



上市公司调研研究报告

前景广阔，扩产可期

调研目的

最近，我们对新宙邦公司进行了调研，并与公司管理层进行了交流。

调研结论

电子化学品+新能源概念的双重拉动

公司是储能介质领域的国内龙头，具体产品包括铝电解电容化学品、锂离子电池电解液、固态高分子电容化学品和超级电容电解液四类。享受电子行业和新能源产业的双重拉动，发展前景广阔。除铝电解电容产品较为成熟，预计增速为 5% 左右外，其他领域需求增速均在 20% 以上，公司作为领域龙头，凭借技术和渠道等优势，能够获得高于行业平均的增长和利润率。09 年，我国电子元器件销售同比下跌 11.98%，而公司销售增幅 36.7%，可见公司强劲的增长势头。目前，公司铝电解电容市场占有率 30% 左右，锂电池电解液市场占有率 15% 左右，其他产品属于新开发业务，市场占有率较小，有较大提升空间。

技术和生产的双重领先

储能介质行业属于技术密集型行业，其技术壁垒包括配方和生产工艺两个层面。以锂离子电池电解液为例，针对不同类型的正极材料和使用工况，有不同的最佳原料配方。另一方面，对产品质量稳定性的要求对企业的生产工艺水平有很高的要求。公司在技术和生产领域均具有较大的领先优势，针对客户具体需求的个性化研发能力强劲，并且产品质量与 Honeywell、H.C starck 等国际龙头不相上下。目前，公司部分产品已经通过 Maxwell、REDI 等大型客户的认证。

产品梯队走向优化

公司产品梯队合理稳健，铝电解电容化学品作为成熟产品，市场占有率高，发展稳健，为公司利润做出主要贡献；锂离子电池电解液同时包含成熟和新兴产品品种，中期发展值得期待；固态高分子电容化学品和超级电容电解液是公司的新兴产品，未来将在公司发展中扮演越来越重要的地位，产品线逐步优化。

表 1 公司产品发展规划

	09H1 年收入占比	募投产能增加	募投达产后收入占比
铝电解电容化学品	56.02%	53.8%	46.15%
锂离子电池电解液	38.43%	200%	31.45%
固态高分子电容化学品	4.52%	375%	15.05%
超级电容电解液	1.04%	900%	7.35%

资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

新宙邦（300037）

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

当前股价：46.20 元

目标价格 6 个月：48.0 元

调研日期：2010 年 05 月 26 日

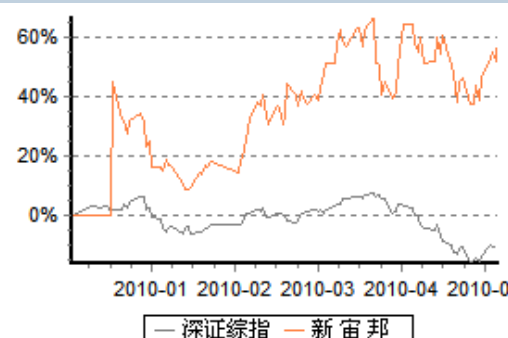
发布日期：2010 年 05 月 28 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.6/10.0	21.0/34.0	0.0/-0.9
12 月最高/最低价（元）			49.88/0
总股本（万股）			10,700
流通 A 股（万股）			2,700
总市值（亿元）			49.43
流通市值（亿元）			12.47
近 3 月日均成交量（万）			190
主要股东			
中国银行-嘉实服务增值行业证			1.82%
券投资基金			

股价表现





超募资金动向初显，产能倍增成为大概率事件

公司超募金额约为 3 倍左右，3 月 5 日，公司公布超募资金使用计划公告，决定使用部分超募资金在大亚湾和南通购买总面积 77000 平方米，分别用于新型化学品合锂电化学品生产用地，与公司目前 63000 平方米土地相比，实际建设产能较之募投产能倍增成为大概率事件。预计公司将重点建设毛利率和发展速度都更高的锂离子电池、固态高分子电容及超级电容化学品，进一步优化产业结构并提升回报率。

前景广阔，扩产可期

我们预期，由于行业前景广阔，公司很可能利用超募资金扩大产能并可较充分地拓展市场，项目将在未来 2-3 年内开始逐渐贡献丰厚利润。预计 10、11 和 12 年公司每股收益分别达到 0.73、1.00 和 1.42 元，给予 11 年动态市盈率 46-50 倍左右，对应股价 46-50 元。给予“增持”评级。

风险因素

公司的风险因素主要体现在三个方面：

竞争对手对市场的争夺：公司在业内的龙头地位并不唯一，锂离子电池电解液领域的江苏国泰、固态电容领域的 Honeywell、超级电容领域的 H.C starck 等都是公司的有力竞争者，并且江苏国泰近期也有扩产计划，公司扩增的产能面临着与上述公司的直接竞争，如果市场拓展不顺利，将影响公司业绩增长。

原料的供应和价格冲击：原料价格占公司成本的 90%以上，大多为石化产品，受油价波动影响较大。锂电池电解液专用的六氟磷酸锂全球供应量约在 3000 吨左右，公司募投达产后需求量占全球供应的 12%左右，并且对产品品质要求较高，目前仅从日本订货。如果发生原料供给和价格冲击，可能影响公司产品毛利率和产能利用率。

新产品市场开拓的不确定性：公司新产品下游需求受到电子、新能源汽车等行业发展的拉动，并且在这些领域都存在实力较为强劲的对手，因此其未来市场开拓具有一定不确定性，可能影响未来业绩。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	318.87	426.47	668.12	918.86
主营收入增长率	36.78%	33.74%	56.66%	37.53%
EBITDA（百万）	76.24	100.01	157.63	223.91
EBITDA 增长率	84.90%	31.17%	57.62%	42.05%
净利润（百万）	60.13	77.85	107.01	152.13
净利润增长率	38.43%	29.46%	37.46%	42.16%
ROE	6.48%	13.14%	16.04%	19.66%
EPS（元）	0.750	0.728	1.000	1.422
P/E	41.47	42.75	31.10	21.87
P/B	3.59	5.62	4.99	4.30
EV/EBITDA	33.27	33.96	22.42	15.64



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)