

新宙邦 300037



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

高速扩张中的锂电池电解液先锋

事件:

我们于近期前往深圳新宙邦公司总部进行了调研, 与公司管理层进行了交流, 对行业的现状及公司的前景进行了了解。

主要观点如下:

- **新宙邦锂离子电池电解液产能5年内将有6倍增长。**公司目前拥有1200吨锂离子电池电解液的年生产能力, 2009年公司通过挖掘设备潜力, 生产了1500吨锂离子电池电解液, 在国内约有15%左右的市场占有率。目前公司正在惠州和南通新建两个项目, 预计2015年全部达产后公司将拥有8600吨锂电池电解液生产能力, 较现在规模增长6.2倍, 有助于巩固公司国内市场前三甲的地位。
- **新宙邦将保持国内铝电解电容器化学品龙头地位。**目前公司拥有16,000吨的铝电解电容器化学品的年生产能力, 在国内市场占有率达30%以上, 国际市场占有率约2.7%, 是国内该行业的龙头企业。公司2015年将拥有49,600万吨年产能, 较目前增长260%。作为市场领导者, 新宙邦在规模、研发、品牌、品质和服务等方面的领先地位将保证公司这块业务的稳步发展。
- **固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液, 应用前景广阔, 未来将快速增长。**值得一提的是, 新宙邦自主创新掌握了超级电容器电解液的主溶质——季铵盐合成技术, 处于国际先进水平, 成为国内唯一一家规模化生产季铵盐的企业。
- **随着公司新建项目的逐渐投产, 未来3年新宙邦的营业收入将会保持在30%以上的高速增长。**而且高附加值的产品在公司整体营收中的比例还会有小幅度的提升。这样一来, 公司的毛利率基本能够维持在较高的水平。
- **给予推荐评级。**我们计算出新宙邦2010年至2012年的每股收益分别为0.90元、1.17元及1.41元人民币。考虑到创业板的整体估值水平以及目前沪深两地从事锂离子电池化学品的上市公司的定位, 我们给予新宙邦推荐评级, 目标价54元。

新材料 III	2010-08-31
评级	推荐 (首次)
目标价格	54.00
当前价格	46.08

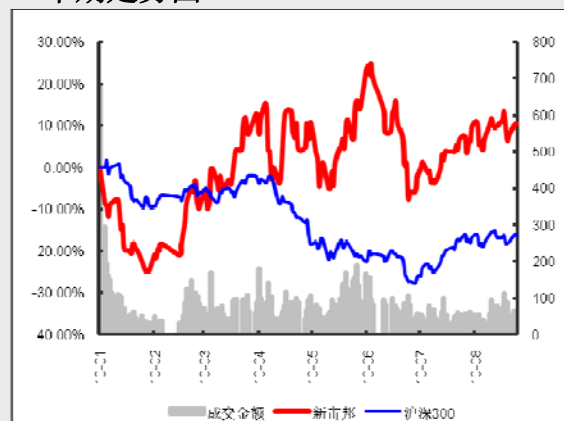
基础数据

总市值(百万)	4,930.56
总股本/流通股本 (百万)	107.00/27.00
流通市值 (百万)	1,244.16
每股净资产	8.78
净资产收益率	4.43%

交易数据

52 周内股价区间	53.90/30.55
市盈率	51.4
市净率 (MRQ)	5.25

一年期走势图



行业研究员: 万炜、张欣

证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3502
E-mail	wanwei@ajzq.com

相关报告:

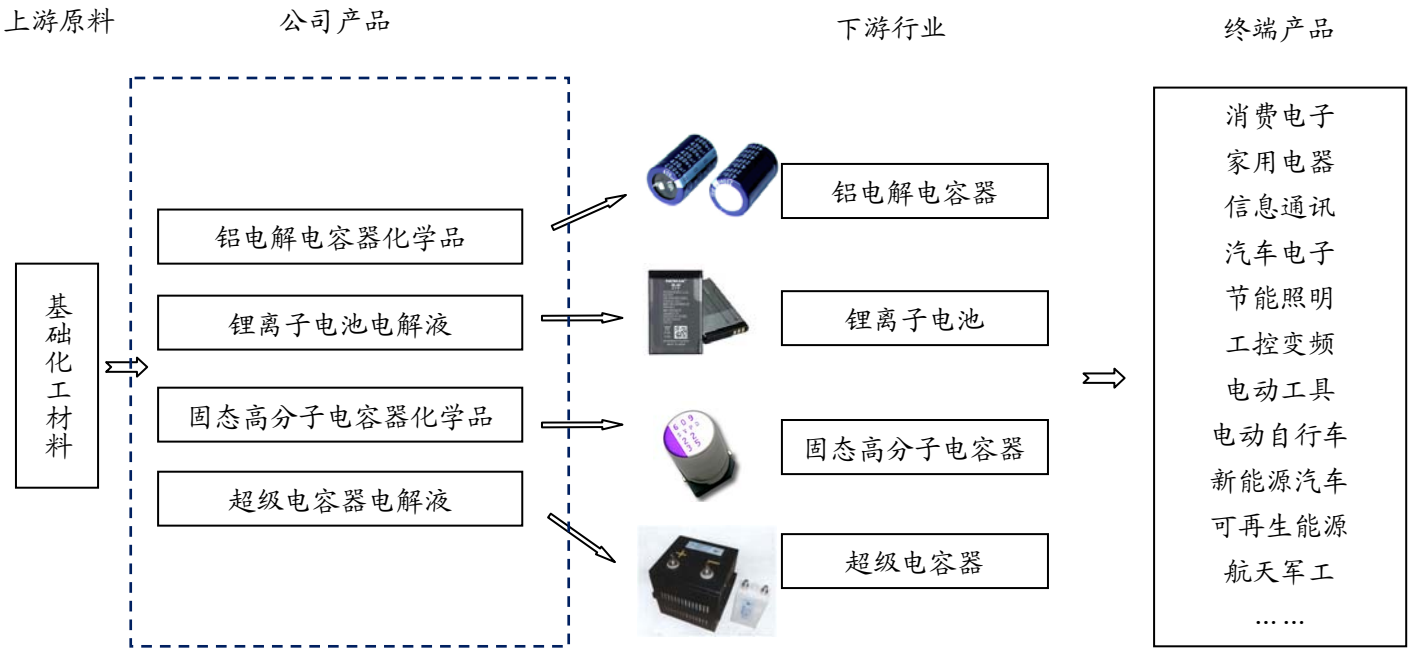
1. 公司背景

主营业务

深圳新宙邦科技股份有限公司(以下简称新宙邦或公司)是一家专业从事新型电子化学品的研发、生产和销售的企业。其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。其生产规模、产品质量和技术开发能力居国内同行领先。

公司主营产品的下游行业是铝电解电容器、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制造业,终端包括通讯、电子、节能照明、新能源汽车、可再生清洁能源、航空航天、军工等国民经济和国防建设的诸多领域,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。

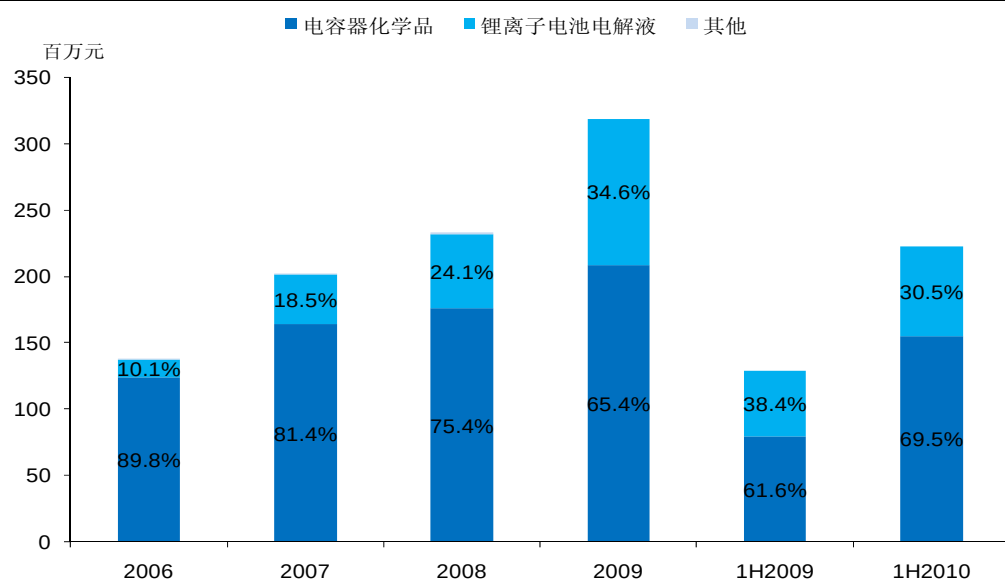
图表1 新宙邦主要产品下游行业及终端产品分布



数据来源:公司公告,爱建证券研究发展总部

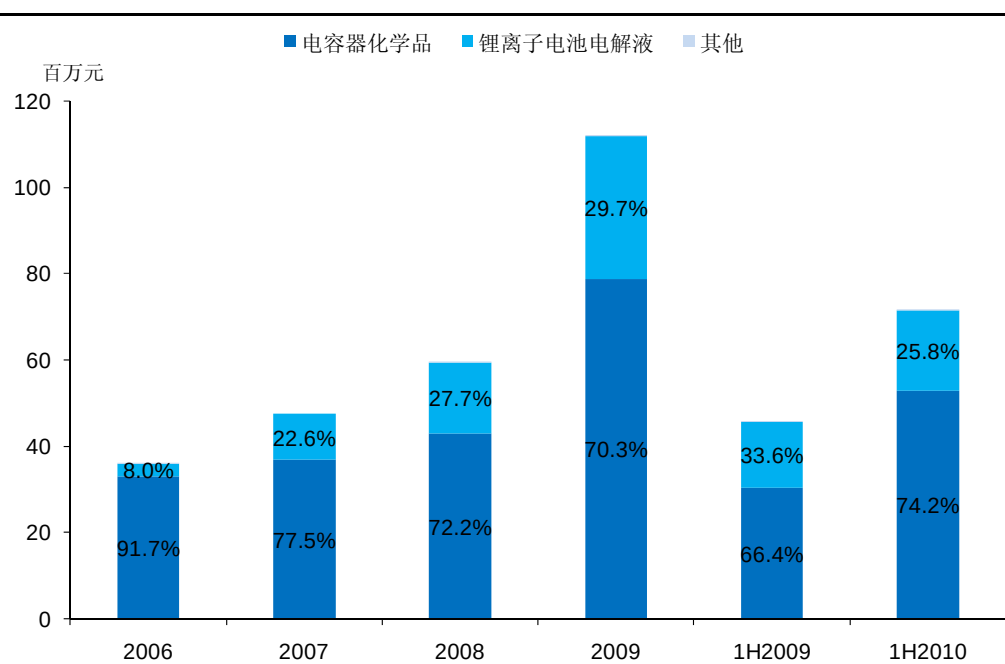
新宙邦2002年成立时，产品以铝电解电容器化学品为主打，随着研发实力逐步增强，铝电解电容器化学品的销售收入也逐年保持高速增长，成为公司主要和持续的收益来源。基于铝电解电容器化学品的生产与研发积累，以及对行业特点和行业趋势的深刻认识和把握，公司从2003年开始涉足锂离子电池电解液的开发研究，2005年起锂离子电池电解液产品所占比重持续上升。从营业收入看，锂离子电池电解液占公司营收的比重从2006年的10.1%上升至2010年上半年的30.5%（见图表2）。从毛利看，占公司毛利的比重从2006年的8.0%上升到2010年上半年的25.8%（见图表3）。成为公司收入和利润的又一主要来源。

图表2 新宙邦分产品营业收入



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图表3 新宙邦分产品毛利



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

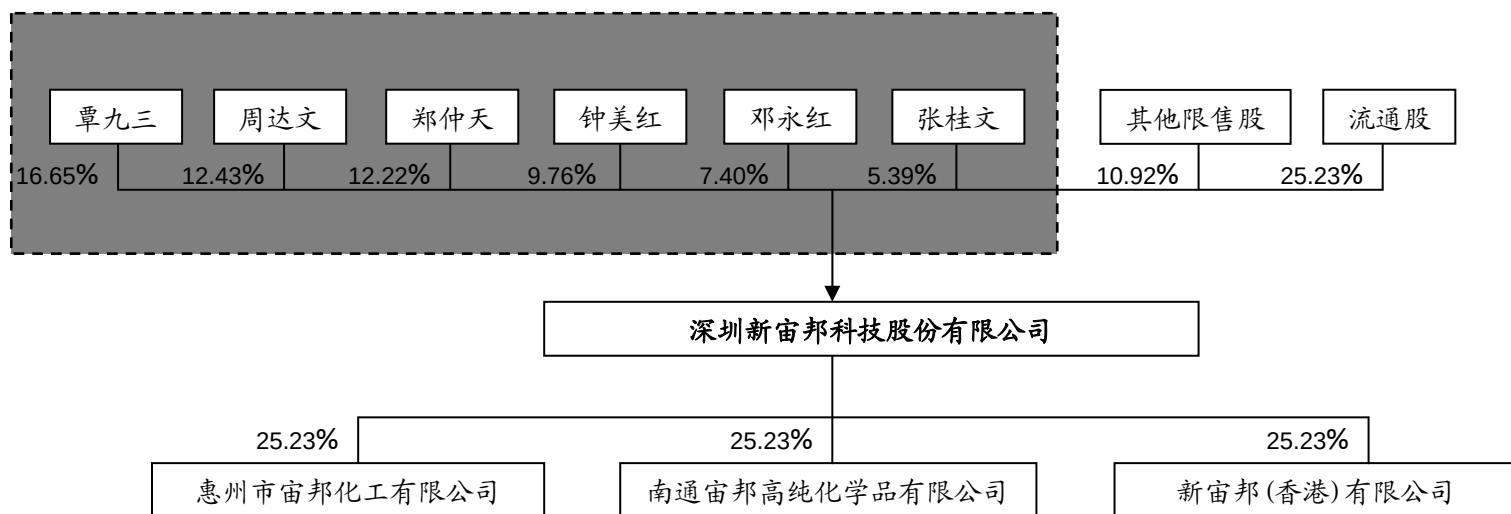
股权结构

目前公司控股股东是覃九三、周达文、郑仲天、钟美红、邓永红、张桂文等六人，合计持有公司68.32百万股，占公司股份总数的63.9%。

上述六人均均为公司的创始人。其中，覃九三与邓永红是夫妻关系；覃九三、周达文、钟美红、邓永红、张桂文五人同为湘潭大学校友（其中覃九三、邓永红和钟美红是大学同学，周达文和张桂文是大学同学）；郑仲天与张桂文曾长期共事于珠海裕华聚酯有限公司。

2008年3月25日，上述六人于签署了《一致行动协议书》，承诺“各方在股份公司重大事务决策（包括但不限于在股东大会行使表决权、提案权、提名权等；担任董事的个人在董事会行使表决权、提案权、提名权等）时保持一致行动”。因此，覃九三等六人是新宙邦的实际控制人。

图表4 新宙邦股权结构



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

2. 投资要点

锂离子电池电解液，前途不可限量

锂离子电池是代表未来发展方向的绿色能源电池，是一种放电后可通过充电的方式使活性物质激活而继续使用的二次电池。目前全球主要使用的二次电池有铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池和锂离子电池。相比其他二次电池，锂离子电池的优势主要表现在：①单体电池工作电压高达3.7V，是镍镉电池、镍氢电池的3倍，铅酸电池的近2倍；②重量比能量大，是镍氢电池的2倍、铅酸电池的4倍，因此重量轻，是相同能量的铅酸电池的三分之一到四分之一。③体积比能量大，体积是铅酸电池的二分之一到三分之一，可设计更合理的结构和更美观的外形。④循环寿命长，循环次数可达1000次以上，寿命约为铅酸电池的两到三倍。⑤无记忆效应，所以每次充电前不必像镍镉电池、镍氢电池一样需要放电，可以随时随地的进行充电。⑥无污染，不存在有毒物质，而铅酸电池和镍镉电池由于存在有害物质铅和镉，存在环境污染。

图表5 二次电池性能简要对比

产品	铅酸电池 Pb-acid	镍镉电池 Ni-Cd	镍氢电池 Ni-MH	锂电池 Li-ion
商品化时间	1890	1956	1990	1992
工作电压	2.0V	1.2V	1.2V	3.3-3.7V
能量密度	100Wh/L <30Wh/kg	150Wh/L 50Wh/kg	250Wh/L 60-80Wh/kg	350-400Wh/L 100-150Wh/kg
循环寿命	300 次	1000 次	500 次	>1000 次
每月自放电率	4-5%	20-30%	30-35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
是否环保	否	否	是	是
价格	<0.2\$/Wh	0.5\$/Wh	0.5-1\$/Wh	0.3-1\$/Wh
优点	1. 技术成熟 2. 价格低	1. 可快速充电 2. 价格便宜 3. 循环寿命	1. 可快速充电 2. 高功率放电 3. 能量密度稍高 4. 循环寿命长	1. 可快速充电 2. 可高功率放电 3. 能量密度高 4. 循环寿命长
缺点	1. 不适快速充放电 2. 能量密度低（重量重/体积大） 3. 寿命短	1. 能量密度低 2. 具记忆效应 3. 环保问题（Cd）	1. 具些许记忆效应 2. 高温环境下性能差	1. 价格高 2. 安全性 3. 充放电效率差

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

锂离子电池应用领域不断扩大

由于卓越的电化学性能和环保特性，锂离子电池自1992年量产以来在短短10多年的时间获得极大的发展，已在消费电子领域成功替代其他类型二次电池，成为主导产品。

目前锂离子电池最成熟的应用领域是便携式消费电子产品。在全球新一代3G移动通信、互联网、数字化娱乐便携设备逐步普及的同时，3G手机、上网本等新兴即时通讯工具市场在未来几年将一直保持旺盛的市场需求，将继续推动锂离子电池的发展。

图表6 锂离子电池应用领域

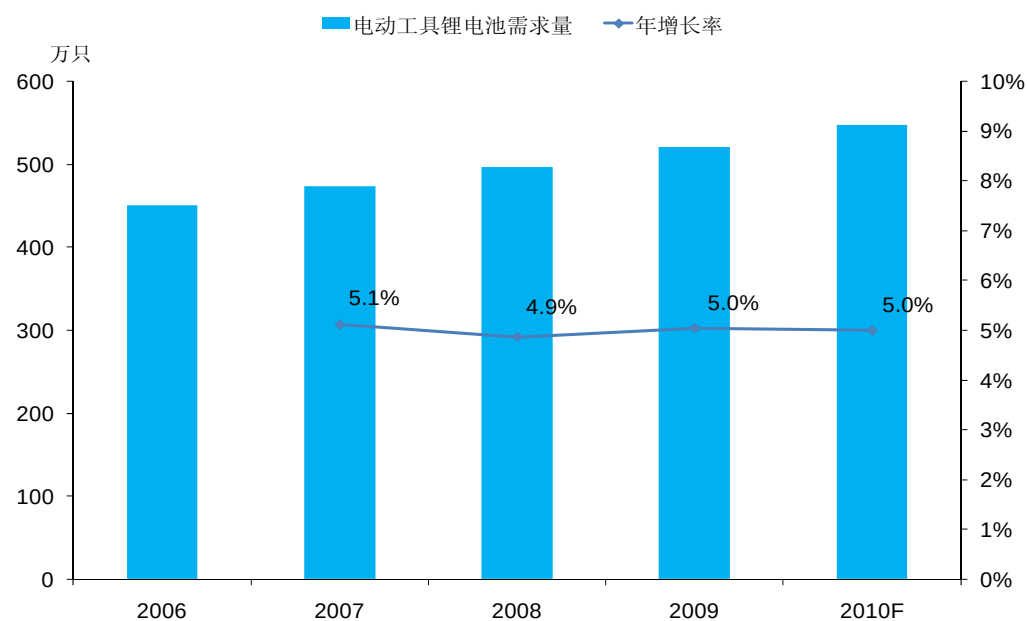


数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

从发展方向上看，锂电池正在逐渐进入电动工具、电动自行车、电动代步车及电动轮椅市场领域，目前这些产品主要采用铅酸或镍氢电池为主，锂离子电池在这些领域的劣势是成本相对较高。虽然锂电池一次性购价高，但综合考虑电池使用寿命、放电时间、轻便性等因素，并且随着消费者对锂电池优点的逐步认识，以及规模化应用导致成本不断下降，锂电池在上述领域的用量将会大幅度增长。

全球电动工具市场需求庞大，每年约稳定成长5%。目前电动工具电池以镍镉、镍氢为主，锂离子电池已逐渐打入此市场，未来比重将持续增加。假设1台电动手工具机需要3只锂离子电池，预估2010年电动手工具机的锂离子电池需求量将达547万只，市场规模可达到28.2亿美元。

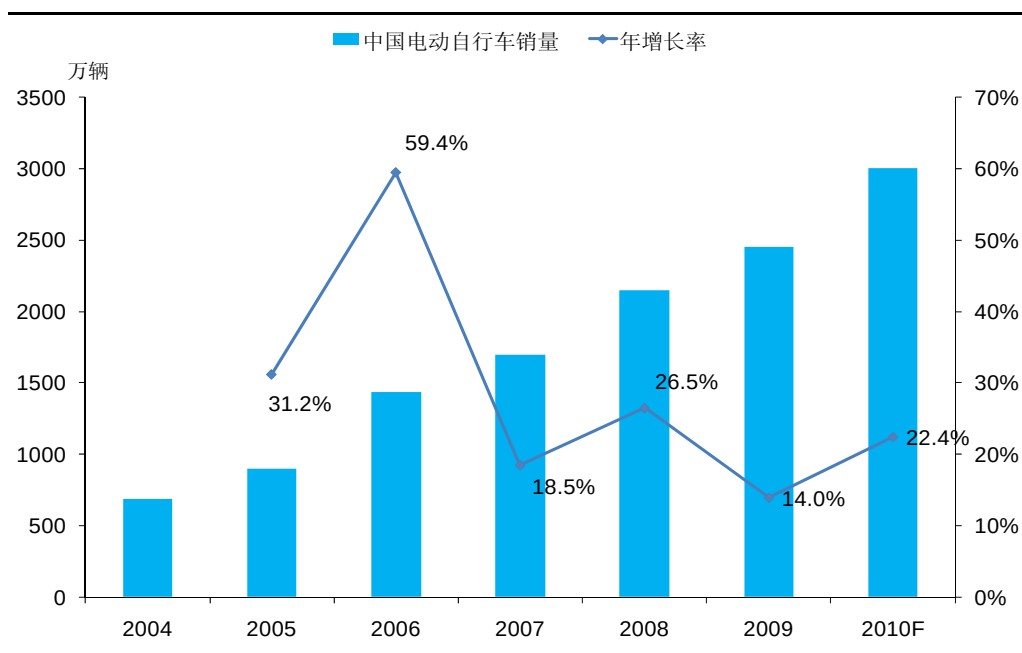
图表7 全球电动工具锂电池需求量



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

电动自行车具有不需使用石化燃料、售价及使用成本相对低廉、可解决都市区停车及塞车问题、没有空气及噪音污染等四大优势。近几年，电动自行车市场因环保意识增强呈现大幅成长，目前全球电动自行车市场中国占约95%。由于成本原因，电动自行车中高达90%采用有污染的铅酸电池，镍氢电池占8%，锂离子及其它电池仅2%。我们预计未来将逐步向锂离子电池过渡。假设一台电动自行车需要30只磷酸铁锂电池，预估2010年仅中国电动自行车锂电池需求将达到9亿只。规模将从2006年的158.8亿元人民币成长至2010年的324亿元人民币。

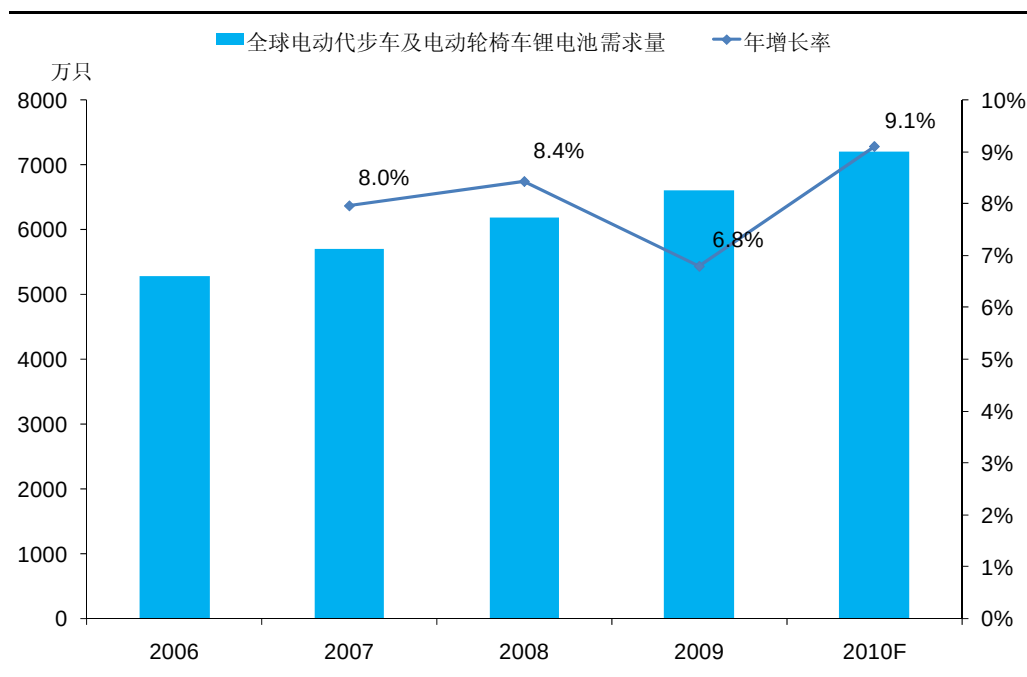
图表8 中国电动自行车销售量



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

目前全球电动代步车及电动轮椅车以每年7%以上的速度保持增长，正处于以铅酸电池为主往锂离子电池发展的过渡阶段。假设一台电动代步车或电动轮椅需要60只磷酸铁锂电池，预估全球电动代步车及电动轮椅车锂电池市场产值可由2006年的2.7亿美元成长至2010年的3.7亿美元。

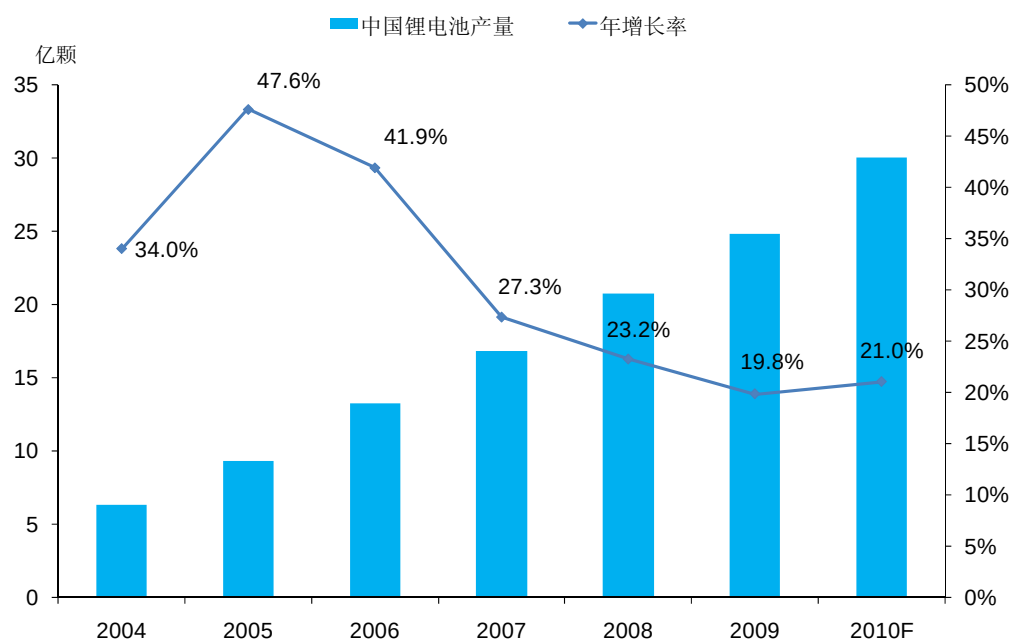
图表9 全球电动代步车及电动轮椅锂电池需求量



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

在中国，随着深圳比亚迪、比克电池、天津力神、深圳邦凯、深圳华粤宝等锂离子电池企业的迅速崛起，中国的锂离子电池产业开始进入快速成长的阶段。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们转移。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。

图表10 中国锂电池产量



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

新能源汽车，锂离子电池爆炸性增长机会

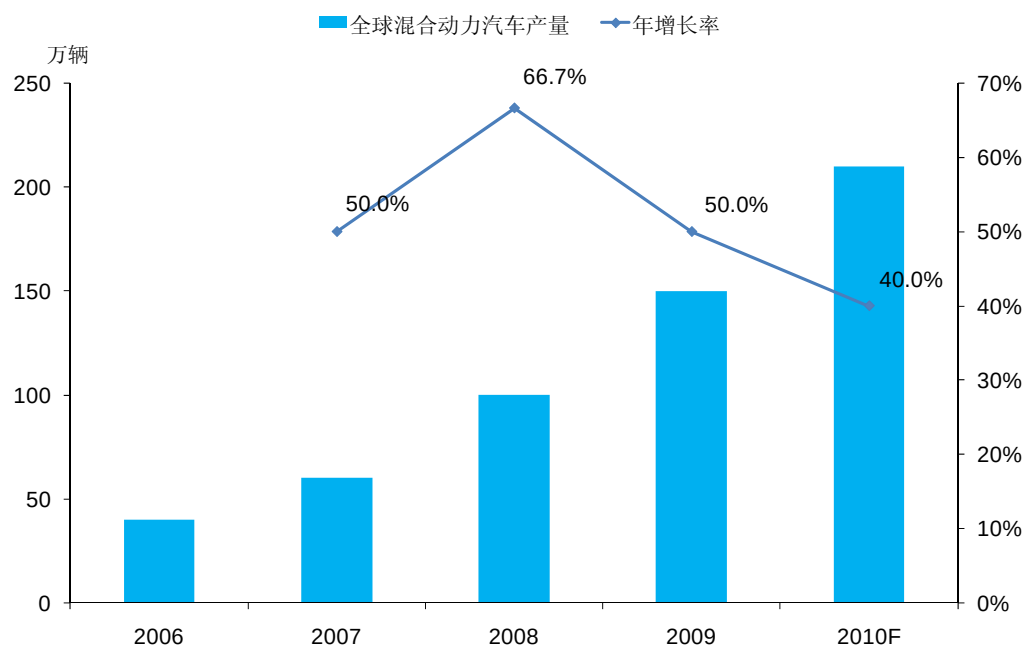
为了摆脱对日益枯竭的石油的依赖，掌握未来能源主动权，目前一场新能源革命正在席卷全球，其中新能源汽车更是成为了新能源战略中的核心。

以美国为例，2009年3月，奥巴马政府宣布将由美国能源部提供24亿美元资金用于推动新能源汽车发展，其中15亿美元资金资助高性能电动电池及其配件的生产，其余资金用于资助新能源汽车其他部件生产以及充电站等基础设施建设。美国政府还采用政府直接采购、向购买新能源汽车的消费者提供税收优惠（7500美元/辆）等方式促进新能源汽车应用，力争到2015年使美国的插电式混合动力汽车使用量达到100万辆。2009年6月23日，美国能源部向福特、日产及特斯拉汽车厂商发放了近80亿美元的先进技术贷款，资助其新能源汽车的研发和生产。

中国政府也相继推出多项政策积极推动新能源汽车应用和推广，包括“十城千辆”节能与新能源汽车规模化推广应用工程、《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》、《汽车产业调整和振兴规划》、《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》等产业政策，来鼓励和扶持新能源汽车的发展。根据《汽车产业调整和振兴规划》，我国将改造现有生产能力，在2011年底形成50万辆新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的5%左右。

在全球新能源政策刺激下，新能源汽车的发展如火如荼。我们预计2010年以全球混合动力汽车为代表的新能源汽车市场规模将达到210万辆。

图表11 全球混合动力汽车产量



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

新能源汽车主要可分为混合动力车、纯电动车和燃料电池车三种。在目前技术条件及成本情况下，预计新能源汽车在2020年之前以混合动力车为主，2020年~2035年以纯电动车为主。动力电池组是电动汽车（含混合动力汽车和纯电动车）最核心的部件之一，是电动汽车发展的基础和瓶颈。目前阻碍电动汽车发展的瓶颈主要是动力电池在续航能力、成本等方面与传统汽车相比还有一定劣势。只有动力电池组技术水平有较大提升，电动汽车产业才能发展壮大。

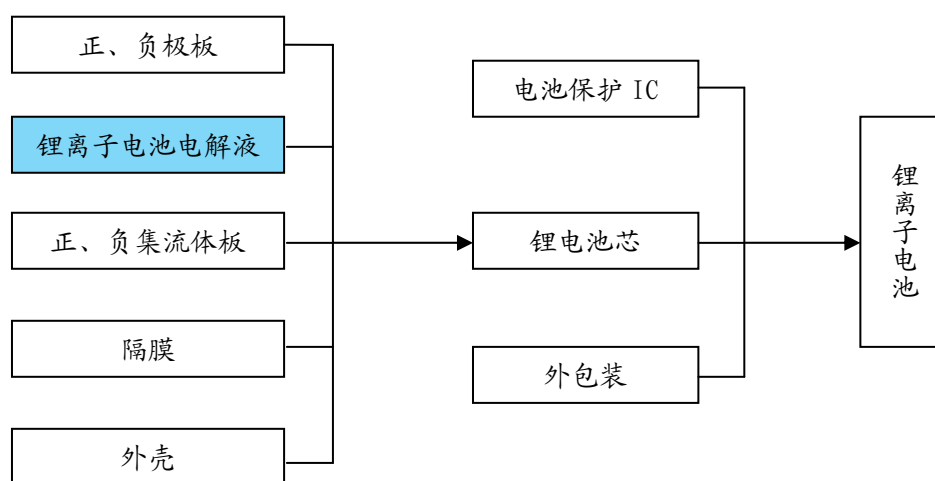
锂离子电池具有重量轻、储能大、功率大、无污染、寿命长等优点，成为世界上大多数汽车企业的首选和主攻方向。因此，整个锂离子电池产业链是新能源汽车投资的重点。预计未来2~3年锂离子动力电池将实现规模化生产，成本也会大幅降低，锂离子电池在新能源汽车中的应用将不断上升。按锂离子电池占有率80%及每辆混合动力汽车平均用40公斤电解液计算，210万辆混合动力汽车就将新增锂离子电池电解液需求超过6.72万吨，是目前现有全球市场规模的3倍左右。

公司锂离子电池电解液产能5年内将有6倍增长

锂离子电池电解液是锂离子电池的关键材料之一，在锂离子电池内部的正负极材料之间起传导锂离子的作用，使正、负极交互完成脱锂和嵌锂的电化学过程，并在电极上形成钝化保护膜以保持电池稳定的工作状态，电解液对锂离子电池的循环寿命、倍率性能、高低温性能、安全性能、容量发挥等起着非常关键的作用。

公司锂离子电池电解液包括常规锂离子电池电解液和动力锂离子电池电解液两大系列，分别应用于手机、笔记本电脑、数码产品等便携式电子产品用小型锂离子电池以及电动工具、电动自行车、混合动力汽车及纯电动汽车用大型锂离子电池。

图表12 锂离子电池电解液应用示意图

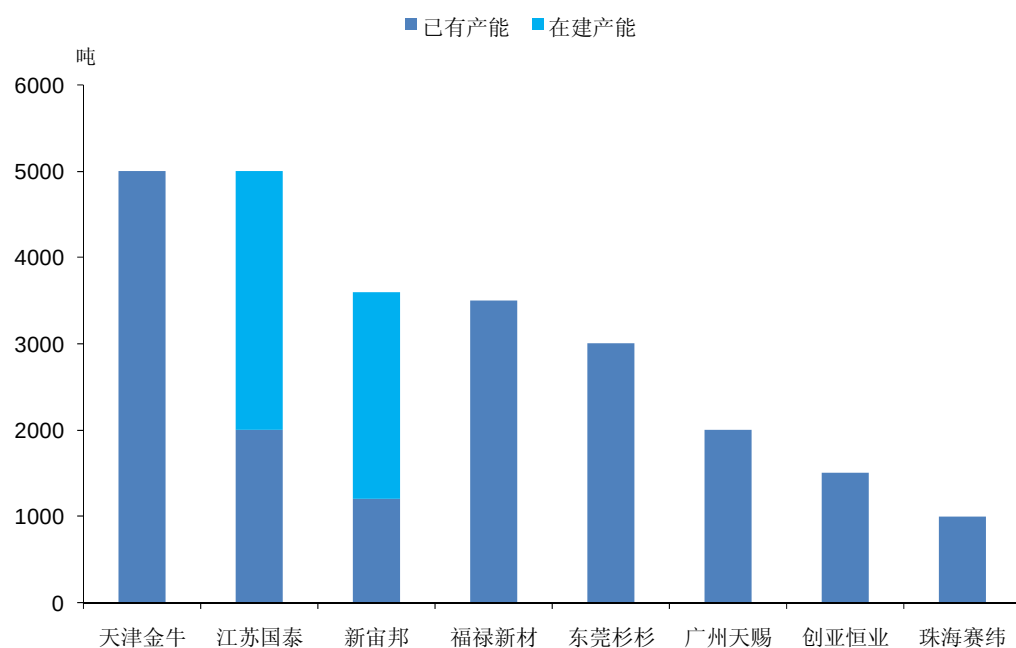


阴影标注部分为公司产品

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

新宙邦拥有1200吨锂离子电池电解液的年生产能力，2009年公司通过挖掘设备潜力，生产了1500吨锂离子电池电解液，在国内约有15%左右的市场占有率。中国的锂电池电解液市场经过近几年的飞速发展，国产化率超过80%，目前已经出现年生产能力达5000吨规模的生产厂商：天津金牛、江苏国泰旗下的华荣化工。新宙邦虽然目前年产能只有1200吨，但公司正在广东惠州兴建2400吨年产能，预计2011年下半年投产；而公司规划在江苏南通新建5000吨锂电池电解液生产线，有望于2012年底至2013年初投产，预计至2015年全部设备达产后公司将拥有8600吨锂电池电解液生产能力，较现在规模增长6.2倍，有助于巩固公司国内市场前三甲的地位。

图表13 国内主要锂电池电解液生产商产能情况



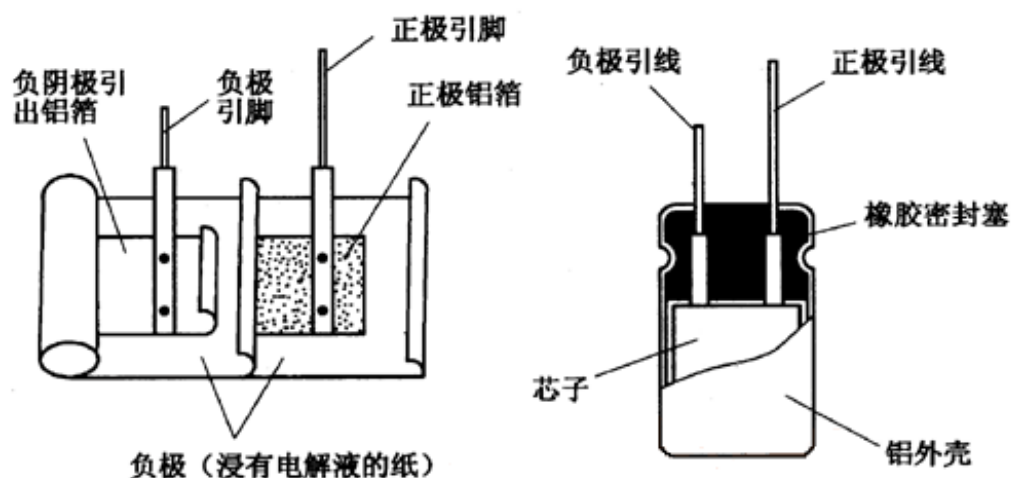
数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

不过，锂离子电池电解液中最核心的原材料，占据材料成本 60%-70% 左右的溶质——LiPF₆（六氟磷酸锂），目前新宙邦还不具备生产能力，完全依赖从日本东工 KOSEN、森田等 LiPF₆ 销售商处进口。而且据我们了解公司未来的目标是专注于锂电池电解液的生产与销售这块业务，近期没有进军上游 LiPF₆ 项目的打算，这或许将成为公司未来发展中的一个瓶颈。

铝电解电容器化学品，保持国内龙头地位

铝电解电容器化学品作为生产铝电解电容器的专用电子化学品和关键原材料。其需求状况将直接受到铝电解电容器行业规模及其发展状况的影响。一般说来，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，铝电解电容器化学品占铝电解电容器产值的比重约为 4%。

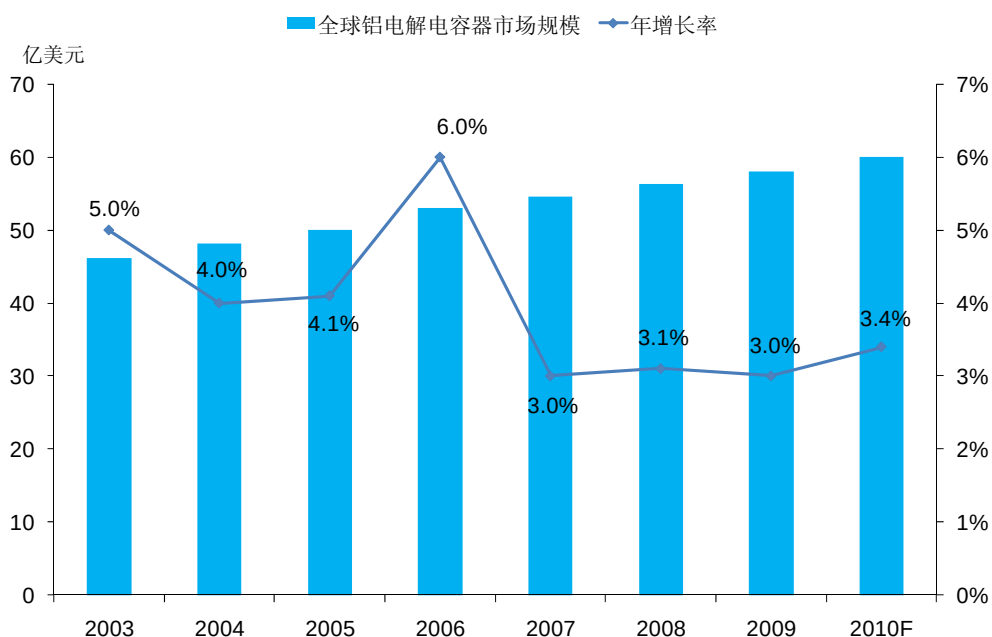
图表14 铝电解电容器结构图



数据来源：爱建证券研究发展总部

从过去几年的情况看，全球铝电解电容市场保持了一个平稳的增长势态，预计2010年全球铝电解电容市场规模将能达到60亿美元（见图表）。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，2010年其全球市场规模将达2.4亿美元。

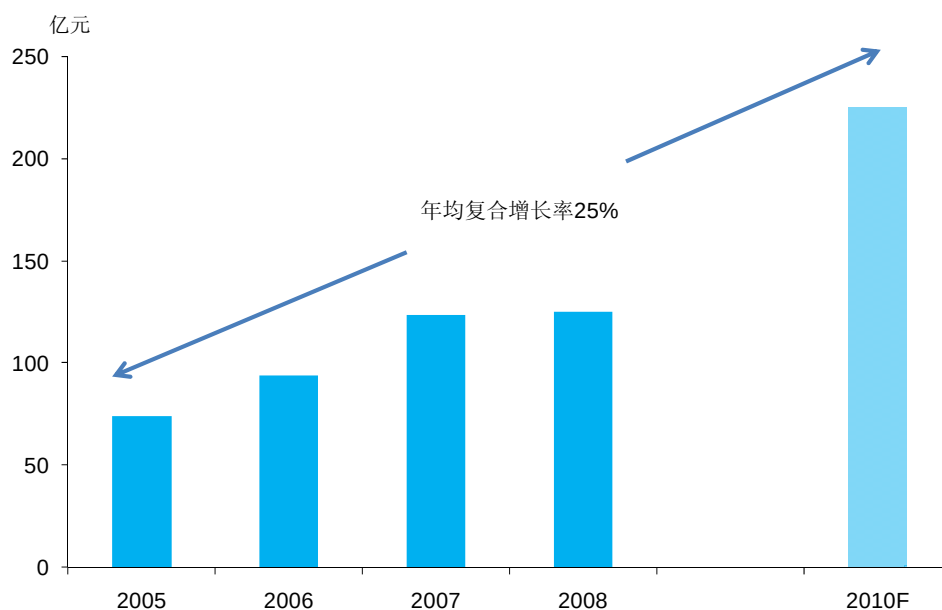
图表15 全球铝电解电容器市场规模



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

而在中国，铝电解电容器是10年来发展速度最快的元器件产品之一，中国也是全球规模扩张最为迅速的铝电解电容器市场。根据工业和信息化部统计，近5年来我国电容器产量实现了年均复合增长25%的高增长率。预计2010年我国电容器行业销售额将达750亿元，按铝电解电容器占电容器比例30%以及国内电子元件制造业收入增长率计算，2010年国内铝电解电容器行业销售额将达到225亿元。根据铝电解电容器化学品价值量占比4%计算，2010年国内铝电解电容器化学品市场规模将达9亿元。

图表16 中国铝电解电容器市场规模



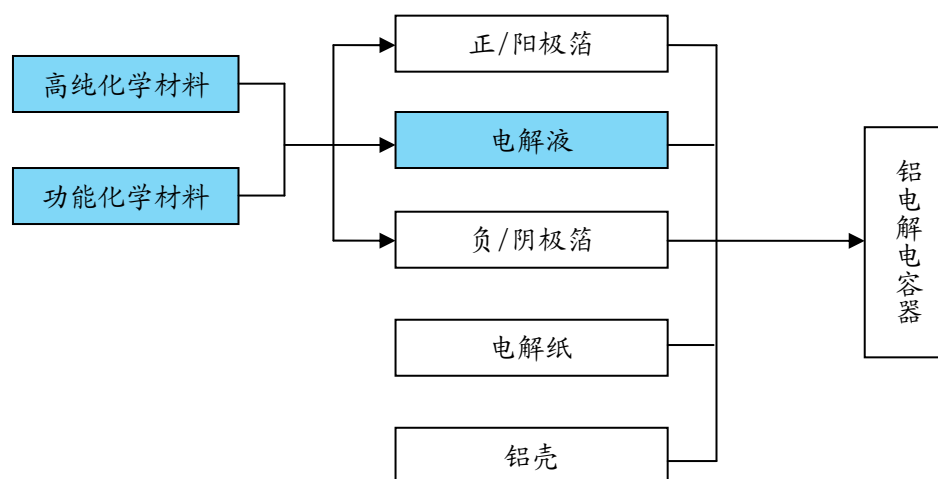
数据来源：工信部，公司公告，爱建证券研究发展总部

新宙邦生产的铝电解电容器化学品规格系列齐全，包括高纯化学材料、功能化学材料、电解液等产品。其中，高纯化学材料及功能化学材料在生产铝电解电容器过程中有两个用途，一是生产化成箔，其配制成的溶液在通电作用下将高纯铝箔腐蚀、氧化成化成箔，化成箔既可生产铝电解电容器，也可生产固态高分子电容器；二是配制电解液。

目前公司拥有16,000吨的铝电解电容器化学品的年生产能力，在国内市场占有率达30%以上，国际市场占有率约2.7%，是国内该行业的龙头企业。随着下游行业如信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子等产业结构不断升级，国内铝电解电容器行业还有很大的增长潜力和空间。新宙邦目前在惠州兴建16,600吨年产能，并计划在南通再建设25,000吨年产能，预计2015年全部达产后公司将拥有49,600万吨年产能（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

电容器化学品产能8,000吨)，较目前增长260%。作为市场领导者，新宙邦在规模、研发、品牌、品质和服务等方面的领先地位将保证公司这块业务的稳步发展。

图表17 铝电解电容器化学品应用示意图



阴影标注部分为公司产品

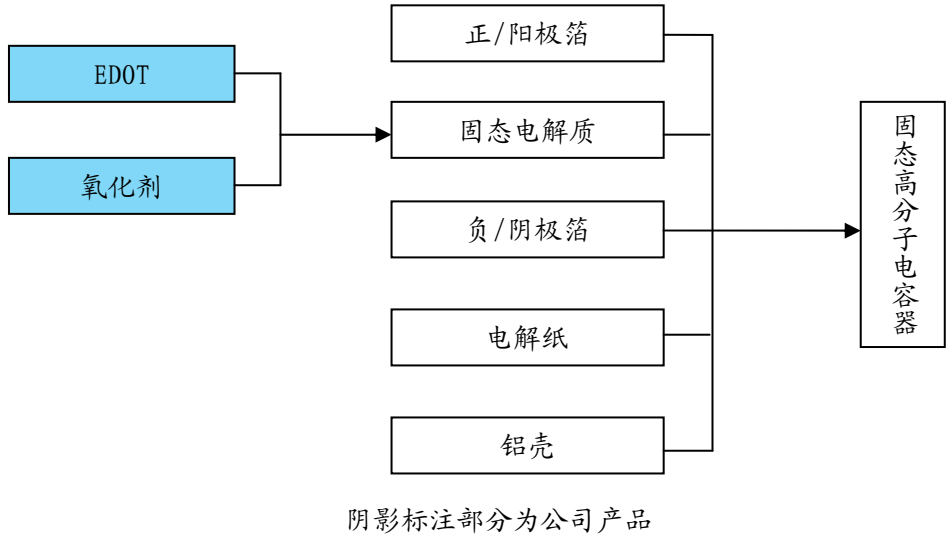
数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

固态高分子电容器化学品，应用前景广阔

固态高分子电容器由于性能卓越，具备广阔的应用空间，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、液晶电视、MP4、手机、PDA、工业个人计算机（IPC）、游戏机及绘图卡等。随着3G网络、电子信息产业发展及消费结构升级，尤其是随着固态高分子电容器核心原材料售价的下降，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保持快速成长。

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。公司生产的固态高分子电容器化学品主要包括EDOT（3,4-乙烯二氧噻吩）及氧化剂。EDOT及氧化剂制成的PEDT导电聚合物，主要用途是生产固态高分子电容器，还可用于生产防静电材料、新型电磁屏蔽材料、触摸开关、有机发光显示器（OLED）等，并有望在太阳能电池领域获得广泛应用。

图表18 固态高分子电容器化学品主要应用示意图



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

超级电容器电解液，未来将快速增长

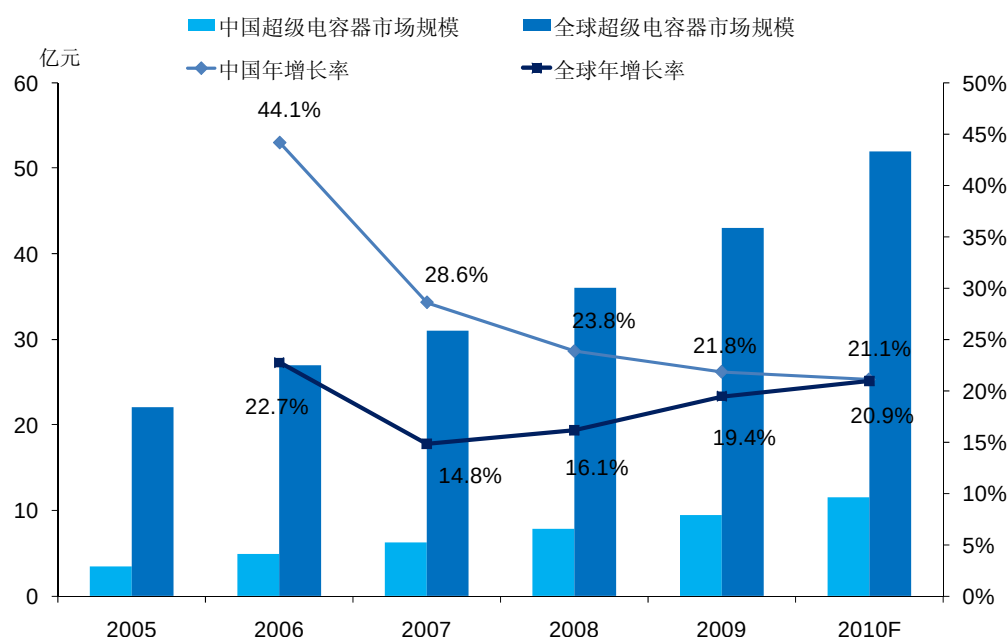
超级电容器是介于传统电容器和蓄电池之间的一种新型储能装置，它具有功率密度大、容量大、使用寿命长、免维护、经济环保等优点。超级电容器用途广泛，可用于交通运输业（混合动力汽车、电动汽车等）启动以及停止制动能量回收、作为UPS后备电源广泛用于电子通讯设备，用于风力发电电机的变桨、输出功率的稳定及存储电源，水电气等远程抄表以及高速公路路灯和指示灯等领域。超级电容器卓越的性能和广泛的应用空间，使其近年来得到了迅猛的发展，市场规模一直在不断膨胀。

在新能源汽车领域，超级电容器可与二次电池配合使用，实现储能并保护电池的作用。通常超级电容器与锂离子电池配合使用，二者完美结合形成了性能稳定、节能环保的动力汽车电源，可用于混合动力汽车及纯电动汽车。锂离子电池解决的是汽车充电储能和为汽车提供持久动力的问题，超级电容器的使命则是为汽车启动、加速时提供大功率辅助动力，在汽车制动或怠速运行时收集并储存能量。超级电容器在汽车减速、下坡、刹车时可快速回收并储存能量，将汽车在运行时产生的多余的不规则的动力安全转化为电池的充电能源，保护电池的安全稳定运行；启动或加速时，先由电池将能量转移入超级电容器，超级电容器可在短时间内提供所需的峰值能量。

超级电容器在风能、太阳能发电利用中具有得天独厚的优势。目前风能和太阳能发电系统普遍采用蓄电池作为储能或缓冲装置，由于风力和阳光强度的不稳定，可能引起蓄电池反复频繁充电，导致电池寿命缩短。而超级电容器因具有数十万次以上的充放电循环寿命和完全免维护、高可靠性等特点，很快成为储能缓冲装置的首选，达到保护蓄电池的功能。此外，在有瞬间强负载的系统中，利用该电容器可以发挥稳定系统电压，减少系统电源容量配置的作用。

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。

图表19 中国及全球超级电容市场规模

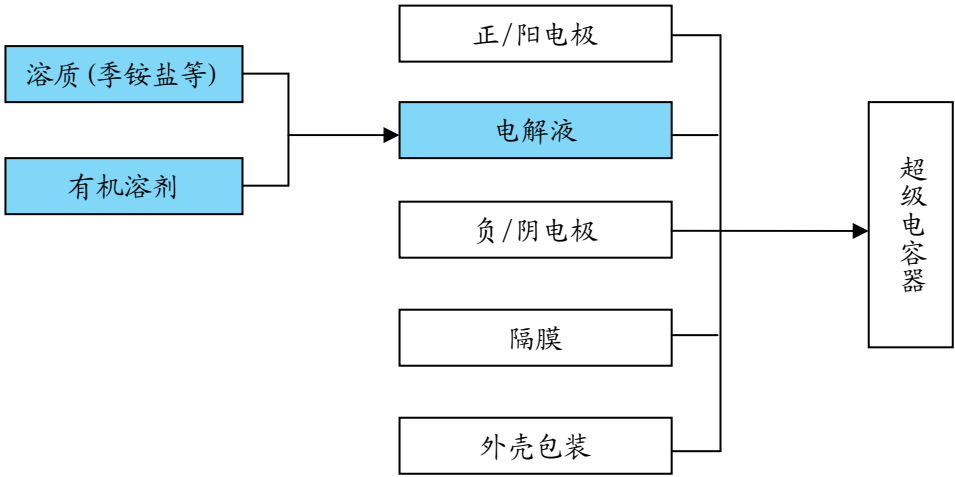


数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

超级电容器电解液是超级电容器的主要组成部分之一，电解液作为电容器内部的电解质，伴随超级电容器充电过程在正负极活性炭表面形成双电层，从而达到储存能量的目的；在放电过程中，由于正负极间存在的电势差，双电层里储存的电荷通过外电路释放形成电流。

公司超级电容器电解液性能优异、品种齐全，广泛应用于各类用途的超级电容器生产。值得一提的是，新宙邦自主创新掌握了超级电容器电解液的主溶质——季铵盐合成技术，公司首次采用“碳酸单酯季铵盐与四氟硼酸铵”的季铵盐合成技术路线，处于国际先进水平，成为国内唯一一家规模化生产季铵盐的企业。

图表20 超级电容器电解液应用示意图



阴影标注部分为公司产品

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

3. 盈利预测

随着近年来电子产品需求的快速增长，新宙邦客户及订单量不断增加，各生产装置基本处于饱和状态。以锂离子电池电解液为例，公司目前年产能1200吨，但仅2010年上半年公司就生产销售近1000吨电解液，超产率近70%，产能不足已成为制约公司发展的主要障碍。

不过，随着公司于2009年12月在创业板成功IPO，公司将利用募集的资金对产能进行扩张。根据公司的计划，公司2014年募投项目将全部达产，2015年超募项目也将全部达产，届时公司产能将会有极大的提升（见图表21）。

图表21 新宙邦产能扩张计划（单位：吨）

	现有产能	新建产能	达产后 总产能	产能增幅
铝电解电容化学品	16,000	4,1600	49,600*	260%
锂离子电池化学品项目	1,200	7,400	8,600	617%
固态高分子电容器化学品（EDOT）	16	60	76	375%
超级电容器化学品	80	720	800	900%
导电高分子材料	—	480	480	—
新型环保溶剂	—	20,000	20,000	—

*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化学品产能8000吨

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

公司2010年中报曾披露募投的四个项目因上半年度雨天较多，影响了工程进度，项目进度比原计划推迟了一个季度左右。但我们此次调研了解到，公司前期建设进度较原计划稍快，再加上近期加紧施工及合理安排设备安装调试的时间，已经将损失的时间弥补回来，能够按原计划于2011年下半年投产。

我们对未来几年公司主要产品产量及价格预测如下，从图表22我们可以看到，随着公司新建项目的逐渐投产，未来3年新宙邦的营业收入将会保持在30%以上的高速增长。

图表22 新宙邦主要产品产量及价格预测

		2009	2010E	2011E	2012E
铝电解电容化学品	产量 (吨)	16,000	20,000	24,980	27,960
	单价 (万元)	1.1	1.1	1.1	1.1
锂离子电池化学品项目	产量 (吨)	1,500	2,100	2,820	3,640
	单价 (万元)	7.2	7.2	7.1	7.0
固态高分子电容器化学品 (EDOT)	产量 (吨)	16	20	38	43
	单价 (万元)	167.0	167.0	165.3	163.7
超级电容器化学品	产量 (吨)	80	100	208	404
	单价 (万元)	10.3	10.3	10.2	10.1
导电高分子材料	产量 (吨)				96
	单价 (万元)				52.1
新型环保溶剂	产量 (吨)				4,000
	单价 (万元)				1.0
营业收入 (万元)		31,887	41,783	56,059	76,309
增长率			31.0%	34.2%	36.1%

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

随着高附加值的高端产品如固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液收入显著增加，公司电容器化学品的毛利率2009年呈现大幅度上升。根据我们对公司未来几年产品产量和价格的预测，我们认为高附加值的产品在公司整体营收中的比例还会有小幅度的提升。这样一来，公司电容器化学品的毛利率基本能够维持在较高的水平。

而从前面的分析我们可以看出，未来几年锂离子电池需求还将保持旺盛的势头，这也使得锂离子电池化学品的毛利率能保持稳定。图表23是我们对新宙邦主要产品毛利率的预测。

图表23 新宙邦主要产品产量及价格预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电容器化学品*	24.4%	37.7%	36.3%	37.3%	36.6%
锂离子电池化学品	29.6%	30.2%	29.7%	29.2%	28.7%
导电高分子材料					60.0%
新型环保溶剂					30.0%
整体毛利率	25.7%	35.1%	33.9%	34.4%	35.1%

*电容器化学品包括“铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液”

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

基于以上的假设，我们计算出新宙邦 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.90 元、1.17 元及 1.41 元人民币。详细数据请看图表 24。

图表 24 新宙邦盈利预测结果（百万元）

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	233.12	318.87	417.83	560.59	773.09
减：营业成本	173.62	206.88	276.11	367.66	501.80
营业税金及附加	0.45	0.83	1.09	1.46	2.02
营业费用	7.55	12.04	14.66	19.66	27.12
管理费用	13.82	21.45	26.44	35.47	48.92
财务费用	1.44	0.43	-16.83	-14.27	-11.07
资产减值损失	0.85	6.88	3.54	3.54	3.54
加：投资收益	0.56	0.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	35.94	70.38	112.83	147.05	200.77
加：其他非经营损益	0.91	0.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.85	70.85	112.83	147.05	200.77
减：所得税	5.09	10.72	16.92	22.06	50.19
净利润	31.76	60.13	95.90	124.99	150.57
减：少数股东损益	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	31.62	60.13	95.90	124.99	150.57
每股收益(EPS)（单位：元）	0.40	0.56	0.90	1.17	1.41

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

4. 估值及投资建议

作为一家在创业板上市的公司，新宙邦目前 51.4 倍的 PE 相对于创业板整体近 65 倍的 PE 来说并不算太高。

而且近一段时间锂离子电池及相关产品是市场比较热门的投资主题，从图表 26 我们可以看出，目前沪深两地从事锂离子电池化学品的上市公司相对于 2010 年每股收益的平均 PE 为 58.38 倍，除去新宙邦的平均 PE 为 60.70 倍。考虑到公司未来几年基本能保持在 30% 以上的增长速度，我们认为 60 倍 PE 对新宙邦来说是合适的。

综合判断，我们给予新宙邦**推荐**评级，目标价 54 元，相对于 2010 年每股收益 60 倍 PE。

图表25 相关上市公司估值一览

代码	公司名称	股价	EPS		PE		PB	
		2010-8-31	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E (MRQ)
300037.SZ	新宙邦	46.08	0.75	0.90	1.17	61.44	51.41	39.45
000973.SZ	佛塑股份	15.91	0.01	0.21	0.41	1591.00	74.84	39.15
002091.SZ	江苏国泰	31.88	0.61	0.64	0.82	52.26	49.96	38.89
002407.SZ	多氟多	50.70	0.97	0.88	1.23	52.27	57.30	41.12
平均						439.24	58.38	39.65
平均（除新宙邦）						565.18	60.70	39.72

数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

公司研究

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	318.87	417.83	560.59	773.09
增长率(%)	36.78%	31.04%	34.17%	37.91%
归属母公司股东净利润	60.13	95.90	124.99	150.57
增长率(%)	90.18%	59.48%	30.34%	20.46%
每股收益 (EPS)	0.562	0.896	1.168	1.407
每股股利 (DPS)	0.075	0.119	0.155	0.187
每股经营现金流	0.268	1.142	0.169	1.392
销售毛利率	35.12%	33.92%	34.42%	35.09%
销售净利率	18.86%	22.95%	22.30%	19.48%
净资产收益率 (ROE)	6.48%	9.49%	11.17%	12.05%
投入资本回报率 (ROIC)	53.44%	54.16%	56.90%	25.95%
市盈率 (P/E)	81.82	51.30	39.36	32.67
市净率 (P/B)	5.30	4.87	4.40	3.94
股息率 (分红/股价)	0.002	0.003	0.003	0.004

报表预测				
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	318.87	417.83	560.59	773.09
减: 营业成本	206.88	276.11	367.66	501.80
营业税金及附加	0.83	1.09	1.46	2.02
营业费用	12.04	14.66	19.66	27.12
管理费用	21.45	26.44	35.47	48.92
财务费用	0.43	-16.83	-14.27	-11.07
资产减值损失	6.88	3.54	3.54	3.54
加: 投资收益	0.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	70.38	112.83	147.05	200.77
加: 其他非经营损益	0.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.85	112.83	147.05	200.77
减: 所得税	10.72	16.92	22.06	50.19
净利润	60.13	95.90	124.99	150.57
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	60.13	95.90	124.99	150.57
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	786.28	819.09	582.83	585.88
应收和预付款项	123.52	96.39	198.63	208.17
存货	37.38	33.79	60.98	68.37
其他流动资产	0.66	0.66	0.66	0.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	28.64	111.24	356.85	397.45
无形资产和开发支出	16.81	15.17	13.52	11.88
其他非流动资产	0.43	0.22	0.00	0.00
资产总计	993.72	1076.56	1213.48	1272.41
短期借款	4.12	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	55.82	59.63	88.19	107.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.91	5.91	5.91	5.91
负债合计	65.85	65.54	94.09	112.98
股本	107.00	107.00	107.00	107.00
资本公积	740.18	740.18	740.18	740.18
留存收益	80.70	163.84	272.21	402.75
归属母公司股东权益	927.88	1011.02	1119.38	1249.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	927.88	1011.02	1119.38	1249.93
负债和股东权益合计	993.72	1076.56	1213.48	1362.91
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	28.63	122.24	18.10	148.93
投资性现金净流量	-10.81	-90.50	-253.50	-139.00
筹资性现金净流量	708.07	1.08	-0.86	-6.88
现金流量净额	725.83	32.81	-236.25	3.05

财务分析和估值指标汇总				
	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率				
毛利率	35.12%	33.92%	34.42%	35.09%
三费/销售收入	10.64%	5.81%	7.29%	8.40%
EBIT/销售收入	22.22%	22.71%	23.42%	24.27%
EBITDA/销售收入	23.92%	24.19%	24.53%	25.04%
销售净利率	18.86%	22.95%	22.30%	19.48%
资产获利率				
ROE	6.48%	9.49%	11.17%	12.05%
ROA	7.13%	8.81%	10.82%	14.75%
ROIC	53.44%	54.16%	56.90%	25.95%
增长率				
销售收入增长率	36.78%	31.04%	34.17%	37.91%
EBIT 增长率	90.41%	33.90%	38.37%	42.91%
EBITDA 增长率	85.77%	32.52%	36.01%	40.82%
净利润增长率	89.35%	59.48%	30.34%	20.46%
总资产增长率	406.29%	8.34%	12.72%	4.86%
股东权益增长率	541.81%	8.96%	10.72%	11.66%
经营营运资本增长率	52.90%	-31.64%	141.15%	0.09%
资本结构				
资产负债率	6.63%	6.09%	7.75%	8.88%
投资资本/总资产	14.98%	18.22%	44.68%	52.80%
带息债务/总负债	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	15.08	15.19	9.26	7.85
速动比率	14.48	14.64	8.58	7.22
股利支付率	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%
收益留存率	86.70%	86.70%	86.70%	86.70%
资产管理效率				
总资产周转率	0.32	0.39	0.46	0.61
固定资产周转率	11.97	20.14	43.63	156.10
应收账款周转率	2.65	4.42	2.90	3.79
存货周转率	5.53	8.17	6.03	7.34
业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	70.85	94.87	131.28	187.62
EBITDA	76.28	101.09	137.49	193.62
NOPLAT	59.73	80.64	111.59	140.71
净利润	60.13	95.90	124.99	150.57
EPS	0.562	0.896	1.168	1.407
BPS	8.672	9.449	10.462	11.682
PE	81.82	51.30	39.36	32.67
PEG	2.29	N/A	N/A	N/A
PB	5.30	4.87	4.40	3.94
PS	15.43	11.77	8.78	6.36
PCF	171.87	40.25	271.76	33.03
EV/EBIT	58.44	43.27	33.08	23.14
EV/EBITDA	54.28	40.61	31.58	22.42
EV/NOPLAT	69.32	50.90	38.92	30.86
EV/IC	27.81	20.93	8.01	6.46
ROIC-WACC	53.44%	54.16%	56.90%	25.95%
股息率	0.002	0.003	0.003	0.004

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司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。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。