

日期: 2010年9月10日
行业: 电子元器件制造业



邓永康
021-53519888-1919
ykdeng@126.com
执业证书编号: S0870200010011

IPO 报价区间 RMB 10.92~13.10 元
上市合理定价 RMB 18.20~21.84 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 40.00
发行后总股本 (百万股) 160.00
发行数量占发行后总股本 25.00%
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 信达证券

主要股东 (IPO 前)

亿威投资有限公司 50.00%
朱祥 21.00%
陈卫东 4.00%

收入结构 (10H1)

电容器 89.39%

报告编号: DYK10-NSP10

首次报告日期: 2010年9月10日

国内铝电解电容器行业领先者

■ 投资要点:

公司在国内铝电解电容器行业中处于龙头地位

公司 1993 年-2008 年连续十六年年销售收入在全国铝电解电容器行业排名第一, 出口收入在同行中处于领先地位。

营业收入和利润增长平稳

2007 年至 2009 年, 营业收入和净利润年均复合增长率分别为 11.68% 和 29.16%。为了减少金融危机的影响, 公司采取了加快调整产品结构、积极开拓全球市场、加大国内销售等措施, 取得明显成效。2008 年公司实现的净利润比 2007 年增长 34.54%; 2009 年公司实现的净利润比 2008 年增长 33.38%。

毛利率持续上升

2007 年、2008 年、2009 年, 公司主营业务毛利率分别为 12.99%、14.91%、19.19%, 持续上升。

扩大生产规模、提高技术水平

公司本次募集资金投资项目实施后, 将扩大公司生产规模、提高技术水平。

盈利预测

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 32.86%、22.31%、22.06%, 相应的稀释后每股收益为 0.52 元、0.64 元、0.78 元。

定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况, 我们认为给予江海股份 10 年 35-42 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 18.20-21.84 元。综合考虑公司的基本面, 建议询价区间为 10.92-13.10 元, 对应 10 年动态市盈率区间为 21.00 倍-25.20 倍, 对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 28.00 倍-33.60 倍。

■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入 | 543.97 | 614.80 | 770.00 | 935.00 | 1,150.00 |
| 年增长率 (%) | 10.35 | 13.02 | 25.24 | 21.43 | 22.99 |
| 归属于母公司的净利润 | 49.42 | 63.17 | 83.93 | 102.65 | 125.30 |
| 年增长率 (%) | 30.50 | 27.82 | 32.86 | 22.31 | 22.06 |
| (发行后摊薄)每股收益(元) | 0.31 | 0.39 | 0.52 | 0.64 | 0.78 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 铝电解电容市场需求稳定增长

作为三大被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一的电容器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，电容器产业的发展水平在很大程度上影响着我国电子信息产业的发展，是国家重点发展的产业。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%左右，而铝电解电容器又占三大类电容器（电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器）产量的30%以上。

目前，全球生产铝电解电容器的主要国家及地区是日本、台湾地区、韩国、和中国。根据2010年版《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》，2005年全球铝电解电容器市场保持4%的年增长率，市场规模达到约50亿美元；2006年全球铝电解电容器市场创出了53亿美元的销售额，实现了6%的年增长率；2007年全球铝电解电容器市场规模约达到54.6亿美元，同比增长约3%；2008年受全球金融危机的影响，全球铝电解电容器市场规模达52.7亿美元，同比下降3.5%。预计2009年全球铝电解电容器市场规模将达50.60亿美元，2010年将达52.00亿美元，2011年将达54.50亿美元，2012年将达到58亿美元。

2008年全球电极箔市场容量约为7.63万吨，约25,180万平方米。根据2010年版《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》，2010-2012年全球铝电解电容器市场规模将保持3%-7%的增长速度。由于电极箔80%以上的需求量来自铝电解电容器，两者具有高度相关性，所以据此推测，全球电极箔需求增长也将保持3%-7%的增长速度。

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2007年我国铝电解电容器的产量约达900亿只，销售额约为85亿元人民币，国内市场需求量约为1150亿只，市场规模约为110亿元人民币。2008年受全球金融危机的影响，我国铝电解电容器的产量约达850亿只，销售额约为81亿元人民币，国内市场需求量约为1085亿只，市场规模约为104亿元人民币。中国电子元件行业协会信息中心预计2010-2012年我国铝电解电容器市场规模将保持5%-9%的增长速度，2012年我国铝电解电容器的产量将达1000亿只，销售额将达95亿元人民币，国内市场需求量将达1280亿只，市场规模将达122亿元人民币。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

铝电解电容器行业是市场化竞争较为充分的行业，铝电解电容器厂商主要集中在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。从近几年的行业总体竞争格局来看，在高档产品领域，随着一些国内知名企业不断提升产品技术含量，在技术创新和内部管理上与日本及欧美的知名企业差距越来越小，

目前本公司和这些跨国企业依赖强大技术储备及市场营销网络支持，在高端客户方面占据了较大的优势；在中档产品领域，主要是一些台资企业与境内外资企业之间的竞争，竞争重点是在满足较高品质标准下的相对低廉价格。在低档产品领域，主要是众多小型民营企业之间的竞争，价格是竞争重点。

日本代表性企业有 Nippon Chemi-Con (NCC)、日立 AIC、Nichicon、Rubycon、ELNA 等。韩国目前也是重要的电容器生产基地，有代表性的企业包括三莹、三和和大宇等企业。台湾地区主要电容器厂商有立隆、金日、丰宾、凯美、智宝等企业，主要为消费类电子和 IT 产业配套。世界铝电解电容器制造商正全面和迅速向中国大陆转移，同时中国本土的企业也得以快速发展，其中代表性的企业除了本公司以外，主要还有广东东阳光铝业股份有限公司、德普科技发展有限公司、湖南艾华科技集团等。

根据中国电子元件行业协会的调查统计,公司 1993 年-2008 年连续十六年年销售收入在全国铝电解电容器行业排名第一，出口收入在同行中处于领先地位。

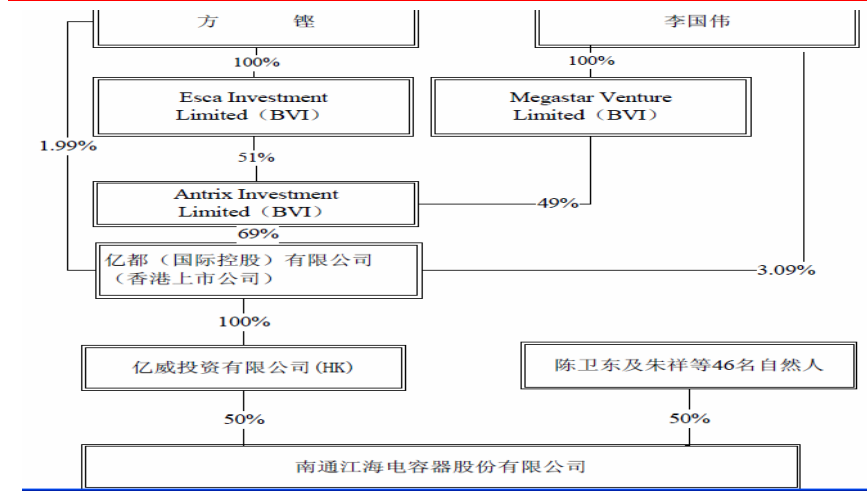
二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司发行人系经商务部 2008 年 7 月 2 日出具的《商务部关于同意南通江海电容器有限公司转制为股份有限公司的批复》[商资批(2008)817 号]批准，由南通江海电容器有限公司经江苏天衡审计(天衡审字[2008]522 号《审计报告》)的 2007 年 12 月 31 日净资产 239,703,769.19 元为基准，按 1.9975:1 的比例折成股本 12,000 万元，依法整体变更成立的中外合资股份有限公司。

公司的控股股东为亿威投资有限公司，持有公司发行前 50% 的股份。实际控制人是方铿。

图 1 江海股份发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司主要产品为铝电解电容器和高压化成箔。公司目前拥有高压化成箔生产线 16 条，铝电解电容器生产线若干条，其中固体铝电解电容器生产线 2 条、引线式铝电解电容器生产线 50 条、焊片式铝电解电容器生产线 20 条、螺栓式铝电解电容器生产线 6 条。公司主要从事铝电解电容器及其材料、配件的制造、销售及进出口，2007 年、2008 年、2009 年公司电容器占主营业务收入的比例分别为 99.95%、95.67%、90.41%，占主营业务收入的绝大部分。公司主营业务毛利主要来源于电容器，2007 年、2008 年、2009 年分别占到主营业务毛利的 101.15%、89.79%、84.64%。

图 2 江海股份营业收入结构

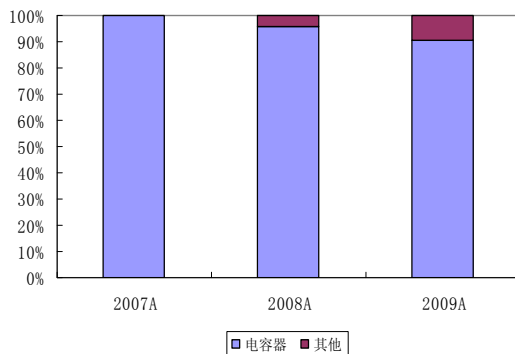
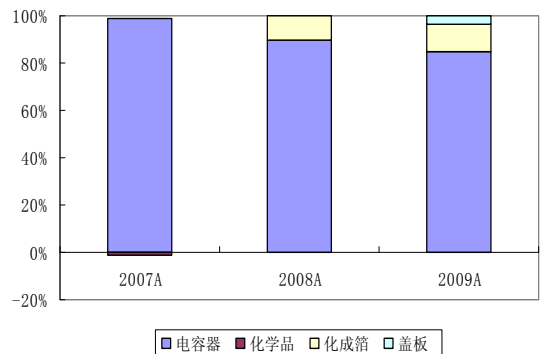


图 3 江海股份毛利结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● **募资项目**

根据公司发展战略及产品市场需求，本次募集资金扣除发行费用后拟按照顺序投向以下三个项目。募集资金投资项目的实施将使公司生产规模进一步扩大，技术水平进一步提高。

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

| 序号 | 项目名称 | 投资总额与投入进度安排 | | | | |
|----|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| | | 投资总额 | 募集资金 拟投资额 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
| 1 | 工业类电容器技改扩产项目 | 8,000 | 8,000 | 5,100 | 2,900 | - |
| 2 | 高性能高压化成箔技改扩产项目 | 12,000 | 9,000 | 5,805 | 5,806 | 389 |
| 3 | 高分子固体铝电解电容器技改扩产项目 | 5,000 | 5,000 | 3,150 | 1,850 | - |
| | 合计 | 25,000 | 22,000 | 14,055 | 10,556 | 389 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

工业类电容器技改扩产项目

项目全面达产后（投产第 3 年）预计年销售收入为 27,687 万元，生产期平均年销售收入为 24,208 万元；达产年所得税后利润为 2,903 万元，生产期平均年所得税后利润为 1,704 万元。

高性能高压化成箔技改扩产项目

项目全面达产后预计年销售收入为 21,795 万元，生产期平均年销售收入为 21,484 万元；达产年所得税后利润为 3,331 万元，生产期平均年所得税后利润为 3,266 万元；达产年利税总额为 3,919 万元。

高分子固体铝电解电容器技改扩产项目

项目全面达产后（投产第 3 年）预计年销售收入为 17,169 万元，生产期平均年销售收入为 15,529 万元；达产年所得税后利润为 1,474 万元，生产期平均年所得税后利润为 1,318 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● **毛利率持续上升**

2007 年、2008 年、2009 年，公司主营业务毛利率分别为 12.99%、14.91%、19.19%，持续上升，其中 2008 年较 2007 年上升 1.92 个百分点，2009 年较 2008 年上升 4.28 个百分点。2007 年、2008 年、2009 年，电容器毛利率分别为 13.14%、13.99%、17.97%。2007 年、2008 年电容器毛利率变化较为平稳，2008 年、2009 年电容器毛利率的逐年上升以及螺旋式酚醛盖板的毛利率较高导致公司主营业务毛利率较 2008 年度上升 4.28 个百分点。

● **营业收入和利润增长平稳**

2007年至2009年，营业收入和净利润年均复合增长率分别为11.68%和29.16%。2007年比2006年主营业务收入增长8,603.47万元，2008年比2007年主营业务收入增长5,614.84万元，2008年的增长幅度明显弱于2007年，但在外部经济环境急剧恶化的前提下，公司仍然取得了增长，而且化成箔的投产销售及工业类电容器的跳跃性增长提高了公司的竞争力。2009年公司主营业务收入较2008年增长7,759.37万元，是因为2009年盈利能力较强的体积大、电压高的产品销售较多。为了减少金融危机的影响，公司采取了加快调整产品结构、积极开拓全球市场、加大国内销售等措施，取得明显成效。2008年公司实现的净利润比2007年增长34.54%；2009年公司实现的净利润比2008年增长33.38%。

图 4 江海股份毛利率变化趋势

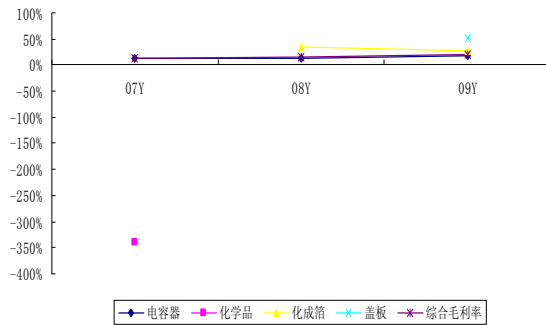
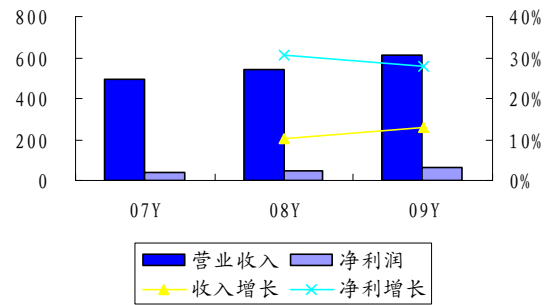


图 5 江海股份近年来收入及净利润增长率

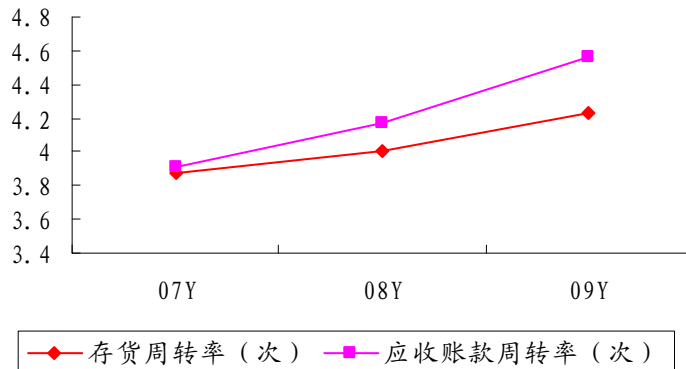


资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 资产周转率基本保持稳定

2007-2009年，公司的存货周转率分别为3.88、4.00和4.23次。公司存货周转率逐年提高，主要原因为公司采取有效措施加强存货的管理，提高了存货的周转能力，降低了存货占用资金的时间，同时也表明公司存货的管理卓有成效。2007-2009年，公司的应收账款周转率分别为3.91、4.17和4.56次。公司应收账款周转率基本逐年提高，主要原因为公司采取有效措施加强应收账款的管理，同时也表明公司对应收账款的管理卓有成效。

图 6 江海股份存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 业绩预测

1) 募集资金项目在投产后的第 1、2、3 年的产能利用率分别为 30%、60% 和 100%。

2) 电容器业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 19.00%、19.00% 和 19.00%。

表 2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

| 分业务主营收入测算 (百万元) | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 电容器 | | | | | |
| 收入 | 497.98 | 540.71 | 700.00 | 850.00 | 1,050.00 |
| 毛利率 | 13.99% | 17.97% | 19.00% | 19.00% | 19.00% |

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 32.86%、22.31%、22.06%，相应的稀释后每股收益为 0.52 元、0.64 元、0.78 元。

表 3 江海股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入 | 543.97 | 614.80 | 770.00 | 935.00 | 1,150.00 |
| 营业成本 | 456.65 | 493.15 | 615.80 | 747.85 | 920.90 |
| 营业税金及附加 | 0.20 | 0.26 | 0.31 | 0.37 | 0.46 |
| 销售费用 | 13.63 | 19.26 | 19.25 | 23.38 | 28.75 |
| 管理费用 | 27.92 | 35.37 | 38.50 | 46.75 | 57.50 |
| 财务费用 | 4.62 | 0.89 | 0.77 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 资产减值损失 | 0.38 | 1.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 9.07 | 11.76 | 11.50 | 13.00 | 16.00 |
| 营业利润 | 49.65 | 75.69 | 95.37 | 116.65 | 142.39 |
| 营业外收入 | 9.30 | 1.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 1.08 | 1.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 57.88 | 76.20 | 95.37 | 116.65 | 142.39 |
| 所得税费用 | 8.07 | 9.76 | 11.44 | 14.00 | 17.09 |
| 净利润 | 49.81 | 66.43 | 83.93 | 102.65 | 125.30 |
| 少数股东损益 | 0.38 | 3.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 49.42 | 63.17 | 83.93 | 102.65 | 125.30 |
| 摊薄 EPS (元) | 0.31 | 0.39 | 0.52 | 0.64 | 0.78 |

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

技术保密和合作研发风险

电容器行业技术发展迅速，虽然公司凭借较强的研发实力，在电容器行业形成明显的技术优势，现有主要产品的技术水平和制造工艺在国内同行业中居领先地位。但电容器行业的技术配方和生产工艺有部分核心技术特别是技术诀窍不适合申请专利，无法获得专利保护，如果出现技术信息失密将给公司技术研发、生产经营带来不利影响。同时，公司近几年来通过技术合作开发与技术受让以加强公司在电容器技术研发方面优势，但如果公司与合作方、转让方产生纠纷，将会对公司技术研发产生一定的不利影响。

原材料采购集中的风险

公司生产所需主要原材料为阳极箔、阴极箔、铝壳及电解纸，公司采用集中采购制度。2007-2009年，公司向前五名原材料供应商采购占原材料采购金额的比例分别为57.54%、69.34%及51.26%，采购集中度较高。来如果公司不能保证与国内外的原材料供应商保持良好的合作关系，导致供应商减少对公司原材料的供应或在价格等方面不能继续执行现有的对本公司有利的条款，公司的经营业绩将会受到影响。

海外业务拓展风险

公司将在立足国内市场的前提下，充分利用产品的性能价格比优势，积极拓展海外业务。2007-2009年，公司出口销售收入分别为16,804.11万元、21,973.44万元和25,324.51万元，分别占当期主营业务收入比例36.19%、42.22%和42.34%。国际市场的开发是公司未来几年市场开发的重点之一。公司已经将产品出口到美国、欧洲、韩国、东南亚等地，并在进一步加强上述地区的推广，开发印度、中东等地客户。然而，拓展海外市场可能存在多项风险，包括当地政治经济形势是否稳定、法律法规和管制措施是否发生变化以及公司在海外业务的管理、售后服务上可能遇到的困难。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股公司中，与江海股份业务相近的上市公司在 10 年、11 年的市盈率为 85.81 倍、45.55 倍。

表 4 国内可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 股价 | 每股收益 (元/股) | | | | 市盈率 (倍) | | | |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | | | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
| 600563.SH | 法拉电子 | 28.61 | 0.44 | 0.53 | 0.78 | 0.97 | 65.57 | 53.51 | 36.92 | 29.64 |
| 000636.SZ | 风华高科 | 11.84 | -0.64 | 0.09 | 0.21 | 0.31 | -- | 138.64 | 55.64 | 37.60 |
| 600237.SH | 铜峰电子 | 8.46 | 0.03 | -0.25 | 0.04 | 0.10 | 331.76 | -- | 200.00 | 81.98 |
| 600673.SH | 东阳光铝 | 16.20 | 0.14 | 0.09 | 0.32 | 0.49 | 112.58 | 187.07 | 50.67 | 32.99 |
| 平均 | | | | | | | 169.97 | 126.41 | 85.81 | 45.55 |

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 9 月 8 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况，我们认为给予江海股份 10 年 35-42 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 18.20-21.84 元。中小企业板最近上市的 20 家上市公司的目前股价相对于其发行价的平均溢价率为 103.87%，对应的折价率为 43.96%。综合考虑公司的基本面，我们选取 40% 的折价率，建议询价区间为 10.92-13.10 元，对应 10 年动态市盈率区间为 21.00 倍-25.20 倍，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 28.00 倍-33.60 倍。

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | Superperform | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | Outperform | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | In-Line | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | Underperform | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | Attractive | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | Neutral | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎 | Cautious | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。