

# 江海股份 (002484.SZ) 元件行业

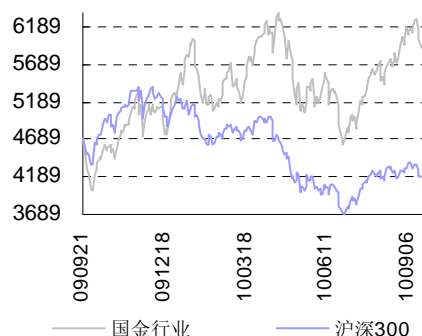
新股研究

目标价格(人民币): 19.83元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	20.50
发行A股数量(百万股)	40.00
总股本(百万股)	160.00
国金元件指数	5896.08
沪深300指数	2857.48
中小板指数	6544.55



## 募投项目助推公司业绩高增长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.412	0.526	0.492	0.661	0.855
每股净资产(元)	2.47	3.01	7.50	7.94	8.66
每股经营性现金流(元)	0.43	0.77	0.46	0.33	0.79
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	20.09	44.38	44.38	44.38	44.38
净利润增长率(%)	30.50%	27.83%	24.57%	34.38%	29.38%
净资产收益率(%)	16.65%	17.50%	6.56%	8.33%	9.87%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **节能变频与新能源市场繁荣将带来中高端铝电解电容市场增量, 进口替代需求为本土企业创造发展机遇。** 1、节能、新能源发展带来中高端铝电解电容器的大幅增长。如变频空调销量和太阳能、风能装机容量将实现 50%和 40%、30%以上增长。2、国内中高端铝电解电容器市场 10 亿美元的贸易逆差和 22%的市场缺口, 为本土企业创造发展机遇。
- **技术、客户、原材料资源成中高端市场领导者, 成本、服务优势筑进口替代竞争力。** 国内领先技术、大客户资源、原材料整合成就公司中高端市场领导者; 10%的成本优势, 产销合作模式构筑进口替代的国际竞争力。
- **公司精准的市场定位, 募投项目将继续提升工业类产品比重, 公司将实现收入与毛利率双升, 未来净利润复合增长 30%以上。**
  - **精准市场定位, 寻求差异化市场竞争, 确保公司盈利能力。** 在消费类电子市场, 公司主攻电源领域电容市场, 而在工业电子领域, 公司产品集中于电机领域, 这些领域竞争相对较好, 毛利率相对较高。
  - **工业类电容器订单饱满, 成为主要增长点。** 公司受益于变频空调、新能源繁荣和进口替代需求, 工业类订单数倍增长, 市占率稳步提升。
  - **化成箔销售有保障, 将成为又一业绩增长点。** 化成箔市场供不应求, 以及日立 AIC 等公司的采购保障, 将完全消化公司化成箔产能。

### 盈利预测和估值

- 预测 2010~2012 年公司实现净利润 78.7、105.7 和 136.8 百万元, 同比增长 24.57%、34.38%和 29.38%, 对应 EPS 为 0.492、0.661 和 0.855 元。
- 综合考虑进口替代、节能变频、新能源市场的巨大行业需求、以及公司的行业龙头地位和 30%的利润增长速度, 给予公司 2011 年 30 倍市盈率, 对应股价为 19.83 元。

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130208120262  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

<b>公司是全国铝电解电容器行业的领军人物</b> .....	<b>4</b>
公司简介 .....	4
公司产品 .....	4
<b>铝电解电容器市场广阔，进口替代空间大</b> .....	<b>5</b>
铝电解电容器市场巨大 .....	5
节能、新能源背景下，铝电解电容器市场向好 .....	5
产业转移带来的进口替代空间大 .....	8
<b>竞争优势：携技术、成本优势，借客户、原材料资源</b> .....	<b>9</b>
技术与质量国内领先、国际一流 .....	9
上下游产业整合保障原材料供应 .....	10
大客户资源有助于开拓市场 .....	10
成本与服务优势构筑国际竞争力 .....	11
<b>募投项目助推公司未来业绩高增长</b> .....	<b>12</b>
进口替代和节能、新能源发展成为公司增长契机 .....	12
募投项目打开公司业绩增长之门 .....	13
公司产品定位清晰，毛利率稳步提升 .....	14
<b>盈利预测预估值</b> .....	<b>15</b>
盈利预测 .....	15
估值：我们给予 19.83 元目标价，相当于 2011 年 30 倍市盈率 .....	15
<b>附录：三张报表预测摘要</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1: 2007 年工业用电容器销售额排名.....	4
图表 2: 公司营业收入构成.....	5
图表 3: 2009 年公司液态铝电解电容器分类.....	5
图表 4: 各类电容器市场占比.....	5
图表 5: 各类电容器应用特性.....	5
图表 6: 铝电解电容器应用市场分布.....	6
图表 7: 铝电解电容器在变频器中的应用.....	7
图表 8: 铝电解电容器在太阳能供电系统中的应用.....	7
图表 9: 全球铝电解电容器市场预测.....	7
图表 10: 国内铝电解电容器市场预测.....	7
图表 11: 国内电极箔消费量预测.....	8
图表 12: 国内铝电解电容器市场缺口.....	8
图表 13: 国内铝电解电容器需求量缺口.....	8
图表 14: 我国铝电解电容器进出口贸易逆差.....	9
图表 15: 国内铝电解电容器进口替代趋势.....	9
图表 16: 公司技术竞争力.....	10
图表 17: 公司获得的主要质量认证证书.....	10
图表 18: 公司获得的部分客户认证情况.....	11
图表 19: 公司在主要国际客户中的供应地位.....	11
图表 20: 公司的行业竞争优势.....	12
图表 21: 公司的国内市场占有率.....	13
图表 22: 近三年公司业绩增长.....	13
图表 23: 公司现有产能利用率.....	13
图表 24: 公司募投项目介绍.....	13
图表 25: 公司募投项目的市场需求和自身优势.....	14
图表 26: 公司工业类电容器应用增长(单位: 万元).....	14
图表 27: 公司募投的三类产品的收入占比增长.....	14
图表 28: 公司产品毛利率.....	15
图表 29: 公司产品结构.....	15
图表 30: 国内同类上市公司估值情况.....	16
图表 31: 公司主营产品销售预测.....	16

## 公司是全国铝电解电容器行业的领军人物

### 公司简介

- 公司是全国铝电解电容器行业的领军人物。
  - 公司属于电子元器件制造业，主要从事电容器及其材料、配件的生产、销售和服务。根据中国电子元件行业协会的调查统计,公司至今连续十七年年销售收入在全国铝电解电容器行业排名第一，连续 22 年入选中国电子元件行业协会评选的中国电子元件行业百强企业，公司的高压高可靠铝电解电容器国内首创。
- 公司铝电解电容器品牌国际知名。
  - 江海牌铝电解电容器是国际知名品牌，公司产品 90%以上应用于世界知名企业和全球行业领军客户，出口收入在国内同行中处于领先地位，2007 年工业用电容器销售收入排名中，公司位列全球第 8。

图表1：2007 年工业用电容器销售额排名

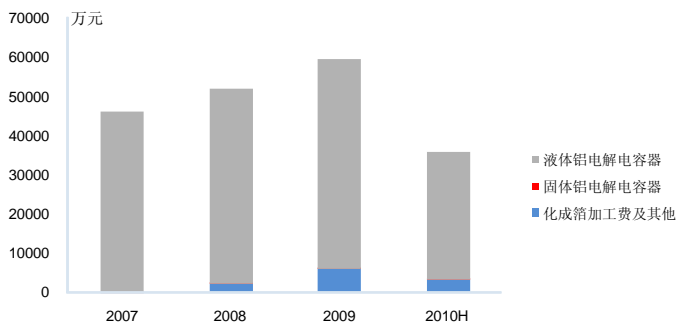
公司名称	国家	排名	工业用铝电解电容销售额 (百万美元)
Chemi_con	日本	1	450.92
Nichicon	日本	2	183.69
Hitachi_AIC	日本	3	127.48
Rubyco	日本	4	94.56
CDE	美国	5	55.00
Epcos	德国	6	52.84
Rifa_bhc	瑞典	7	48.76
江海	中国	8	45.25

来源：国金证券研究所

### 公司产品

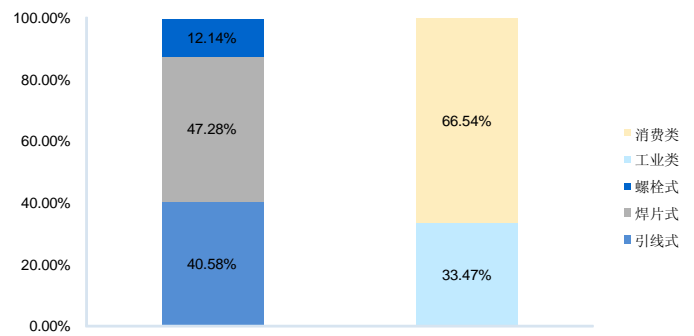
- 公司主要生产铝电解电容器，它是不可或缺的关键基础元件，具有滤波、耦合、旁路的作用，被广泛应用于消费类电子产品、通信产品、电脑产品、仪器仪表、自动化控制、汽车工业、光电产品、铁路及军工等领域。
  - 铝电解电容器从电解质的不同可划分为液态铝电解电容器和固体铝电解电容器。
  - 液态铝电解电容器按引出方式的不同可划分为引线式、焊片及焊针式、螺栓式三种。从应用领域的不同可将铝电解电容器划分为消费类铝电解电容器和工业类铝电解电容器。引线式电容器和焊片式电容器既有利于工业类市场的，也有利于消费类市场的，螺栓式电容器一般用于工业类市场。
  - 固体铝电解电容器是公司近年来新开发的产品，目前处于小批量生产阶段，收入占比较低。

图表2: 公司营业收入构成



来源: 国金证券研究所

图表3: 2009 年公司液态铝电解电容器分类

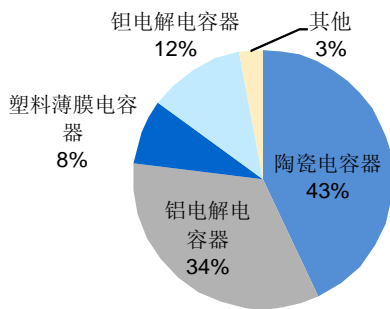


### 铝电解电容器市场广阔，进口替代空间大

#### 铝电解电容器市场巨大

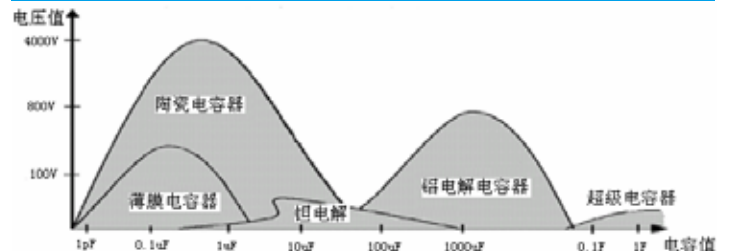
- 电容器是用量最大的基础电子元件，占 40% 的用量。
  - 电阻、电容及电感器作为三大被动电子元件，是电子线路中必不可少的基础电子元件。而电容器在整机使用的所有电子元件中，用途最广泛、用量最大，约占全部电子元件用量的 40% 左右，占三大元件用量的 50%。
- 铝电解电容器占三大类电容器市场的 34%，且不可替代。
  - 铝电解电容器占整个电容器（电解电容器、陶瓷电容器、塑料薄膜电容器和钽电解电容器）市场的 34% 以上。
  - 铝电解电容器作为常用大电容，不能被其他类型电容器替代。

图表4: 各类电容器市场占比



来源: 国金证券研究所

图表5: 各类电容器应用特性

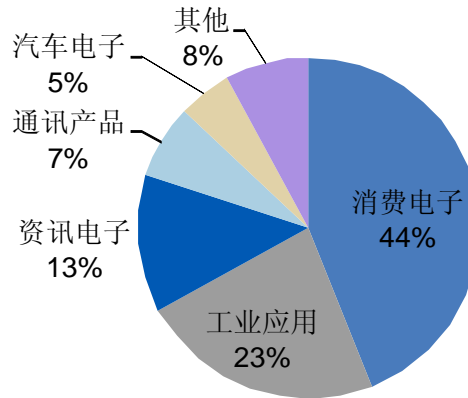


#### 节能、新能源背景下，铝电解电容器市场向好

- 个人电子消费增长将推动铝电解电容器的消费应用市场。
  - 消费电子是铝电解电容器的最大应用领域，技术创新、收入增长带动了液晶电视、便携式电脑、汽车电子等电子产品的消费需求。
  - 未来液晶电视销量将以近 30% 的速度增长。2009 年全球液晶电视销量达 1.46 亿台，增长率高达 37%，2010 年将突破 1.88 万台。
  - 未来便携式电脑将以近 20% 的速度增长。2009 年全球便携式电脑销量达 1.7 亿台，环比增长 18.4%，2010 年将突破 2.1 亿台。

- 未来汽车电子将以近 10% 的速度增长。汽车电子包括汽车音响、GPS 接收器、安全气囊和发动机控制等系统。我国汽车产量发展迅速，2009 年汽车产量达到了 1379 万辆，较 2005 年增长了 141.52%。

图表6: 铝电解电容器应用市场分布

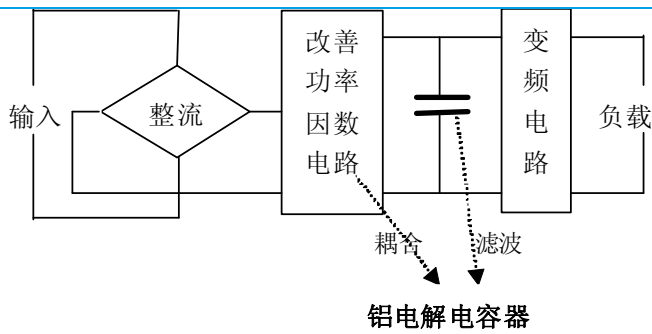


来源: 台湾工研院 (2005), 国金证券研究所

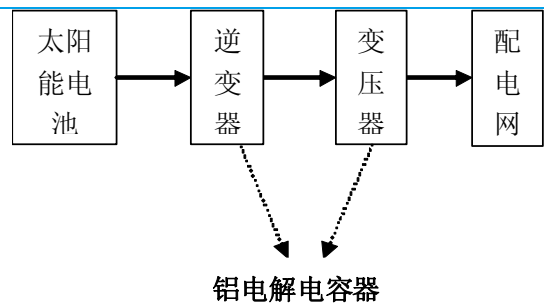
- 节能减排政策将推动铝电解电容器在变频器领域的工业应用市场。
  - 铝电解电容器是变频器的重要元件，起着滤波、耦合的重要作用，占变频器成本的 10%。
  - 变频电机平均节能 30% 以上，作为节能减排的有效手段，在空调、铁路、轨道交通、冶金、机械等领域得到广泛应用。过去几年国内变频器安装容量保持着 20% 左右的增长速度，目前变频产品的渗透入还很低，未来发展空间广阔。
  - 2008 年空调能效标准实施后，变频空调迅速发展，2009 年和 2010 年上半年同比增长 128%，137%。由于目前渗透率还不到 30%，未来仍将维持高速增长。
  - 铁路和轨道交通也是变频电机的重要应用领域。2020 年前我国将建成 12000 公里客运专线，国务院批复的投资额已经达到 2 万亿元。另外在 2015 年前我国将在 15 个城市规划建成 1700 公里的城市轨道交通，总投资超过 6000 亿元。
- 风能、太阳能为首的新能源开发将推动铝电解电容器在新能源供电系统的工业应用市场。
  - 铝电解电容器是新能源供电系统中逆变、变压等模块的重要元件。
  - 面对能源危机和环境污染，以风力、太阳能为代表的绿色可再生能源作为战略性新兴产业，获得了大力发展，增长迅速。
  - 根据全球风能理事会的报告，全球风电装机容量连续 10 年实现 30% 的增长，2009 年达到 157.9 GW。中国风电装机容量连续 5 年实现 100% 的增长，目前占全球新增装机容量的三分之一。
  - 据 iSuppli 预测，2014 年全球太阳能聚热发电 (CSP) 装机容量将达到 10.8GW，相比 2009 年增长 36 倍。另外，2014 年的光伏发电 (PV) 装机容量将为 45.2GW，相比 2009 年增长 5.5 倍。



图表7: 铝电解电容器在变频器中的应用



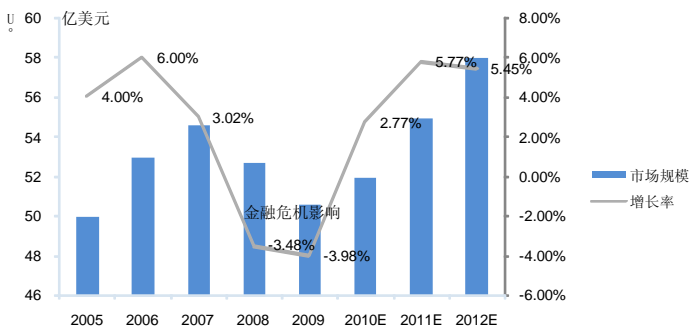
图表8: 铝电解电容器在太阳能供电系统中的应用



来源: 国金证券研究所

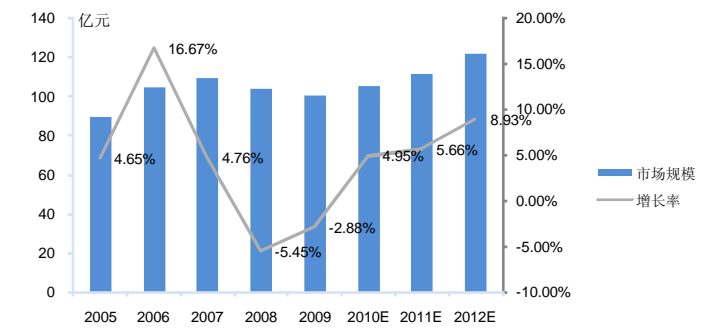
- 预计未来三年国内铝电解电容器市场将保持 5%~9% 的增速。
  - 在节能减排、新能源背景下，大电容器需求保持旺盛。2010 年全球铝电解电容器市场规模将达到 52 亿美元，未来三年保持 3%~7% 的平稳增速。国内铝电解电容器市场规模将达到 106 亿元，未来三年保持 5%~9% 的增速。

图表9: 全球铝电解电容器市场预测



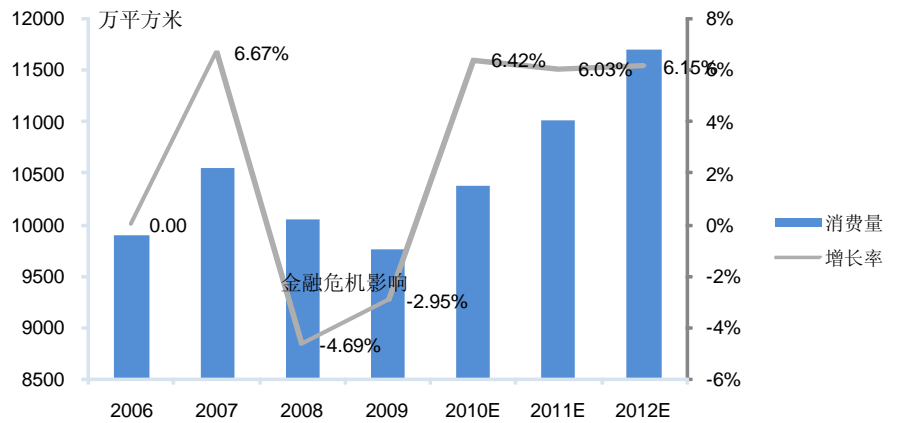
来源: 国金证券研究所

图表10: 国内铝电解电容器市场预测



- 预计未来三年国内电极箔市场将保持 6% 的复合增速。
  - 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，铝电解电容器市场的增长将带动上游化成箔市场的同步增长。2012 年国内电极箔的消费量将达到 3.55 万吨，约为 11,700 万平方米，复合增长 6.24%。

图表11: 国内电极箔消费量预测

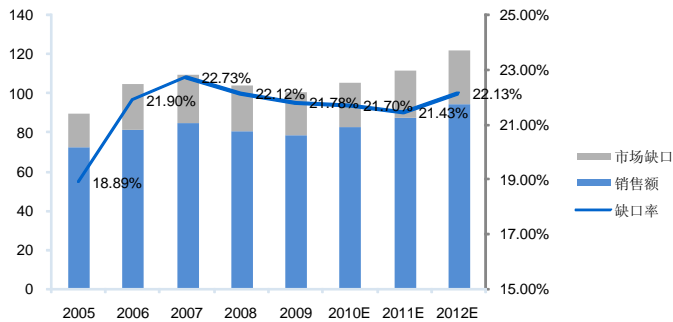


来源: 国金证券研究所

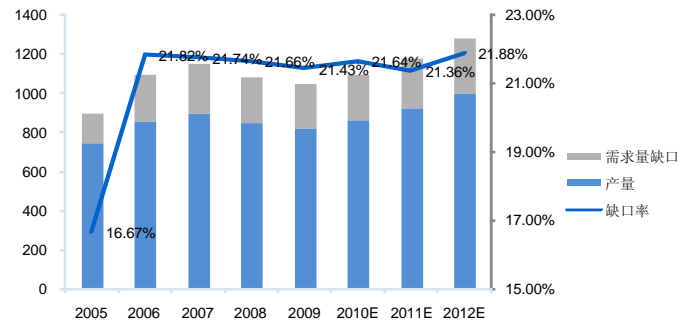
产业转移带来的进口替代空间大

- 国内铝电解电容器市场缺口在 22% 左右，靠进口来满足。
- 2006 年以来国内铝电解电容器呈现供不应求局面，市场缺口平均为 22.1%，靠进口来满足部分市场。

图表12: 国内铝电解电容器市场缺口



图表13: 国内铝电解电容器需求量缺口

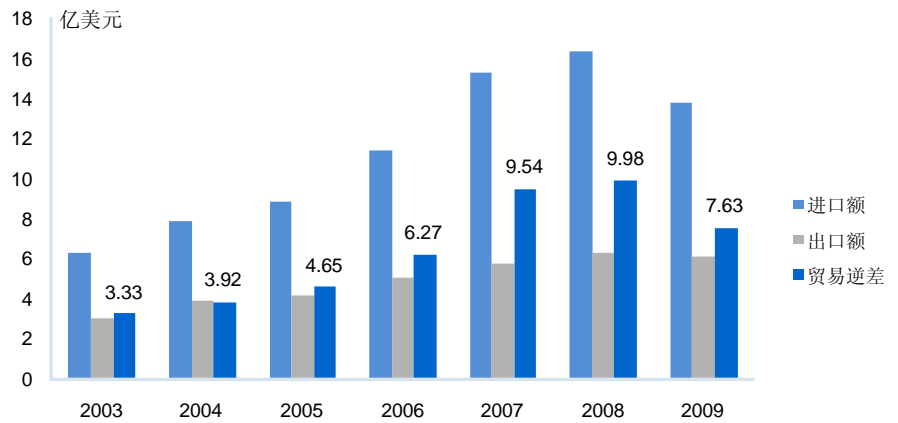


来源: 国金证券研究所

- 国内铝电解电容器贸易逆差在 10 亿美元左右，进口替代空间大。
- 铝电解电容器进出口额持续增长，行业一体化趋势明显。国内行业整体水平提高，与国际先进水平差距缩小。
- 铝电解电容器进出口贸易逆差逐年增加，中高端产品仍需进口，进口替代空间大。



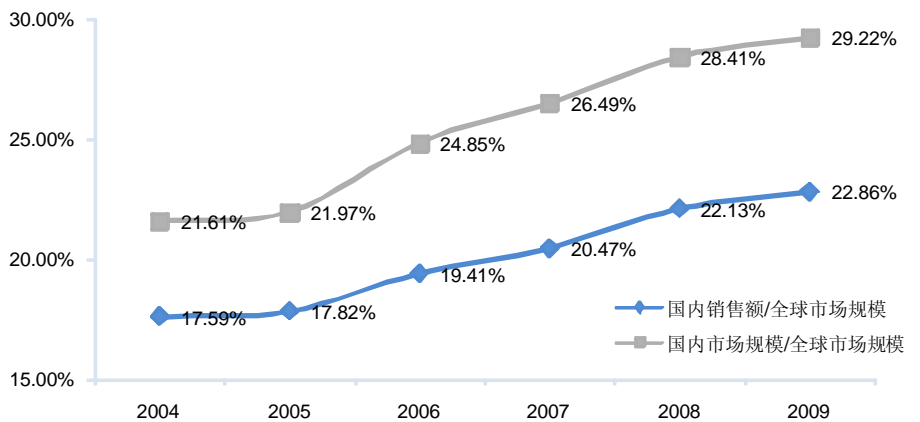
图表14: 我国铝电解电容器进出口贸易逆差



来源: 国金证券研究所

- 铝电解电容器产业转移加速进口替代趋势。
  - 铝电解电容器下游产业，如家电、电子信息、通信、汽车工业等生产基地转移国内，吸引全球铝电解电容器行业向国内转移。
  - 我国形成铝电解电容器产业集群，有助于发挥区域经济优势，提高国内铝电解电容器生产企业的国际竞争力，实现进口替代。2009年国内铝电解电容器销售额占全球市场规模的比重达到了23%，比2004年高了5个多百分点。

图表15: 国内铝电解电容器进口替代趋势



来源: 国金证券研究所

### 竞争优势: 携技术、成本优势, 借客户、原材料资源

#### 技术与质量国内领先、国际一流

- 公司具有国内领先、国际一流的铝电解电容器和化成箔技术。

图表16: 公司技术竞争力

现有成果	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国家重点新产品 7 个，高新技术产品 8 大系列；</li> <li>➢ 授权专利 5 项，受理专利 9 项，占许可 2 项，非专利技术 7 项。</li> </ul>
研发平台	自主研发+国际同行合资合作+国内高校产学研合作的研发平台，形成“生产一代、开发一代、储备一代”的持续技术链。
先进技术	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 世界一流的铝电解电容器技术。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 电解电容器铝箔裁切防短路；</li> <li>➢ 电解电容器酚醛盖板制造工艺；</li> <li>➢ 电解电容器电解液烧煮工艺；</li> <li>➢ 电解电容器用 600V 电解液技术；</li> <li>➢ 特大型铝电解电容器含浸工艺；</li> <li>➢ 125℃长寿命铝电解电容器制造技术；</li> <li>➢ 高分子固体铝电解电容器无炭化制造技术；</li> </ul> </li> <li>➢ 世界最高水平的化成箔技术。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 内蒙海立引进了世界最高水平的日立 AIC 公司的化成技术，经过一年生产改进，目前与日本日立 AIC 化成箔水平相当。</li> </ul> </li> </ul>
代表产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ CD13H 型超高压高可靠铝电解电容器产品国内首创，具有超高工作电压 600V，超过 500V 的国际技术水平；</li> <li>➢ CDS CP 高分子聚合物固体铝电解电容器，具有 5mΩ 的超低高频容抗，低于三洋公司的 5.5mΩ，能量损失更低。</li> </ul>

来源：国金证券研究所

- 公司严把质量关，通过了行业内主要的产品质量认证。
  - 公司通过了最为严格的军品质量认证和赛宝等权威机构的质量认证，获众多知名采购商认可，体现了公司优秀的产品质量。

图表17: 公司获得的主要质量认证证书

认证机构	证书
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件质量认证（CDK294 系列）
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件质量认证（CDK263 系列）
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件制造厂生产线认证
Underwriters Laboratories Inc	FOLLOW-UP SERVICE PRODUCTURE
中国电子元器件质量认证委员会监督检查机构	制造厂认可证书
广州赛宝认证中心服务有限公司	质量管理体系认证证书
广州赛宝认证中心服务有限公司	环境管理体系认证证书

来源：国金证券研究所

### 上下游产业整合保障原材料供应

- 公司向上游化成箔行业的整合，降低了原材料成本，提高了产品质量。
  - 化成箔是铝电解电容器的关键原材料，占铝电解电容器生产成本的 30%~70%，而且直接决定着铝电解电容器的质量。
  - 2007 年 4 月公司与日本日立 AIC 公司等共同出资设立了内蒙海立电子材料有限公司，引进了世界最高水平的日立 AIC 公司的化成技术。
  - 公司对上游化成箔行业的整合，解决了原材料供应不足的局面，降低了原材料采购成本，提升了公司产品质量。

### 大客户资源有助于开拓市场

- 公司拥有众多国内、国际知名客户，为进一步拓展市场提供了便利条件。公司 90%以上的产品市场分布在知名的客户中，许多客户是国际某一领域的领军企业和跨国公司，如：爱默生网络能源、三星、西门子、三菱。
- 有利于开拓新产品市场。例如公司利用现有的液态铝电解电容器客户资源，将促进公司拓展高分子固体铝电解电容器市场。
- 有利于开拓中小客户。电容器下游行业具有仿效效应，中小客户往往紧跟行业龙头，开发相似产品，采用相同的供应商。
- 有利于阻碍竞争对手开拓市场。大企业出于对自身产品稳定性的考虑，一旦确定供应商则不会轻易变化。而且大企业发展新供应商，需要通过严格的产品认证，短则 1~2 年，长则 3~4 年。

图表18: 公司获得的部分客户认证情况

厂商	证书
三星电子	环保伙伴认证、优秀供应链奖
艾默生网络能源有限公司	优秀供应商、质量优秀奖
西门子(上海)电气传动设备有限公司	产品合格认证
LG电子	产品合格电子认证
林肯公司	产品合格认证
四川长虹电器股份有限公司	免检供应商
创维电子	十佳供应商
青岛海信电器股份有限公司	十佳供应商
深圳市中兴通讯股份有限公司	优秀供应商
欧瑞传动电器有限公司	优秀供应商
日立AIC公司	产品合格认证
EFORE电子	优秀供应商

来源: 国金证券研究所

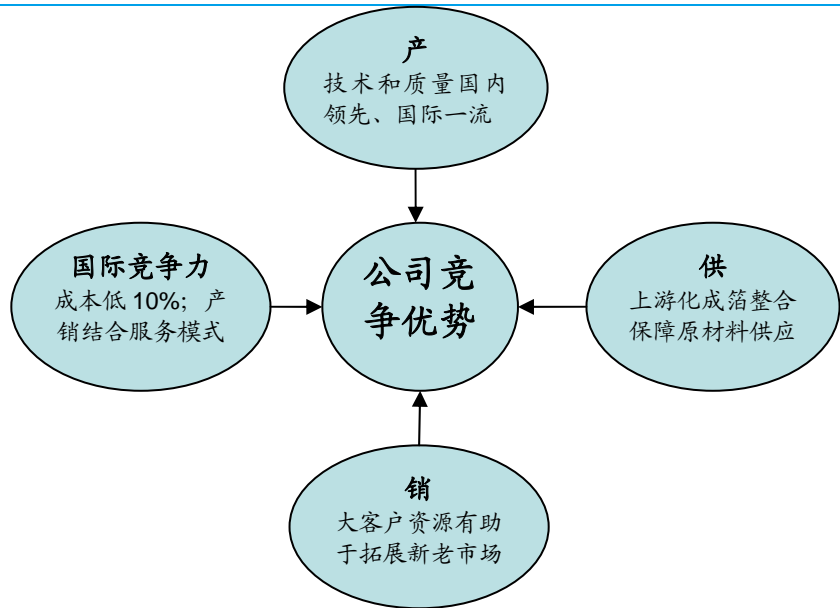
图表19: 公司在主要国际客户中的供应地位

三星电子	铝电解电容器采购额中, 公司产品占 27%。
艾默生网络能源有限公司	铝电解电容器采购额中, 公司产品占 95%。
德国西门子公司高压变频部门	铝电解电容器采购额中, 公司产品占 80%
日立 AIC 公司	优先采购内蒙海立化成箔产能的 7/17, 内蒙海立已成为日立 AIC 公司的重要供货企业之一

### 成本与服务优势构筑国际竞争力

- 公司整体生产成本比国际同行低 10%。公司是国内最大的铝电解电容器生产企业，大规模带来的成本优势明显。
  - 公司主要产品液态铝电解电容器的材料成本、制造成本、劳动力成本等较国际同行低 10%，成本优势明显。
  - 电费占化成箔成本的 50~60%，公司化成箔产品的生产子公司，内蒙海立将享受五年包头市国家生态工业（铝业）示范区优惠电价 0.3789 元/度，比江苏省大工业平均电价低 22%。
  - 公司找到了固体铝电解电容器主要原材料 EDOT 的国产替代者，其性能与德国拜耳的 EDOT 接近，但直接材料成本却低 60%。
- 公司产销结合服务模式更能吸引客户。有别于国际同行的产销分离方式，公司产销结合模式能为客户提供更加快速灵活、贴身定制的服务，赢得了很高的客户满意度和忠诚度。
  - 公司培育了一支懂技术、善营销的服务队伍，并为大客户配备专职客户经理，以便根据客户的具体情况、不同需求，主动作出快速反应。
  - 公司将技术服务前移至客户的设计、试验、改进的全过程中，从成本性能等各方面为客户提供超前和定制式服务，提高市场应变能力。

图表20: 公司的行业竞争优势



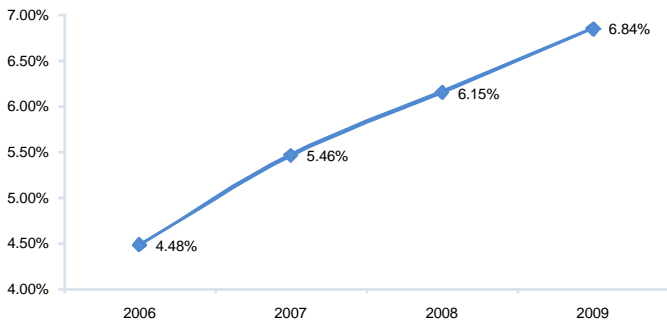
来源: 国金证券研究所

## 募投项目助推公司未来业绩高增长

### 进口替代和节能、新能源发展成为公司增长契机

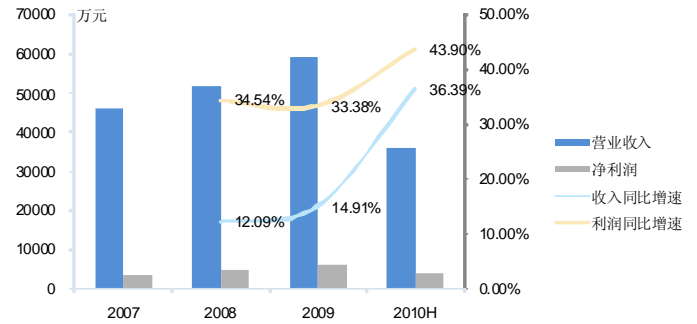
- 国内铝电解电容器市场 10 亿美元的贸易逆差和 22% 的市场缺口将成为公司增长一大契机，公司作为国内行业龙头将优先享受进口替代机会。
  - 国内铝电解电容器市场 10 亿美元的贸易逆差和 22% 的市场缺口主要来自于高端市场。公司的技术水平和产品质量已经达到了国际一流水平，同时成本和服务更胜一筹，公司具备进口替代的国际竞争力。
  - 铝电解电容器上下游产业向国内转移必将加速国内进口替代趋势。
- 节能变频、新能源发展将成为公司增长的又一契机。
  - 节能变频、新能源发展给公司带来发展机遇，公司在这些应用市场订单不断。变频空调方面，接到格力、美的、海尔、海信和日本松下等制造商的订单近 2 亿元；轨道交通方面，成功中标南车集团订单；新能源方面，德国客户的几千万订单帮助公司的总订单额近 1.5 亿元。
- 公司订单饱满，业绩稳定增长，市占率稳步提升。
  - 公司订单饱和，市占率不断提升。公司订单能见度超 1 年，产能满负荷运转，市占率从 2006 年的 4.48% 上升到 2009 年的 6.84%
  - 公司业绩稳定增长，净利润增长 29%。2007~2009 年实现营业收入 49295 万元、54397 万元和 61479 万元，复合增长 11.68%。净利润分别为 37,87 万元、49,42 万元和 63,17 万元，复合增长 29.16%。

图表21: 公司的国内市场占有率



来源: 国金证券研究所

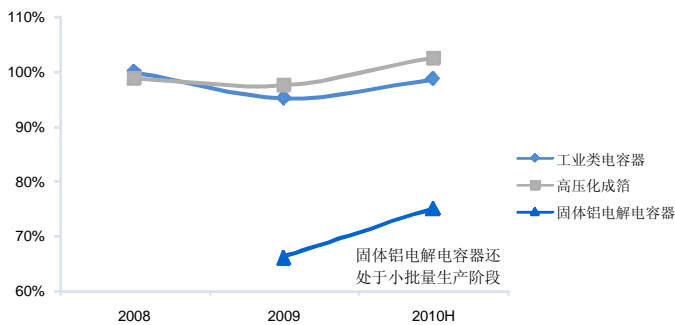
图表22: 近三年公司业绩增长



### 募投项目打开公司业绩增长之门

- 募投项目将解决公司产能瓶颈。
  - 产能已成为公司发展瓶颈, 现有订单需求是产能的 3 倍以上, 一旦募投项目达产, 公司业绩将出现大幅增长。
  - 公司本次募投项目总投资 25,000 万元, 其中募集资金投资 22,000 万元, 其余 3,000 万元由内蒙海立的合资方以同比例增资的方式投入。

图表23: 公司现有产能利用率



来源: 国金证券研究所

图表24: 公司募投项目介绍

项目名称	总投资 (万元)	募集资金 (万元)	原有产能	新增产能
工业类电容器项目	8000	8,000	焊片式1200万只、螺栓式84万只	焊片式1800万只、螺栓式120万只
高性能高压化成箔项目	12000	9000	300万平方米	300万平方米
高分子固体铝电解电容器项目	5000	5000	1080万只	18000万只
合计	25000	22000		

- 募投项目顺应市场需要, 发挥自身优势, 前景光明。
  - 公司工业类电容器订单饱满, 将成为主要增长点。公司工业订单饱满, 尤其是来自节能变频、新能源应用领域的订单不断, 同时受益于高端市场的进口替代需求, 公司工业类铝电解电容器销量将随产能扩大而不断提高。
  - 化成箔销售有保障, 将成为公司新的业绩增长点。化成箔市场供不应求, 而公司合营公司和日立 AIC 公司的采购保障, 使公司化成箔产能将被完全消化。公司与日立 AIC 公司合作, 拥有世界最高水平的化成箔技术, 随着化成箔项目投产, 化成箔业务将为公司贡献更多利润。
  - 固体铝电解电容器在项目达产后将为公司收入一大来源。公司已经具备生产一流固体铝电解电容器的技术, 只等规模化生产形成。

图表25: 公司募投项目的市场需求和自身优势

项目名称	市场需求	自身优势
工业类电容器项目	<ul style="list-style-type: none"> <li>节能变频, 新能源等产业发展增加了工业类铝电解电容器需求。</li> <li>工业类铝电解电容器为高端产品, 大部分依赖进口, 替代空间大。</li> <li>随着装备电子化, 铝电解电容器在军工领域需求将不断增加。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对工业类市场的开拓走在国内同行前列, 市场份额不断提升。</li> <li>工业用铝电解电容器对技术和质量要求高, 正好发挥公司的技术和质量优势。</li> <li>是国内仅有的三家拥有军用铝电解电容器质量认证的企业之一。</li> </ul>
高性能高压化成箔项目	<ul style="list-style-type: none"> <li>化成箔是制造铝电解电容器的主要原材料, 目前供不应求。</li> <li>日立AIC公司对化成箔需求不断增长, 将优先采购公司产能的7/17。</li> <li>2009年公司及各营公司共采购高压化成箔368万平方米, 工业类电容器项目实施后需求量更大。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司通过引进日立AIC公司的化成技术, 经过一年生产改进, 目前已拥有世界最高水平的化成箔技术。</li> <li>公司整合上游化成箔行业, 有助于保障原材料供应, 降低原材料成本, 提高产品质量。</li> <li>有公司自身和日立AIC公司的采购保障, 项目产能将被完全消化。</li> </ul>
高分子固体铝电解电容器项目	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要原材料EDOT专利到期, 固态铝电解电容器成本大幅下降, 市场将迅速扩张, 将全面取代普通低压电容器。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司已具备较高的技术水平, 如CDSCP高分子聚合物固体铝电解电容器, 一旦项目达产, 公司将形成规模化生产优势。</li> <li>公司找到了EDOT的国产替代者, 性能相近, 成本却低60%。</li> </ul>

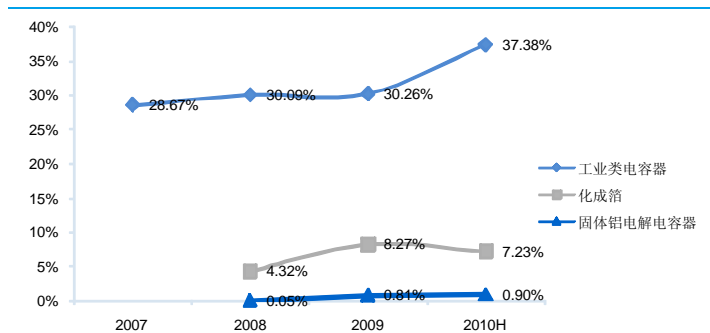
来源: 国金证券研究所

图表26: 公司工业类电容器应用增长 (单位: 万元)

应用领域	代表客户	2007	2008	2009	年均增长
变频器	西门子	4,492	6,740	7,715	35.87%
UPS电源	艾默生	5,631	4,926	6,101	4.17%
工业传动控制器	ABB	3,186	3,993	4,280	17.16%
合计		13,311	15,660	18,098	17.98%

来源: 国金证券研究所

图表27: 公司募投的三类产品的收入占比增长

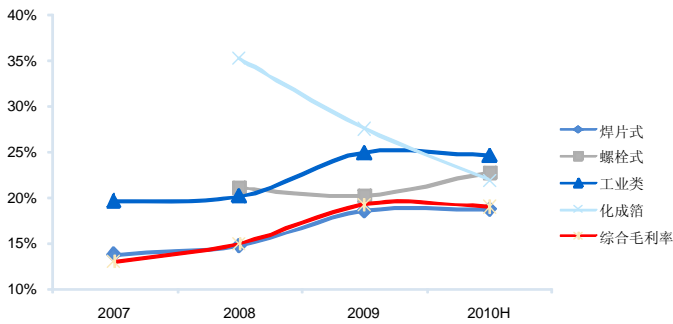


### 公司产品定位清晰, 毛利率稳步提升

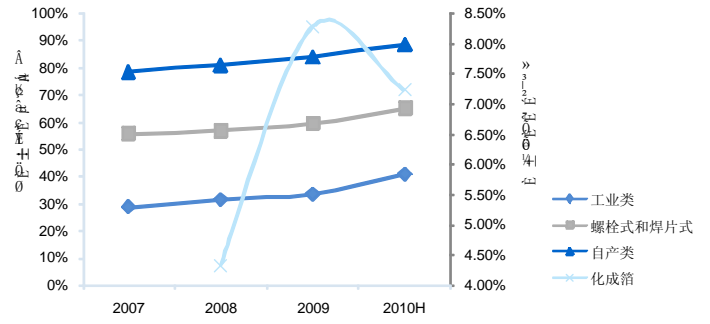
- 首先, 公司不断提升工业类电容器比重。
  - 不同类铝电解电容器的毛利率明显不同: 工业类高于消费类; 螺栓式和焊片式高于引线式; 自产类也超越了OEM类。
  - 工业类电容器募投项目将继续提升工业类、自产类、螺栓式+焊片式铝电解电容器的比重。其中工业类比重将由目前的41%上升至近60%。
- 其次, 公司仍将定位中高端市场。
  - 铝电解电容器的中高端市场是技术与质量的竞争, 价格下降压力小, 另外进口替代需求大。公司有技术与质量优势继续定位中高端市场。
- 最后, 公司将提高化成箔的外销收入。
  - 高性能高压化成箔募投项目将提高化成箔供应量和外销收入。化成箔毛利率明显高于公司综合毛利率, 其收入占比不断提升, 从2008年的4.33%上升到2009年的8.27%。



图表28: 公司产品毛利率



图表29: 公司产品结构



来源: 国金证券研究所

## 盈利预测预估值

### 盈利预测

- 募投项目助推公司未来三年保持 27% 的收入增长。
  - 工业类电容器订单饱满, 将成为主要增长点。受益于节能变频、新能源等工业应用发展和高端市场的进口替代需求, 公司工业类电容器募投项目产能将被基本消化, 未来工业类电容器比重将达 60%。
  - 化成箔销售有保障, 将成为公司新的业绩增长点。化成箔市场供不应求, 而日立 AIC 等公司的采购保障, 将完全消化公司化成箔产能。
  - 固体铝电解电容器规模化生产即将形成, 利润贡献将提升。公司具备生产一流固体铝电解电容器的技术, 只等募投项目形成规模化生产。
- 公司将继续调整产品结构稳定提升毛利率, 同时期间费用将保持稳定。
- 预测 2010~2012 年公司 will 实现净利润 78.7、105.7 和 136.8 百万元, 同比增长 24.57%、34.38% 和 29.38%, 对应 EPS 为 0.492、0.661 和 0.855 元。

估值: 我们给予 19.83 元目标价, 相当于 2011 年 30 倍市盈率

- 综合考虑进口替代、节能变频、新能源市场的巨大行业需求、以及公司的行业龙头地位和 30% 的利润增长速度, 给予公司 2011 年 30 倍市盈率, 对应股价为 19.83 元。



图表30: 国内同类上市公司估值情况

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通 A股 (百万股)	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	12EPS (元)	10PE	11PE	PB
法拉电子	26.91	225.00	0.996	32.03%	1.315	1.724	27.02	20.46	5.65
莱宝高科	30.80	405.84	0.735	34.42%	0.988	1.316	41.90	31.17	7.51
顺络电子	20.05	166.49	0.435	49.16%	0.649	0.925	46.06	30.88	9.73
欧比特	26.10	25.00	0.528	41.10%	0.745	1.004	49.43	35.03	4.66
广州国光	18.18	204.49	0.635	34.02%	0.851	1.152	28.63	21.36	5.49
得润电子	16.70	170.58	0.382	63.61%	0.625	0.988	43.72	26.72	8.84
士兰微	23.22	404.08	0.624	31.75%	0.822	1.121	37.23	28.26	10.95
华微电子	8.14	410.29	0.201	65.17%	0.332	0.457	40.50	24.52	2.78
长电科技	13.65	745.18	0.282	39.01%	0.392	0.512	48.40	34.82	5.96
生益科技	10.20	956.66	0.450	38.44%	0.623	0.821	22.67	16.37	4.16
国星光电	36.98	44.00	0.69	33.48%	0.921	1.159	53.59	40.15	4.12
大华股份	79.15	48.62	1.348	39.89%	1.886	2.514	58.72	41.97	13.04
水晶光电	37.40	66.15	0.841	36.81%	1.150	1.462	44.48	32.51	9.59
平均							41.72	29.56	7.11
江海股份		40.00	0.492	34.35%	0.661	0.855			

来源: 国金证券研究所

图表31: 公司主营产品销售预测

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
<b>引线式</b>				
销售收入(百万元)	219.42	235.34	236.04	236.91
增长率(YOY)	2.12%	7.26%	0.29%	0.37%
毛利率	16.67%	16.37%	16.09%	13.90%
毛利(百万元)	36.57	38.53	37.98	32.93
占总销售额比重	36.88%	31.63%	25.26%	20.51%
<b>焊片式</b>				
销售收入(百万元)	255.66	359.70	411.66	539.69
增长率(YOY)	8.46%	40.69%	14.45%	31.10%
毛利率	18.50%	19.07%	20.53%	22.03%
毛利(百万元)	47.29	68.60	84.50	118.88
占总销售额比重	42.97%	48.35%	44.05%	46.73%
<b>螺柱式</b>				
销售收入(百万元)	65.63	84.76	137.01	181.04
增长率(YOY)	38.47%	29.14%	61.65%	32.13%
毛利率	20.28%	22.95%	24.82%	25.62%
毛利(百万元)	13.31	19.45	34.00	46.38
占总销售额比重	11.03%	11.39%	14.66%	15.68%
<b>固体铝电解电容器</b>				
销售收入(百万元)	4.84	6.78	76.10	108.82
增长率(YOY)	1832.66%	40.08%	1022.27%	43.00%
毛利率	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利(百万元)	0.92	1.29	14.46	20.68
占总销售额比重	0.81%	0.91%	8.14%	9.42%
<b>化成箔</b>				
销售收入(百万元)	49.46	57.42	73.65	88.42
增长率(YOY)	119.85%	16.10%	28.26%	20.06%
毛利率	27.55%	22.00%	21.00%	20.00%
毛利(百万元)	13.63	12.63	15.47	17.68
占总销售额比重	8.31%	7.72%	7.88%	7.66%
主营业务收入(百万元)	595.01	744.00	934.45	1154.88
主营业务成本(百万元)	483.30	603.50	748.04	918.33
毛利(百万元)	111.71	140.50	186.41	236.55
平均毛利率	18.77%	18.88%	19.95%	20.48%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	493	544	615	744	934	1,155
增长率		10.4%	13.0%	21.0%	25.6%	23.6%
主营业务成本	-419	-457	-493	-604	-748	-918
%销售收入	85.0%	83.9%	80.2%	81.1%	80.1%	79.5%
毛利	74	87	122	140	186	237
%销售收入	15.0%	16.1%	19.8%	18.9%	19.9%	20.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-12	-14	-19	-22	-28	-35
%销售收入	2.5%	2.5%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-24	-28	-35	-45	-56	-64
%销售收入	4.9%	5.1%	5.8%	6.0%	6.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	37	46	67	73	102	138
%销售收入	7.5%	8.4%	10.9%	9.8%	10.9%	11.9%
财务费用	-5	-5	-1	6	13	14
%销售收入	1.1%	0.8%	0.1%	-0.8%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	-8	0	-2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	12	10	10	10
%税前利润	28.9%	15.7%	15.4%	10.8%	7.8%	6.1%
营业利润	34	50	76	88	125	161
营业利润率	6.9%	9.1%	12.3%	11.8%	13.3%	14.0%
营业外收支	1	8	1	5	3	3
税前利润	35	58	76	93	128	164
利润率	7.1%	10.6%	12.4%	12.4%	13.7%	14.2%
所得税	2	-8	-10	-11	-19	-25
所得税率	-6.5%	13.9%	12.8%	12.0%	15.0%	15.0%
净利润	37	50	66	81	109	140
少数股东损益	-1	0	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	38	49	63	79	106	137
净利率	7.7%	9.1%	10.3%	10.6%	11.3%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	37	50	66	81	109	140
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	18	26	33	43	56
非经营收益	-6	1	-8	-13	-13	-13
营运资金变动	-24	-16	7	-27	-86	-57
经营活动现金净流	31	52	92	74	52	126
资本开支	-71	-63	-64	-148	-71	-27
投资	6	4	1	-1	0	0
其他	3	6	2	10	10	10
投资活动现金净流	-63	-53	-61	-139	-61	-17
股权募资	54	0	0	781	-15	0
债权募资	-1	15	0	-70	0	1
其他	-7	-8	-8	-58	-21	-21
筹资活动现金净流	46	6	-8	653	-36	-20
现金净流量	15	5	23	589	-44	89

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	61	51	81	669	625	714
应收款项	156	134	169	190	263	326
存货	114	114	119	132	184	226
其他流动资产	8	6	4	8	9	11
流动资产	339	305	373	999	1,082	1,277
%总资产	61.9%	53.8%	55.0%	70.1%	70.2%	74.6%
长期投资	38	38	49	50	49	49
固定资产	152	195	228	342	372	343
%总资产	27.8%	34.4%	33.6%	24.0%	24.1%	20.1%
无形资产	15	27	28	32	36	40
非流动资产	208	263	305	427	459	434
%总资产	38.1%	46.2%	45.0%	29.9%	29.8%	25.4%
资产总计	548	568	677	1,426	1,541	1,711
短期借款	47	55	55	0	0	0
应付款项	126	101	153	164	203	249
其他流动负债	87	80	68	34	38	42
流动负债	260	236	276	198	240	290
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	19	14	15	0	0	0
负债	279	250	291	198	240	291
普通股股东权益	247	297	361	1,200	1,270	1,386
少数股东权益	21	21	25	28	31	33
负债股东权益合计	548	568	677	1,426	1,541	1,711

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.670	0.412	0.526	0.492	0.661	0.855
每股净资产	4.380	2.474	3.008	7.499	7.936	8.661
每股经营现金净流	0.555	0.432	0.768	0.465	0.328	0.785
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.30%	16.65%	17.50%	6.56%	8.33%	9.87%
总资产收益率	6.91%	8.70%	9.33%	5.52%	6.86%	8.00%
投入资本收益率	12.41%	10.51%	13.19%	5.25%	6.66%	8.25%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	10.35%	13.02%	21.02%	25.60%	23.59%
EBIT增长率	N/A	23.85%	46.43%	9.72%	39.18%	35.31%
净利润增长率	N/A	30.50%	27.83%	24.57%	34.38%	29.38%
总资产增长率	N/A	3.70%	19.26%	110.46%	8.09%	11.01%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	51.0	86.3	78.8	80.0	90.0	90.0
存货周转天数	49.7	91.2	86.3	80.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	40.2	65.1	66.8	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	90.0	111.6	121.1	97.0	117.9	100.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-5.05%	1.20%	-6.62%	-54.50%	-48.04%	-50.21%
EBIT利息保障倍数	7.0	9.9	75.1	-12.3	-7.6	-10.0
资产负债率	50.95%	43.97%	43.01%	13.88%	15.61%	17.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室