

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

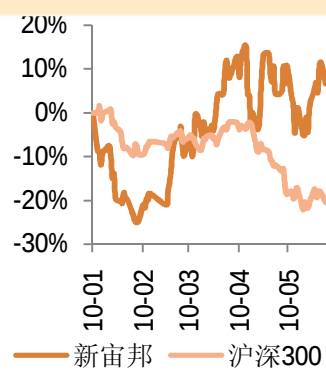
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

巢枫

Tel: 021-68634518-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com



基本数据(05.31)

收盘价(元)	44.49
总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	27.00
总市值(亿元)	47.60
流通市值(亿元)	12.01
PE TM	79.16
每股净资产	8.51

评级：增持
目标价：49元

相关报告：《专营电池电解液，受益于新能源产业》——新股定价报告，2009.12.19

投资要点

- 公司公布超募资金投资计划。公司公告，拟将5.26亿元超募资金当中的3亿元分别投资于南通化工园区新型电子化学品项目以及惠州宙邦新型电子化学品二期项目。
- 新的募投项目立足于2012年后的产能扩张。从新增的四个项目内容上看，均是上市时扩产能项目的延伸。铝电容器化学品和锂电池化学品的产能将在2.46万吨和3600吨的基础上，再次新增2.5万吨和5000吨，导电高分子材料产能将在360吨的基础上新增480吨。只有2万吨的环保碳酸酯项目为正在开拓销售市场的新增项目，产品属于无毒无公害的新型化工原料。
- 新增项目可提升公司远期业绩成长预期。此四项目的建设期均在一年半，按照计划2012年下半年才可释放20%左右的产能，2013-2015年将按照60%、80%、100%的产能释放率逐渐达产。因此公司近期的业绩增长主要依赖前期募投项目的产能释放，新增项目将主要贡献2013-2015年的长期业绩增长。
- 产能扩张速度过快，市场开拓和消纳程度将对公司产生重大影响。公司铝电容器化学品和锂电池化学品的产量将在2015年达到当前水平的3倍和7倍左右，年均增速在25%和50%。虽然这一增速与国内铝电容器和锂电池市场的预期增速基本符合，但我们仍然认为市场消纳程度的滞后，可能会影响公司产能的顺利释放。
- 公司高毛利水平是否可持续是重要风险因素。石油及基础化工原料价格的波动，对公司的盈利能力影响较大，公司2009年35%的高毛利率水平是否能够持续，存在不确定性。
- 公司成长速度快，给予增持评级，目标价50元。公司2009年锂电池化学品的产量及销售情况超过预期，我们适当上调此业务的产能释放速度；同时由于新增募投项目将在2012年有所贡献，我们上调2012年的收入预测。预计2010到2012年公司EPS为0.79、1.05、1.47元，对应当前PE58.7、44.2和31.7倍。给予增持评级，考虑到公司未来五年都将维持年均30%的成长速度，我们认为公司目前的高估值比较合理，目标价49元。

主要财务指标(05.30)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	319	381	550	757
收入同比(%)	37%	20%	44%	38%
归属母公司净利润	60	85	113	157
净利润同比(%)	90%	41%	33%	40%
毛利率(%)	35.1%	30.8%	33.4%	34.9%
ROE(%)	6.5%	8.6%	10.3%	12.6%
每股收益(元)	0.56	0.79	1.05	1.47
P/E	82.76	58.72	44.16	31.65
P/B	5.36	5.06	4.54	3.97
EV/EBITDA	55	51	30	23

表 1、公司超募资金的投向计划(万元)

名称	业务	投资额	产能(吨)	建设期(年)	达产期(年)	满产收入	满产净利
南通新型电子化学产品项目	电容器化学品	9500	25000	1.5	2.5	25000	2500
	锂电池化学品	12000	5000	1.5	2.5	25000	2750
惠州新型电子化学产品二期项目	新型环保溶剂	6800	20000	1.5	2.5	20000	2000
	导电高分子材料	8200	480	1.5	2.5	25000	3000
合计		36500				95000	10250

数据来源：湘财证券研究所

表 2、不考虑新增项目的分业务业绩预测(万元)

产 品		2009A	2010E	2011E	2012E
铝电解电容化学品	产量(吨)	16000	16000	20300	24,600
	单价(万元)	1.12	1.1	1.05	1
	销售收入(万元)	17920	17600	21315	24600
锂离子电池电解液	产量(吨)	1500	2500	3500	4000
	单价(万元)	7.15	7	6.85	6.7
	销售收入(万元)	10725	17500	23975	26800
固态高分子电容器化学品	产量(吨)	16	16	46	76
	单价(万元)	167	140	120	100
	销售收入(万元)	2672	2240	5520	7600
超级电容器化学品	产量(吨)	80	80	440	800
	单价(万元)	10.28	10	9.5	9
	销售收入(万元)	822.4	800	4180	7200
合计		32139.4	38140	54990	66200

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	957	682	878	864	营业收入	319	381	550	757
现金	795	552	633	606	营业成本	207	264	366	493
应收账款	91	69	164	155	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	1	1	2	2	营业费用	12	14	20	28
预付账款	2	3	4	5	管理费用	21	25	36	49
存货	37	24	27	29	财务费用	0	-25	-11	-4
其他流动资产	30	33	48	65	资产减值损失	7	5	6	5
非流动资产	49	440	620	792	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27	319	449	596	营业利润	70	99	132	184
无形资产	16	17	17	18	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	6	105	154	178	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1006	1122	1498	1656	利润总额	71	99	132	185
流动负债	75	137	400	401	所得税	11	15	20	27
短期借款	4	66	304	280	净利润	60	85	113	157
应付账款	24	27	39	52	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	46	44	57	69	归属母公司净利润	60	85	113	157
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	76	83	142	209
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.79	1.05	1.47
其他非流动负债	3	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	78	139	402	403	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	107	107	107	107	营业收入	36.8%	19.6%	44.2%	37.7%
资本公积	740	740	740	740	营业利润	95.8%	40.3%	33.4%	39.6%
留存收益	81	136	248	406	归属于母公司净利润	90.2%	40.9%	32.9%	39.5%
归属母公司股东权益	928	983	1095	1253	获利能力				
负债和股东权益	1006	1122	1498	1656	毛利率(%)	35.1%	30.8%	33.4%	34.9%
现金流量表					净利率(%)	18.9%	22.2%	20.5%	20.8%
单位:百万元					ROE(%)	6.5%	8.6%	10.3%	12.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	43.8%	12.6%	13.5%	16.6%
经营活动现金流	28	100	33	194	偿债能力				
净利润	60	85	113	157	资产负债率(%)	7.7%	12.4%	26.9%	24.3%
折旧摊销	5	9	21	29	净负债比率(%)	5.29%	47.50%	75.50%	69.56%
财务费用	0	-25	-11	-4	流动比率	12.79	4.98	2.19	2.16
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	12.29	4.80	2.13	2.08
营运资金变动	-43	36	-102	13	营运能力				
其他经营现金流	5	-4	13	-1	总资产周转率	0.53	0.36	0.42	0.48
投资活动现金流	-11	-401	-201	-201	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	6	400	200	200	应付账款周转率	11.29	10.33	11.08	10.83
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-5	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.79	1.05	1.47
筹资活动现金流	708	57	249	-20	每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.94	0.31	1.81
短期借款	-22	62	238	-24	每股净资产(最新摊薄)	8.67	9.18	10.24	11.71
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	27	0	0	0	P/E	82.76	58.72	44.16	31.65
资本公积增加	704	0	0	0	P/B	5.36	5.06	4.54	3.97
其他筹资现金流	-1	-5	11	4	EV/EBITDA	55	51	30	20
现金净增加额	725	-243	81	-27					

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。