2008 年国内铝电解电容器化学品市场规模约为 5 亿元，2010 年市场规模将达 9 亿元。受金融危机的影响，08 年国内铝电解电容器的增长出现了短暂的停顿，但是在国家汽车下乡、家电以旧换新和国内消费升级的强力推动下，09 年汽车和家电销量出现了快速的增长，必将带动电容器行业的发展，预计未来 3 年电容器行业的增长重新回到 30% 的年增长速度。

图表 6 全球铝电解电容器市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：中国电子元件协会、德邦证券经济研究所

图表 7 国内铝电解电容器市场规模（单位：亿元、%）



资料来源：中国电子元件协会、德邦证券经济研究所

4.2 锂电池电解液：借新能源东风快速成长

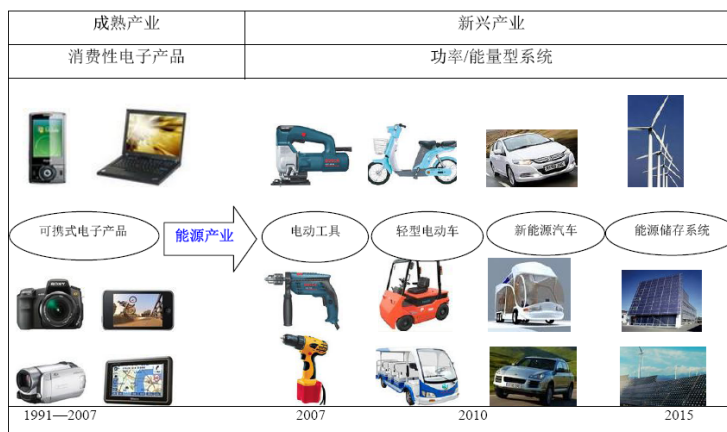
锂离子电池电解液是锂离子电池的关键原材料之一，锂离子电池电解液占锂离子电池产值比重约为 4%。1998 年至 2003 年，全球锂离子电池需求量的年平均增长率高达 63% 以上，2004 年以来，全球锂离子电池的需求量增长有所放缓，但仍保持年均两位数以上的增长率，2008 年全球锂离子电池需求量达到 28.7 亿只。销售额方面，2008 年全球锂离子电池的市场规模达到 71 亿美元，预计 2009 年达到 78 亿美元。在全球新一代 3G 移动通讯技术、互联网、数字化娱乐便携设备逐步普及的情况下，笔记本电脑、手机、上网本、数码产品、游戏机等消费电子领域的需求将继续保持旺盛的增长。根据锂离子电池电解液价值量占比 4% 计算，2008 年全球锂离子电池电解液市场规模约为 2.84 亿美元，预计 2010 年市场规模将达 3.4 亿美元。

在国内优良的投资环境和相对低廉的人工成本作用下，全球锂离子电池的制造中心也正向我国转移。日本、韩国及台湾等厂商也纷纷在大陆投资生产线，中国锂离子电池产量保持高于全球的高速增长。2004 年~2008 年间，中国锂离子电池的产量年均增长率高达 34.6%，远高于全球行业增长率，预计在未来几年增长率至少保持在 20% 左右。根据中国电子元件协会统计，2005 年国内锂离子电池销售额占全球销售额的 17%，约为 80.6 亿元。根据国内锂离子电池历年产量增长以及价格变动幅度计算，2006 年~2008 年年均销售额增长率达 22.9%，2008 年国内锂电池行业实现销售额约为 149.5

亿元。根据锂离子电池电解液价值量占比 4% 测算，2008 年国内锂离子电池电解液市场规模约为 6 亿元，预计 2010 年市场规模将超过 8 亿元。

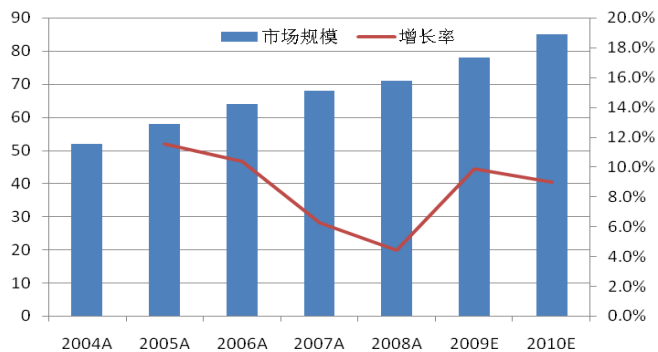
目前锂离子电池在手机电池、笔记本电池等小容量电池应用已经趋于饱和，但鉴于锂离子电池高效、绿色、轻便、寿命长等优异性能，锂离子电池会逐步替代传统的铅酸电池、镍氢电池，未来在电动自行车、电动工具、电动汽车应用领域逐步扩大，替代产生的市场是巨大的，将出现数十倍的增长。

图表 8 输送带产品的分类和市场容量



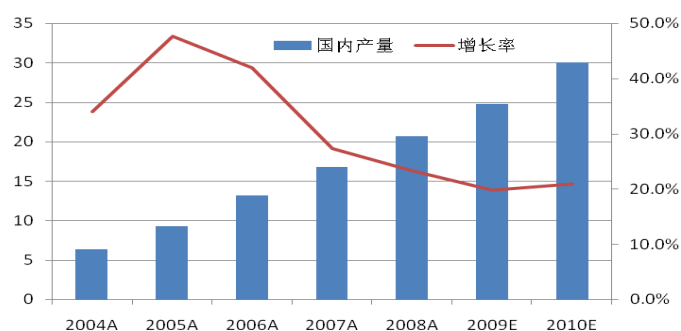
资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 9 全球锂电池市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：中国电子元件协会、德邦证券经济研究所

图表 10 国内锂电池产量（单位：亿颗、%）



资料来源：中国电子元件协会、德邦证券经济研究所

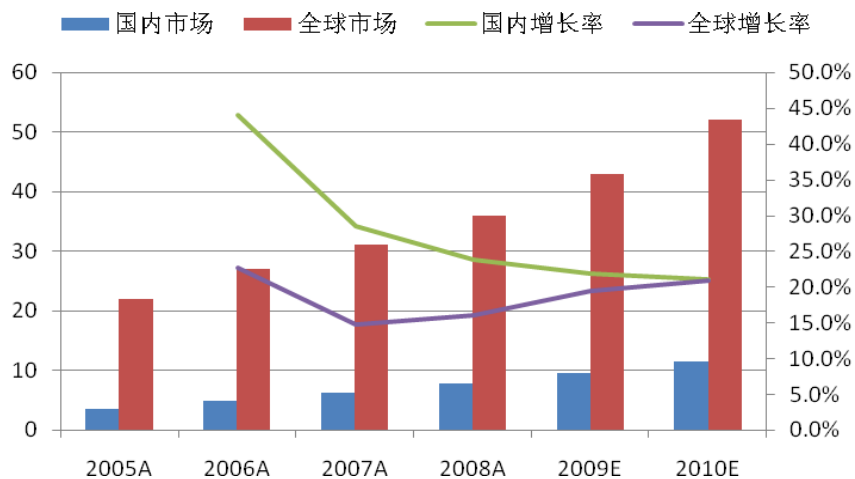
4.3 固态高分子电容器和超级电容器：期待应用领域扩展，迎接井喷增长

固态高分子电容器化学品是制造固态高分子电容器最核心的材料，对固态高分子电容器的性能起决定性的作用。固态高分子电容器主要应用于高端 3C 产品（计算机、通信及消费电子）的低压高频领域，包括笔记本电脑、上网本、PC 主机板 CPU、液晶电视、MP4、手机、PDA、工业个人计算机（IPC）、游戏机及绘图卡等。富士 Chimera 总研及 IEK 数据显示，2007 年全球固态高分子电容器产值达 9.4 亿美元，比 2006 年增长

25.33%，成长趋势非常强劲。按固态高分子电容器化学品占比 30%测算，2007 年全球市场规模约为 2.8 亿美元。随着原材料售价的下降，固态高分子电容器的应用领域将不断扩大，市场需求快速增长。目前全球固态高分子电容器供不应求，产能不能满足下游产业需要，各大厂商都在扩大产能，预计固态高分子电容器产值将继续保持快速增长。

超级电容器是介于传统电容器和蓄电池之间的一种新型储能装置，它具有功率密度大、容量大、使用寿命长、免维护、经济环保等优点。超级电容器用途广泛，可用于交通运输业（混合动力汽车、电动汽车等）启动以及停止制动能量回收、作为 UPS 后备电源广泛用于电子通讯设备，用于风力发电电机的变桨、输出功率的稳定及存储电源，水电气等远程抄表以及高速公路路灯和指示灯等领域。超级电容器卓越的性能和广泛的应用空间，使其近年来得到了迅猛的发展，市场规模一直在不断膨胀。全球超级电容器市场规模在 2005 年~2008 年一直保持 15%以上的增长率，2008 年市场规模达 36 亿元，到 2010 年市场规模将达 52 亿元。中国超级电容器市场规模成长更为迅速，从 2005 年 3.4 亿元增长到 2008 年的 7.8 亿元，年均增长 30%以上，预计未来几年仍将保持快速增长。根据超级电容器电解液价值量占比 25%测算，2008 年全球市场规模将达 9 亿元，其中国内市场规模约为 2 亿元。未来超级电容器有望应用于新能源汽车、风能太阳能发电等领域，需求会出现井喷式增长。

图表 11 输送带产品的分类和市场容量



资料来源：中国电子元件协会、德邦证券经济研究所

5. 募集资金用于扩产四大产品领域

本次募集资金拟投资于锂离子电池化学品项目、固态高分子电容器化学品、超级电容器化学品项目和铝电解电容器化学品项目四个生产性项目，以及新型电子化学品工程技术研究中心项目。募投项目投产有助于解决公司产能瓶颈，优化产品结构、重点扩大高端产品产量，顺应市场需求发展趋势，提高自主创新能力，增强行业地位，积极参与全球市场竞争。

四个生产性募集资金投资项目，均是公司现有成熟的主营业务项目，均已成功实现规模化生产。产量扩张幅度与市场容量空间相匹配，新增产量消化压力小，投资风险小。

图表 12 募投项目明细

序号	项目名称	2009 年产量	募投新增产量	达产后总产量	产量增幅
1	铝电解电容器化学品	16,000	16,600	24,600 *	53.80%
2	锂离子电池化学品项目	1,200	2,400	3,600	200.00%
3	固态高分子电容器化学品（EDOT）	16	60	76	375.00%
4	超级电容器化学品	80	720	800	900.00%
合计		17,296	19,780	29,076	68.11%

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

* 深圳龙岗厂区的部分老旧设备将在未来 2-5 年内逐步淘汰，预计将减少铝电解电容器化学品产量 8000 吨。因此，在募投项目预计达产年（2014 年），铝电解电容器化学品总产量约 24600 吨。

6. 风险提示

6.1 下游元器件及整机产业需求波动的风险

公司产品的终端是消费电子、家用电器、信息通讯、汽车电子、节能照明、工控变频、电动工具、电动自行车、新能源汽车、可再生清洁能源、航空航天、军工等产业领域。电子化学品市场需求规模及变动情况，与下游元器件行业及终端整机产业市场规模及变动密切相关。如果未来全球经济继续受金融危机的影响，将导致下游需求增长减缓甚至负增长，从而引起公司的业绩波动。

6.2 主要原材料价格变化引起公司盈利大幅波动风险

原材料成本占公司主营业务成本的 90%以上，其所需的原材料主要是基础化工原料。目前以石油为代表的能源和原材料价格呈现长期上涨趋势，增加了公司采购成本，并增加了存货及应收账款资金占用成本。主要原材料价格的波动对公司的业绩具有重要影响，如果原材料价格持续上涨将会影响公司盈利。

6.3 应收帐款发生坏账的风险

报告期内，公司应收账款总额较大，占流动资产和总资产比重较高。截至 2009 年 6 月 30 日，公司应收账款净额达 7,751.84 万元，占流动资产比例为 39.21%，占总资产比例为 31.75%。公司面临一定的坏账损失风险。

7. 盈利预测

我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.57 元、0.74 元和 1.17 元，我们认为可以给予公司 10 年 30-35 倍 PE，公司合理估值区间是 22.2-25.90 元，建议申购

图表 13 预测利润表

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	20,141	23,312	30,850	44,200	63,500
减：营业成本	15,398	17,362	20,125	29,712	41,240
营业税金及附加	30	45	62	88	127
销售费用	456	755	926	1,105	1,270
管理费用	1,017	1,382	1,500	1,800	2,100
财务费用	61	144	80	1,000	2,000
资产减值损失	289	85	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	101	56	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	99	0	0	0	0
二、营业利润	2,990	3,594	8,158	10,495	16,763
加：营业外收入	23	112	0	0	0
减：营业外支出	18	21	0	0	0
其中：非流动资产处置损失	0	0	0	0	0
三、利润总额	2,994	3,685	8,158	10,495	16,763
减：所得税费用	202	509	2,039	2,624	4,191
四、净利润	2,793	3,176	6,118	7,871	12,572
归属于母公司所有者的净利润	2,793	3,162	6,118	7,871	12,572
少数股东损益	0	14	0	0	0
五、每股收益：	0.40	0.38	0.57	0.74	1.17

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。