

目 录

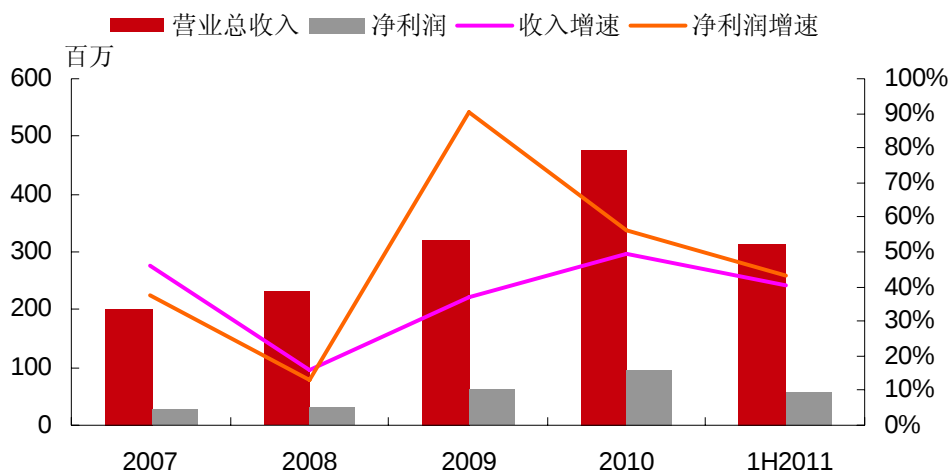
电容器业务高景气.....	4
电容器业务大幅增长，毛利率持续提高	4
锂电池电解液竞争加剧	6
会计政策调整，增厚利润	6
管理费用明显上升	6
电容器景气仍将维持，新产能打破产能瓶颈.....	6
电容器景气仍将维持	6
新产品打破产能瓶颈	7
估值及盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图 1: 新宙邦业绩保持稳健增长.....	4
图 2: 2008 年国内低压变频器在各行业应用的市场份额.....	5
图 3: 国内铝电解电容器化学品市场分布	5
表格 1: 国内锂电池电解液产能快速扩张	6
表格 2: 新宙邦产能快速增长.....	7

新宙邦公布 2011 年半年报：2011 年中期实现主营业务收入 3.12 亿元，同比增长 40.19%；实现营业利润 6913 万，同比增长 43.69%；实现净利润 5946 万，同比增长 42.91%；每股 EPS0.56 元。

图 1： 新宙邦业绩保持稳健增长



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

公司业绩稳健增长主要动力来自具有核心竞争力的电容器业务。在日本地震、电容器行业景气和募投产能投产的综合作用下，我们认为，公司未来 2 年仍将保持快速增长。维持公司买入评级。

电容器业务高景气

2011 年中期，公司电容器业务实现收入 2.46 亿元，占收入比重由去年同期的 69.5% 提高至 78.7%；锂电池电解液实现收入 6643 万元，占收入比重由 30.48% 降低至 21.27%。电容器业务高景气是公司业绩稳健增长的核心动力。

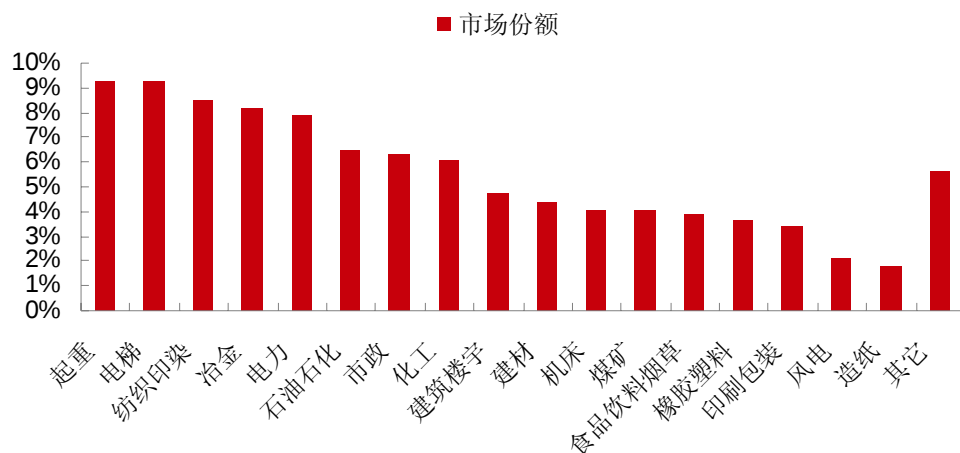
电容器业务大幅增长，毛利率持续提高

公司 2011 年中期，电容器业务实现营业收入 2.46 亿元，收入同比增长 58.78%，毛利率 34.5%，毛利率同比提高 0.3%。我们认为，公司电容器业务大幅增长，主要原因是国内工业电容器的快速增长以及国内市场占有率的提升。

变频技术普及带动高压电容器需求

据测算，采用变频技术，能够实现节能 30% 左右。日本变频技术的普及率已经达到 95%，而根据电子行业估计中国的普及率不超过 30%，变频器在国内还有较大发展空间。根据江海股份招股说明书披露，目前中国市场上变频器安装容量的增长实际上在 20% 以上，至少在 10 年以后市场才能饱和并逐渐成熟。

图 2： 2008 年国内低压变频器在各行业应用的市场份额



资料来源：汇川技术招股说明书、华泰联合证券研究所

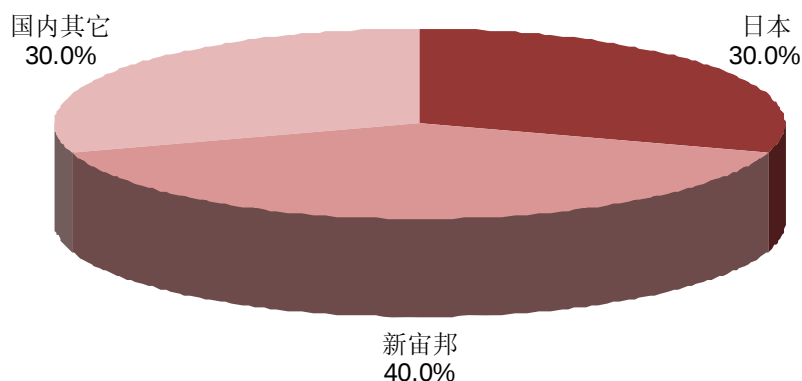
变频器对电容器的要求很高，其使用的电容器要求高电压、大容量、耐大纹波电流，所使用的电容器几乎全部都是高压铝电解电容器。该部分工业需求将有力带动国内电容器行业增长，实际上过去 1 年，我们观察到无论是产业链上游电极箔厂商如桂东电力、东阳光铝等，还是下游厂商如江海股份等，均在大力扩产产能。

旺盛需求保证了公司的高速成长。

市场占有率持续提升

根据公司统计，目前国内铝电容器化学品市场，公司占据 40% 左右市场空间，较 2009 年披露招股说明书时提高 10% 左右。公司的领先的产品质量和规模效应，上市公司的品牌效应，均对公司市场占有率提升有所促进。在该细分市场遥遥领先的市场占有率，证明公司产品的强大竞争力。

图 3： 国内铝电解电容器化学品市场分布



资料来源：新宙邦招股说明书、华泰联合证券研究所

注：数据为根据销售额测算值

锂电池电解液竞争加剧

与电容器业务的景气相反，锂电池电解液业务增长缓慢。2011 年中期，公司锂电池电解液实现销售收入 6643 万元，同比小幅下滑 2.2%，毛利率 26.14%，同比下降 1.01%。

我们认为，电解液收入和毛利率下滑，主要原因在于锂电池电解液行业无序扩产导致产能过剩竞争加剧。在国内电动汽车市场启动前，电解液产能过剩将成为常态，只有具有渠道、规模和产品质量优势的公司能够最终胜出。

表格 1：国内锂电池电解液产能快速扩张

厂商	产能	规划产能	备注
国泰华荣	5000	10000	定位中高端，拥有 LG、三星等大客户，试产六氟磷酸锂
东莞杉杉	3000	5000	定位中高端，拥有 ATL 等大客户
天津金牛	5000		定位中端，自产六氟磷酸锂
新宙邦	2000	8600	定位中高端，已开发索尼
珠海赛维	1500		主要面向中端客户
广州天赐	2000		主要面向中端客户
华芳纺织	5000		新进入者，正在开拓市场
多氟多		20000	自产六氟磷酸锂，电解液分 3 期建设

资料来源：相关公司网站、华泰联合证券研究所

会计政策调整，增厚利润

为真实反映公司生产经营情况，避免坏账计提等对公司季度业绩的影响，公司调整了 2011 年坏账计提标准和固定资产折旧标准，两者合计增厚公司业绩 1164 万。

管理费用明显上升

公司三项费用 11.24%，较去年同期提高 1.15%。其中，销售费用率和财务费用率均小幅下降，而管理费用率则由去年中期的 6.83% 大幅升至 9.43%。管理费用率由 2010 年中期的 1521 万元提高至 2011 年的 2945 万元，其中主要增长来自员工薪酬福利和研发费用，分别增长 875 万元和 228 万元。

管理费用大幅增加的原因，我们认为主要是员工工资水平上升以及惠州基地即将投产所带来的员工人数的上升。在惠州基地建成投产后，预计管理费用增速将有所下降。

电容器景气仍将维持，新产能打破产能瓶颈

电容器景气仍将维持

日本地震暴露出全球电子元器件供应链的脆弱。从供应链安全角度考虑，无论是电容器还是电容器化学品，目前过于集中于日本的格局必将改变。全球最大的 3 家均是日本公司：富山药业、米山化学和三洋化成。其中，仅富山药业就占据全球电容器化学品 20% 的市场份额。日本地震导致富山药业主要工厂大熊工厂停产，由于工厂距离核电站 2.5 公里左右，预计未来 1-2 年复产概率不大。受环保等条件制约，其它日本企

业扩产进展也不会太快。结合下游电容器产能转移的趋势，我们认为电容器化学品的产能转移也是大势所趋。

由于规模和产品品质的差异，我们认为实际上国内有能力承接电容器化学品产能转移的仅有新宙邦。传统电容器化学品，公司占据 40% 市场份额；固态电容器领域，公司是国内仅有的 2 家能够合成关键原料 EDOT 的公司；超级电容领域，公司掌握核心溶质季铵盐的合成专利；工业用高压电容器领域，公司在耐高压溶质的研发上也走在国内前列。

综合考虑工业电容市场的快速启动，铝电容产业链公司如东阳光铝、江海股份等的大力扩产，承接日本电容器化学品产能转移等因素，我们认为公司电容器化学品业务仍将保持 2 年左右的高景气。

新产品打破产能瓶颈

根据公司公告，惠州基地将于 2011 年 10 月份开始试生产。建成后，公司产能瓶颈将被打破，而且从过去经验看，除导电高分子材料外，其它产品挖潜扩能的空间较大。

表格 2：新宙邦产能快速增长

产能（吨/年）	2009E	2011E	2013E
铝电容器化学品	16000	24600	49600
锂电池化学品	1500	3600	8600
导电高分子材料	16	76	156
超级电容化学品	80	800	800
环保型溶剂			20000

资料来源：新宙邦招股说明书、华泰联合证券研究所

注：导电高分子材料按 1: 6 换算成 EDOT，超级电容 2013 年产能未考虑南通项目新增产能

由于公司已经获得索尼、松下等高端客户的认同，有利于通过出口避免国内锂电池电解液的激烈竞争，消化公司新增产能。

估值及盈利预测

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 预测分别为 1.33 元、1.95 元和 2.74 元，目前股价对应 2011 年至 2013 年 PE 分别为 29 倍、20 倍和 13 倍，PB4.38 倍。惠州一期基地建成投产后，产能瓶颈将被打破。日本地震将加速铝电解电容器及其化学品加速向中国的产能转移，对公司构成长期利好。公司业绩将步入快速增长期，维持公司买入评级。

风险提示

- 1、电子行业需求萎靡，导致公司产品盈利能力下降。
- 2、技术扩散导致新产品盈利下滑。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1018	737	742	1058	营业收入	477	682	1056	1569
现金	722	370	235	314	营业成本	325	454	701	1043
应收账款	124	162	251	373	营业税金及附加	1	2	3	5
其他应收款	4	3	5	7	营业费用	17	23	35	49
预付账款	12	14	21	31	管理费用	37	50	76	105
存货	65	86	125	176	财务费用	-13	-11	-6	-4
其他流动资产	1	102	106	157	资产减值损失	1	-5	1	3
非流动资产	82	452	695	771	公允价值变动收	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	29	364	587	675	营业利润	108	168	246	369
无形资产	32	32	32	32	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	56	76	63	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1101	1189	1437	1829	利润总额	111	168	85	369
流动负债	106	86	125	204	所得税	17	25	37	55
短期借款	3	3	5	32	净利润	94	143	209	314
应付账款	35	45	70	104	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	6	38	50	67	归属母公司净利	94	143	209	314
非流动负债	3	0	0	0	EBITDA	95	178	292	438
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	1.33	1.95	2.93
其他非流动负	3	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	109	86	125	204	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	107	107	107	107	营业收入	49.7%	42.9%	54.8%	48.7%
资本公积	740	740	740	740	营业利润	54.1%	54.6%	46.5%	50.1%
留存收益	145	255	464	778	归属母公司净利	56.2%	51.8%	46.5%	50.1%
归属母公司股	992	1102	1311	1625	获利能力				
负债和股东权	1101	1189	1437	1829	毛利率(%)	0.0%	33.4%	33.6%	33.5%
现金流量表					净利率(%)	19.7%	20.9%	19.8%	20.0%
单位: 百万元					ROE(%)	9.5%	12.9%	15.9%	19.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	7.9%	18.1%	18.8%	23.0%
经营活动现金	-1	63	152	198	偿债能力				
净利润	94	143	209	314	资产负债率(%)	9.9%	7.3%	8.7%	11.1%
折旧摊销	0	21	52	74	净负债比率(%)	100.11	3.47%	3.99%	15.77
财务费用	-13	-11	-6	-4	流动比率	9.59	8.53	5.92	5.19
投资损失	0	0	0	0	速动比率	8.98	7.53	4.92	4.32
营运资金变动	0	-86	-109	-192	营运能力				
其他经营现金	12	-3	5	7	总资产周转率	0.45	0.60	0.80	0.96
投资活动现金	-42	-394	-295	-150	应收账款周转率	4	4	5	5
资本支出	47	395	295	150	应付账款周转率	11.08	11.36	12.13	11.96
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	1	0	0	每股收益(最新)	0.88	1.33	1.95	2.93
筹资活动现金	-25	-21	8	32	每股经营现金流	-0.01	0.59	1.42	1.85
短期借款	-1	0	2	27	每股净资产(最	9.27	10.30	12.26	15.19
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	47.39	29.05	19.82	13.21
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.49	3.76	3.16	2.55
其他筹资现金	-23	-21	6	4	EV/EBITDA	47	19	12	8
现金净增加额	0	-352	-135	79					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。