

新材料研究小组

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

电化学品领先企业业绩增长可期

——新宙邦（300037）分析报告

证券研究报告-分析报告

增持(维持)

发布日期：2013 年 03 月 05 日

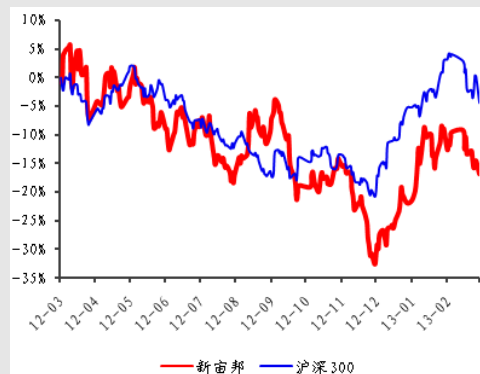
市场数据 (2013-03-04)

收盘价 (元)	16.54
一年内最高/最低 (元)	21.24/13.16
沪深300 指数	2545.72
市净率 (倍)	2.62
流通市值 (亿元)	15.17

基础数据 (2012-09-30)

每股净资产 (元)	6.62
每股经营现金流 (元)	0.51
毛利率 (%)	35.09
净资产收益率-摊薄 (%)	8.28
资产负债率 (%)	12.86
总股本/流通股 (万股)	17120/4320
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



联系人：张杨

电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司是我国电化学品领先企业，2006-11 年营收和净利润复合增长率分别为 36.58% 和 43.57%，其业绩增长动力在于创新和研发投入渐次催生了四大主营产品。预计 13 年公司锂电池电解液业绩将持续高增长，电容器化学品业绩恢复增长。

投资要点：

- **公司是国内领先的电化学品企业。**公司产品包括电容器化学品和锂电池化学品，电容器化学品中的铝电解电容器化学品位居国内龙头、固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液在规模及技术方面处于国内领先水平；锂电池电解液行业地位进一步增强。
- **公司锂电池电解液业绩持续高增长。**2013 年锂电池需求稳中加速，其中锂动力电池增速将显著提升；电解液细分行业产能相对过剩，注重研发投入和创新、以及具备下游优质客户的企业将受益下游需求增长。2006-11 年，公司锂电池电解液业绩复合增长率为 63.23%，其增长动力在于长期注重创新与投入、凭技术和产品优势有效开拓了优质客户以及产能增长三大因素，预计 13 年业绩持续高增长。
- **公司电容器化学品业绩将恢复增长。**2013 年铝电解电容器行业景气度有望恢复，公司铝电解电容器化学品位居国内龙头，预计 13 年业绩将恢复增长；固态高分子电容器渗透率将提升，超级电容器在新能源及新能源汽车领域市场前景巨大，公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液在技术和规模方面位居国内龙头，预计二者盈利水平约 50%。行业地位叠加产能释放及景气度恢复，预计 13 年电容器化学品业绩恢复增长。
- **盈利预测与公司估值：**预测公司 2012 和 2013 年全面摊薄后的每股收益分别为 0.76 元和 0.99 元，按 3 月 4 日 16.54 元收盘价计算，对应动态 PE 为 22 倍和 17 倍，目前估值合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动风险；行业竞争加剧；下游市场不及预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	477.35	654.28	661.39	878.10	1112.70
增长比率 (%)	49.70	37.07	1.09	32.77	26.72
净利润(百万元)	93.93	123.72	129.45	169.71	214.33
增长比率 (%)	56.20	31.72	4.63	31.10	26.29
每股收益 (元)	0.55	0.72	0.76	0.99	1.25
市盈率 (倍)	30.15	22.89	21.88	16.69	13.21

目 录

1. 公司是国内领先的电化学品企业	4
2. 公司锂电池化学品业绩将持续高增长	4
2.1 锂电池需求增长稳中加速	5
2.2 电解液行业重在技术创新与客户服务	6
2.3 三因素驱业绩持续增长	7
3. 公司电容器化学品业绩将恢复增长	9
3.1 电容器行业简介	9
3.2 铝电解电容器龙头受益行业复苏	10
3.2.1 铝电解电容器景气度有望逐渐恢复	10
3.2.2 公司铝电解电容器化学品位居国内龙头	11
3.3 公司固态电容与超级电容化学品业绩增长可期	12
3.3.1 固态高分子电容器渗透加速	12
3.3.2 超级电容器关注新能源及新能源汽车领域	13
3.3.3 行业领先叠加产能释放促业绩增长	14
3.4 公司电容器化学品业绩将恢复增长	15
4. 公司经营分析	16
4.1 业绩概况	16
4.2 盈利能力持续提升源自创新与投入	18
4.3 期间费用率有望逐步平稳	18
4.4 营运能力稳健	19
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	20
行业投资评级	22
公司投资评级	22
重要声明	22
免责条款	22
转载条款	22

图目录

图 1: 公司产品产业链图示	4
图 2: 公司股权结构图示	4
图 3: 2007-12 年我国锂电池产量及增速	5
图 4: 2009-12 年我国锂电池季度产量及增速	5
图 5: 2010-12 年比亚迪 E6 销量	6

图 6: 我国锂电材料毛利率比对	6
图 7: 2009-12 年我国电解液毛利率比对	6
图 8: 2012 年我国电解液主要企业产能	6
图 9: 2009-12 年公司锂电池电解液营收及增速	7
图 10: 2006-11 年公司研发投入及占比	7
图 11: 公司前五大客户营收及占比 (2012AH1)	8
图 12: 我国电解液企业营收 (百万元) 比对	8
图 13: 2006-12 年公司锂电池电解液销售毛利率	9
图 14: 全球电容器市场规模	10
图 15: 不同类型电容器应用电压及电容值范围比对	10
图 16: 2003-12 年我国铝电解电容器进出口额	10
图 17: 2012 年我国铝电解电容器进出口月度值	10
图 18: 铝电解电容器化学品应用图示	11
图 19: 2003-12 年我国铝电解电容器化学品产值	11
图 20: 固态高分子电容器构成图示	13
图 21: 超级电容器构成图示	13
图 22: 2006-09 年固态、超级电容产品营收及占比	15
图 23: 2006-12 年公司电容器化学品营收及增速	15
图 24: 2006-12 年公司电容器化学品毛利率	16
图 25: 2006-09 年公司不同电容器产品毛利率比对	16
图 26: 2011-13 年公司主要原料价格曲线	16
图 27: 2006-12 年公司营收、净利润及同比增速	17
图 28: 2009-2012 年公司营收构成 (按产品)	17
图 29: 2006-12 年公司外销营收、增速及占比	17
图 30: 2009-12 年公司单季度营收及增速	17
图 31: 2009-12 年公司单季度净利润及增速	18
图 32: 2006-12 年公司销售毛利率与净利率	18
图 33: 2009-12 年公司单季度毛利率与净利率	18
图 34: 2009-12 年公司外销毛利率	18
图 35: 2006-12 年公司期间费用率	19
图 36: 2010-12 年公司单季度期间费用率	19
图 37: 2006-12 年公司营运能力分析	19

表目录

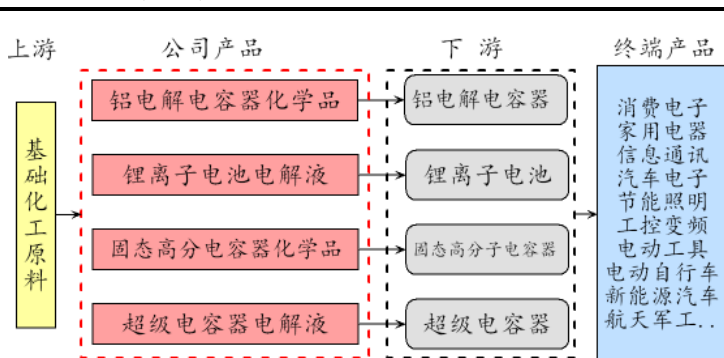
表 1: 公司近年盈利与经营情况	16
表 2: 可比公司估值	20
表 3: 公司盈利预测	21

1. 公司是国内领先的电化学品企业

公司前身深圳市新宙邦电子材料科技有限公司成立于2002年，于2008年3月整体变更为深圳新宙邦科技有限公司，注册资本为8000万元；2010年初，公司登陆资本市场。公司专营新型电子化学品材料，产品包括电容器化学品和锂电池化学品两大系列，其中电容器化学品涵盖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电解液，而铝电解电容器化学品产能为24600吨，市场占有率30%以上且长期稳居国内龙头，固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液在技术和规模方面处于国内领先水平。公司属于国家级高新技术企业，凭借强大的创新平台与研发投入，各类产品已批量出口至日本、美国、东南亚等，逐渐成为全球电子化学品一流供应商，特别是锂电池电解液成功开拓三星等海外优质客户，且电解液产能增至3600吨，行业地位进一步增强。

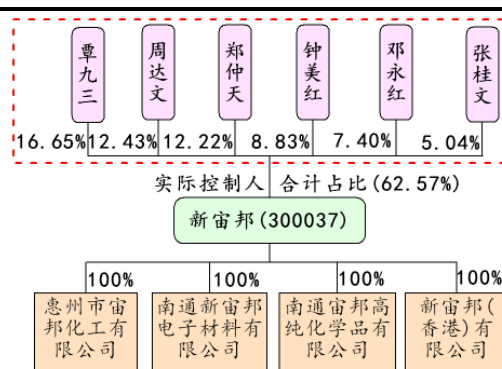
2006-11年，公司业绩持续高增长，营收和净利润复合增长率分别为36.58%和43.57%，其中2011年实现营收6.54亿元，同比大幅增长37.07%，实现净利润1.24亿元，同比增幅31.72%；2012年前三季度，公司营收4.97亿元，同比略增1.68%，净利润9385万元，同比增长3.91%，业绩增速放缓主要受累于铝电解电容器行业不景气。

图 1：公司产品产业链图示



资料来源：公司公告，中原证券

图 2：公司股权结构图示



资料来源：公司公告，中原证券

上市至今，覃九三、周达文、郑仲天等六人为公司一致行动人和实际控制人。2013年2月，公司控制人钟美红、张桂文二人合计减持1.29%，减持后上述六人实际控制人持股占比62.57%。目前，公司拥有南通宙邦高纯化学品、南通新宙邦电子材料、惠州市宙邦化工及新宙邦(香港)有限公司4家全资子公司，其中深圳、南通和惠州子公司为三个电子化学品生产基地。

2. 公司锂电池化学品业绩将持续高增长

2006-11年，公司锂电池化学品业绩复合增长率为63.23%，预计未来业绩高速增长可期，主要基于如下二点：一是锂电池需求增长稳中加速；二是公司锂电池电解液具备技

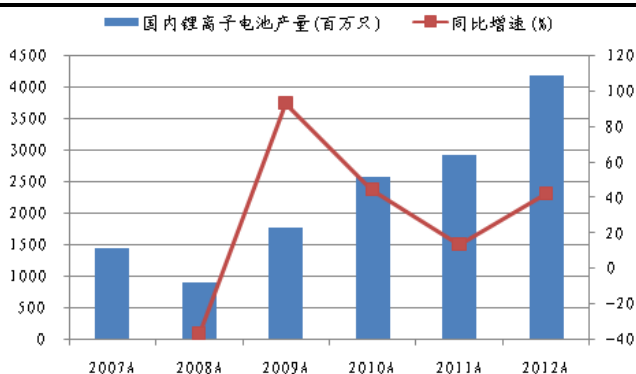
术和优质客户优势，且产能提升为业绩增长提供保障。

2.1 锂电池需求增长稳中加速

在年度策略报告《新材料2013年年度投资策略：铅酸细分龙头利好 锂电行业景气企稳》中我们提出：2013年，锂电行业下游需求总体稳中加速，即以手机为代表的传统储能锂电池需求稳步增长，其增长动力在于智能手机和平板电脑等智能终端需求的提升。

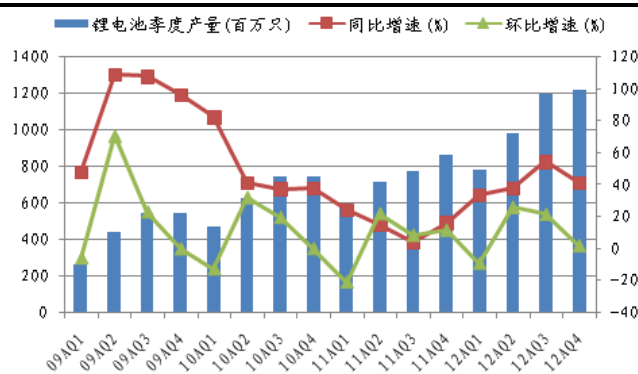
2012年，我国锂电池出货量41.85亿只，同比大幅增长42.26%。而季度产量及增速显示：11年第三季度为增速低点，12年各季度增速均维持在33%以上的水平。我们认为：13年我国锂电池总体增速将维持较高水平。

图 3：2007-12 年我国锂电池产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

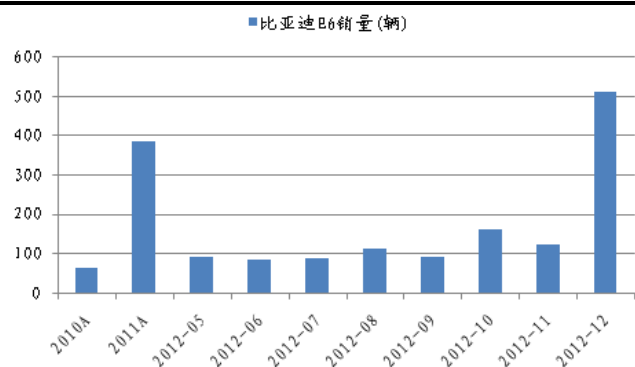
图 4：2009-12 年我国锂电池季度产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

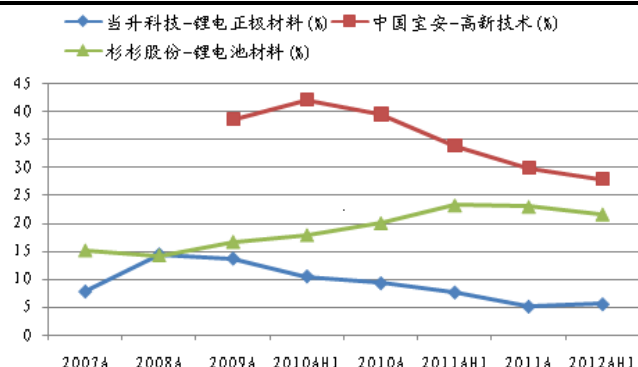
由于锂动力电池容量高且对材料质量要求更高，以新能源汽车为代表的动力电池需求更值得关注。对于新能源汽车观点是增速将显著提升，以国内新能源汽车龙头比亚迪为例，2011年比亚迪E6销量385辆，12年大幅增至1690辆，同比大幅增长338%。受雾霾、技术提升以及各类补贴政策影响，新能源汽车性价比提升，且在出租车等公用事业领域经济优势已显现，故预计13年新能源汽车增速将显著提升。同时，工信部公布了《电动自行车用锂离子电池产品规格尺寸》行业标准，该标准将于13年6月1日起实施，这将大力推进锂动力电池在电动自行车领域的渗透速率。

图 5：2010-12 年比亚迪 E6 销量



资料来源：中原证券

图 6：我国锂电材料毛利率比对

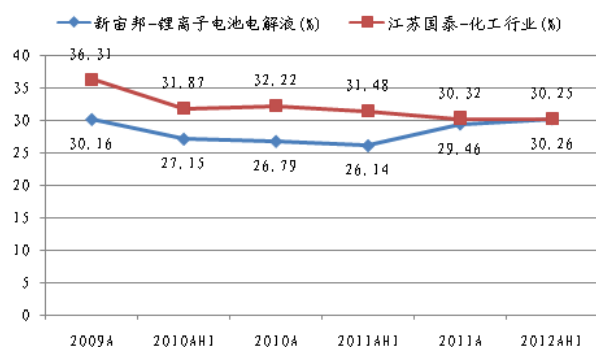


资料来源：Wind，公司公告，中原证券

2.2 电解液行业重在技术创新与客户服务

目前，我国锂电关键材料中的正极、负极、电解液基本实现自给，且已规模出口至日本、韩国等，而隔膜和电解液关键材料六氟磷酸锂国产化率进一步提升。锂电关键材料毛利率显示：正极材料毛利率最低，负极材料毛利率维持较高水平且略有下滑，而电解液上市公司毛利率近年均维持在30%以上。同时我国电解液企业产能大幅增长，2012年主要企业产能已达30600吨。结合电解液上市企业毛利率与产能现状，我们认为产能“过剩”是相对的，符合电解液行业发展趋势的企业将受益锂电池需求的增长。

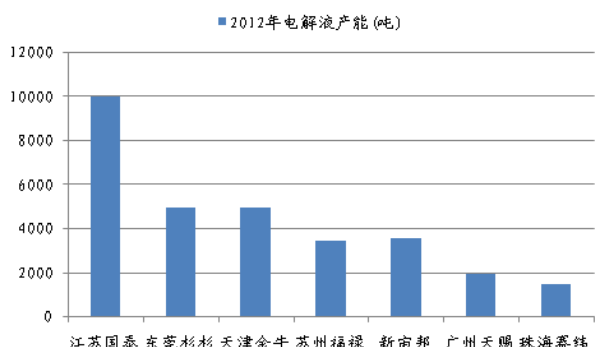
图 7：2009-12 年我国电解液毛利率比对



注：江苏国泰化工产品营收电解液占比约 80%

资料来源：Wind，中原证券

图 8：2012 年我国电解液主要企业产能



资料来源：各公司公告，中原证券

锂电池电解液由电解质锂盐、溶剂和添加剂组成，总体而言电解液细分行业具备轻资产、重研发的属性，如新宙邦南通项目之一为新增5000吨锂电池电解液产能，项目总投资1.20亿元，其中设备投资仅4800万元，而重研发主要体现如下行业现状及发展趋势上：

一是我国电解液行业关键原材料六氟磷酸锂电解质进口替代率大幅提升，且目前六氟磷酸锂毛利率仍高达50%以上。我国六氟磷酸锂产业化企业主要包括天津金牛、九九久、多氟多及广州天赐，12年合计总产能约2400吨。随着国产六氟磷酸锂产能与品质提

升，预计电解液成本将逐步下降，而成本下降将促进下游需求。

其次是电解液企业发展趋势之一为进军上游原料以增强竞争力。国内电解液企业中天津金牛和广州天赐已掌握六氟磷酸锂制备技术，同时电解液龙头江苏国泰年产300吨六氟磷酸锂项目已由中试阶段进入建设期。电解液企业进入上游原料领域符合行业发展趋势，且利于提升产品竞争力和盈利水平。

第三是电解液配方核心在于功能添加剂的研制与添加。为提高锂电池性能，特别是锂动力电池的安全性，不同类型添加剂如高/低温添加剂、成膜添加剂、耐过充添加剂、导电及阻燃添加剂是研究重点，而上述添加剂的研制需要大量的研发投入及创新平台。

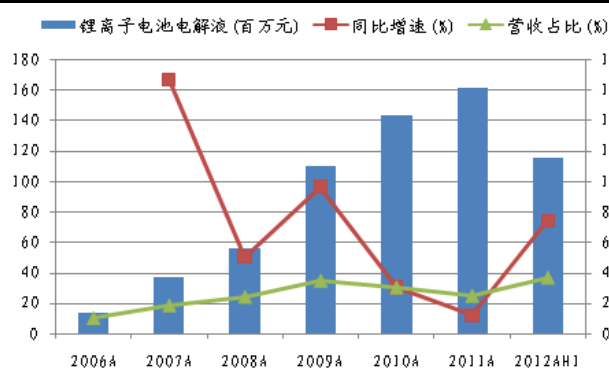
最后为下游客户服务能力。由于锂电池属于非标产品，而锂电关键材料中的正极、负极种类颇多，上述特点决定电解液下游需求特点为批次多但批量小，且新客户开发一般需要与下游客户协同进行，故电解液企业对下游客户服务能力尤为关键。同时，企业一旦通过下游客户认证，下游客户的“粘性”使其难以被替换，而与优质客户的协同开发反之将提升电解液企业产品竞争力和企业品牌。

基于上述现状与行业特点梳理：我们认为重视研发投入和创新、以及具备下游优质客户的电解液企业将在产能“过剩”格局中逐步消化增长的产能，同时掌握六氟磷酸锂上游原料技术的企业将具更强竞争优势。

2.3 三因素驱业绩持续增长

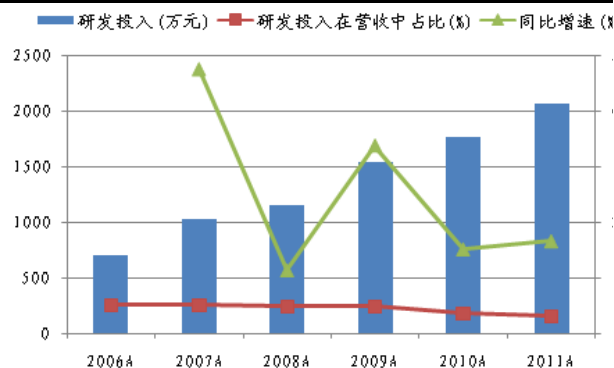
2006年，公司锂电池电解液营收1397万元，至11年大幅提升至1.62亿元，2006-11年间复合增长率达63.23%，且营收占比由2006年的10.15%提升至12年上半年的36.54%。12年上半年，公司锂电池电解液营收1.16亿元，同比大幅增长74.25%。公司锂电池电解液业绩增长动力主要基于如下三点：

图 9：2009-12 年公司锂电池电解液营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 10：2006-11 年公司研发投入及占比



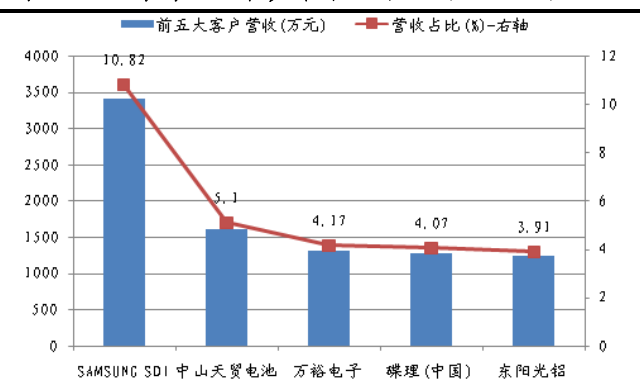
资料来源：公司公告，中原证券

第一，创新与研发投入铸就技术驱动内因。公司成立之初就注重技术创新与研发投

入，2006-11年公司研发投入在营收中的比重均大于3%，且2006-11年研发投入复合增长率为24.22%，并在国内外申请发明专利18项。在高投入的同时，公司紧抓行业特点，通过自身积累逐步建立了具有国内领先、国际水平的新型电子化学品研发中心，成立了以功能材料合成技术、材料提纯精制技术、微量分析测试技术、电解液组份作用机理、配方开发技术、元器件设计与测试技术等六大核心技术模块为依托的技术创新模式。正是凭借独特的技术创新平台和强大的研发投入，使公司渐次催生了现有四大类主营产品，同时为公司未来新产品和新技术研发奠定了基础。具体至锂电池化学品领域：2003年公司首次推出锂离子电池电解液产品；2008年，公司成为全国电源行业(动力锂离子电池系统)标准起草委员会核心成员。目前，公司锂电池电解液配方达百余种，具体至产品可细分为常规电解液与锂离子动力电池电解液，其中动力电池电解液涵盖磷酸铁锂、三元及锰酸锂等不同的动力电池体系，如LBC3048、LBC3212型电解液等适用于磷酸铁锂类动力电池，LBC3211型适用于锰酸锂类动力电池等。

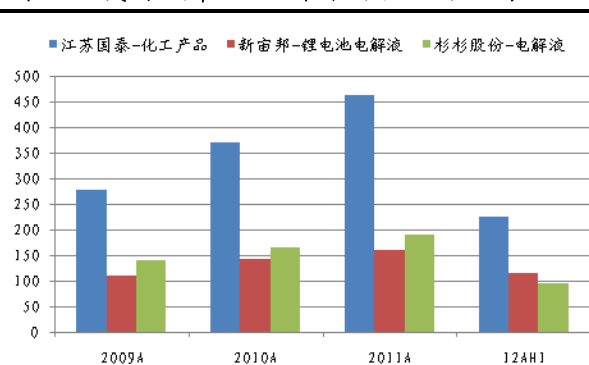
其次是凭借技术实力、优质产品及服务能力开拓了一批海外优质客户。目前，全球锂电池制造企业主要集中于中日韩三国，其中日本和韩国为全球顶尖锂电池厂商。上市前，公司锂电池电解液主要立足于国内市场，上市后积极主动参与国际市场竞争，大力开拓日本和韩国市场。凭借产品品质与服务能力，公司于2011年相继成为日本SONY、松下等一批国际高端客户的合格供应商，并荣获索尼“优秀合作伙伴”称号；2012年上半年通过了韩国三星的认证并实现批量供货。优质客户开拓为公司业绩增长提供有效保障，2012年上半年，公司前五大客户营收合计占比28.08%，其中SAMSUNG SDI跃为公司第一大客户，12年上半年营收3429万元，占比10.82%。

图 11：公司前五大客户营收及占比 (2012AH1)



资料来源：公司公告，中原证券

图 12：我国电解液企业营收(百万元) 比对



注：江苏国泰化工产品营收电解液占比约 80%

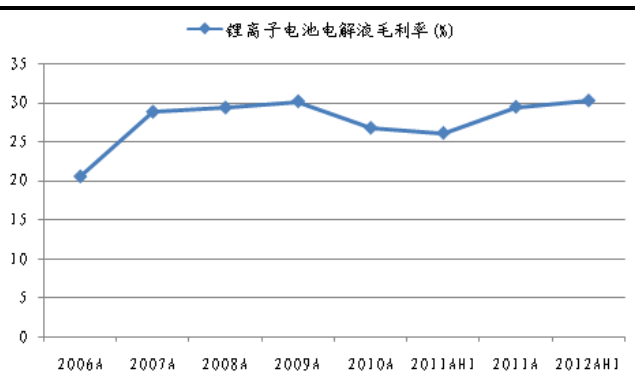
资料来源：Wind，各公司公告，中原证券

再次，电解液扩产为业绩释放提供保障。近年来，公司锂电池电解液产能大幅提升，2009年产能为1200吨。随着上市募投项目达产，预计12年底总产能达3600吨。同时，南通超募项目之一的年产5000吨电解液项目有望于2013年达产，届时公司锂电池电解液产

能将进入国内第一梯队，为公司电解液业绩增长提供产能保障。凭借上述优势，公司在锂电池电解液细分领域行业地位显著提升，如国内锂电池电解液主要上市公司业绩对比显示：2009-11年，江苏国泰锂电池电解液营收位居国内龙头，其次是杉杉股份旗下的东莞杉杉；12年上半年，公司电解液营收1.16亿元，首次超越东莞杉杉位居第二。

公司锂电池电解液毛利率总体较为稳定，2012年上半年为30.26%，较11年上半年的26.14%提升4.12个百分点，提升原因是高附加值的动力电池电解液产品占比提升。与江苏国泰电解液毛利率(图7)对比显示：凭借创新与研发投入，公司电解液产品结构优化显著，高附加值产品效应逐步显现，我们认为目前公司电解液盈利水平逐步接近江苏国泰。

图 13：2006-12 年公司锂电池电解液销售毛利率



资料来源：Wind，中原证券

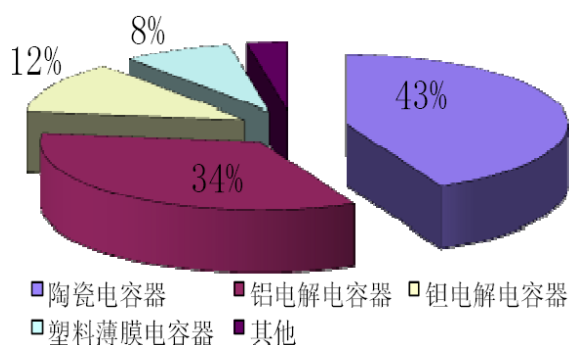
3. 公司电容器化学品业绩将恢复增长

公司主营业务电容器化学品产品种类丰富，包括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电解液，其中铝电解电容器化学品属于传统优势产品，预计13年该产品业绩将恢复增长，而固态高分子电容器化学品、超级电容器电解液兼具技术与规模优势，预计未来业绩增长强劲。

3.1 电容器行业简介

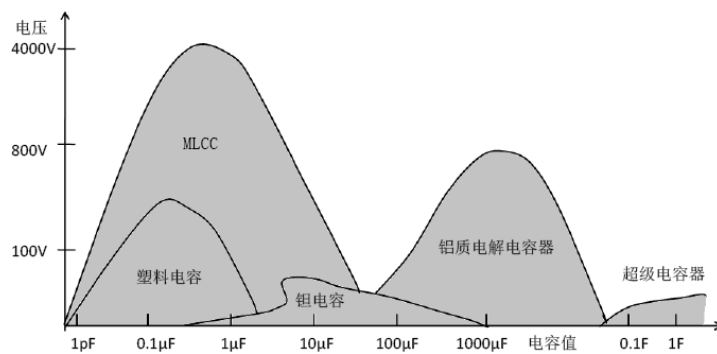
电容器作为三大被动电子元器件(电阻、电容及电感器)之一，是电子线路中必不可少的基础电子元器件，而在整机使用的电子元件中，电容器用途广泛且用量最大，约占全部电子元件用量的40%。具体至不同种类电容器：陶瓷电容器用量最大，市场占比约43%，其次为铝电解电容器，市场占比34%。另外，固态高分子电容器、超级电容器发展迅速，特别是超级电容器市场前景广阔。

图 14：全球电容器市场规模



资料来源：江海股份招股书，中原证券

图 15：不同类型电容器应用电压及电容值范围对比



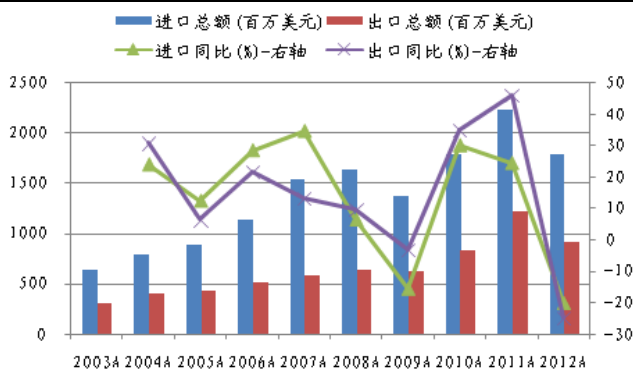
资料来源：国瓷材料招股书，中原证券

3.2 铝电解电容器龙头受益行业复苏

3.2.1 铝电解电容器景气度有望逐渐恢复

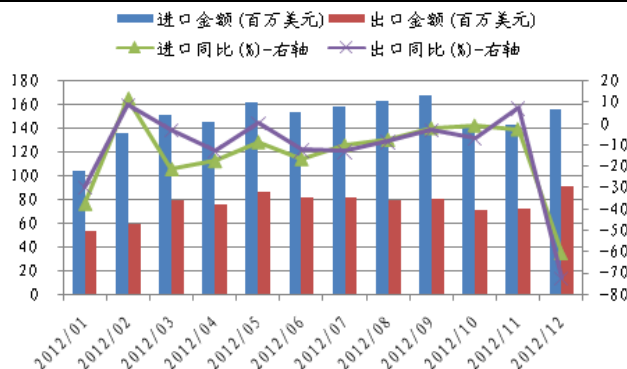
目前，铝电解电容器生产地区主要集中于日本、中国大陆及台湾、韩国及东南亚，其中日本企业是铝电解电容器行业的主供应商，同时全球铝电解电容器制造业向国内转移。2011年，我国铝电解电容器进、出口总额分别为22.36和12.17亿美元，同比增长24.39%和45.93%；2012年我国铝电解电容器进出口总额分别为17.85和9.12亿美元，同比下降20.15%和25.02%，下降主要原因是国内外宏观经济不景气；而12年6-11月间的月度进出口产值同比增速略有提升，有企稳好转迹象，12月份同比大幅下滑是由于11年12月单月进出口为近年新高。我们认为，铝电解电容器受全球宏观经济影响较大，短期铝电解电容器市场仍处于调整中，随着宏观经济形势的逐步好转，铝电解电容器景气度有望在13年二季度逐步复苏。

图 16：2003-12 年我国铝电解电容器进出口额



资料来源：公司招股书，海关信息网，中原证券

图 17：2012 年我国铝电解电容器进出口月度值

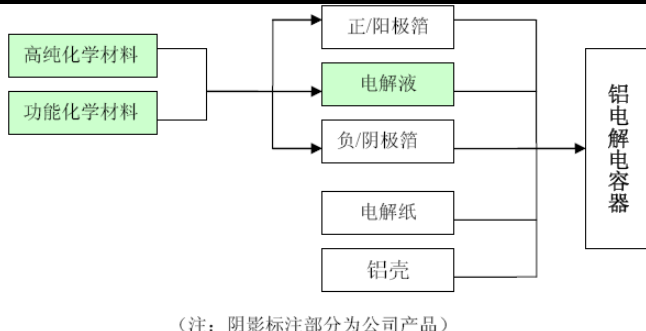


资料来源：海关信息网，中原证券

铝电解电容器主要由正铝箔、电解液、负铝箔、电解纸及铝壳五部分构成，其中铝电解电容器化学品是制备铝电解电容器的关键原材料之一，且铝电解电容器化学品约占铝电解电容器产值的4%。根据我国铝电解电容器进出口总额，测算出2011年我国进出口

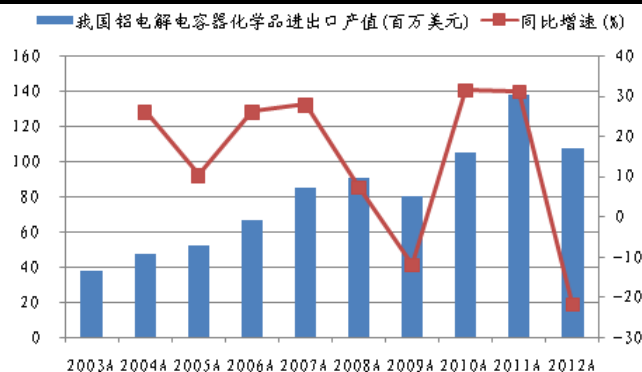
铝电解电容器化学品相关产值约1.38亿美元，同比大幅增长31.21%；而12年对应产值为1.08亿美元，同比大幅下降21.86%。

图 18：铝电解电容器化学品应用图示



资料来源：公司招股书，中原证券

图 19：2003-12 年我国铝电解电容器化学品产值



资料来源：公司招股书，海关信息网，中原证券

从材料类别看，铝电解电容器化学品主要包括高纯化学材料、功能化学材料和电解液等，其中高纯化学材料和功能材料细分为溶剂和溶质两大系列，而功能化学材料指新型功能改善助剂，如消氢剂、防水合剂、降漏电流用添加剂等。可见，高纯化学材料与功能化学材料是基础，其用途主要有两点：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，化成箔一方面可生产铝电解电容器，也可生产固态高分子电容器；二是配制铝电解电容器电解液。

3.2.2 公司铝电解电容器化学品位居国内龙头

全球铝电解电容器化学品主要供应商集中在日本和中国，日本主要厂商包括富山药品工业、米山化学及三洋化成三家公司，其产品主要供应日本、韩国和部分国内市场，特点为进入时间早、生产线自动化水平较高且客户优质；而国内企业除新宙邦外，还包括江苏沛县东方化工厂、南通恒星电子等公司，其中新宙邦稳居国内行业龙头，其市场占有率在30%以上。

公司铝电解电容器化学品规格系列齐全，产品涵盖高纯化学材料、功能化学材料和电解液等产品。其中高纯化学产品中的溶剂系列主要包括电解液用的主溶剂和助溶剂，细分产品包括乙二醇、丁丙酯等近20余种产品，而溶质系列细分为高、低、中压电容器用溶质，包括己二酸铵、甲酸铵等30余种；功能添加剂包括对硝基苯甲酸、磷酸二氢铵、聚乙二醇系列等40余种产品，公司铝电解电容器化学品未来重点向高附加值的中高压电容器方向发展。除具备完整产品系列外，公司铝电解电容器化学品客户优势显著，目前国内前十五大铝电解电容器厂商基本都成为公司客户，且国际前25大厂商中覆盖率在60%以上。

上市之初，公司铝电解电容器化学品总产能约16000吨，16600吨的上市募投项目已

于12年达产，同时龙岗厂区部分老设备淘汰减去8000吨产能，目前公司铝电解电容器化学品总产能为24600吨。另外，公司超募项目之南通项目有望于13年3季度末达产，届时将新增25000吨产能，总产能近50000吨。

3.3 公司固态电容与超级电容化学品业绩增长可期

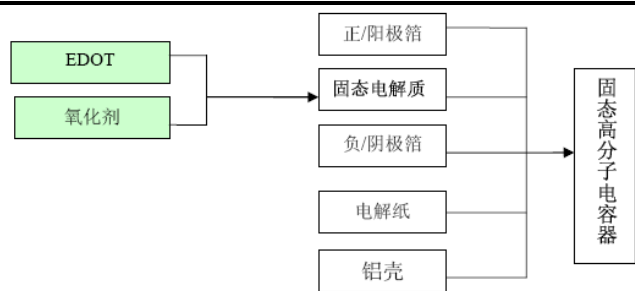
2004年，公司开始研发固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液，并于2005年推出双电层电容电解液。经过数年的实验、中试及客户认证，上述两类产品于2009年开始批量供货，并进入快速发展阶段。目前，公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液属于高附加值产品，在国内处于绝对领先地位，预计二者未来业绩将延续高速增长趋势。

3.3.1 固态高分子电容器渗透加速

固态高分子电容器结构与铝电解电容器类似，二者区别在于介电材料不同，铝电解电容器介电材料为电解液，后者则为功能导电性高分子。与铝电解电容器相比，固态高分子电容器具备环保、低阻抗、高低温性能稳定、耐高纹波等特点，且导电性、频率特性及寿命均佳，适用于低电压、高电流领域的应用。由于固态高分子电容器中关键原材料—导电高分子单体EDOT成本较高，固态高分子电容器主要用于高端3C产品的低压高频领域，主要包括笔记本电脑、上网本、PC主机板CPU、液晶电视、手机、PDA等，其中单核CPU需要8~10颗固态高分子电容器，双核CPU需要10~12颗，而分辨率为180*1960的高清液晶电视需要30~40颗。随着3C产品升级、3G网络普及与4G网络建设加速，特别是核心原材料价格的下降，预计固态高分子电容器在消费领域的渗透将加速，下游应用领域也将不断扩大。据IEK数据显示：2007年全球固态高分子电容器产值9.4亿美元，同比增长25.33%，预计未来将以15%复合增长率增长，2014年市场规模为25亿美元。

固态高分子电容器组成中，固态高分子电容器化学品是其最核心的材料，对电容器性能其决定作用。对不同型号和规格的固态电容器，固态高分子电容器化学品成本占比介于20-40%之间，按30%计算，2007年全球固态高分子电容器化学品市场规模约2.8亿美元，14年将增至7.5亿美元。

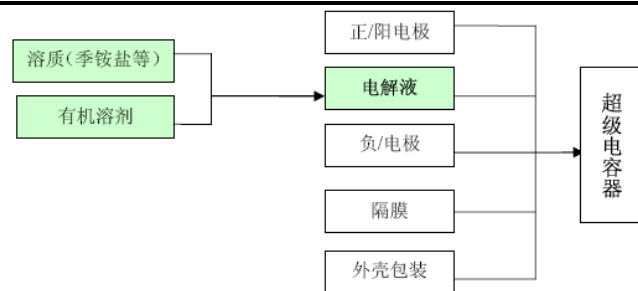
图 20: 固态高分子电容器构成图示



(注: 阴影标注部分为公司产品)

资料来源: 公司招股书, 中原证券

图 21: 超级电容器构成图示



(注: 阴影标注部分为公司产品)

资料来源: 公司招股书, 中原证券

3.3.2 超级电容器关注新能源及新能源汽车领域

超级电容器(双电层电容器)于20世纪七八十年代发展起来,其兼具静电电容器和二次电池两种储能装置的优点,其原理在本质上是在电极-电解质界面上形成了双电层电容,固体导体电极与电解质溶液相互接触时,在固-液两相界面上极短的距离形成正负电荷相对分布的双电层。

与静电电容及二次电池特性相比,超级电容器主要具备以下特点:(1)充放电时间短(<120s);(2)能量密度相对较高;(3)功率密度大(>1000W/Kg);(4)循环寿命长(>10万次);(5)使用温度宽(-40~70℃);(6)超大容量(0.1~6000F)、漏电流小,超级串联等效电阻,对充电电路要求简单,无记忆效应,使用材料无公害、环境友善且免维护。由于具备上述显著特点,超级电容器广泛用于绿色能源(太阳能、风电)、消费电子、交通(混合动力、电动汽车等新能源汽车)、军事、工业(UPS)等领域,特别是在以新能源以及新能源汽车领域前景巨大。

在新能源汽车领域,通常将超级电容器与二次电池配合使用,二者完美结合形成了性能稳定、节能环保的动力汽车电源,可用于混合动力及纯电动汽车,如锂动力电池为汽车充电储能和提供持久动力,超级电容则在汽车启动、加速时提供大功率辅助动力,同时在汽车减速、下坡、刹车时快速回收并储存能量,将不规则动力安全转化为电池的充电能源。中国电子元件协会统计及预测显示:2010年全球超级电容器市场规模约52亿元,而我国市场规模约11.5亿元,预计国内超级电容器将保持20%以上的增长率,至14年市场规模将达24亿元。

电解液是超级电容器主要组成部分之一,其对电容器的工作电压、漏电流、阻抗、容量发挥至关重要。同时因型号与规格不同,电解液在超级电容器中成本占比为15-40%,按25%计算,14年我国超级电容器电解液市场规模约6亿元。

3.3.3 行业领先叠加产能释放促业绩增长

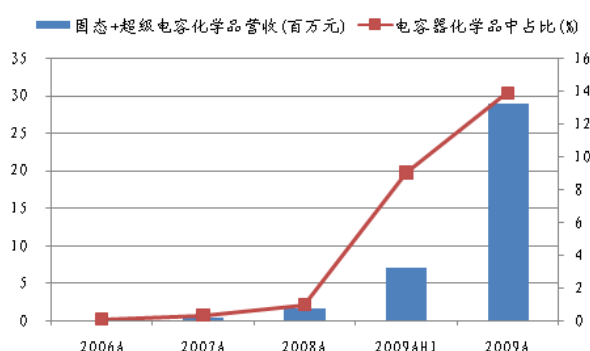
公司固态高分子电容器化学品产品包括EDOT(3,4-乙烯二氧噻吩)和氧化剂,二者制成的PEDT导电聚合物的主要用途是生产固态高分子电容器,该材料制成的固态电解质是固态高分子电容器的核心,其中EDOT为核心材料,其单位价值是氧化剂的10倍以上,且EDOT与氧化剂的配比一般为1:(3~5)。同时,PEDT导电聚合物可用于生产防静电材料、新型电磁屏蔽材料、OLED等。

行业竞争方面,H.C Starck(世泰科)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,是公司的主要竞争对手;而国内尚无重要竞争对手,公司在该领域处于绝对领先地位。目前,世泰科产品售价较高,导致固态高分子电容器成本较高,一定程度上制约固态高分子电容器的应用和发展。

公司是国内唯一一家能够产业化生产超级电容器电解液的公司。通过自主创新,2009年公司掌握了超级电容器电解液关键技术—季铵盐合成技术及电解液配制技术,填补了国内空白,并实现高性能低成本规模化的季铵盐生产工艺,产品具有纯度高、电导率高、水分少、游离酸低、杂质含量低等优异性能。凭借技术与产品优势,已成为国际主流超级电容器制造商美国Maxwell公司、REDI公司、韩国Nesscap等公司的产品供应商。目前,公司超级电容器电解液主要竞争对手为美国的Honeywell,其依据品牌优势已成为全球超级电容器电解液主导供应商,占有全球主要市场份额;其次是美国的Novolyte、日本富士药品化学及韩国SK等,而国内尚无竞争对手,处于绝对领先地位。

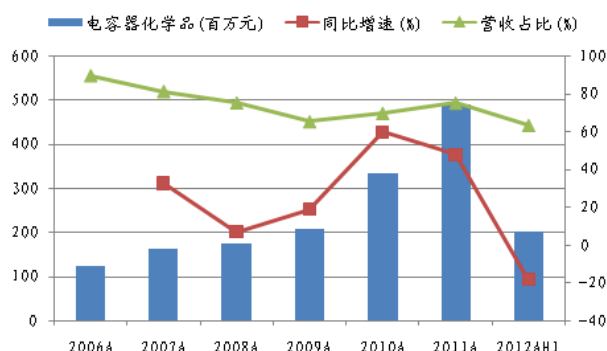
2006年,公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液营收10万元,在电容器化学品营收中的占比仅为0.09%;2009年,上述二类产品实现批量销售,二者合计营收2898万元,占比大幅提升至13.89%。产能规模显示:2009年,公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液产能分别为16吨和80吨;2012年,公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液扩产项目均达产,二者分别新增60吨和720吨产能。我们认为,公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液无论从规模还是技术上均处于国内领先水平,行业地位叠加产能释放为未来业绩增长提供可靠保障。

图 22: 2006-09 年固态、超级电容产品营收及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 23: 2006-12 年公司电容器化学品营收及增速



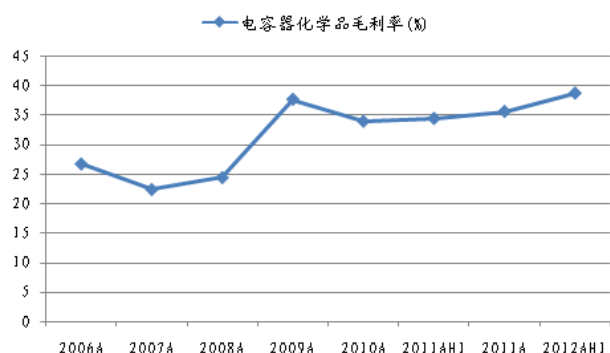
资料来源: Wind, 中原证券

3.4 公司电容器化学品业绩将恢复增长

2006年，公司电容器化学品合计营收1.24亿元，11年大幅增至4.92亿元，2006-11年间复合增长率达31.85%，其业绩持续增长主要基于两点：一是我国铝电解电容进出口相关的电容器化学品产值稳步增长，如2006年对应的铝电解电容器化学品产值为6636万美元，而11年达1.38亿美元，2006-11年复合增长率为15.79%，同时公司位居国内铝电解电容器化学品龙头；其次是如上所述，公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液产品对电容器化学品业绩贡献逐步增大，营收占比由2006年的0.09%增长2009年的13.89%，且二者未来业绩增长可期。2012年上半年，公司电容器化学品营收2.01亿元，同比下滑18.26%，预计12年业绩下滑，主要受累于铝电解电容器行业不景气至对应化学品产值下滑所致，2012年我国进出口铝电解电容器相关化学品产值1.08亿美元，同比大幅下滑21.86%。13年铝电解电容器行业景气度有望逐渐恢复，同时固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液业绩增长较有保障，预计13年公司电容器化学品业绩增长可期。

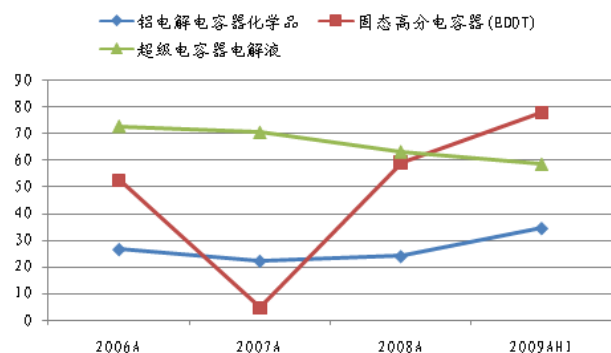
2006年至今，公司电容器化学品毛利率总体稳步提升，2012年上半年为38.79%，相比2011年上半年的34.50%提升4.29个百分点。公司毛利率提升一方面是铝电解电容器化学品产品结构逐步优化，高附加值产品占比提升；其次是公司固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液具有较高的附加值，且二者在电容器化学品中的营收占比逐年提升。2009年上半年，二者毛利率分别为77.99%和58.70%。由于二者具有较高的技术壁垒，我们认为上述产品毛利率将维持在50%以上。

图 24: 2006-12 年公司电容器化学品毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

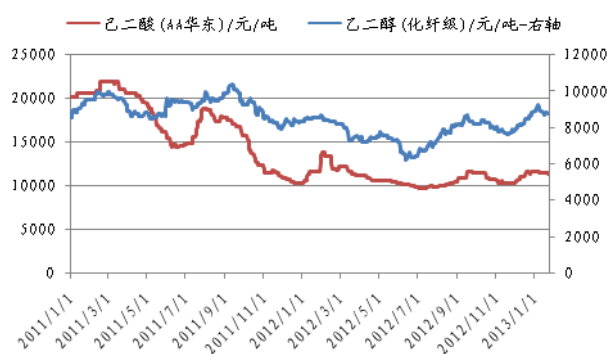
图 25: 2006-09 年公司不同电容器产品毛利率对比



资料来源: Wind, 中原证券

另外, 公司 12 年上半年毛利率大幅提升与主要上游原材料价格走势有关, 乙二醇和己二酸为公司电容器化学品主要原料之一, 二者 12 年二者均价分别为 7772 元/吨和 10978 元/吨, 同比下降 15.25% 和 35.34%。

图 26: 2011-13 年公司主要原料价格曲线



资料来源: Wind, 中原证券

4. 公司经营分析

4.1 业绩概况

2006 年, 公司营收和净利润分别为 1.38 亿元和 2028 万元, 2011 年分别为 6.54 亿元和 1.24 亿元, 2006-11 年营收和净利润复合增长率分别为 36.58% 和 43.57%, 业绩高速增长源自公司高附加值产品渐次推出, 且各类产品销量大幅增长。

表 1: 公司近年盈利与经营情况

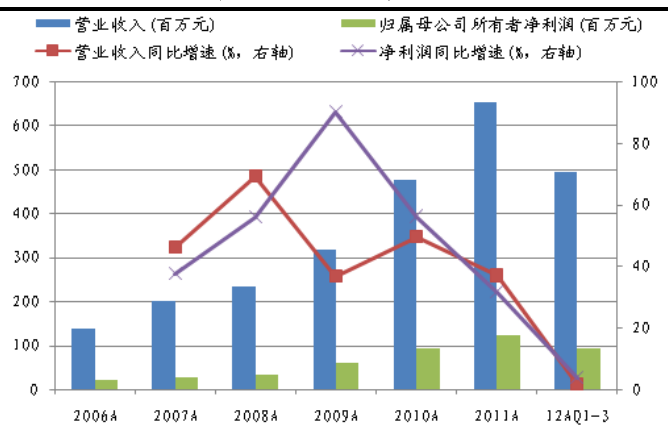
	2009A	2010A	2011A	12A Q1-3	江苏国泰 (12A Q1-3)
营业收入 (百万元)	318.87	477.35	654.28	497.21	3286.88
净利润 (百万元)	60.13	93.93	123.72	93.85	155.23
净资产收益率-加权 (%)	6.48	9.47	11.43	8.28	13.14
资产负债率 (%)	7.74	9.90	11.41	12.86	39.16

综合毛利率(%)	35.12	31.82	34.14	35.09	13.05
销售净利率(%)	18.86	19.68	18.91	18.88	5.08
期间费用率(%)	10.64	8.66	11.85	12.10	7.05
存货周转率(次)	6.32	6.37	6.10	3.73	17.13
应收账款周转率(次)	4.65	4.43	4.59	2.91	7.18

资料来源: Wind, 中原证券

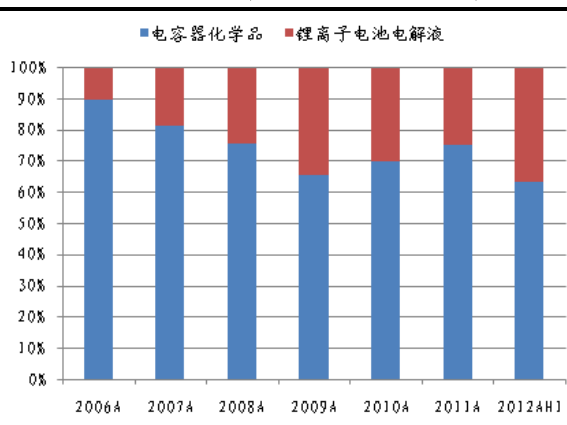
2012年前三季度, 公司实现营收4.97亿元, 较11年前三季度的4.89亿元略增1.69%; 净利润9385万元, 较去年同期的9032万元增长3.91%, 业绩增速显著放缓主要受累于铝电解电容器化学品业绩大幅下降。随着锂电池电解液产能增长及海外优质客户的开拓, 其营收占比逐步提升, 2012年上半年占比为36.54%。

图 27: 2006-12 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

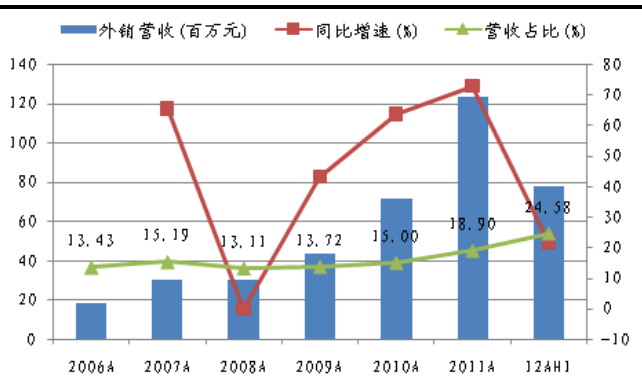
图 28: 2009-2012 年公司营收构成(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

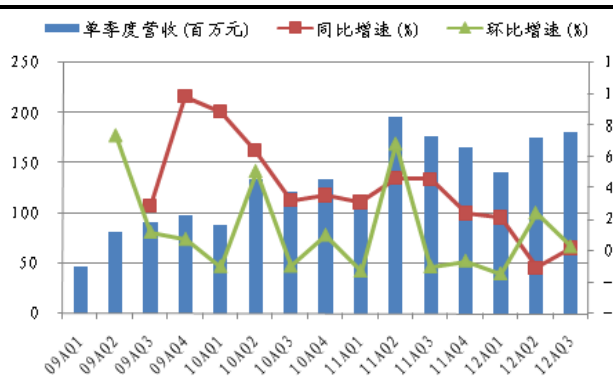
销售区域显示: 公司外销营收稳步增长, 由2006年的1849万元大幅增至11年的1.24亿元, 2006-11年间复合增长率为46.24%, 高于公司营收36.58%的增幅。12年上半年, 公司外销营收7786万元, 同比增长21.78%, 主要是锂电池电解液产品开始批量供货给三星。

图 29: 2006-12 年公司外销营收、增速及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 30: 2009-12 年公司单季度营收及增速

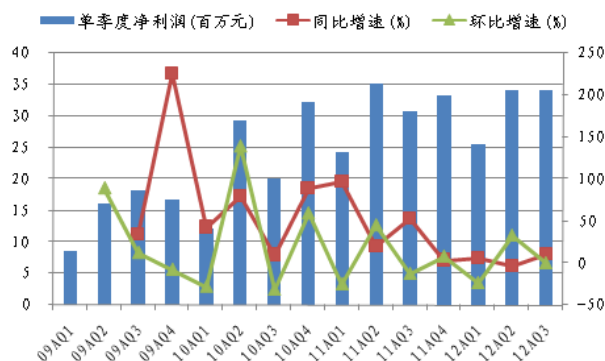


资料来源: Wind, 中原证券

单季度营收及净利润显示: 公司业绩存在一定的周期性, 其中一季度一般为业绩淡

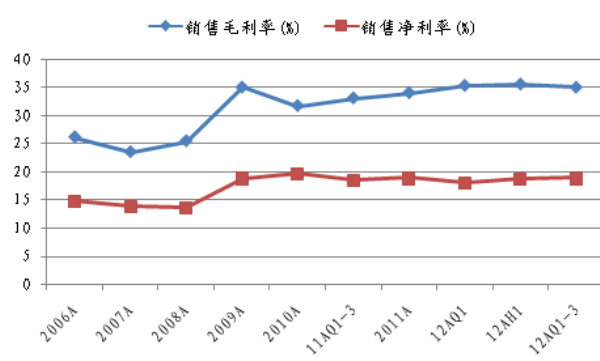
季，原因是公司终端产品以消费电子类为主，且存在季节因素。

图 31：2009-12 年公司单季度净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 32：2006-12 年公司销售毛利率与净利率

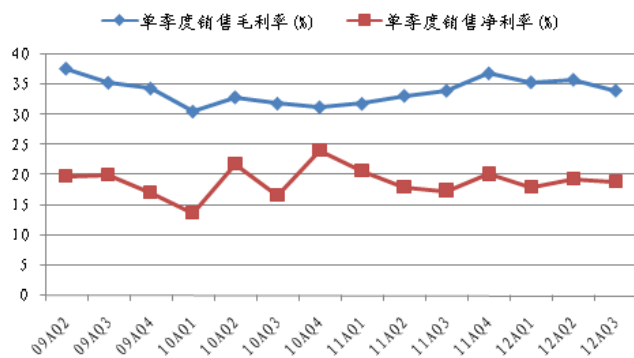


资料来源：Wind，中原证券

4.2 盈利能力持续提升源自创新与投入

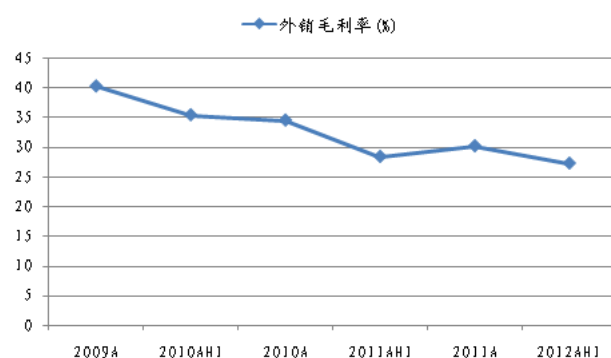
2007-12 年，公司销售毛利率总体持续稳步提升，2012 年前三季度销售毛利率为 35.09%，较 11 年前三季度的 33.20% 提升 1.89 个百分点，销售毛利率稳步提升如前所述：公司长期注重技术创新与研发投入，高附加值新产品渐次推出及产品结构优化所致。同时，单季度盈利能力显示：公司销售毛利率受季度因素影响不显著。而外销毛利自 2009 年以来逐步降低，主要是出口产品类型发生变化，如 12 年上半年锂电池电解液产品出口占比提升，而电解液毛利率相对电容器化学品较低。

图 33：2009-12 年公司单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

图 34：2009-12 年公司外销毛利率



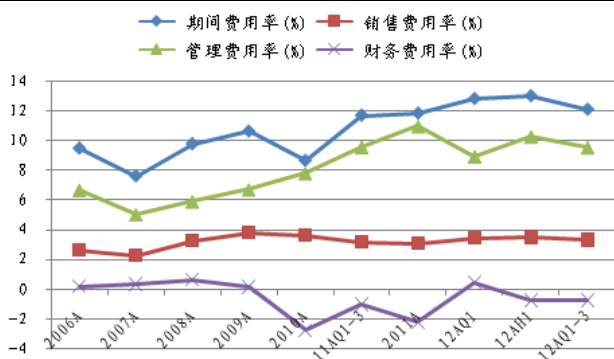
资料来源：Wind，中原证券

4.3 期间费用率有望逐步平稳

2007 年-11 年，公司期间费用率总体呈上升趋势，主要是管理费用率持续提升，而管理费用提升主要原因是公司为新增产能，惠州生产基地、南通化工园区新基地在建设和筹备过程中增加了管理人员，同时研发投入持续增长所致；销售费用控制较好，在产能与销量均大幅增长情况下，销售费用率总体较为稳定。

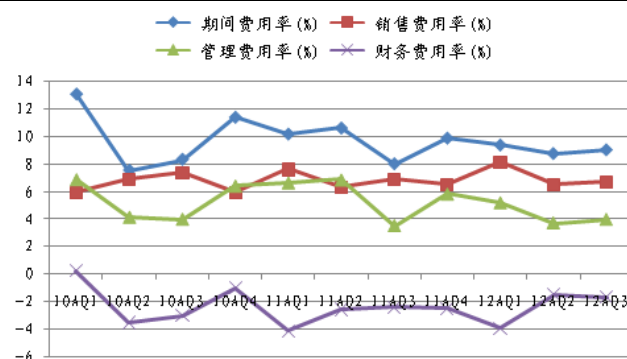
12年前三季度，公司期间费用率为12.10%，较11年前三季度的11.70提升0.40个百分点，主要是财务费用同比增长所致，由11年前三季度的-1.03%下降至12年的-0.77%，原因是随着产能扩建项目进行，利息收入减少所致。公司单季度费用率显示：一、四季度为费用率高点，二、三季度一般为低点。我们认为：随着项目的逐步达产及产能释放，预计公司管理费用率将略有提升，而期间费用率总体保持稳定。

图 35：2006-12 年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

图 36：2010-12 年公司单季度期间费用率

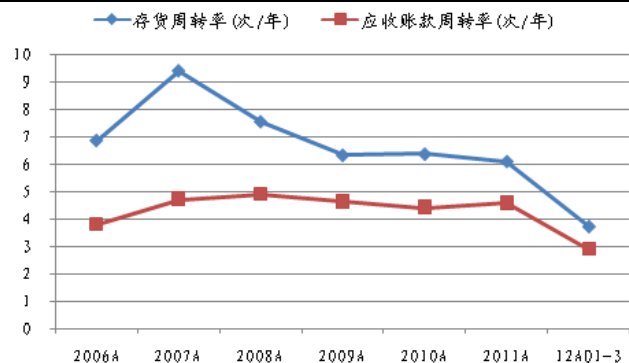


资料来源：Wind，中原证券

4.4 营运能力稳健

2007-11年，公司存货周转率稳步下滑，由2007年的9.40次/年下降至6.10次/年，显示在公司产能大幅增长情况下，管理水平持续提升；12年1-9月，公司存货9670万元，同比增长11.49%，位于合理水平。而公司的营收账款周转率较为稳定，近年约为4.6次/年，12年前三季度应收账款1.81亿元，同比略增1.69%，处于合理范围内。

图 37：2006-12 年公司营运能力分析



资料来源：Wind，中原证券

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设：1) 全球经济不出现大幅下滑，其中电子元器件行业景气度逐步恢复；2) 公司募投项目按进度达产，且下游市场稳步拓展；3) 公司电解液销量复合增长率约30%，电解液产品价格逐年略有下降。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 03/04)	EPS (元)			PE(倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
002091	江苏国泰	9.59	0.55	0.54	0.64	17.44	17.89	14.87
600884	杉杉股份	10.11	0.37	0.35	0.43	27.10	28.74	23.53
002484	江海股份	13.17	0.65	0.48	0.63	20.17	27.48	20.74
300037	新宙邦	16.54	0.72	0.76	0.99	22.89	21.88	16.69
	行业均值					21.90	24.00	18.96
300037	新宙邦	16.54	0.72	0.76	0.99	22.89	21.88	16.69

资料来源：Wind，中原证券

预测公司2012年、2013年的全面摊薄后的每股收益分别为0.76元和0.99元，按3月4日16.54元收盘价计算，对应PE为21.88倍和16.69倍。目前估值合理，维持公司“增持”投资评级。

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：1) 国内外宏观经济景气波动风险；2) 行业竞争加剧；3) 下游需求不及预期。

表 3: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	974	1109	1329	1617	营业收入	654	661	878	1113
现金	554	680	725	858	营业成本	431	422	559	710
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税费	4	4	5	7
应收票据	152	152	202	256	销售费用	20	22	29	36
应收款项	163	168	267	338	管理费用	72	69	91	115
存货	76	80	106	134	财务费用	-15	-4	-5	-6
其他	28	29	30	31	资产减值损失	-3	1	1	1
非流动资产	248	243	233	221	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	33	92	142	171	营业利润	144	148	198	250
无形资产	49	47	45	42	营业外收入	2	5	3	3
其他	166	104	46	8	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1222	1352	1562	1839	利润总额	146	153	200	253
流动负债	137	136	184	236	所得税	22	23	31	39
短期借款	0	0	0	0	净利润	124	129	170	214
应付帐款	41	42	56	71	少数股东权益	0	0	0	0
预收帐款	3	4	9	15	归属母公司净利润	124	129	170	214
其他	93	90	119	150	EPS (元)	0.72	0.76	0.99	1.25
长期负债	2	2	2	2	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	2	2	2	2	每股指标				
负债合计	139	138	186	239	每股收益	0.72	0.76	0.99	1.25
股本	107	107	107	107	每股经营现金	-1.57	1.18	0.48	1.15
资本公积金	740	740	740	740	每股净资产	10.13	11.34	12.92	14.93
未分配利润	206	323	476	668	增长率				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	37.07%	1.09%	32.77%	26.72%
母公司所有者权益	1084	1213	1383	1597	营业利润增长率	33.12%	2.58%	33.44%	26.65%
负债及权益合计	1222	1352	1569	1836	净利润增长率	31.72%	4.63%	31.10%	26.29%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	34.14%	36.19%	36.32%	36.20%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	18.91%	19.57%	19.33%	19.26%
经营活动现金流	43	122	47	118	ROE	11.42%	10.67%	12.27%	13.42%
净利润	124	129	170	214	ROIC	11.29%	21.65%	23.27%	25.95%
资产减值准备	-3	1	1	1	偿债能力				
折旧摊销	5	7	10	12	资产负债率	10.32%	8.83%	10.15%	11.08%
财务费用	-15	-4	-5	-6	流动比率	7.11	8.15	7.22	6.84
投资收益	0	0	0	0	速动比率	6.55	7.56	6.65	6.28
营运资金变动	0	-11	-129	-104	营运能力				
投资活动现金流	-190	0	0	0	资产周转率	0.56	0.51	0.60	0.65
资本支出	0	0	0	0	存货周转率	6.01	5.33	6.00	5.89
其他投资	-190	0	0	0	应收帐款周转率	4.59	4.05	4.10	3.73
筹资活动现金流	-21	4	5	6	估值比率				
借款变动	0	0	0	0	PE	22.89	21.88	16.69	13.21
其他	-21	4	5	6	PB	1.70	1.52	1.33	1.15
现金净增加额	-168	127	52	123					

资料来源: 公司公告, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。