

江海股份（002484） 电子元器件

—铝电解电容器领军企业

2010年09月10日

投资评级 推荐 公司评级 收盘价 元

投资要点:

◆ 公司是专业从事铝电解电容器及其原材料生产和销售的企业。公司的主要产品为：铝电解电容器全系列产品及其主要原材料化成箔（即电极箔的成品形式）。铝电解电容器是关键的基础元件，被广泛应用于数字家电、工业控制、节能和新能源、通讯、军工等领域。

◆ 2007年、2008年、2009年、2010年1-6月公司主营业务利润分别为公司利润总额的173.40%、134.03%、150.61%、149.63%，构成了公司盈利的主要来源；根据中国电子元件行业协会的统计数据，1993年-2009年公司销售收入连续在全国铝电解电容器行业排名第一。按照2007年工业用电容器销售收入排名，公司是唯一进入全球前8名的国内企业。近年来公司主营业务发展良好，主营业务收入持续增长，市场占有率不断上升。

◆ 募投项目前景良好。公司本次募投项目主要用于化成箔、工业类电容器、固体铝电解电容器等三类产品产能扩大项目。公司产能利用率和产销率长期高位运行，产能扩大将解决产能不足问题，而且优化公司产品结构，扩大高端产品比例，提升公司技术和产品核心竞争力。

◆ 申购建议。通过募投项目的实施，公司将进一步扩大规模优势。我们预测公司2010年-2012年扣除非经常性损益的每股收益分别是0.55元、0.72元、0.95元。按照目前行业估值现状，给予2010年25-30倍的市盈率，对应的估值区间13.75元-16.50元。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	615	765	940	1200
营业收入增长率	13%	24%	23%	28%
净利润(百万元)	63	88	116	152
净利润增长率	28%	40%	31%	31%
EPS(元)	17.5%	19.7%	20.5%	21.2%
ROE	17.5%	19.7%	20.5%	21.2%
P/E	/	/	/	/
P/B	/	/	/	/

主要数据

52周最高/最低价(元)
上证指数/深圳成指
50日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

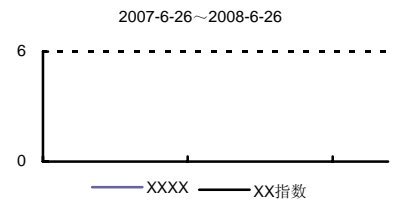
基础数据

流通股(百万股)
总股本(百万股)
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元)
净资产负债率

股东信息

大股东名称
持股比例

52周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 常格非
执业证书编号: S0020109061420
电话: 021-51097188-1925
电邮: changgefei@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电话: (86-21) 51097188-1952
电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址: 中国安徽省合肥市寿春路179号(230001)

第 1 部分 公司概况

公司主营及产品简介

- ◆ 公司主要从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务，属于电子元器件制造业，细分行业为铝电解电容器制造业。公司的主要产品为：铝电解电容器全系列产品及其主要原材料化成箔（即电极箔的成品形式）。铝电解电容器是关键的基础元件，被广泛应用于数字家电、工业控制、节能和新能源、通讯、军工等领域。
- ◆ 公司重视新产品的开发，通过持续的资金投入，逐步调整产品结构，不断提高产品档次和附加值，2007 年-2009 年，公司高技术含量高附加值的工业类铝电解电容器的销售额从13,310.55 万元提高到18,097.54 万元，占电容器业务收入的比重从 28.68%提高到33.47%。随着工业类铝电解电容器的销售不断增长，对高比容高性能的化成箔要求也越来越迫切，公司于2007 年投资内蒙海立生产高性能高压化成箔并于2008 年3 月投产，实现了产业链的延伸，对比国内铝电解电容器企业，公司在技术水平、产品结构及产业整合方面均处于领先地位。
- ◆ 该公司是专门从事铝电解电容器的生产企业，前身为 1958 年 10 月成立的南通江海电容器厂。公司从 1970 年开始专业生产铝电解电容器，根据中国电子元件行业协会统计数据，1993 年-2009 年公司销售收入连续在全国铝电解电容器行业排名第一。按照 2007 年工业用电容器销售收入排名，公司是唯一进入全球前 8 名的国内企业。

表 1: 2007 年工业用电容器销售额及排名情况

公司名称	地区	排名	工业用铝电解销售额(百万 USD)
chemi_con (NCC)	日本	1	450.92
nichicon	日本	2	183.69
Hitachi_AIC	日本	3	127.48
Rubycon	日本	4	94.56
CDE	美国	5	55.00
Epcos	德国	6	52.84
Rifa_bhc	瑞典	7	48.76
Jianghai (本公司)	中国	8	45.25

资料来源：公司招股说明书

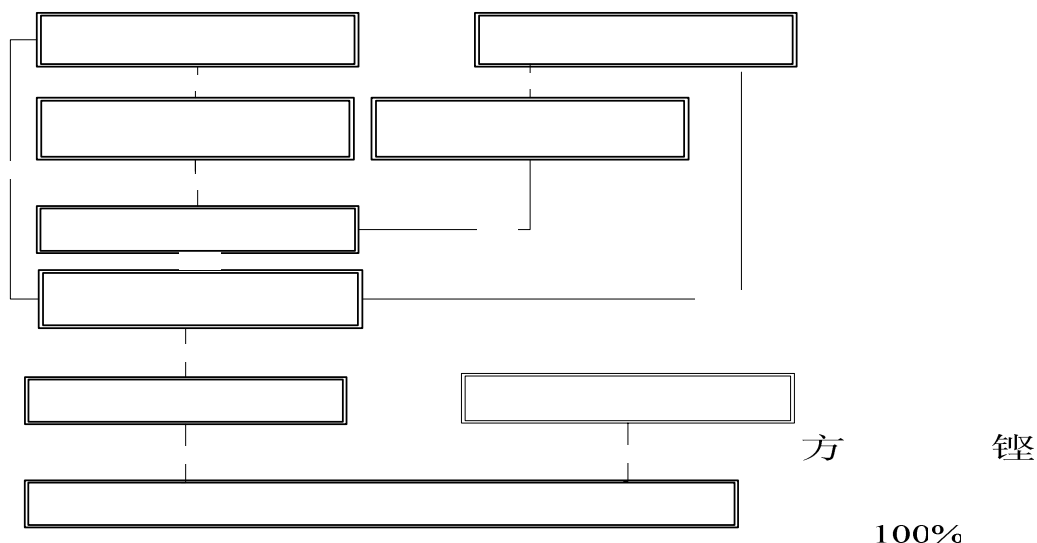
公司生产的江海牌铝电解电容器是中国电子行业知名品牌，可广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑产品、仪器仪表、自动化控制、汽车工业、光电产品、铁路及军工等领域，已成为国际国内众多知名厂商的配套首选。

公司股权结构

- ◆ 公司目前是由香港亿威和中方股东共同控制，公司股东香港亿威投资有限公司直接持有 6000 万股股份，占总股本的 50%；其他 47 名境内自然人（中方股东）股东合计持有 6000 万股股份，占总股本的 50%。香港亿威是公司 2005 年引入的投资者，专门从事

投资业务，实际控制人是方铿。香港亿威 2005 年底开始先后三次向公司投资，累计投资金额 1 亿元。中方股东股份是通过公司改制资产转让以及多次股权转让而逐步形成的。

图一:公司股权结构



数据来源: 招股说明书

Esca Investment Limited (BVI)

第 2 部分 公司所处行业现状分析

电子元器件行业和电子元件材料制造业属于国家鼓励发展的产业

- ◆ 原信息产业部发布的《我国信息产业“十一五”规划》指出:“十一五”期间将大力发展新型元器件等电子信息核心产业,到2010 年实现产业规模翻两番,推动元器件产业结构升级。继续巩固我国在传统元器件领域的优势,加强引进消化吸收再创新和产业垂直整合,加快新型元器件的研发和产业化。提高电子专用材料配套能力,加强与冶金、有色、化工等行业的横向合作,加大基础技术研究和产品工艺技术的开发,提高电子材料的本地化水平。

- ◆ 国家发改委和商务部制定的《外商投资产业指导目录(2007 年修订)》中,新型电子元器件制造与电子专用材料开发与制造(光纤预制棒开发与制造除外)属于鼓励外商投资产业。

- ◆ 国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2005 年本)》中,新型电子元器件制造与电子专用材料制造为国家鼓励类产业。国家发改委发布的《高技术产业发展“十一五”规划》提出:重点突破强化基础,大力发展电子元器件产业。坚持自主发展与引进消化相结合,按照重点突破、提升水平、扩大规模的要求,建立和完善电子信息材料的本地化配套体系。

- ◆ 国家财政部和国家税务总局在2008 年11 月17 日发布了《关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》,通知中指出将部分机电产品的退税率分别由9%提高到11%, 11%提高到13%, 13%提高到14%, 调整后铝电解电容器的出口增值税退税率调整为14%; 电极箔产品的出口增值税退税率仍保持13%。

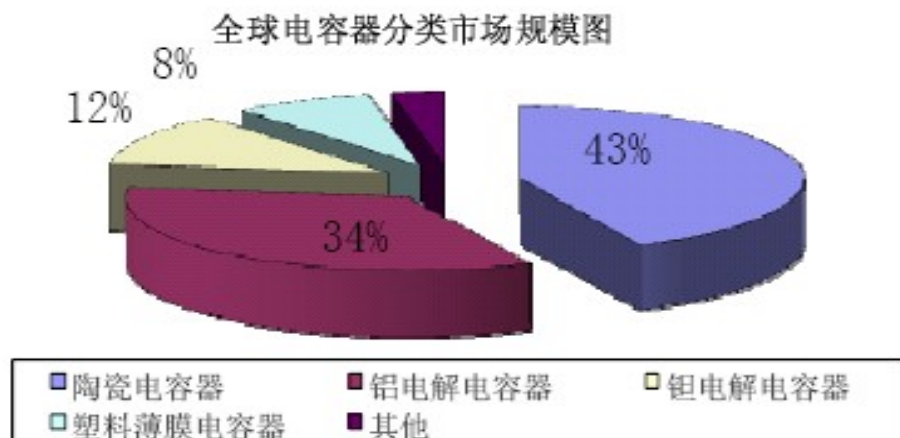
- ◆ 国务院于2009年4月15日公布《电子信息产业调整和振兴规划》，明确提出加快电子元器件产品升级，围绕国内整机配套调整元器件产品结构，提高片式元器件等产品的研发能力，初步形成完整配套、相互支撑的电子元器件产业体系，并通过落实扩大内需措施、加大国家投入、完善投融资环境、支持优势企业并购重组等措施，实现电子元器件等骨干产业平稳发展。
- ◆ 财政部和国家税务总局于2009年6月3日发布了《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》，将铝电解电容器的出口增值税退税率调整为17%。

铝电解电容器和电极箔简介

铝电解电容器

- ◆ 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。
- ◆ 铝电解电容器在电子线路中的作用一般概括为：通交流、阻直流，具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能，并具有体积小、储存电量大、成本低特性，随着现代科技的进步与电容器性能的不不断提高，产品已广泛应用于消费类电子品、通信产品、电脑及周边产品、仪器仪表、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备等。

图二:全球电容器规模



数据来源：招股说明书

- ◆ 铝电解电容器从电解质的不同可划分为液态铝电解电容器和固体铝电解电容器，液态铝电解电容器按引出方式的不同可划分为引线式、焊片及焊针式、螺栓式三种。从应用领域的不同可将铝电解电容器划分为消费类铝电解电容器和工业类铝电解电容器，消费类铝电解电容器主要用于电视、音响、显示器、计算机及空调等消费类

市场，工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。此外，还有军用级铝电解电容器。

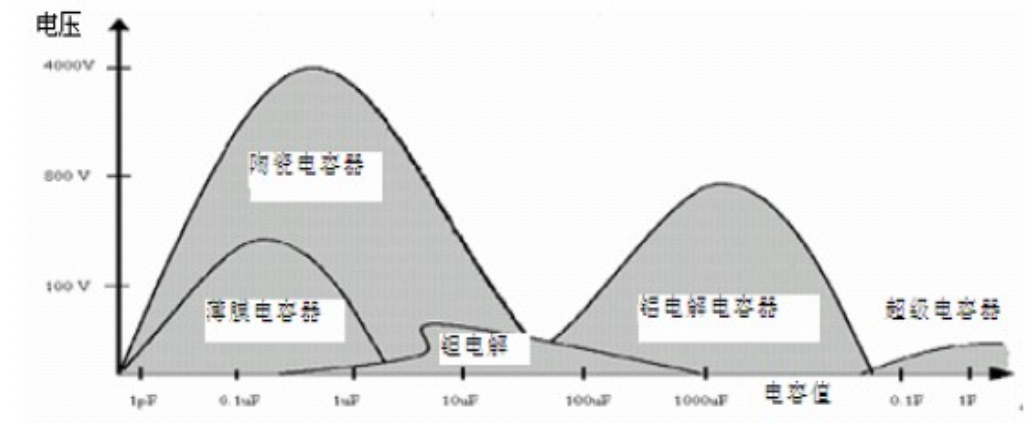
图二:电容器分类

电容器名称		电解质	小型化	频率特性	温度特性	高电压	高容量	寿命	价格
铝电解电容器	液态铝电解电容器	液体	优	差	中	好	优	差	优
	固体铝电解电容器	固体	好	优	好	差	中	好	中

数据来源: 招股说明书

- ◆ 铝电解电容器在高压、大容量领域占据主导地位，具有其独特的优势。另外，在低压应用领域虽然存在一定的竞争，但是在该领域中固体铝电解电容器具有可靠性更佳、使用寿命长，高频、低阻抗、耐特大纹波电流等特性，每一颗固体铝电解电容器可以替代2-3颗普通液态铝电解电容器，有利于电子产品的集成化和小型化并可以克服液态铝电解电容器容易漏液的弊端。随着固体铝电解电容器成本的逐步下降，该类电容器将是低压领域的主要竞争产品。据电子元件行业协会预测，铝电解电容器凭借其优异的技术特性在未来的电容器市场中仍将牢牢占据30%以上的份额，并且可能进一步扩大市场份额。

图三: 电容器用途



数据来源: 招股说明书

电极箔

- ◆ 电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，占铝电解电容器生产成本的30%-70%。由于电极箔80%以上的需求量来自铝电解电容器，其发展高度依赖于铝电解电容器行业的发展。电极箔的性能决定铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等关键技术指标，亦是铝电解电容器产业链中最具价值及最需要技术含量部分之一，其中腐蚀和化成技术是电极箔制造的核心技术。

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。

行业发展现状

- ◆ 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。

图四：世界电容器销售排名(2007)

公司名称	地区	按工业用销售额排名	工业用铝电解销售额(百万USD)
chemi_con (NCC)	日本	1	450.92
nichicon	日本	2	183.69
Hitachi_AIC	日本	3	127.48
Rubycon	日本	4	94.56
CDE	美国	5	55.00
Epcos	德国	6	52.84
Rifa_bhc	瑞典	7	48.76
Jianghai (本公司)	中国	8	45.25

数据来源：招股说明书

- ◆ 在国内市场和国际市场的双重影响下，我国电子元器件进出口贸易总额持续稳定增长。我国已经成为电子元器件生产大国，多种产品的产量已跃居世界前列，并逐步在全球电子元器件供应链中占据重要的一环。电容器也是我国电子元器件进出口贸易中占比较大的产品之一。①近年来全球电子制造业继续保持高速发展，对铝电解电容器的需求日益增加，导致铝电解电容器产品的进出口额持续快速增长，可以看出国内外铝电解电容器行业发展较快，行业国际一体化趋势日趋明显。②我国铝电解电容器进出口贸易逆差逐年增加，由2003年逆差3.33亿美元扩大到2008年的9.98亿美元，2009年为7.63亿美元，说明国产电容器尚不能完全满足市场需求中低档产品比例较高，中高档产品仍需要依靠进口。③我国电容器的生产已具规模，产品出口额逐年上升，行业的整体技术水平已显著提高，大大缩短了与国际先进水平的差距。

市场供求状况及需求分析

- ◆ 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。

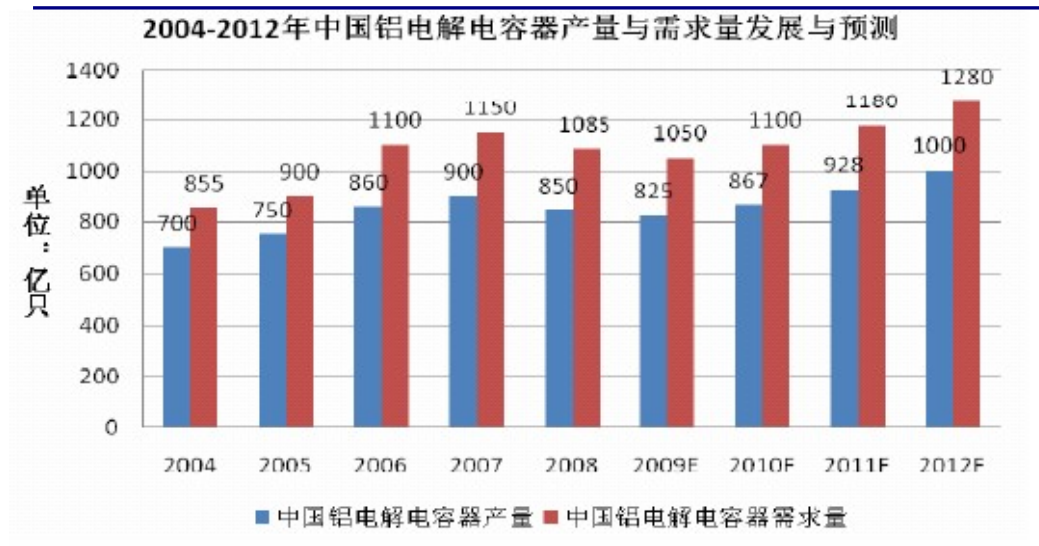
图五： 电容器市场规模预测



数据来源：招股说明书

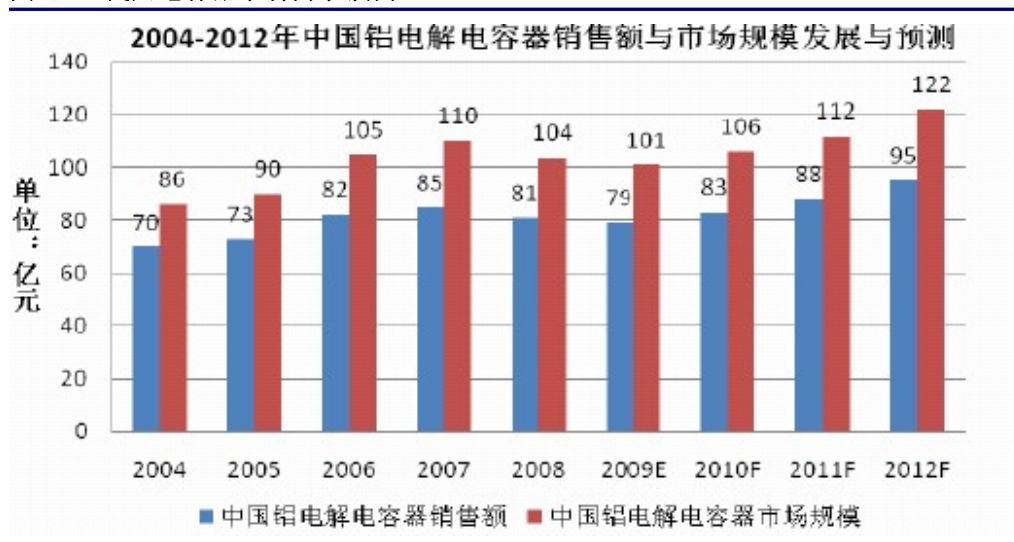
- ◆ 2008年全球电极箔市场容量约为7.63万吨，约25,180万平方米。根据2010年版《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》，2010-2012年全球铝电解电容器市场规模将保持3%-7%的增长速度。由于电极箔80%以上的需求量来自铝电解电容器，两者具有高度相关性，所以据此推测，全球电极箔需求增长也将保持3%-7%的增长速度。
- ◆ 根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2007年我国铝电解电容器的产量约达900亿只，销售额约为85亿元人民币，国内市场需求量约为1150亿只，市场规模约为110亿元人民币。2008年受全球金融危机的影响，我国铝电解电容器的产量约达850亿只，销售额约为81亿元人民币，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。

图六： 电容器市场需求预测



数据来源：招股说明书

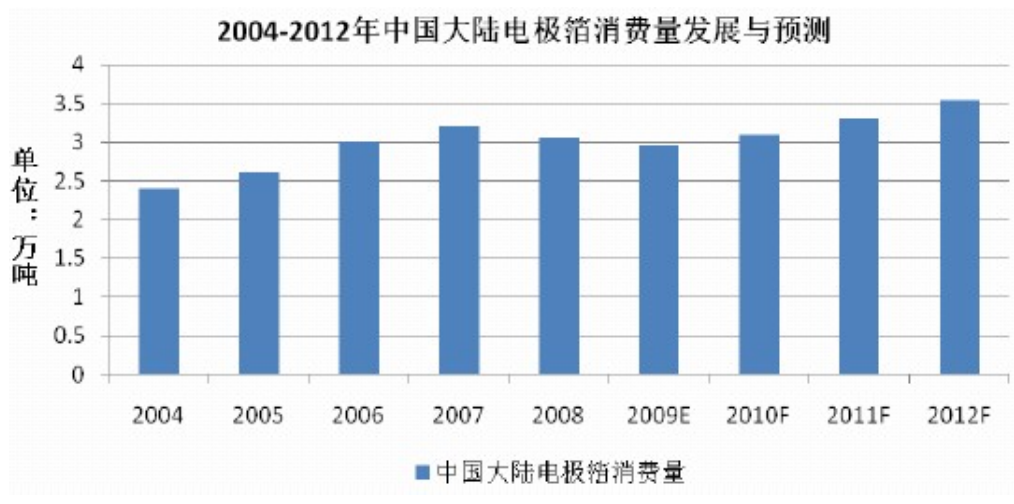
图七： 我国电容器市场需求预测



数据来源：招股说明书

- ◆ 国内铝电解电容器市场发展平稳，铝电解电容器行业2004-2008 年的市场缺口分别为22.86%、23.29%、28.05%、29.41%、28.40%，呈现逐年增长的趋势，预计2009-2012 年市场缺口仍将维持在27%左右，说明国产铝电解电容器不能完全满足市场的需求，仍需要依靠进口产品来满足国内部分市场，未来高技术、新品种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。
- ◆ 中国电子元件行业协会信息中心估计，2006 年中国大陆境内电极箔实际消费量达到 3 万吨以上，约为9,900 万平方米，占全球电极箔消费量的40%以上，2007 年达到 3.2 万吨，2008 年受全球金融危机的影响下降为3.05 万吨，预计2009 年将达2.96 万吨，2010 年将达3.10 万吨，2011 年将达3.30 万吨，2012年将达3.55 万吨。

图八： 我国电极箔需求预测



数据来源：招股说明书

- ◆ 目前国内电极箔的技术水平还不高，高性能的电极箔大部分为外国公司垄断，而且价格居高不下，中国国内市场对高比容高性能电极箔的需求量每年约5000-8000 万平方米，主要应用在电动汽车、变频调速器、不间断电源等方面。

消费类电子领域

- ◆ 社会的发展促进了传统家电产品的更新换代，消费类电子也在向高端产品、新产品转变，尤其是CRT 电视向平板电视（LCD、PDP）转变的趋势非常明显，这对电容器生产厂商也提出了更高的要求：工作电压更高、耐高温标准更高、工作时间要求更长，为适应市场变化，高端电容器厂商普遍降低CRT 电视产品的比重，转而主攻高技术含量、高附加值的平板电视产品，电视机市场的巨大容量为高端电容器生产厂商带来了难得的发展机遇。另外，2008 年由财政部、商务部发起的“家电下乡”活动正式开始推广，在家电下乡推行的4 年间，国家给予13%的补贴会让中国约3.92 亿农村居民受益，整个工程预计会形成每年400 亿元的市场。家电市场的扩大和升级换代将带动铝电解电容器市场的繁荣。
- ◆ 近年来新型消费类电子产品发展迅速，随着3G 技术的发展，新一代3G 电子设备将需要大量的铝电解电容器。据统计我国的网民人数已接近2.2 亿，PC 产品和笔记本电脑的需求持续上升，该市场对铝电解电容器的需求也将持续上升。此外，VISTA 系统引起的换机风潮对铝电解电容器行业的发展也产生了较大的推动作用。2001 年至2005 年我国PC 机产量增长率保持在49%以上，顶峰时2003年的增长率甚至达到了119.8%，06、07 两年虽然增幅有所放缓但仍保持在15%以上，2008 年中国PC 机的产量达到13,667 万部，同比增长约为13.2%。近年来笔记本电脑增长势头迅猛，规模超过了台式PC，2009 年工信部检测的计算机重点企业累计生产笔记本电脑7,558.77 万部，累计销售7,592.53 万部，同比增长29%。未来，电脑及周边领域的良好发展态势势必为铝电解电容器行业的发展创造良好的环境。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，而高电压、大容量铝电解电容器的需求量增长更加快速。

工业类产品领域

- ◆ 变频器是铝电解电容器产品的另外一个重要应用领域，中国的变频器市场目前正处于一个高速增长的时期，在空调、电梯、冶金、机械以及节能减排等领域得到广泛应用。根据《2008-2010 年中国变频器行业市场分析及投资预测报告》，在过去的几年内中国变频器的市场保持着12%—15%的增长率，而且至少在未来的5 年内保持着10%以上的增长率。考虑到大约4-6%的价格下降，中国市场上变频器安装容量（功率）的增长实际上在20%左右。按照这样的发展速度和中国市场的需求计算，至少在10 年以后市场才能饱和并逐渐成熟。因此，中国变频器市场具有广阔的发展空间。
- ◆ 通讯、电源、电力设备领域。包括固定电话、调制解调器及移动通信基站、不间断电源（UPS）等。2008年我国三大通信运营商重组完成标志着3G 时代的到来，预计未来三年三大运营商用于网络建设的资金将超过2000 亿元。新的3G 网络的建设，通讯设备的大量更新换代将大量使用铝电解电容器，尤其是高压长寿命铝电解电容器和低压高频低阻抗铝电解电容器。
- ◆ 军事、铁路及其他领域。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高压、高比容为主的铝电解电容器，该领域将为铝电解电容器提供广阔的市场空间。2009 年我国铁路建设投资达6823.05 亿元，同比增幅达67.5%；新建铁路投产里程5557 公里，增建铁路复线投产里程4129 公里，电气化铁路投产里程8448 公里，铁路投资和投产里程的增加为当前和将来铝电解电容器行业的持续快速增长打下了坚实的基础。
- ◆ 预计在未来三年内，电极箔市场将持续增长，国内的市场规模将以5%-8%以上的速度增长，电极箔市场容量与铝电解电容器产量保持同步增长势头。由于技术的发展和新产品固体铝电解电容器成本的逐渐下降，低压液态铝电解电容器的市场将被逐步压缩，产品逐渐被固体铝电解电容器所取代；中压电容器市场将继续保持稳定；随着消费类电子产品的升级换代，以变频技术、节能灯具、风力发电为代表的绿色节能领域的快速发展，以及以3G 为代表的通讯领域设备更新和以高速铁路、电动汽车为代表的交通领域发展，都对高压电容器产生了巨大的需求，从而带动了对高压电极箔的需求。未来电极箔市场的增长将主要集中在高压电极箔领域，特别是高压阳极箔领域。

第 3 部分 公司经营情况分析

盈利能力分析

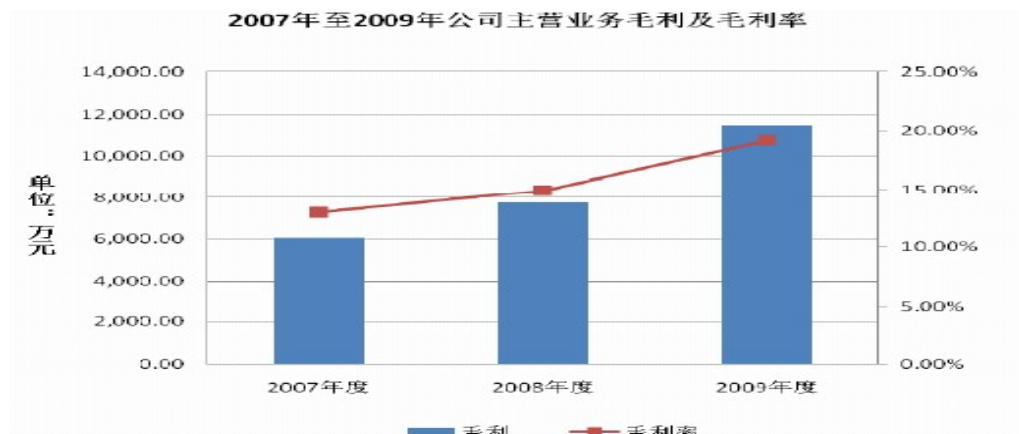
- ◆ 近三年来公司主营业务收入持续增长。2008年全球经济危机对我国电子元器件行业影响比较大，出现较大幅度下滑。在此情况下，公司增长幅度虽有所下降，但仍然实现12%增长率。2009年公司实现主营业务收入5.98亿元，同比增长15%。2010年1-6 月公司实现主营业务收入3.61亿元，与上年同期相比增长36.04%。报告期内，公司营业利润实现了连续增长，2009 年、2008 年分别比上年增长52.43%、46.27%，呈

现稳步增长的态势。报告期内，公司净利润也实现了连续增长，尤其是在2008年外部经济环境恶劣的情况下，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%。

- ◆ 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。
- ◆ 2007年主营业务收入中的其他收入为江海高纯的化学品销售收入，2008年江海高纯更名为南通托普，不再生产化学品；2008年其他收入为内蒙海立生产的化成箔加工费收入；2009年其他收入为内蒙海立生产的化成箔加工费收入及南通托普的螺旋式酚醛盖板销售收入。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，系因为2009年盈利能力较强的体积大、电压高的产品销售较多。
- ◆ 2007年-2009年，公司根据市场需求，调整产品结构，公司的主营业务毛利2009年同比增长了47.93%，2008年同比增长了28.65%，2007年同比下降了-4.37%。2007年主营业务毛利降低的原因是因为化学品毛利较上年减少374.3万元。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%。

单位：万元

项目	2009年度		2008年度		2007年度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
电容器	9,713.92	17.97%	6,965.38	13.99%	6,099.10	13.14%
化学品	-	-	-	-	-69.14	-340.36%
化成箔	1,362.93	27.55%	792.46	35.22%	-	-
盖板	399.31	50.59%	-	-	-	-
合计	11,476.16	19.19%	7,757.84	14.91%	6,029.96	12.99%



第 4 部分 募集资金用途

- ◆ 根据公司发展战略和市场需求，本次募集资金将投资于工业类电容器、高压化成箔、固体铝电解电容器技改扩产等三个项目，预计投资总额 25000 万元，其中公司募集资金投资 22000 万元，其余 3000 万元由内蒙海立的合资方以同比例增资的方式投入。募投项目核心目的是扩充公司产能，项目建设期均为 18 个月。

表 2：公司募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投 资额 (万元)	新增产能	原产能
1、工业类电容器技改扩产项目	8000	8000	焊片及焊针式产品 1800 万只、螺栓式 120 万只	焊片及焊针式产品 1200 万只、螺栓式 84 万只
2、高性能高压化成箔 技改扩产项目	12000	9000	300 万平方米	300 万平方米
3、高分子固体铝电解 电容器技改扩产项目	5000	5000	18000 万只	1000 万只
合计	25000	22000		

数据来源：公司招股说明书

- ◆ 由于化成箔80%以上的需求量来自铝电解电容器，两者具有高度相关性，因此铝电解电容器制造业的发展状况直接影响到化成箔产业的发展。从行业发展趋势来看，随着消费类电子产品的升级换代；以变频技术、电子镇流器、风力发电和太阳能发电为代表的绿色节能领域的快速发展；以3G 为代表的通讯领域设备更新；以高速铁路、电动汽车为代表的交通领域发展，都对高电压、大容量电容器产生了巨大的需求，从而带动了对高性能高压化成箔的需求。中国国内市场对高比容高性能电极箔的需求量每年约5,000-8,000 万平方米，主要应用在电动汽车、通信电源、变频调速器、风力发电、不间断电源等方面。目前高性能的电极箔主要为外国公司所垄断，而且价格居高不下，公司产品替代进口的市场空间很大。

第 5 部分 盈利预测

- ◆ 公司募集资金顺利到位后，产能按照计划如期释放。
- ◆ 预计公司 2010 年营业收入将达到 7.6 亿元，每股收益为 0.55 元。

利润表

单位：百万元

项目：	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	615	765	940	1200

营业成本	493	605	746	952
营业税金及附加	0	0	0	1
营业费用	19	24	28	32
管理费用	35	40	45	52
财务费用	1	1	2	3
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	13	15	15
营业利润	76	105	132	173
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	76	108	135	176
所得税	10	18	16	20
净利润	66	90	119	156
少数股东损益	3	2	3	5
归属母公司净利润	63	88	116	152
EPS (元)	0.53	0.55	0.72	0.95

第 5 部分 估值与投资建议

通过募投项目的实施，公司将进一步扩大规模优势。我们预测公司 2010 年-2012 年扣除非经常性损益的每股收益分别是 0.55 元、0.72 元、0.95 元。按照目前行业估值现状，给予 2010 年 25-30 倍的市盈率，对应的估值区间 13.75 元-16.50 元。

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	373	762	972	1260	营业收入	615	765	940	1200
现金	81	478	590	832	营业成本	493	605	746	952
应收账款	146	165	234	269	营业税金及附加	0	0	0	1
其它应收款	1	4	4	5	营业费用	19	24	28	32
预付账款	4	7	8	10	管理费用	35	40	45	52
存货	119	87	109	107	财务费用	1	1	2	3
其他	22	21	28	36	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	305	294	288	281	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	35	36	37	投资净收益	12	13	15	15
固定资产	204	205	200	192	营业利润	76	105	132	173
无形资产	28	32	36	40	利润总额	76	108	135	176
其他	32	22	15	12	所得税	10	18	16	20
资产总计	677	1056	1260	1541	净利润	66	90	119	156
流动负债	276	564	650	774	少数股东损益	3	2	3	5

短期借款	55	100	100	100	归属母公司净利润	63	88	116	152
应付账款	110	333	410	524	EPS (元)	0.53	0.55	0.72	0.95
其他	111	131	139	150	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
非流动负债	15	15	15	15	经营活动现金流	92	334	105	236
长期借款	0	0	0	0	净利润	66	90	119	156
其他	15	15	15	15	折旧摊销	0	10	11	11
负债合计	291	579	664	789	财务费用	1	1	2	3
少数股东权益	25	27	31	35	投资损失	-12	-13	-15	-15
股本	120	160	160	160	营运资金变动	0	247	-13	80
资本公积	121	81	81	81	其它	37	-2	1	0
留存收益	120	209	324	476	投资活动现金流	-61	14	10	11
归属母公司股东权益	361	449	565	717	资本支出	65	0	0	0
负债和股东权益	677	1056	1260	1541	长期投资	0	-5	1	0
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	其他	4	9	11	11
营业收入	13%	24%	23%	28%	筹资活动现金流	-9	50	-3	-3
毛利率(%)	19.8%	20.9%	20.6%	20.7%	短期借款	0	45	0	0
ROE(%)	17.5%	19.7%	20.5%	21.2%	长期借款	0	0	0	0
ROIC(%)	17.5%	73.2%	87.0%	322.5%	普通股增加	0	40	0	0
					资本公积增加	1	-40	0	0
					其他	-10	5	-3	-3
					现金净增加额	23	397	112	243

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn