

新能源行业

新宙邦 (300037)

评级: 增持

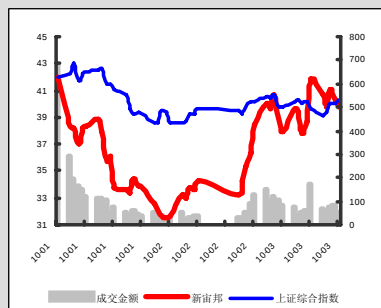
行业研究员

樊恺郁

010-88086830-679

fanky@rxzq.com.cn

新宙邦与上证指数走势对比图



新宙邦 (300037): 快速成长的行业龙头

投资要点

- 新宙邦主营业务是新型电子化学品的研发、生产和销售。主要产品有电容器化学品和锂电池化学品两大系列,具体包括铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品、超级电容器电解液及锂离子电池电解液四类产品。
- 公司所处的行业为电子化学品行业,其上游是基础化工材料行业,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元器件制造业,传统的应用终端是消费电子、家用电器、信息通讯、汽车电子等,行业发展稳定。同时随着节能照明、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、军工等新兴应用领域的兴起,公司所处行业未来面临爆发性增长机遇。
- 公司是铝电解电容器化学品全球主要供应商之一,目前占据国内市场份额三分之一以上,占全球市场份额12%左右。同公司是国内唯一能够工业化生产固态高分子电容器化学品与超级电容器电解液的企业,目前还没有国内厂商实现量产并与公司形成市场竞争关系。锂离子电池电解液方面,公司目前产能严重不足,是国内锂离子电池电解液前5大供应商之一。
- 公司产品下游需求旺盛,募投项目主要解决目前的产能瓶颈问题,募投项目的土建工程预计将在2010年底完成,2011年开始逐步释放部分产能,2014年完全达产。
- 我们预计公司2010年-2011年分别实现每股收益0.79元、1.02元和1.45元,目前股价对应动态市盈率分别为50.3X、39.2x和27.4X。从目前估值看公司的估值水平较高。但我们认为公司在电容器化学品行业具有龙头地位,以及未来新能源汽车行业启动将带动锂离子电池电解液的爆发性增长,公司未来业绩超预期的潜力较大,我们给予增持的评级。

表1: 主要盈利指标

	2009年	2010年	2011年	2012年
主营业务收入	3188.66	3992.20	5157.93	7004.46
YOY	36.78%	25.20%	31.20%	35.80%
归属母公司净利润	601.33	794.87	1022.86	1464.18
YOY	90.18%	32.19%	28.68%	43.15%
EPS	0.59	0.79	1.02	1.45

1、公司是国内铝电解电容器和锂电池化学品的领先企业

新宙邦主营业务是新型电子化学品的研发、生产和销售。主要产品有电容器化学品和锂电池化学品两大系列，具体包括铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品、超级电容器电解液及锂离子电池电解液四类产品。公司主营产品属于国家鼓励、重点支持和优先发展的电子新材料、新能源材料及节能环保材料等高新技术产品。

公司是国内铝电解电容器化学品的龙头企业，市场占有率超过 30%，在中国电子元件协会 2008 年统计的国内前 15 位铝电解电容器厂商中，公司已成为其中 14 位厂商的合格供应商，是国内前 10 位电容器用铝箔厂商的主导供应商；在美国 Paumanok 2004 年统计的全球前 25 大铝电解电容器厂商中，公司已成为其中 15 大厂商的合格供应商，客户包括东阳光铝、南通江海、新疆众和，日本 Chemi-con、Nichicon、松下，韩国三莹、三和，德国 EPCOS，凯普松国际、万裕国际、台湾立隆等。

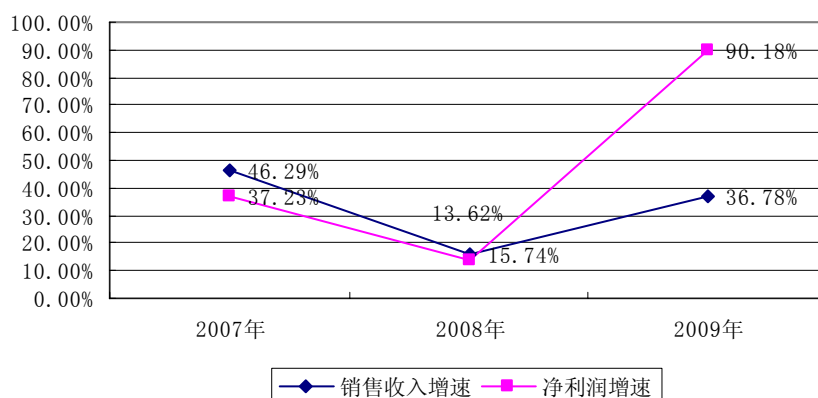
公司也是国内主要的锂离子电池电解液供应商之一，市场占有率约 15%，名列前茅，且继续保持快速增长。公司研发能力处于国内先进水平，是全国电源行业标准起草工作组核心成员单位，主要客户包括比克电池、中山天贸电池、精进能源、深圳邦凯等国内领先电池厂商。

表 2：公司主要产品及应用领域

产品	发展阶段	应用领域
铝电解电容器电解液	成熟产品 稳定增长	信息通讯、家用电器、消费电子、汽车电子、军事照明、节能照明、工控变频
锂离子电池电解液	成熟产品 稳定增长	电脑、手机、数码相机等 3C 产品 未来应用于电动汽车等
铝电解电容器电解液	新兴产品 快速增长	笔记本、CPU 主板、液晶电池、手机、太阳能电池组件等
超级电容器电解液	新兴产品 快速增长	风电及太阳能发电、太阳能路灯、UPS 应急电源、新能源汽车等

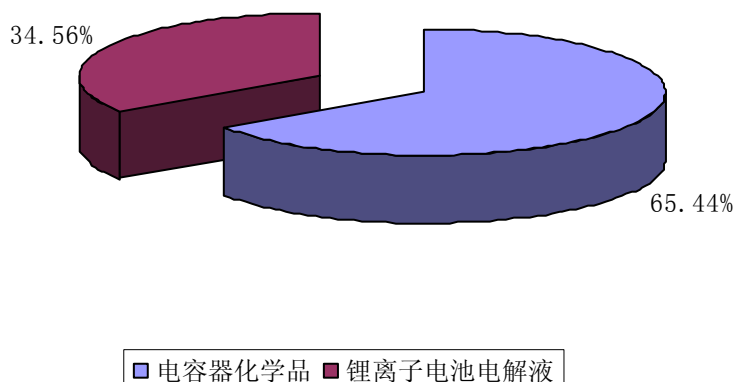
资料来源：公司公告 日信研究（注：铝电解电容器电解液、铝电解电容器电解液、超级电容器电解液在公司年报中统归为电容器化学品）

图 1：公司近三年收入和利润增速



资料来源：日信研究

图 2：2009 年公司主营构成

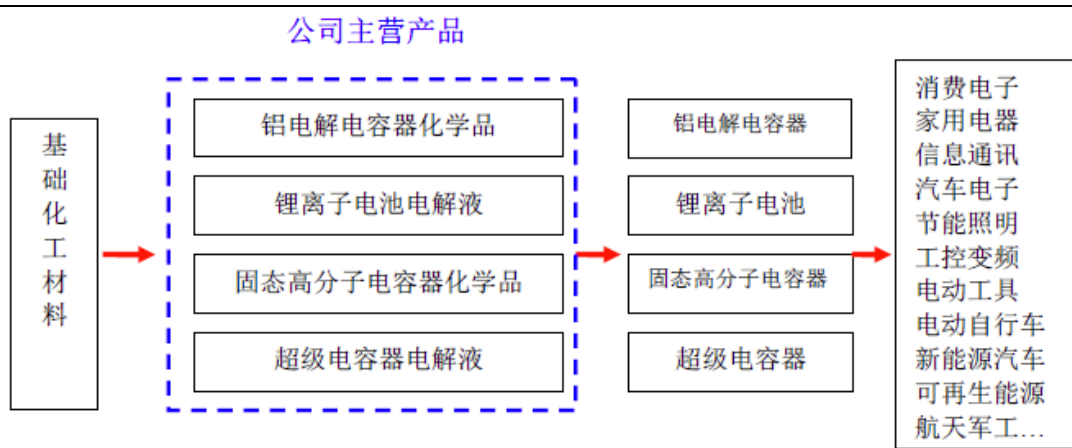


资料来源：公司公告 日信研究

2、公司位于产业链中游，传统应用领域发展稳定，新兴应用领域面临飞速发展

公司所处的行业为电子化学品行业，其上游是基础化工材料行业，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元器件制造业，传统的应用终端是消费电子、家用电器、信息通讯、汽车电子等，行业发展稳定。同时随着节能照明、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、军工等新兴应用领域的兴起，公司发展面临新的机遇与挑战。

图 3：公司所处产业链分布



资料来源：招股说明书 日信研究

2.1 铝电解电容器化学品国际市场平稳增长，国内市场增速高于国际市场增速

电容器是电子设备中常用的电子元件，通常起滤波、旁路、耦合、去耦、转相等电气作用，电容器的种类按照介质种类来区分可分为无机介质电容器、有机介质电容器和电解电容器三大类。

1) 无机介质电容器：包括常见的陶瓷电容以及云母电容

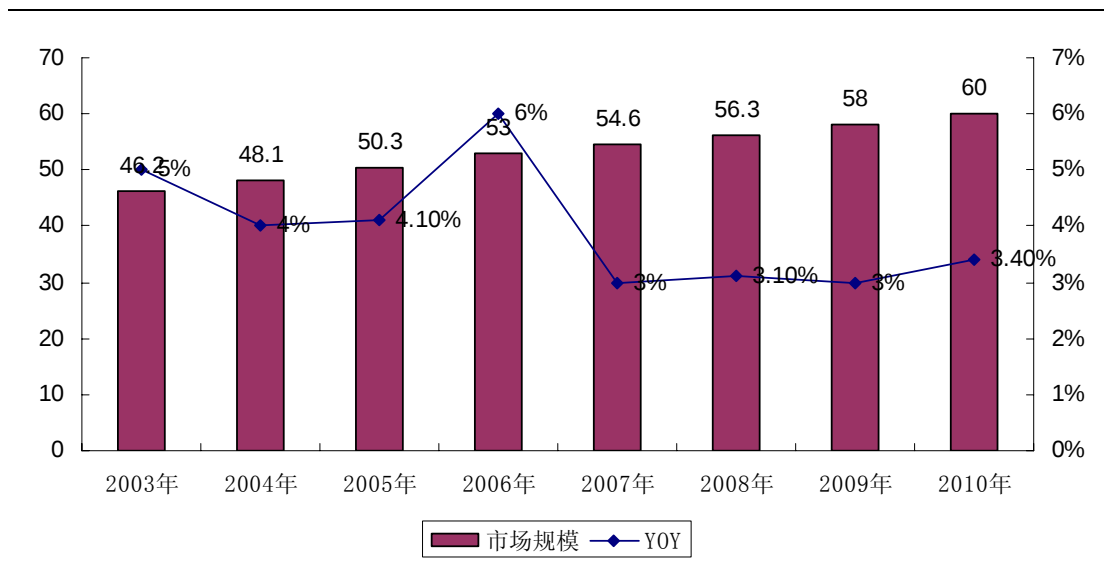
2) 有机介质电容器：例如薄膜电容器，这类电容经常用在音箱上，其特性是比较精密、耐高温高压。

3) 电解电容器：包括常见的铝电容，钽电容。电解电容器又在整个电容产业中占据了半壁江山，是目前应用最广泛的电容器

2008 年全球铝电解电容器市场规模约 56.3 亿美元，比 2006 年的 54.6 亿美元增长约 3.1%。2008 年全球铝电解电容器销量 2340 亿只，比 2007 年 2220 亿只增长约 5.4%，预计全球市场规模在后续几年仍将保持平稳增长。

图 4：全球铝电解电容器市场规模

单位：亿美元

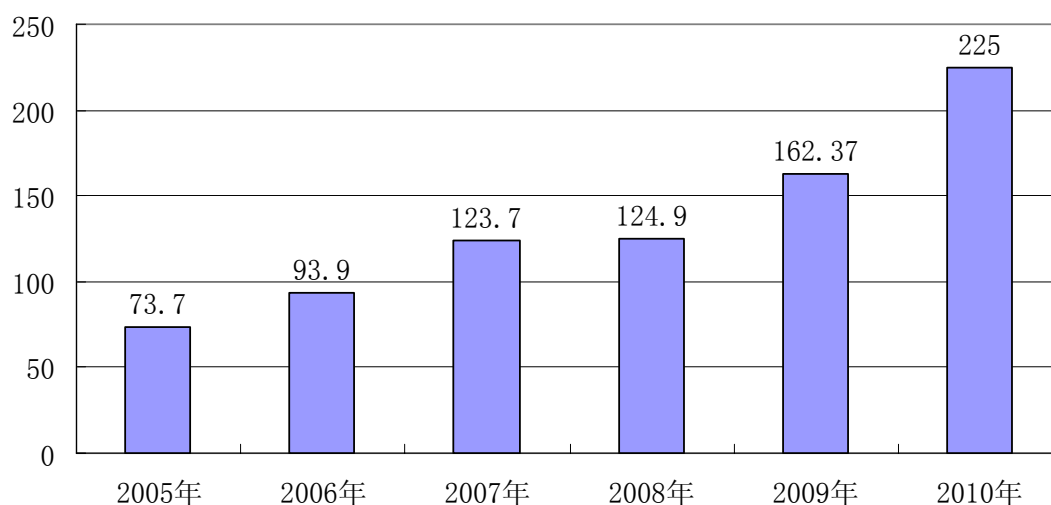


资料来源：中国电子元器件行业协会 日信研究

2008 年国内铝电解电容器市场规模约 125 亿元，占全球市场的 30% 左右，近年来，随着全球铝电解电容器向国内的不断转移，国内市场平均增速在 25%-30% 左右，高于国际市场的增速度。

图 5：国内铝电解电容器市场规模

单位：亿元



资料来源：工信部 日信研究

铝电解电容器化学品占铝电解电容器产值的比重约为 4%。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。据此测算，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。

2.2、固态高分子电容器产品供不应求，行业保持高速增长

电解电容中，传统的铝电解电容由是以电解液作为介电材料，摆脱不了因为物理特性而受热膨胀，出现漏液的危险现象。以高分子导电材料取代传统电解液的固态铝质电解电容器，具有高频低阻抗（10 毫欧）、高温稳定（-50 度~125 度）、快速放电、减小体积、无漏液现象，以及在 85℃ 的工作环境中，寿命最高可达 40,000 小时等等优点，让固态电解电容器受到市场的欢迎，再加上 Intel 的推波助澜，更使得固态电容大受市场欢迎。

由于固态高分子电容器卓越的性能，具备广阔的应用空间，但目前由于其关键原材料——导电高分子单体 EDOT 的成本较高（2007 年 10 月以前，专利掌握在拜尔公司手上导致成本较高），现主要应用于高端 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 主板 CPU、液晶电视、MP4、手机、PDA、工业个人计算机（IPC）等。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成长。

2007 年全球固态高分子电容器的市场规模在 9.3 亿美元以上，每年保持 50% 以上的市场增速，固态高分子电解液成本占产品成本的 30% 左右，目前的市场规模每年在 5 亿美元以上，市场处于供不应求的状态。

2.3、超级电容器每年的增速在 15% 左右

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，到 2010 年国内市场规模将达到 15 亿元左右。

根据超级电容器电解液价值量占比 25%测算，2010 年全球市场规模将达 20 亿元，其中国内市场规模约为 6 亿元。

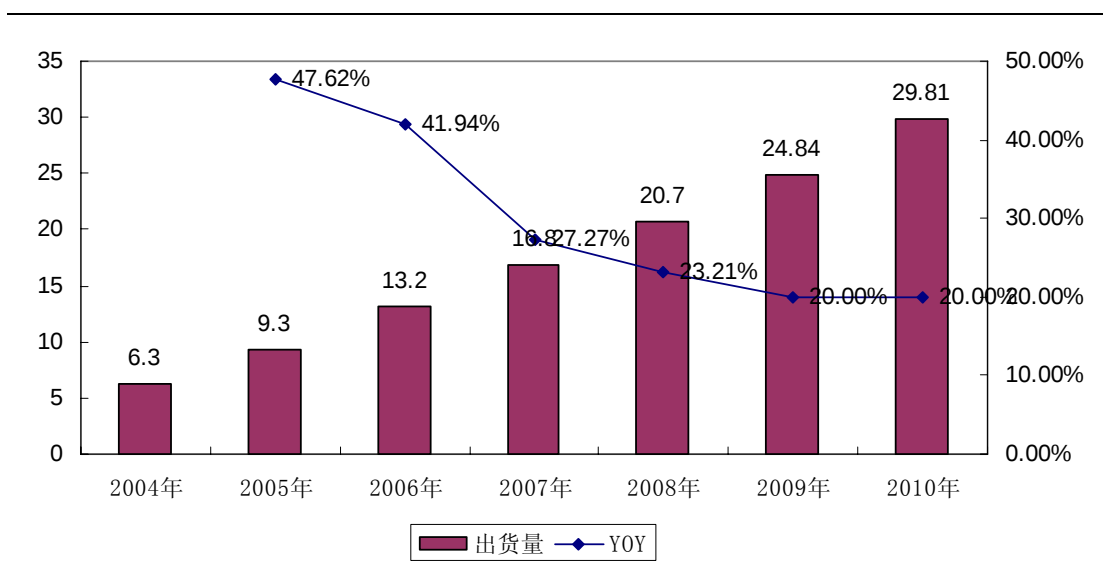
2.4 锂离子电池行业：传统应用领域增长平稳，新兴应用领域市场前景光明

锂离子电池的传统应用领域为笔记本电池、手机电池、数码相机电池等电子消费品，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 年全球锂离子电池的市场规模达到 71 亿美元，预计 2009 年达到 78 亿美元。就锂离子电池厂商而言，日本的三洋电机、索尼、松下，韩国的三星和 LG，中国的比亚迪、比克电池、深圳邦凯等公司处于行业前列。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。

中国电子元件协会统计，2008 年国内锂电池行业实现销售额约为 149.5 亿元。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。

图 6：中国锂离子电池出货量

单位：亿颗



资料来源：中国电子元件行业协会 日信研究

目前国内锂离子电池电解液的市场规模在 1.2 万吨左右，占全球产能的一半左右。随着新能源汽车行业的兴起，锂离子电池电解液也将面临新的发展机遇。2009 年全球汽车产量约为 7000 万量，若其中 1%为 EV，按每辆车 40 公斤电解液计算，电解液的需求就将接近 3 万吨，超过目前全球的电解液市场规模。

3、公司在各产品领域具有较强的竞争优势，是细分市场的行业龙头企业

3.1 铝电解电容器化学品：增长迅速，逐步打开国际市场

全球铝电解电容器化学品的主要供应商集中在日本和中国，日本代表厂商有富山药品工业、米山化学及三洋化成三家公司，主要供应日本本土、韩国和部分国内市场；国内厂商以深圳新宙邦为代表，主要供应国内市场。目前在国内市场，深圳新宙邦为首的国内厂商占有大部分市场份额，而日本厂商则因为运距及服务劣势、生产成本高等原因，在国内市场的占有率呈逐步下降趋势，但在高端产品市场占有较高市场份额。在日本、韩国及东南亚等主要的国际市场，富山药品工业、米山化学和三洋化成等日本供应商仍占据主导地位。同时，新宙邦为首的国内厂商也从中低端领域为突破口，逐步向国际市场拓展。

通过我们与公司了解，目前公司的铝电容器化学品的月出货量在 1000 吨以上，2009 年相比 2008 年有 25% 以上的增长，2009 年出口在 2000 吨左右，主要面对日本市场。与日本厂商相比，公司的产品价格具有叫较强的竞争优势，目前高端产品价格差距为 40% 左右，低端产品的价格差距在 5%-10%。目前公司铝电解电容器的全球市场占有率在 12% 左右，公司的发展目标是在 2020 年全球市场占有率达到 30% 以上。

表 3：公司在国内市场占有率

年份	2006 年	2007 年	2008 年
市场占有率	28%	26.90%	30.10%

资料来源：公司公告 日信研究（2009 年数据尚未统计）

3.2 固态高分子电容器与超级电容器化学品：国内唯一掌握技术的企业

深圳新宙邦通过自主研发、科技创新，成功突破了低成本、大批量生产固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液的技术，产品品质优良，并具有明显的成本优势。公司是国内唯一能够工业化生产固态高分子电容器化学品与超级电容器电解液的企业，目前还没有国内厂商实现量产并与公司形成市场竞争关系。全球市场上，H.C starck 公司是全球固态高分子电容器化学品的主导供应商和领导者，也是公司的主要竞争对手。美国 Honeywell 及 Novolyte 是公司在超级电容器电解液市场的主要竞争对手。

目前公司的固态高分子电容器化学品的产能为 16 吨/年，销售价格达到 150 万元/吨，毛利率在 50%。超级电容器化学品的产能约为 80 吨/年，销售价格在 10 万元/吨，毛利率也在 50% 以上。

2006 年-2007 年，公司受制于产能限制，销售收入的增长较为缓慢，2009 年公司电容器化学品销售收入达到 2.086 亿元，同比增长 18.76%，增量主要来自于固态高分子与超级电容器化学品。2009 年，公司的固态高分子电容器与超级电容器化学品分别实现量产，销售收入达到 3000 万元以上，占公司销售收入接近 10%。

2009 年，公司电容器化学品的毛利率较 2007 年提高 13.36 个百分点，增长动力主要来自三个方面：

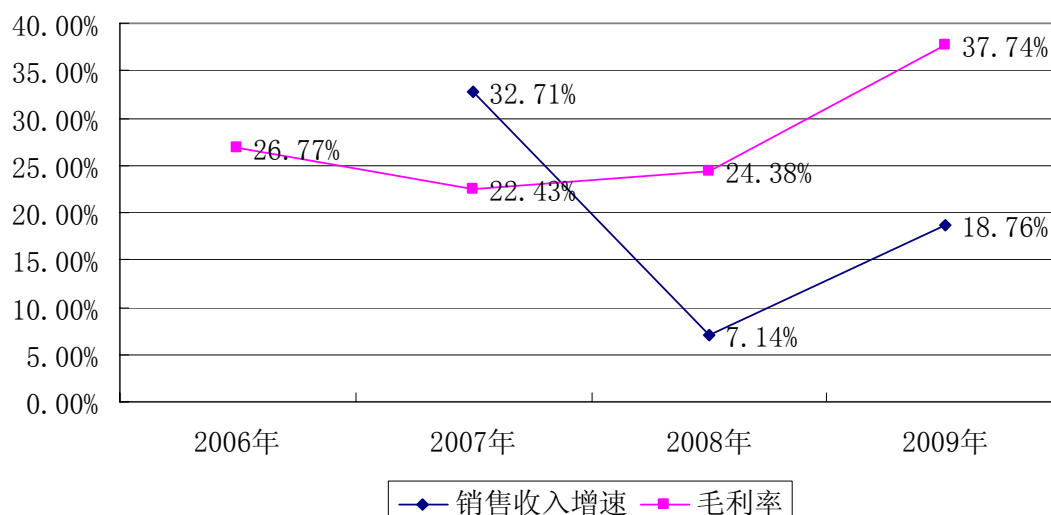
1) 固态高分子电容器化学品和超级电容器化学品的毛利率都在 50% 以上，产品量产提高了公司

毛利率水平。

2) 高端铝电解电容器化学品所占比重提升, 以及出口市场的打开提升了公司毛利率

3) 2009 年公司在原材料价格低位加大了原材料价格的储备, 而公司产品需求旺盛, 产品价格并未出现下跌。(主要原材料中乙二醇价格下跌 50%, 乙二酸价下跌 45%, 磷酸价格下跌 35%)

图 7: 公司销售入增速和毛利率变动



资料来源: 公司公告 日信研究

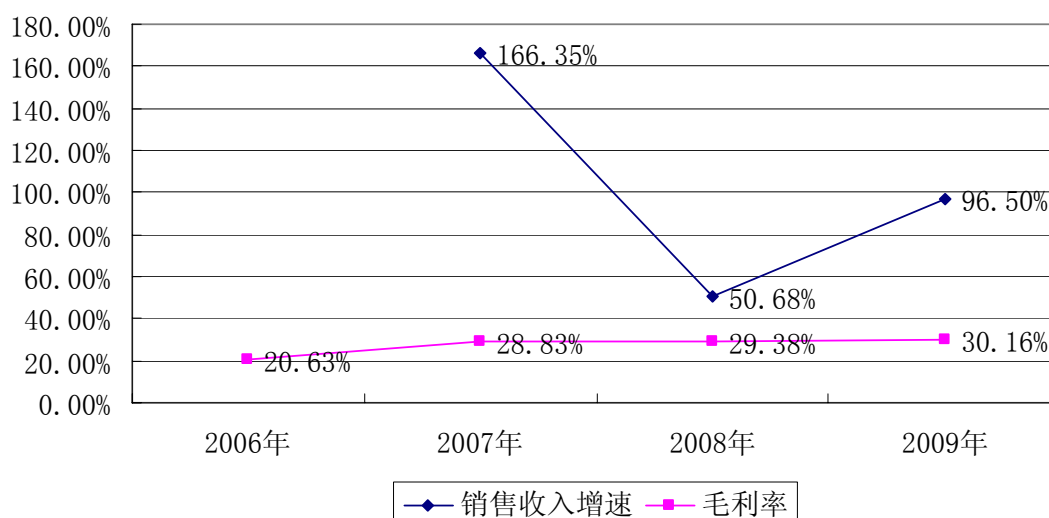
3.3 锂离子电池电解液: 国内前 5 大供应商之一

公司是国内主要的锂离子电池电解液供应商之一, 从 2005 年开始生产和销售锂离子电池电解液, 市场占有率名列前茅。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。

目前, 全球锂离子电池电解液的供应商主要集中在中、日、韩三国。日本及韩国的主要厂商包括日本宇部兴产、三菱化学、富山药品工业及韩国三星, 主要供应日本、韩国本土企业和部分在华日资、韩资企业。国内锂电池电解液市场的国产化率超过 80%; 日本宇部兴产、三菱化学及韩国三星等国外厂商的进口产品占有其余市场份额, 主要是在华日、韩资企业仍主要从国外进口所致。日本及韩国市场上, 日本及韩国厂商仍是主要供应商; 部分国内厂商也逐步向国际市场出口。国内供应商主要有江苏华荣化工、深圳新宙邦、天津金牛、东莞杉杉等公司, 主要供应国内市场, 也是公司国内的主要竞争对手。

2009 年, 公司出货量在 1800 吨左右, 目前两班倒生产, 产能严重不足。2009 年公司锂离子电池电解液的销售入达到 1.1 亿元, 同比增长 96.5%。公司电解液销售收入增长较快, 一方面是由于下游需求旺盛, 另一方面是由电解液生产具有较大的产能弹性, 虽然公司目前设计产能为 1200 吨/年, 但两班倒生产, 2009 年生产 1800 吨左右。

图 8：公司锂离子电解液销售收入增速及毛利率变动



资料来源：公司公告 日信研究

4、募投项目能很好的解决公司目前的产能不足问题

公司自成立以来一直高速增长，随着产品品种增加和生产规模的扩大，现有生产场地的饱和度不断增加，产量扩张压力越来越大。目前四大主营产品生产线布局非常紧凑。因此公司的募投项目主要在于扩大现有的四种产品产能。

表 4：募投项目

单位：万元、吨

项目	投资总额	现有产能	新增产能	达产后产能	产能增加
铝电解电容器化学品项目	9900	16000	16600	24600	54%
锂离子电池化学品项目	6400	1200	2400	3600	200%
固态高分子电容器化学品项目	2000	16	60	76	375%
超级电容器化学品项目	1500	80	720	800	900%
新型电子化学品工程技术研究中心	1800				
合计	2160				

资料来源：日信研究

（注：铝电解电容化学品公司未来将逐步淘汰部分落后产能，故达产后总产能为 24600 吨）

通过与公司交流，募投项目中，锂离子电池电解液项目 2010 年底将完成土建，2011 年达产 30%，2012 年完全达产。目前国内锂离子电池电解液的需求每年在 1.2 万吨左右，其中国泰荣华计划扩产到 5000 吨、东莞杉杉计划扩产到 3500 吨。传统 3C 电子产品的需求增长有限，各厂家的扩产计划主要为未来新能源汽车市场做准备，公司也将视市场需求变化逐步释放产能。若新能源汽车市场未启动，或公司产品未能打入新能源汽车市场面临一定的市场风险。

铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品和超级电容器化学品三个项目的土建也将在 2010 年底前完成，2011 年释放约 10%-30% 的产能。由于工艺调试及产品认证过程漫长等，所有产能释放将在 2014 年。

表 5：公司未来三年产能情况预测

单位：吨

产品	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
铝电解电容器化学品	16000	22000	24600	24600
锂离子电池电解液	1800	2600	3600	3600
固态高分子化学品	16	20	30	40
超级电容器化学品	80	200	400	600

资料来源：日信研究

5、盈利预测与估值

我们预计公司 2009 年-2011 年分别实现每股收益 0.79 元、1.02 元和 1.45 元，目前股价对应动态市盈率分别为 50.3X、39.2x 和 27.4X。从目前估值看公司的估值水平较高。但我们认为公司在电容器化学品行业具有龙头地位，以及未来新能源汽车行业启动将带动锂离子电池电解液的爆发性增长，公司未来业绩超预期的潜力较大，我们给予增持的评级。

表 6：盈利预测表

单位：十万元

科目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	3188.66	3992.20	5157.93	7004.46
YOY	36.78%	25.20%	31.20%	35.80%
减：营业成本	2068.79	2594.93	3301.07	4342.77
营业税金及附加	8.33	10.38	15.47	21.01
销售费用	120.39	159.69	257.90	350.22
管理费用	214.48	279.45	361.05	560.36
财务费用	4.3	5.99	7.74	10.51
资产减值损失	68.83	119.77	154.74	210.13
加：投资收益	0.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	703.83	821.99	1059.95	1509.46
加：营业外收支	4.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	708.53	821.99	1059.95	1509.46
减：所得税	107.2	27.13	37.10	45.28

少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	601.33	794.87	1022.86	1464.18
YOY	90.18%	32.19%	28.68%	43.15%
EPS	0.59	0.79	1.02	1.45

资料来源：日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。