

立足电极箔市场，打造行业龙头

——华锋股份（002806）深度报告

2017年06月13日

强烈推荐/首次

华锋股份 深度报告

报告摘要:

立足电极箔行业，打造行业龙头企业。公司低压化成箔的产量、产品质量及产品系列规格在国内同行业中名列前茅，部分产品的质量已经达到了代表电极箔最高水平的日本企业所生产的产品，是目前国内少数能向国际市场出口低压化成箔产品的企业之一，也是目前国内能够大规模自主生产低压腐蚀箔，并同时能够对自产腐蚀箔进行大规模化成生产的几家企业之一。

铝电解电容器行业飞速发展造就公司良好机遇。消费电子、工业、汽车电子、军事、医疗器械等应用领域的快速发展为公司发展电极箔业务提供良机。我国已成为电极箔主要生产国和消费国，预计：2015年全球电极箔消费量约为7.17万吨，到2019年将达8.26万吨。预计：2015年中国大陆境内电极箔消费量约为4.49万吨，到2019年将达5.35万吨。

公司盈利预测及投资评级。我们预测公司2017-2019营收分别为：4.44亿元、5.56亿元、7.24亿元，净利润分别为：3388万、4349万、5612万，EPS分别为0.25、0.32、0.41，首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示。原材料价格波动风险；募投项目不达预期风险

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	299.65	371.72	444.84	556.90	723.96
增长率(%)	0.42%	24.05%	19.67%	25.19%	30.00%
净利润(百万元)	25.64	26.27	33.88	43.49	56.12
增长率(%)	58.28%	2.43%	28.99%	28.36%	29.04%
净资产收益率(%)	11.33%	7.46%	7.79%	9.25%	10.90%
每股收益(元)	0.427	0.380	0.249	0.320	0.413
PE	57.53	64.71	98.71	76.90	59.59
PB	6.52	5.59	7.69	7.12	6.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

林阳

021-65465035

liny.ang@dxzq.net.cn

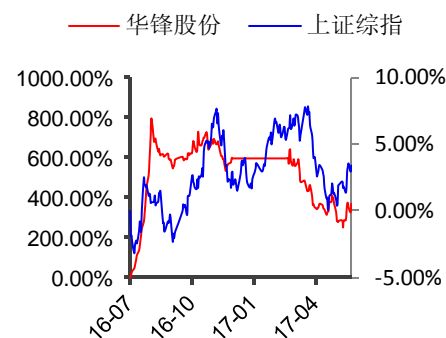
执业证书编号:

148051012000

交易数据

52周股价区间(元)	18.17-79.95
总市值(亿元)	33.44
流通市值(亿元)	8.36
总股本/流通A股(万股)	13600/3400
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	16.67

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 立足电极箔市场，发展势头平稳	4
1.1 电极箔、净水剂两大板块齐发力.....	4
1.2 公司毛利率行业领先.....	7
1.3 募投项目：扩大产能促发展.....	8
2. 行业持续高速增长，看好铝电解电容器未来发展	9
2.1 铝电解电容器介绍及应用领域分布情况.....	9
2.2 主要应用领域快速发展为铝电解电容器发展提供良机.....	9
2.3 国内外铝电解电容器需求旺盛.....	13
3. 中国电极箔产业发展迎来飞速发展的蓝海	15
3.1 电极箔简介及销售收入构成.....	15
3.2 电极箔国际以及国内市场现状.....	16
3.3 电极箔行业国内外竞争格局状况.....	18
3.4 受益行业主要政策影响，行业前景看好.....	19
4. 业绩预测及估值	21
5. 风险提示	21

表格目录

表 1：公司综合毛利率与可比上市公司毛利率比较	8
表 2：募集资金投向（万元）	8
表 3：截至 2015 年底公司产能低压腐蚀线的产能情况.....	8
表 4：2014 年全球低压化成箔产量市场份额表.....	19
表 5：2014 年中国低压化成箔产量市场份额表.....	19
表 6：行业主要政策.....	20
表 7：盈利预测.....	21

插图目录

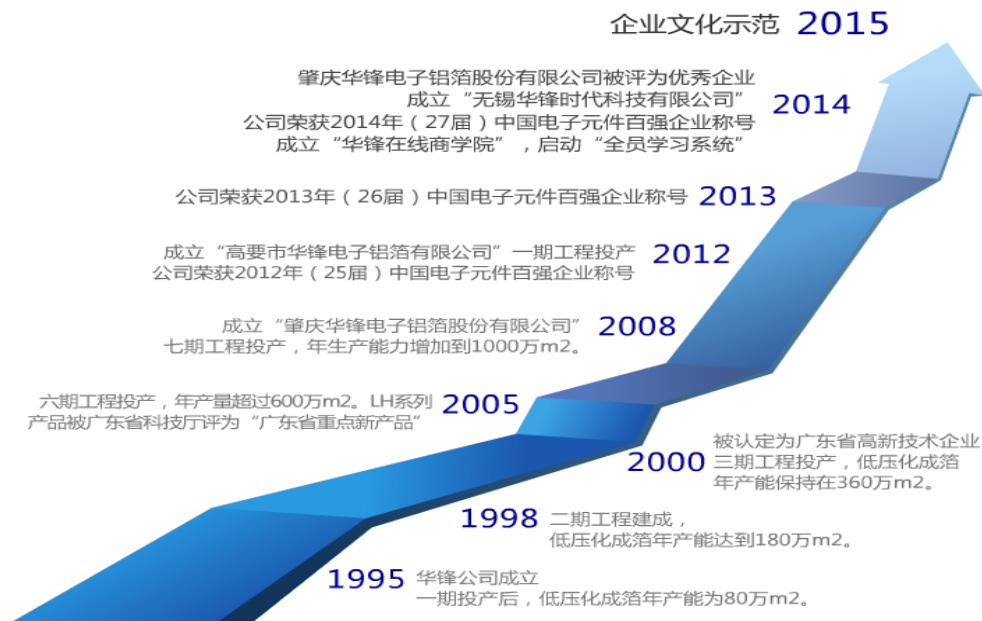
图 1 公司的发展历程.....	4
图 2 公司股权结构.....	5
图 3 公司 2016 年各主要业务收入占总营收的比例.....	5
图 4 公司收入稳步上升.....	6
图 5 主业增长符合预期.....	6
图 6 净水剂产品工艺流程图.....	7
图 7 净水剂业务增长迅速.....	7
图 8 全球铝电解电容器应用领域及分布	9
图 9 中国网民数量及互联网普及率情况	10
图 10 期待 2017 年中国风电新增电机增速回升	11
图 11 中国汽车销量连续八年蝉联世界第一	11
图 12 中国铁路里程保持稳定增速	12
图 13 中国医疗器械行业工艺总产值、销售收入情况统计	13
图 14 2016-2021 年中国医疗器械工业总产值预测	13
图 15 2014-2019 年全球铝电解电容器市场规模发展与预测情况如下：（百万美元）	14
图 16 2012-2019 年中国铝电解电容器市场需求规模发展趋势与预测（百万元）	15
图 17 2015 年公司电极箔产销售收入情况	16
图 18 2012-2019 年全球铝电解电容器用电极箔消费量发展趋势与预测	17
图 19 2012-2019 年中国铝电解电容器用电极箔消费量发展趋势与预测	18

1. 立足电极箔市场，发展势头平稳

1.1 电极箔、净水剂两大板块齐发力

肇庆华锋电子铝箔股份有限公司创建于1995年，经过二十年的自主创新和艰苦创业，目前已经发展成为拥有肇庆低压腐蚀、高要中高压腐蚀、广西梧州低压化成三个腐蚀、化成生产基地和碧江环保分公司，是国内起步最早的低压化成铝箔生产厂家之一，是中国电子元件百强企业之一；产品包含低、中、高压全系列化成箔和新型高效水处理药剂系列产品；公司把“校企合作、自主创新”作为技术核心，拥有多项发明专利；公司年生产低压和中高压化成铝箔2000万平方米，其中低压化成铝箔处于国内领先水平和国际先进水平，在同行业有着一定的影响和地位。2016年7月成功登陆A股市场。

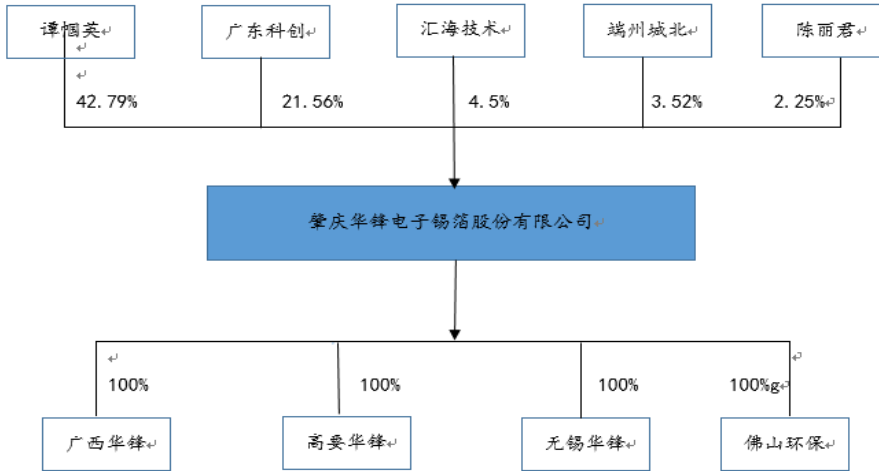
图1 公司的发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券

公司的实际控制人为谭帼英女士，发行前其持有本公司3,423万股股份，占公司总股本的57.05%。同时，谭帼英女士还担任公司的董事长兼总经理，是公司管理团队的核心。IPO发行后，谭帼英女士将持有公司42.79%（不涉及老股转让情况下）的股份，仍为公司的控股股东和实际控制人。

图 2 公司股权结构

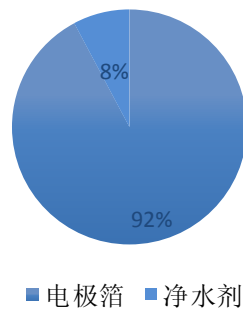


资料来源: wind, 东兴证券

2016 年公司生产的主要产品为各系列电极箔。目前公司低压化成箔的产量、产品质量及产品系列规格在国内同行业中名列前茅, 部分产品的质量已经达到了代表电极箔最高水平的日本企业所生产的产品, 是目前国内少数能向国际市场出口低压化成箔产品的企业之一, 也是目前国内能够大规模自主生产低压腐蚀箔, 并同时能够对自产腐蚀箔进行大规模化成生产的几家企业之一。

截至 2016 年底, 公司主营业务有两部分组成, 其中锡箔业务占比为 92.22%。

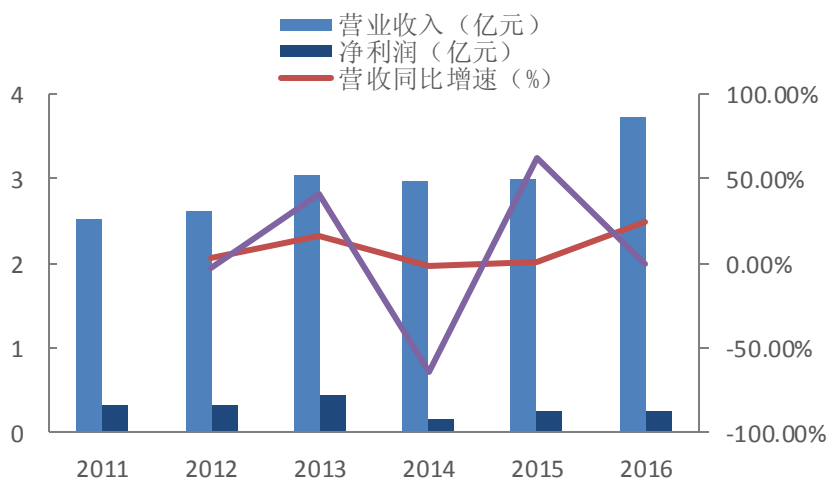
图 3 公司 2016 年各主要业务收入占总营收的比例



资料来源: wind, 东兴证券

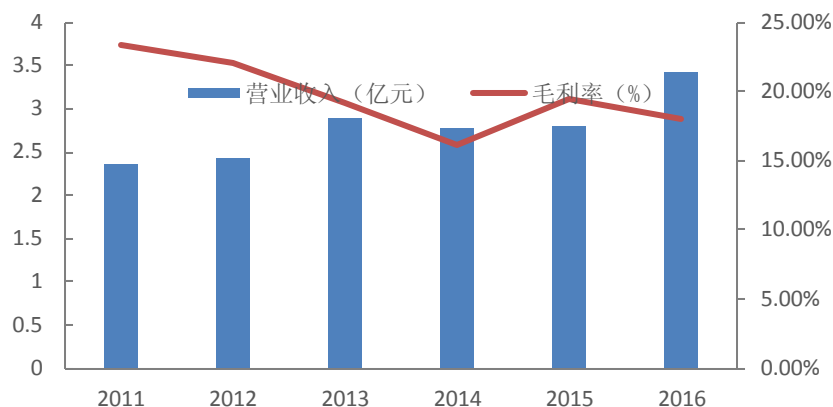
公司主业实现稳健增长。2016 年公司实现营业总收入 37,172.02 万元, 同比增长 24.05%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2,626.54 万元, 同比增长 2.43%。其中电极箔业务实现营业收入 3.43 亿元, 同比增长 22.31%, 实现毛利率 18%, 比上年减少 1.4%。

图 4 公司收入稳步上升



资料来源：wind，东兴证券

图 5 主业增长符合预期

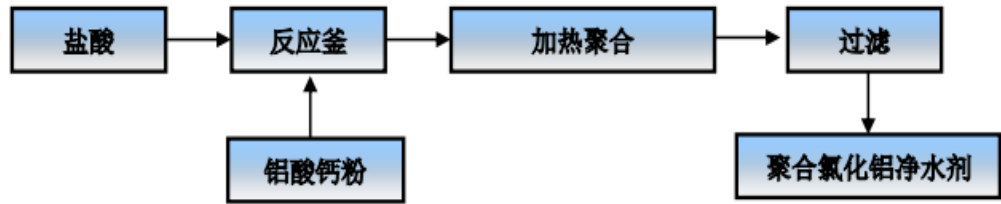


资料来源：wind，东兴证券

碧江环保分公司主要从事高效聚合氯化铝铁净水剂及高效脱色剂、污水处理剂产品的开发、生产、销售，目前其主要利用公司腐蚀箔生产过程中产生的废酸生产净水剂产品，其生产的净水剂产品主要用于民用水和工业用水的净化。

低压腐蚀线产生的废电解液中主要含有盐酸及氯化铝，由碧江环保将其加工成净水剂产品；高压腐蚀线产生的废电解液中主要含有硫酸及硫酸铝，其大部分通过酸回收设备处理后进行回收利用，不能回收利用的部分由碧江环保将其加工成净水剂产品。碧江环保利用废电解液生产净水剂不仅为公司解决了生产过程中的废水排放问题，而且还是一个循环经济、清洁生产产业化解决方案的成功案例，大大降低了公司在生产过程中对环境造成的影响。

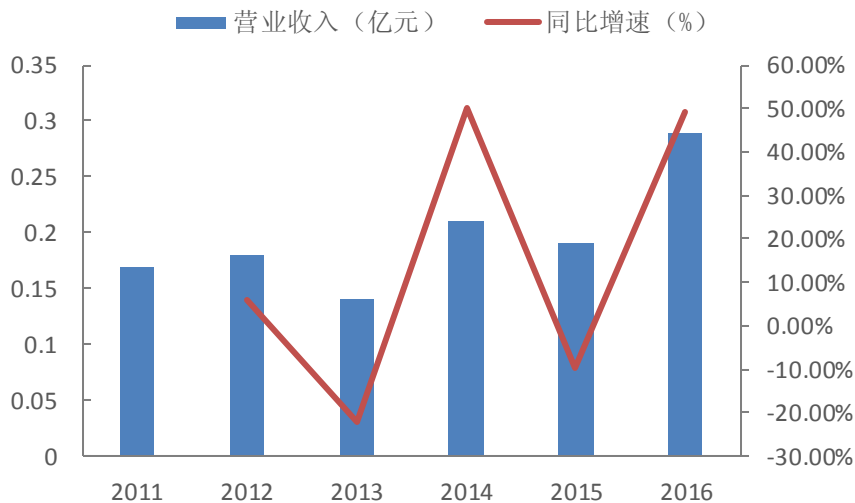
图 6 净水剂产品工艺流程图



资料来源：招股说明书，东兴证券

受益于国家对环保的逐渐重视，净水剂业务增长飞速。2016 年由于国家对环保监控的力度增加以及公司产品有较强竞争力，净水剂产品销售收入实现快速增长，同比增长 49.22%。

图 7 净水剂业务增长迅速



资料来源：wind，东兴证券

1.2 公司毛利率行业领先

2015 年公司低压电极箔产品毛利率 22.21%，由于公司低压电极箔产量规模和技术方面在国内具有领先优势，低压电极箔产品具有较强市场竞争力，产品毛利率维持相对较高水平。但是公司高压电极箔产品毛利率只有 8.05%，低于可比上市公司毛利率水平，其主要原因以方面：①公司进入高压电极箔市场时间较短，产量规模较低，单位固定资产折旧较高，部分生产线正式投产初期生产成本高，生产品质不够稳定，使得毛利率相对较低；②可比上市公司新疆众和、东阳光科均为国内最大两家高压化成箔企业，其产量规模、工艺技术、成本控制以及客户议价能力方面相比公司具有优势，使得可比上市公司电极箔毛利率较高。

由于低压电极箔业务在公司主营业务收入中占比达到 80.16%，所以导致公司的毛利

率整体上略高于可比上市公司的平均值。

表 1: 公司综合毛利率与可比上市公司毛利率比较

公司名称	2015 年	2014 年	2013 年
东阳光科	15.34%	16.37%	19.07%
新疆众和	5.95%	6.94%	13.64%
可比上市公司平均值	10.65%	11.66%	16.36%
华锋股份	19.51%	16.44%	19%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券

1.3 募投项目: 扩大产能促发展

公司是国内低压化成箔领域的领军企业之一, 低压化成箔是公司的主要优势产品, 产品供不应求, 但目前化成箔的前道工序—腐蚀箔的产能存在瓶颈, 限制了化成箔生产规模的进一步扩大。公司本次募集资金的投入将有利于打破公司在低压腐蚀箔方面的产能瓶颈, 进一步扩大现有优势产品低压化成箔的市场规模, 满足日益增长的市场需求, 提升公司在低压化成箔领域的市场地位和整体盈利能力。

表 2: 募集资金投向 (万元)

序号	项目	募集资金投资额 (万元)	建设期
1	新建 20 条低压腐蚀箔生产线项目	7325.57	12 个月
2	新建研发中心项目	2611.43	12 个月

资料来源: 招股说明书, 东兴证券

助力打破公司在低压腐蚀箔方面的产能瓶颈, 增厚公司业绩。公司 IPO 募投项目拟新建 20 条低压腐蚀箔生产线, 项目建成后公司将增加 770 万平方米低压腐蚀箔的产能, 项目建成后公司的低压腐蚀箔的产能将达到 1,490 万平方米 (以 2011 年末低压腐蚀箔的理论产能 720 万平方米为基础), 与公司本次新建完成后公司的低压化成箔生产线的产能基本匹配。但是 20 条募投项目生产线中的两条公司已经于 2013 年先行以自有资金投入并于 2014 年 1 月实现投产, 因此, 未来剩下的 18 条生产线投资建设并达产后将增加产能 693 万平方米。

项目实施后, 在经营期内 (不含建设期) 年均销售收入 (不含税) 为 23,870 万元, 税后净利润为 3,121 万元, 公司的盈利水平显著提高。

表 3: 截至 2015 年底公司产能低压腐蚀线的产能情况

产品类别	项目	2015	2014	2013
低压腐蚀箔	产能	800	870	810
	生产线数量 (条)	23	24	22
	产量	790	778	802
	产能利用率	98.75%	89.43%	99.01%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券

巩固公司在行业内的技术领先地位。新建研发中心项目是在充分利用公司现有研发条

件的基础上，建设低压变频腐蚀中试生产线、高介复合氧化膜涂层中试生产线、高介复合氧化膜化成中试生产线和分析测试中心，进一步完善公司技术创新体系的各项硬件设施和试验平台，增强公司的研发能力。

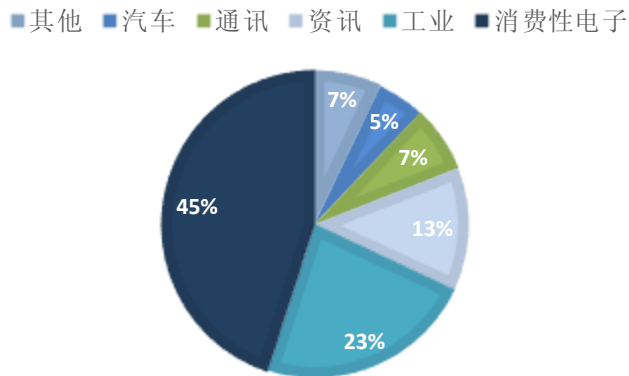
2. 行业持续高速增长，看好铝电解电容器未来发展

2.1 铝电解电容器介绍及应用领域分布情况

电容器是三大被动电子元器件（电阻器、电容器及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，是电子线路中必不可少的基础电子元器件，在整机使用的电子元件中，电容器用途最广泛、用量最大，约占全部电子元件用量的 40%，而铝电解电容器因性能上乘、价格低廉、用途广泛，近 20 年来在世界范围内得到很大发展，其产值约占整个电容器市场的三分之一，其年增长率稳定保持在 8% 左右，并且未来可能进一步扩大市场份额。

全球铝电解电容器应用领域的用量比例为消费性电子产品占 45%，工业占 23%，资讯 13%，通信 7%，汽车 5%，其他 7%。监视器、CD 音响、电视机、电源供应器及主机板产品是铝电解电容器最典型的应用。

图 8 全球铝电解电容器应用领域及分布



资料来源：招股说明书，东兴证券

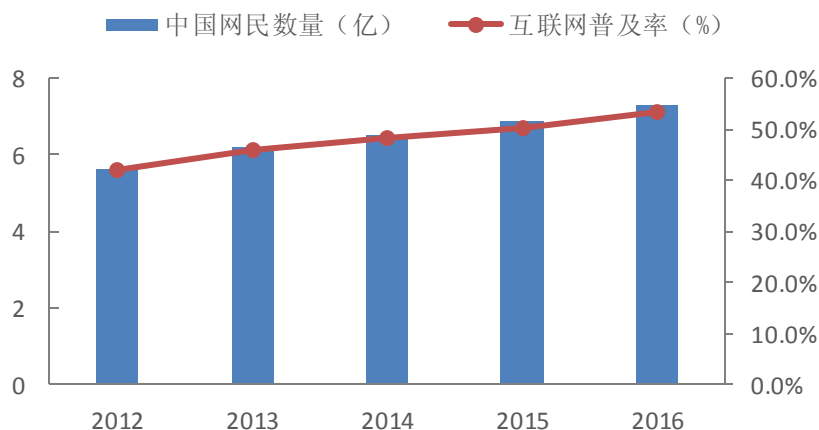
2.2 主要应用领域快速发展为铝电解电容器发展提供良机

在消费电子领域，数字电视、机顶盒、数码相机及音响、照相机、VCD、DVD 等都是铝电解电容器的使用大户，如一台数字电视机中铝电解电容器的需求量是普通电视机的 3 倍。社会的发展促进了传统家电产品的更新换代，消费类电子也不断推出更新和更高端的产品，消费类电子市场的巨大容量为电容器生产厂商带来了难得的发展机遇。同时，近年来智能手机、平板电脑、网络电视等新型消费类电子产品发展迅速，随着 3G、4G 通信技术的发展，新一代电子设备将需要大量的铝电解电容器。

根据中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的《第 38 次中国互联网络发展状况统计报

告》显示,截至 2016 年 12 月底,中国网民数量达 7.31 亿,互联网普及率为 53.2%。互联网普及率的提高使得 PC 产品的需求持续上升,该市场对铝电解电容器的需求也将持续上升,新型消费类电子产品构成了铝电解电容器行业的重要市场增长点之一。

图 9 中国网民数量及互联网普及率情况



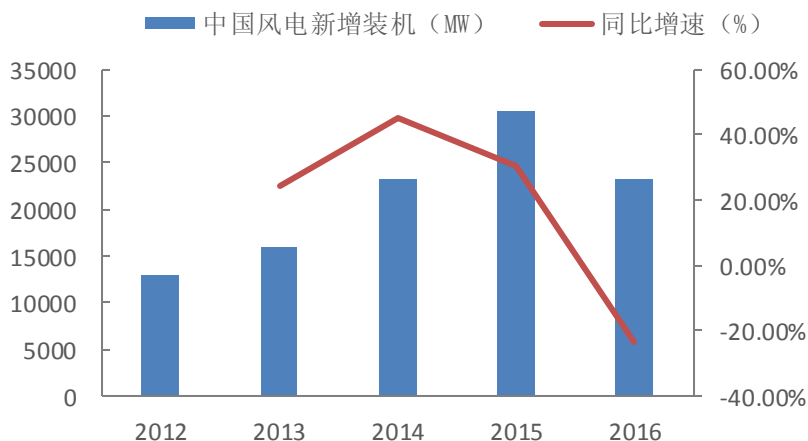
资料来源：中国互联网络发展状况统计报告，东兴证券

随着“三网融合”的全面推进，语音、数据、图像等综合多媒体通信业务将得到全面地推广普及，从而极大地推动消费电子的快速发展。因此，整个消费电子市场不断扩大和各类产品持续升级换代将推动铝电解电容器行业在未来较长时间内继续繁荣。

在工业领域，随着计算机集成制造系统（CIMS）、数字加工中心、自动装配等应用的日益广泛，需要大量使用开关电源、不间断电源（UPS）、逆变器、监视器、变频电机、数控设备等电子器件，这些电子器件都大量使用了铝电解电容器。另外，激光加工、逆变焊机、电梯、石油勘探、太阳能照明系统、新能源设备等等也需要大量使用铝电解电容器。

2017 年 2 月 10 日，全国风能理事会发布 2016 年全球风电发展统计数据：2016 年全球新增容量超过 546GW，全球累计容量达到 4867GW。2016 中国经济强劲增长，驱动全球经济向好，2016 年新增装机容量达到 23328MW，同比下降 2351%，占全球新增装机容量的 42.7%。虽然中国风电装机在 2016 年增速为负，但是仍遥遥领先其他国家，期待 2017 年继续实行高增速。

图 10 期待 2017 年中国风电新增电机增速回升



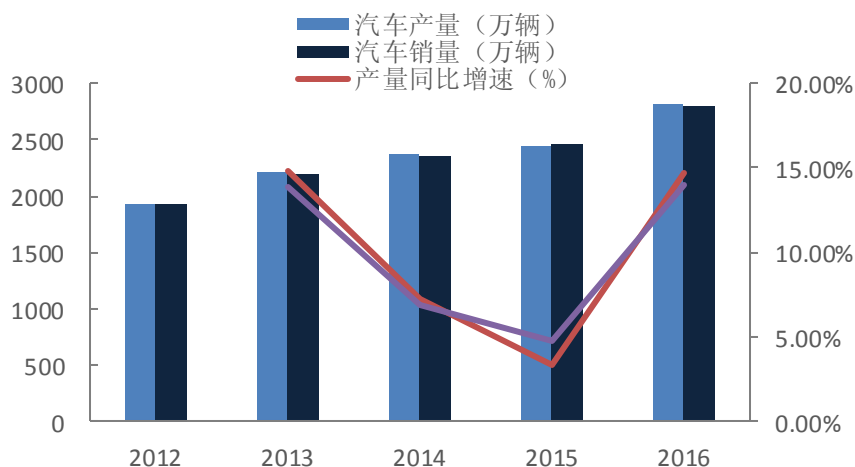
资料来源：全球风电统计数据库，东兴证券

随着世界各国对能源安全与气候变化的高度重视，该领域对高性能铝电解电容器的需求将成为铝电解电容器行业发展的重要推动力。

在汽车电子领域，汽车电子化涉及了十大电子系统，包括：电子仪表盘、电子燃油系统、汽车音响系统、发动机管理系统、全球定位系统、刹车防抱死系统、安全气囊系统、自动驾驶系统、自动窗系统、自动锁系统等，这些电子系统全都要用到铝电解电容器。

根据中国汽车工业协会数据，2016 年汽车产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，比上年分别增长 7.3% 和 6.9%，汽车销量连续八年蝉联世界第一。

图 11 中国汽车销量连续八年蝉联世界第一



资料来源：中国汽车工业协会，东兴证券

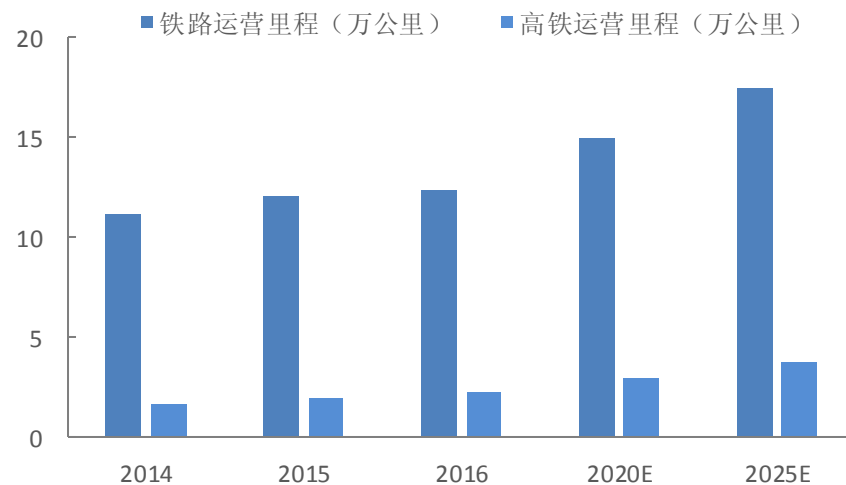
随着人们对汽车智能化、自动化、安全性、舒适性以及环保节能的要求不断提高，汽

车电子的应用范围也进一步加大。因此，汽车电子领域将用到更多的铝电解电容器。

在军事及航空航天领域，新一代的军事作战逐步演变为电子对抗，电子装备水平的高低直接预示着战争胜利与否，航空航天领域更是大量使用先进的电子装备，这些电子设备中同样大量地使用铝电解电容器，因此未来铝电解电容器的军工需求也将不断增加。

国家铁路“十三五”规划的发展目标是到2020年铁路固定资产投资规模将达到3.5至3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元，铁路里程达到15万公里，高速铁路达到3万公里，铁路总规模是增加2.9万公里，其中高速铁路增加1.1万公里。

图 12 中国铁路里程保持稳定增速

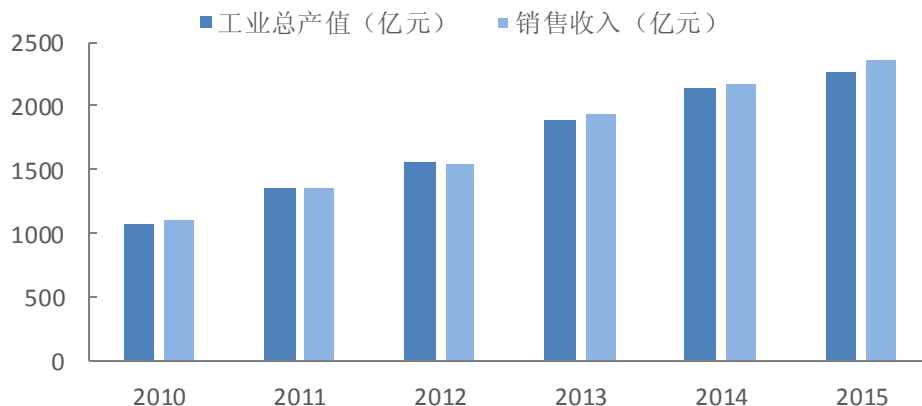


资料来源：中国产业信息网，东兴证券

铁路建设中的各类电源、机车牵引、车厢空调、信号控制等部分都需要大量使用铝电解电容器，该领域将为铝电解电容器提供广阔的市场空间。

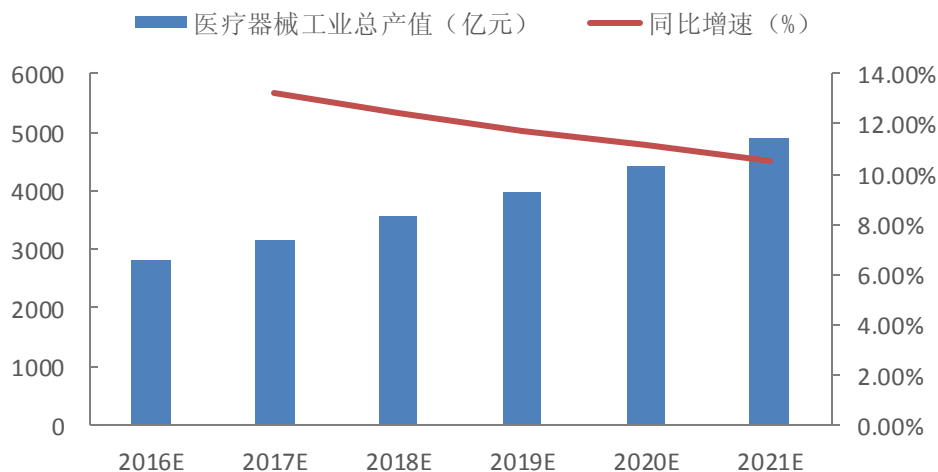
在医疗器械领域，各种医疗器械的控制板部分均大量使用铝电解电容器。改革开放以来，中国医疗器械产业得到了高速发展。2015年中国医疗器械行业共实现销售收入2268.12亿元，同比增长6.18%；工业总产值达到2361.24亿元，同比增长8.52%。

图 13 中国医疗器械行业工业总产值、销售收入情况统计



资料来源：中国医药网，东兴证券

图 14 2016-2021 年中国医疗器械工业总产值预测



资料来源：2016-2022 年中国医疗器械行业市场运营态势及发展前景预测报告，东兴证券

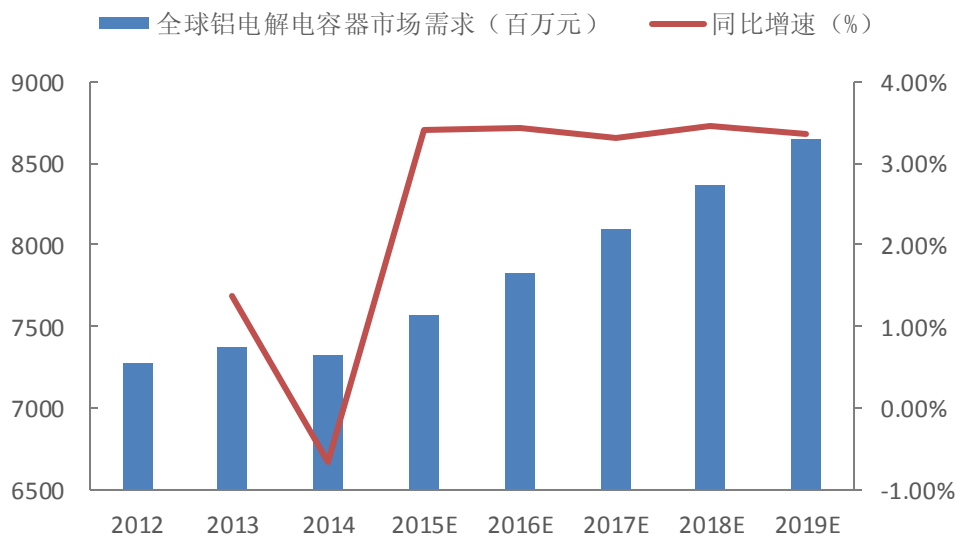
总之，由于铝电解电容器具有体积小、电容量大及成本低特性，所以只要是使用电子设备的地方，基本上都离不开铝电解电容器。相应地，作为铝电解电容器关键基础原材料的电极箔也有着巨大的需求空间。

2.3 国内外铝电解电容器需求旺盛

全球铝电解电容器和电极箔市场供求状况。根据中国电子元件行业协会信息中心的数据：2012 年全球铝电解电容器市场规模为 72.7 亿美元，2013 年全球铝电解电容器市场规模约为 73.7 亿美元，同比增长 1.4%；2014 年全球铝电解电容器市场规模约为 73.2 亿美元，同比微降 0.7%。预计 2015 年全球铝电解电容器市场规模约

为 75.7 亿美元，至 2019 年将达 86.5 亿美元，

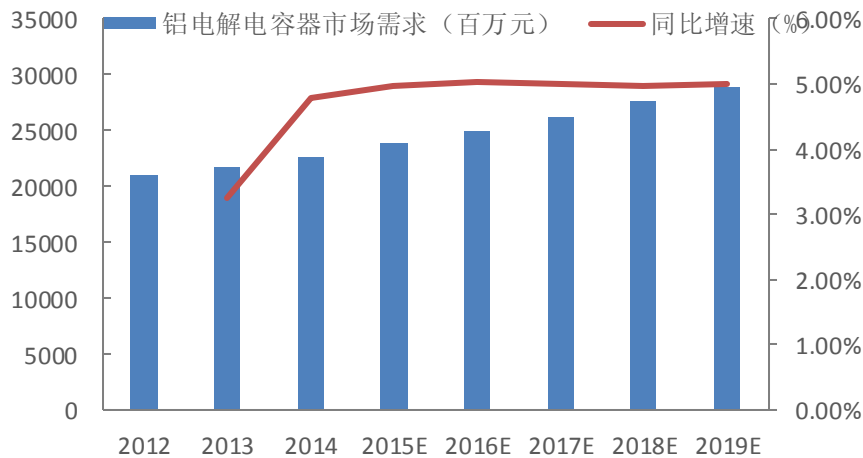
图 15 2014-2019 年全球铝电解电容器市场规模发展与预测情况如下：（百万美元）



资料来源：招股说明书，东兴证券

中国铝电解电容器和电极箔市场供求状况。铝电解电容器是我国 10 年来发展速度最快的元器件产品之一。中国大陆以其集中的整机制造基地、低廉的生产成本、优惠的税收政策、大量可利用的优秀劳动力等优势赢得铝电解电容器制造商的青睐，已成为全球规模扩张最为迅速的铝电解电容器生产地，行业呈现全面加速向中国大陆转移的趋势，日本、韩国、中国台湾及香港厂商的新增产能几乎全都设在中国大陆。在同国际企业竞争的过程中，我国优质的电容器及电极箔生产企业快速成长，逐渐具备参与国际竞争的综合实力和技术水平。国内以东阳光科、新疆众和、江海股份、扬州宏远、华锋铝箔等为代表的铝电解电容器厂商及电极箔制造商也随国内市场发展而迅速成长起来。

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2012 年我国铝电解电容器的产量约为 806 亿只，国内市场需求量约为 943 亿只，市场规模约为 210 亿元人民币；2013 年我国铝电解电容器的产量约为 854 亿只，国内市场需求量约为 983 亿只，市场规模约为 217 亿元人民币；2014 年我国铝电解电容器的产量约为 941 亿只，国内市场需求量约为 1,019 亿只，市场规模约为 227 亿元人民币；中国电子元件行业协会信息中心预计，2015 年我国铝电解电容器的产量约为 984 亿只，国内市场需求量约为 1,065 亿只，市场规模约为 239 亿元人民币，到 2019 年我国铝电解电容器的产量将达 1,173 亿只，国内市场需求量约为 1,270 亿只，市场规模约为 290 亿元人民币。国内市场整体呈现增长趋势。

图 16 2012-2019 年中国铝电解电容器市场需求规模发展趋势与预测（百万元）


资料来源：招股说明书，东兴证券

由于全球制造基地向中国转移，预计未来几年国内铝电解电容器仍将维持一定的市场缺口，说明国产铝电解电容器不能完全满足国内市场需求，需要依靠进口来满足部分国内市场需求，未来国内铝电解电容器尤其是高技术、高质量的铝电解电容器将会有很大的发展空间和良好的市场前景。

电极箔作为铝电解电容器的核心原材料，电极箔行业的发展高度依赖于铝电解电容器行业的发展，电极箔的市场供求与铝电解电容器的市场规模基本保持同向变动。

3. 中国电极箔产业发展迎来飞速发展的蓝海

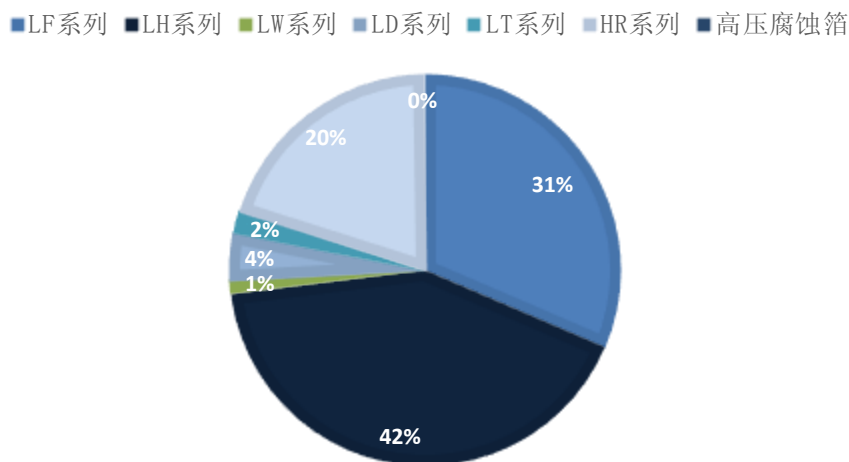
3.1 电极箔简介及销售收入构成

电极箔包括腐蚀箔和化成箔，是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，和电解液一起占到铝电解电容器生产成本的 30%-70%（随电容器大小不同而有差异）。由于电极箔基本上都用于生产铝电解电容器，因此其发展高度依赖于铝电解电容器行业的发展。

电极箔产业作为国家关键的基础材料产业，是国家重点发展和优先扶持的产业，电极箔产业的发展水平直接决定着中国铝电解电容器产业的发展水平，电极箔制造业在一定程度上决定和影响下游及终端产业的发展与进步，对于国内产业结构升级、国民经济及国防建设都有着重要意义。

2015 年公司电极箔业务中低压电极箔 LH 系列的收入占整个销售收入中比例最高，为 42%，高压电极箔中的 HR 系列占比排在第三位，为 20%。

图 17 2015 公司电极箔产销售收入情况



资料来源：招股说明书，东兴证券

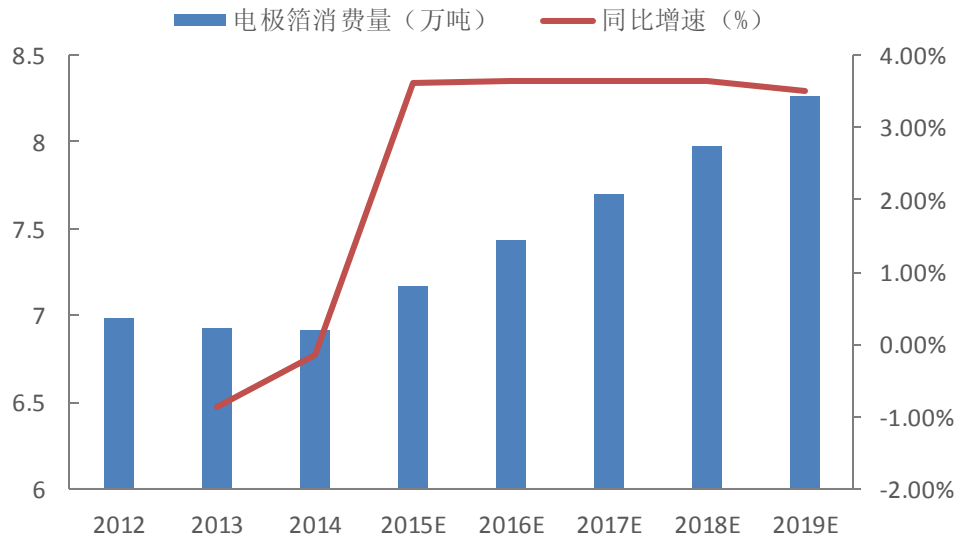
从上图可以看出，LF 系列、LH 系列产品是公司的两大主打产品。其中 LF 系列产品应用范围广泛，市场需求量大，是公司最主要的产品系列；LH 系列产品是公司通过自主研发，用于替代进口产品的高端化成铝箔，该系列产品被广东省科学技术厅授予广东省重点新产品证书，报告期内 LH 系列产品销售收入占营业收入的比例保持在 40%以上，并呈增长趋势，是公司重点发展的产品系列。

3.2 电极箔国际以及国内市场现状

受益于铝电解电容器制造业的快速发展，全球电极箔保持稳定增长。由于电极箔是铝电解电容器的关键原材料，因此铝电解电容器制造业的发展状况直接影响到电极箔产业的发展。日本是全球电容器用铝箔最大的消费市场之一，日本铝电解电容器产量最高时曾经达到全球产量的 75%以上，目前日本铝电解电容器的产量仍达世界产量 30%以上，所以可以用日本市场作为全球电容器用铝箔消费变化的晴雨表。从 1993 年到 2001 年，日本电容器用铝箔发货量的年增长率约为 6%，因此可以认为同期全球电容器用铝箔行业的年增长率亦在 6%左右。

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据：2012 年全球电极箔实际消费量约为 6.99 万吨，2013 年全球电极箔实际消费量约为 6.93 万吨，2014 年全球电极箔实际消费量约为 6.92 万吨。预计：2015 年全球电极箔消费量约为 7.17 万吨，到 2019 年将达 8.26 万吨。

图 18 2012-2019 年全球铝电解电容器用电极箔消费量发展趋势与预测

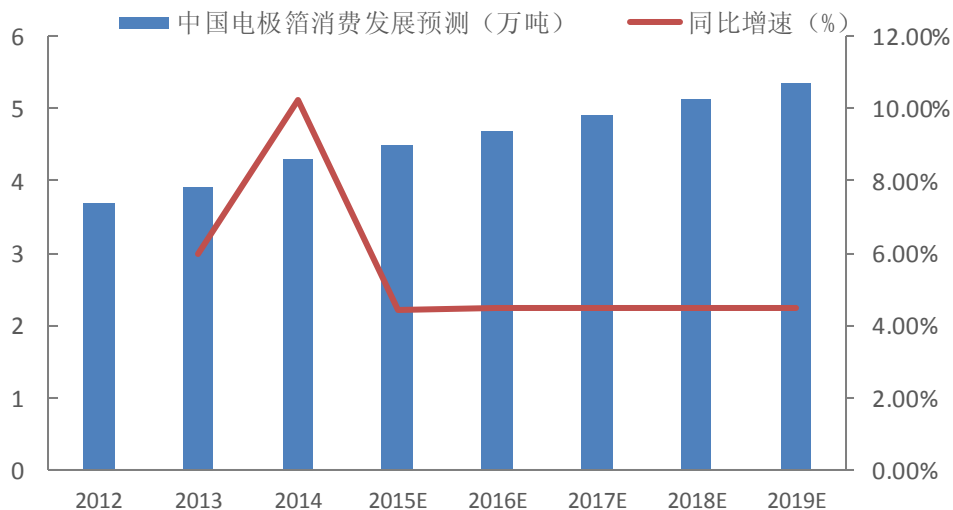


资料来源：招股说明书，东兴证券

从全球范围来看，虽然中国大陆和我国台湾地区在电极箔的生产上发展很快，但电极箔生产的高端技术方面日美欧企业仍然具有较大优势，特别是高档电子铝箔和腐蚀箔方面，因此对于高端腐蚀箔产品大陆企业和台湾企业仍需大量进口。

在下游铝电解电容器行业快速发展的背景下，我国已成为世界上铝电解电容器产量最大的国家，同时也是电极箔的主要生产国和消费国。中国大陆的电极箔从九十年代开始发展以来，电极箔的产量平均每年以两位数增长。根据中国电子元件行业协会信息中心的数据：2012 年中国大陆境内电极箔实际消费量达到 3.68 万吨，约占全球电极箔消费量的 53%左右；2013 年中国大陆境内电极箔实际消费量约为 3.90 万吨；2014 年中国大陆境内电极箔实际消费量约为 4.30 万吨，约占全球电极箔消费量的 62%。预计：2015 年中国大陆境内电极箔消费量约为 4.49 万吨，到 2019 年将达 5.35 万吨。

图 19 2012-2019 年中国铝电解电容器用电极箔消费量发展趋势与预测



资料来源：招股说明书，东兴证券

在电极箔方面，一般用途的低、中、高压的国产化化成箔能满足需求，且性价较高，但高比容的国产低压化成箔在技术上仍不能满足要求，国内市场的该部分缺口目前仍从日本进口，约占国内低压化成箔使用量的 30%。目前本公司与西安交大合作研发的低压高介复合氧化膜化成技术项目已经进入大试阶段，实验室结果显示，公司使用自产腐蚀箔为原材料，使用低压高介复合氧化膜化成技术，能够使现有化成箔比容提高 40%以上，预计未来在工业上可达到同类产品规格下化成箔比容提高 27%以上，达到日本同行业的先进水平。该项目量产后，将极大地提高公司产品的竞争力，未来除了可以替代进口产品，还能扩大公司高端产品的出口，将帮助公司在国内和国际低压化成箔高端市场上取得一席之地。

3.3 电极箔行业国内外竞争格局状况

日本企业占据了高端电极箔的绝大部分份额。目前，国际市场高端铝电解电容器电极箔生产厂家主要集中在日本、韩国，而普通品部分主要集中在中国大陆、中国台湾等地，以 JCC、KDK 为代表的日本企业占据了国际高端电极箔市场的绝大部分份额。同时，日本等发达国家由于企业设备比较先进，研发能力强，在技术水平上处于领先地位。但与国内企业相比，国外企业的制造成本较高，价格竞争处于劣势，随着全球铝电解电容器向中国大陆的转移，国内电极箔生产企业技术水平的逐步提高，国内电极箔生产企业在国际市场的份额日益增加，国际市场的竞争能力逐步提高。

国内市场集中度较高，竞争相对平稳。目前国内低压电极箔市场竞争相对平稳，扬州宏远、华锋铝箔、江苏中联和江阴花园等在低压化成箔产品的国内市场占有率较高，市场相对较集中，但国内低压化成箔中 30% 的高端市场需求仍由日本 JCC 等厂商提供，未来公司采用低压高介复合氧化膜化成技术生产的化成箔成功量产并达到技术指标后将可以与 JCC 等国外厂商进行竞争。国内低压化成箔生产的技术瓶颈主要在

腐蚀环节, 在国内低压化成箔产业链中, 目前能够量产高性能腐蚀箔的企业较少, 华锋铝箔是目前国内既能大批量生产低压腐蚀箔, 同时又能够进行大批量低压化成的少数几家企业之一。

4. 公司低压化成箔市场份额靠前

目前国际低压化成箔市场中日本企业掌握着低压化成箔生产的高端技术, 主要生产较为高端的化成箔产品, 占有市场份额较大, 代表企业主要有 JCC、KDK, 除日本之外, 生产低压化成箔的企业集中在中国大陆。

表 4：2014 年全球低压化成箔产量市场份额表

排名	公司名称	地区	产量 (万 m ²)	市场份额
1	JCC	日本	2200	22.68%
2	KDK	日本	1100	11.34%
3	江苏中联	中国	920	9.48%
4	扬州宏远	中国	900	9.28%
5	华锋铝箔	中国	789	8.13%
6	其他	韩国	1100	11.34%
7	其他	其它	2691	27.74%

资料来源：招股说明书，东兴证券

从上表可以看出, 目前国际低压化成箔市场上日本占据领先地位, 中国紧随其后, 两国生产的低压化成箔占据了大部分市场份额。未来随着铝电解电容器制造基地进一步向中国大陆转移及中国所具备的成本优势, 国内低压化成箔产量占比将进一步提高。

国内生产低压化成箔的厂家较少。受制于技术门槛和资金等方面的限制, 国内规模化生产低压化成箔的厂家较少, 且经过多年的优胜劣汰后, 国内大型的低压化成箔生产厂家主要有扬州宏远、华锋铝箔、江苏中联等几家企业, 且国内能够同时大规模生产低压腐蚀箔和低压化成箔的厂家主要为扬州宏远和华锋铝箔。

表 5：2014 年中国低压化成箔产量市场份额表

排名	公司名称	地区	产量 (万 M ²)	市场份额
1	江苏中联	中国	920	20.63%
2	扬州宏远	中国	900	20.18%
3	华锋箔铝	中国	789	17.69%
4	海门三鑫	中国	250	5.61%
5	江阴花园	中国	230	5.16%
6	博罗冠业	中国	170	3.81%
7	其它	中国	1201	26.93%

资料来源：招股说明书，东兴证券

3.4 受益行业主要政策影响, 行业前景看好

电子元件材料制造业属于国家鼓励发展的产业, 是决定电子信息产业产品水平高低的

重要因素之一，其技术水平的高低间接决定了电子产品的质量与性能。从长远来看，电子元件材料制造业的发展对优化我国产业结构，提高经济运行质量，加速我国的信息化、工业化、现代化进程，全面构建和谐社会，具有极其重要的意义。为推动电子元件材料制造业的发展，国务院及有关部门先后颁布了一系列政策，为行业发展建立了良好的政策环境，奠定了持续发展的政策基础。

表 6：行业主要政策

时间	政策名称	相关内容
2009 年 4 月	电子信息产业调整和振兴规划	提出加快电子元器件产品升级，围绕国内整机配套调整元器件产品结构，提高片式元器件等产品的研发能力，初步形成完整配套、相互支撑的电子元器件产业体系。
2009 年 6 月	关于进一步提高部分商品出口退税的通知	将铝电解电容器的出口增值税退税率调整为 17%，将铝电解电容器用铝箔退税率调整为 15%。
2011 年 4 月	鼓励进口技术和产品目录	将新型电子元器件制造（C27）继续列为鼓励发展的重点行业，符合国家产业政策和专项规划的投资类项目项下进口生产性设备、零部件（给予贴息支持）。
2012 年 1 月	高新技术产业化及其环境建设“十二五”专项规划	重点突破一批设计技术、制造工艺、基础零部件和电子元器件、大型铸锻件、仪器仪表等方面的关键技术。
2012 年 2 月	电子信息制造业“十二五”发展规划	“十二五”期间，在集成电路、新型显示器件、关键元器件、重要电子材料及电子专用设备仪器等领域突破一批核心关键技术。
2015 年 3 月	产业结构调整指导目录	将新型电子元器件制造列入鼓励外商投资产业。
2015 年 5 月	中国制造 2025	实施工业产品质量提升行动计划，将电子元器件列为重点行业。

2016年9月

鼓励进口技术产品目录

将新型电子元器件制造列为鼓励发展的重点行业

资料来源：招股说明书及互联网，东兴证券

4. 业绩预测及估值

公司年生产低压和中高压化成铝箔 2000 万平方米，其中低压化成铝箔处于国内领先水平和国际先进水平，在同行业有着一定的影响和地位。我们预测公司 2017-2019 营收分别为：4.44 亿元、5.56 亿元、7.24 亿元，净利润分别为：3388 万、4349 万、5612 万，EPS 分别为 0.25、0.32、0.41，首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

表 7：盈利预测

业务分类	指标	2016	2017E	2018E	2019E
	销售收入（百万）	342.80	407.93	509.92	662.89
电极箔	增长率	22.31%	19%	25%	30%
	毛利率	18%	18%	18%	18%
	销售收入（百万）	28.91	36.91	46.98	61.07
净水剂	增长率	49.22%	25%	30%	30%
	毛利率	16.24%	17%	17%	17%

资料来源：东兴证券

5. 风险提示

1. 原材料价格波动风险
2. 募投项目不达预期风险

利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
营业收入	299.65	371.72	444.84	19.67%	556.90	25.19%	723.96	30.00%
营业成本	241.19	305.31	365.14	19.59%	457.13	25.19%	594.26	30.00%
营业费用	5.93	8.45	9.34	10.54%	11.69	25.19%	15.20	30.00%
管理费用	18.31	24.13	26.69	10.62%	33.41	25.19%	43.44	30.00%
财务费用	5.59	5.42	1.03	-80.99%	(0.23)	N/A	(0.11)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	25.89	24.87	37.86	52.22%	49.16	29.86%	64.02	30.22%
利润总额	30.13	28.81	39.86	38.33%	51.16	28.36%	66.02	29.04%
所得税	4.49	2.55	5.98	134.53%	7.67	28.36%	9.90	29.04%
净利润	25.64	26.27	33.88	28.99%	43.49	28.36%	56.12	29.04%
归属母公司所有者的净利润	25.64	26.27	33.88	28.99%	43.49	28.36%	56.12	29.04%
NOPLAT	26.78	27.61	33.06	19.72%	41.59	25.82%	54.32	30.61%
资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
货币资金	14.35	31.82	50.46	58.58%	46.49	-7.88%	26.64	-42.70%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	112.75	153.25	182.81	19.29%	228.86	25.19%	297.52	30.00%
预付款项	2.32	3.10	4.03	30.00%	5.19	28.89%	6.70	29.14%
存货	64.14	66.40	79.41	19.59%	99.42	25.19%	129.25	30.00%

流动资产合计	235.94	301.78	371.63	23.15%	446.69	20.20%	544.44	21.88%
非流动资产	202.01	230.67	202.30	-12.30%	187.66	-7.24%	173.02	-7.80%
资产总计	437.95	532.45	573.94	7.79%	634.35	10.53%	717.46	13.10%
短期借款	71.20	39.70	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	60.13	86.55	102.09	17.96%	127.81	25.19%	166.15	30.00%
预收款项	0.74	0.67	0.59	-11.79%	0.49	-16.74%	0.36	-26.14%
流动负债合计	166.86	145.82	115.69	-20.66%	141.31	22.15%	179.52	27.04%
非流动负债	44.70	34.60	3.58	-89.64%	3.58	0.00%	3.58	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	226.40	352.03	435.14	23.61%	469.93	8.00%	514.82	9.55%
净营运资本	69.08	155.97	255.95	64.11%	305.38	19.31%	364.92	19.50%
投入资本 IC	300.18	370.37	388.26	4.83%	427.02	9.99%	491.77	15.16%

现金流量表（百万元）	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
净利润	25.64	26.27	33.88	28.99%	43.49	28.36%	56.12	29.04%
折旧摊销	16.33	16.84	0.00	N/A	14.64	N/A	14.64	0.00%
净营运资金增加	32.73	86.89	99.98	15.07%	49.43	-50.56%	59.54	20.44%
经营活动产生现金流	29.40	22.53	18.03	-19.98%	5.49	-69.57%	(7.74)	N/A
投资活动产生现金流	(15.34)	(45.41)	(1.00)	N/A	(1.00)	N/A	(1.00)	N/A
融资活动产生现金流	(12.44)	40.81	1.61	-96.04%	(8.46)	N/A	(11.11)	N/A
现金净增（减）	1.62	17.92	18.64	4.02%	(3.98)	N/A	(19.85)	N/A

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席分析师，研究所上海团队负责人。
 单击此处输入文字。

分析师

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。