

高端全球化替代是主线 工业用电容器将迎来爆发式增长

推荐 首次评级

投资要点:

- 我们认为,全球电子元器件行业经历或正在经历欧美-日本-台湾-中国的迁移历程,对于铝电解电容器行业来说,低端迁移已经基本完成,高端迁移刚刚开始,江海电容器走高端路线,作为国内唯一一家能够生产工业用大容量铝电解电容器的厂商,其产品有机会与 Chemi_con、Nichicon 等国际厂商竞争,并逐步完成高端全球化替代,未来公司将面临数倍的增长空间。
- 国家分别出台《节能减排综合性工作方案》、《节能目标责任和评价考核实施方案》、《房间空气调节器能效限定值及能效等级》等节能减排相关政策方案,我们认为消费升级+节能减排+新能源政策为公司实现爆发性增长提供了巨大的新机会。
- 公司是国内唯一能生产工业用大容量铝电解电容的厂商,产品用于变频器、太阳能光伏发电、风电、高铁,2010年上半年,公司工业类铝电解电容器的销售额占营收比重从2007年的8.68%提升为40.93%。公司的大容量铝电解电容器可用于太阳能光伏发电,在研的超级电容器可与锂电池配套作为新能源汽车的动力解决方案。我们认为,工业用大容量铝电解电容器将迎来爆发式增长。
- 公司通过丰富产品线,工序向上游化成箔环节延伸,提高毛利率水平。现阶段公司产能已接近饱和,募投项目达产产能将大幅扩充。
- 我们认为江海股份将充分受益于高端全球化替代、全球消费升级及国内产业结构调整带来的机会,工业用大容量铝电解电容器将迎来爆发式增长,保守估算2010-2012年EPS是0.55、0.81及1.14元,对应的PE分别是60、40、29倍。我们强烈看好公司的增长前景,并首次给予推荐投资评级。
- 公司目前年营收不足10亿,市值仅53亿,而Nichicon等日本厂商是江海的数十倍,作为国内份额第一的铝电解电容器厂商,在具备技术+成本双重优势的情况下,我们认为未来江海有机会发展成 Chemi_con、Nichicon 一样的龙头性公司。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	543.97	614.80	738.19	912.03	1166.40
收入增速	10.35%	13.02%	20.07%	23.55%	27.89%
净利润(百万元)	49.42	63.17	87.76	130.02	182.82
净利润增速	30.50%	27.83%	38.92%	48.16%	40.61%
全摊薄EPS(元)	0.31	0.39	0.55	0.81	1.14
PE(X)	107.32	83.96	60.44	40.79	29.01
EV/EBITDA(X)	63.78	43.60	45.09	31.97	21.95

资料来源:中国银河证券研究部

分析师



王家炜

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130209081719



王莉

☎: (8610) 8357 4039

✉: wang_zb@chinastock.com.cn

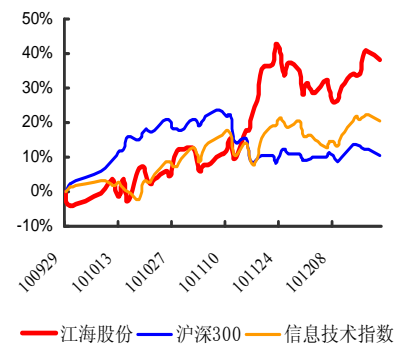
执业证书编号: S0130210070010

市场数据

时间 2010.12.20

A股收盘价(元)	33.15
总股本(百万)	160
流通A股股本(百万)	32
总市值(亿元)	53

公司上市以来股价走势



资料来源:中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

(一) 高端全球化替代是公司保持高速增长的主要驱动因素

公司是国内唯一能生产工业用大容量铝电解电容的厂商,产品用于变频器、太阳能光伏发电、风电、高铁,2010年上半年,公司工业类铝电解电容器的销售额占营收比重从2007年的8.68%提升为40.93%。我们认为,工业用大容量铝电解电容器(以Screw-type铝电解电容器为主)将迎来爆发式增长。

(二) 消费升级+节能减排+新能源政策给公司带来新的增长机会

公司受益于全球消费升级、节能减排带来的新机会,平板电脑等小型电子产品大量出货将带动公司高分子固体铝电解电容器销售增长,变频空调等消费应用将带动消费用Snap-in铝电解电容器销售快速增长,预计未来2-3年,变频空调将成为公司重要增长点之一。

(三) 募投项目顺利达产将大幅扩充公司产能

现阶段公司产能已接近饱和,募投项目达产后产能将大幅扩充。预计明年四月份起工业用电容器产能将有明显增长,明年下半年宝鸡化成箔项目产能将逐步释放并于年底前达到量产。

(四) 公司毛利率水平将进一步提升

公司不断丰富产品线,工序向上游化成箔环节延伸,目前高分子毛利率是25%,Screw-type是22%,引线是14-16%。综合毛利率水平在18-19%左右,预计随着产品结构调整及上下游整合,公司综合毛利率水平将得到进一步提升。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为铝电解电容器是技术壁垒不高的基础元件,行业及公司难有爆发性增长的机会,我们认为应该从更高的层面上看待行业景气变动,全球电子元器件行业经历或正在经历欧美-日本-台湾-中国的迁移历程,对于铝电解电容器行业来说,低端迁移已经基本完成,高端迁移刚刚开始,江海电容器走高端路线,作为国内唯一一家能够生产工业用大容量铝电解电容器的厂商,其产品有机会与Chemi-con、Nichicon等国际厂商竞争,并逐步完成高端全球化替代,未来公司将面临数倍的增长空间。

估值与投资建议:

我们认为江海股份将充分受益于高端全球化替代、全球消费升级及国内产业结构调整带来的机会,工业用大容量铝电解电容器将迎来爆发式增长,保守估算2010-2012年EPS是0.55、0.81及1.14元,对应的PE分别是60、40、29倍。我们强烈看好公司的增长前景,并首次给予推荐投资评级。

股价表现的催化剂:

公司争取到大订单;开发出新产品;募投项目实现量产;收购电厂或争取到较低的长期协议电价;相关政策出台;太阳能发电或新能源汽车行业取得实质性进展。

主要风险因素:

全球宏观环境经济下滑超过预期。

目 录

一、公司增长逻辑：高端全球化替代是主线.....	1
（一）高端全球化替代驱动公司高速增长.....	1
（二）消费升级+节能减排给公司带来新的增长机会.....	1
二、铝电解电容器景气持续.....	1
（一）铝电解电容器行业景气将持续.....	1
（二）高端铝电解电容需求缺口大.....	2
三、消费电子景气不减 工业电容市场潜力巨大.....	4
（一）消费电子热度不减 变频空调/平板电脑销售加速.....	4
（二）工业用铝电解电容器市场空间巨大 将迎来爆发式增长.....	5
1、变频器市场飞速发展 应用潜力巨大.....	5
2、汽车电子应用将是长期重要增长点.....	8
3、铁路交通应用增加.....	9
4、太阳能发电/风电等新能源领域.....	9
5、通讯设备、电源控制、仪器仪表、军用等应用潜力巨大.....	9
（三）新技术及新应用领域层出不穷.....	10
1、固体高分子铝电解电容器替代空间大.....	10
2、超级电容器将作为未来电动车的动力源.....	10
四、行业竞争格局：低端拼杀激烈 高端盈利依旧.....	11
（一）行业竞争情况.....	11
（二）铝电解电容器具有一定的行业壁垒.....	12
五、公司产品及业务.....	12
（一）公司的发展模式.....	14
（二）公司竞争力强 高端全球化替代空间大.....	15
1、公司技术实力领先.....	15
2、规模优势和成本优势明显.....	17
3、积极认证+快速响应+定制化助力公司销售.....	18
（三）募投项目达产后产能将进一步释放.....	19
六、估值及投资建议.....	21
插图目录.....	24
表格目录.....	24

公司有 40 年专业生产铝电解电容器的经验，是国内铝电解电容器行业第一家国家级重点高新技术企业，在国内市场占比排名第一，产品主要用于家用电器、数字音像、通讯、工业控制、航空航天、能源、军工等领域。

一、公司增长逻辑：高端全球化替代是主线

（一）高端全球化替代驱动公司高速增长

全球电子元器件行业经历或正在经历欧美-日本-台湾-中国的迁移历程，对于铝电解电容器行业来说，低端迁移已经基本完成，高端迁移刚刚开始，江海电容器走高端路线，作为国内唯一一家能够生产工业用大容量铝电解电容器的厂商，其产品有机会与 Chemi-con、Nichicon 等国际厂商竞争，并逐步完成高端全球化替代，未来公司将面临数倍的增长空间。

（二）消费升级+节能减排+新能源政策给公司带来新的增长机会

公司受益于全球消费升级、节能减排及新能源政策带来的新机会。国家分别出台《节能减排综合性工作方案》、《节能目标责任和评价考核实施方案》、《房间空气调节器能效限定值及能效等级》等相关政策方案，随着节能减排及新能源政策的实施，节能空调、风力发电、电动汽车、混合动力汽车等产业将得到较大发展，公司是国内工业用高压铝电解电容最好的厂商，产品用于变频器、太阳能光伏发电、风电、高铁等，在研的超级电容器项目未来可用于新能源汽车动力解决方案。我们认为，消费升级+节能减排将大大带动变频家电的销售增长，而光伏发电及新能源汽车领域将是公司重要的长期增长点。

二、铝电解电容器景气持续

（一）铝电解电容器行业景气将持续

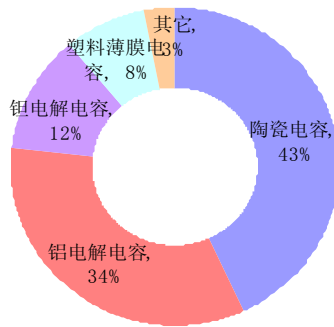
目前国内电子元件器行业仍处于全球产业链的末端，发展基础较差，加上设备及资本开支等各方面的原因，历史上看增速并不快。但是近年来，由于国内技术进步及成本等优势，部分电子元器件厂商开始逐步扩张并拿到更多的市场份额。2010 年以来元器件行业发展快于整机行业，成为拉动全行业增长的主要力量。

2010Q3 电子元件销售产值增长 29.2%，出口交货值增长 27.3%，快于行业整体增速。无源元件在整机中的配装数量约为集成电路的 30 倍以上，成本约占整机元器件总成本的 30% 左右，我们认为，作为电子线路中不可或缺的构件，无源元件行业仍将受益于下游消费升级及产业结构调整。同时，由于家电、手机、PC 等消费电子更新换代加快，行业周期性正在不断弱化。

电容器是三大基础无源元件之一，主要用于容放和释放电荷。铝电解电容器是最早出现的电解电容器，作为电容器的一个大类，铝电解电容器具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能。按电解质的不同，铝电解电容器可划分为液态铝电解电容器和固体铝电解电容器，其中，液态铝电解电容器按引出方式的不同可划分为引线式、Snap-in、Screw-type 三种。按应用领域

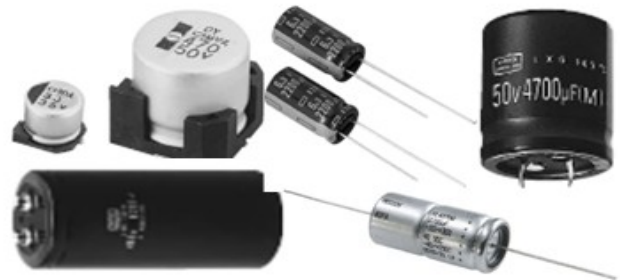
的不同，可以分为消费类和工业类，消费类主要应用于电视、冰箱、空调、PC 及周边产品等消费类市场，工业类主要用于工业和通讯电源、专业变频器、仪器仪表、自动化控制、数控和伺服系统、太阳能发电、风力发电及汽车电子等工业领域。

图 1: 全球电容器分类市场占比



资料来源: 台湾工研院 IEK-ITIS 计划

图 2: 各类铝电解电容器产品



资料来源: 中国银河证券研究部

电容器是用途最广泛、用量最大的三大基础元件之一，约占整机电子元器件用量的 40% 左右，而铝电解电容占整个电容器产量的 30% 以上。就性能而言，由于铝电解电容器具有体积小、储电量、成本低的优势，同时，加上铝电解电容器在高压、大容量领域占据主导地位，在铝电解电容器技术进步不断提升、产品结构不断丰富的前提下，未来铝电解电容器在整个电容器市场占比将进一步提升。

表 1: 各类电容器主要应用

功 能	陶瓷电容器	铝电解电容器	钽电解电容器	薄膜电容器	有机半导体电容器	导电性高分子电容器
信号耦合	✓	✓	✓	✓		
旁路滤波	✓	✓	✓		✓	✓
滤波器	✓	✓	✓	✓		
波形产生	✓	✓	✓	✓		
谐振电路	✓		✓	✓		
计时	✓	✓	✓	✓		
储能		✓	✓			
SPS 滤波	✓	✓	✓		✓	✓

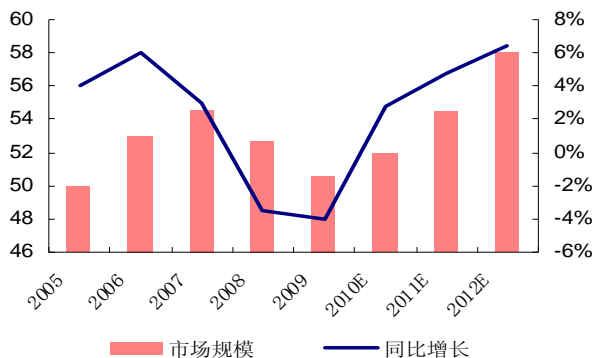
资料来源: 世昕企业集团

注: 钽电解电容器性能好, 但是价格太高, 不适于大规模应用。

(二) 高端铝电解电容需求缺口大

近年来全球电子制造业继续保持高速发展，铝电解电容器需求保持平稳快速增长，2009 年至今，全球铝电解电容器行业发展较快，行业国际一体化趋势日益明显。2009 年全球铝电解电容器市场规模是 50.60 亿美元，预计 2010 年将超过 52.00 亿美元，2011 年将达 54.50 亿美元，2012 年将达到 58 亿美元，市场规模将继续稳步快速增长，其中高性能、高可靠性的工业类铝电解电容器和高端消费类铝电解电容器及固体铝电解电容将是未来主要的发展方向。

图 3: 全球铝电解电容器市场规模及预测 (亿美元)

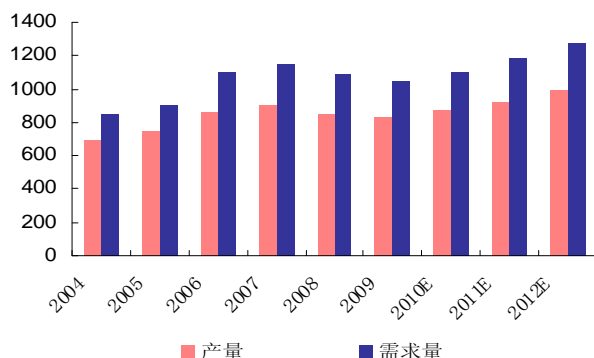


资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

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。保守估计 2010-2012 年我国铝电解电容器市场规模将以不低于 5%-9% 的速度增长, 2012 年我国铝电解电容器的产量将超过 1000 亿只, 销售额将达 95 亿元人民币, 国内市场需求量将在 1280 亿只左右, 市场规模将达 122 亿元人民币。

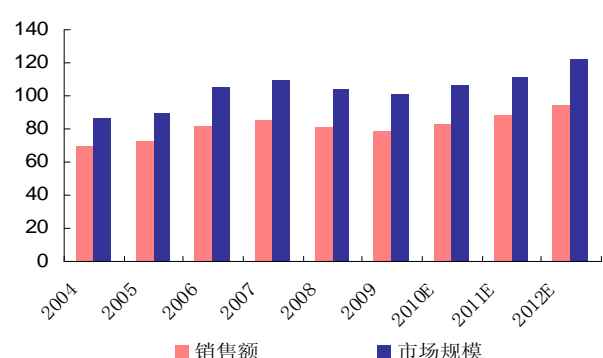
在国内市场和国际市场的双重影响下, 国内铝电解电容器行业的进出口总额增长迅速, 进出口贸易呈现稳定、良好的上升势头。目前我国铝电解电容器进出口贸易逆差逐年增加, 由 2003 年逆差 3.33 亿美元扩大到 2008 年的 9.98 亿美元, 2009 年为 7.63 亿美元, 同时, 2009 年国内铝电解电容器总产量是 850 亿只, 总需求是 1050 亿只, 主要原因是国内中高端铝电解电容器需求依然很大, 而国内大多数厂商还以生产低端产品为主, 中低档产品比例较高, 国产电容器不能完全满足市场需求, 中高端产品仍需要依靠进口。

图 4: 国内铝电解电容器产量及需求预测 (亿只)



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

图 5: 国内铝电解电容器销售额与市场规模预测 (亿元)



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

2004-2008 年国内铝电解电容器市场缺口分别为 22.86%、23.29%、28.05%、29.41%、28.40%，呈现逐年递增的趋势, 预计 2009-2012 年市场缺口仍将维持在 27% 左右, 高端产品依然需要进口来满足需求, 未来高技术、新品种的铝电解电容器将会有极大的发展空间和良好的市场前景。

另一方面，国内中高端产品市场也逐渐出现江海等一批厂商，其电容器生产已具规模，产品出口额逐年上升，行业的整体技术水平较之前已有显著提高。

三、消费电子景气不减 工业电容市场潜力巨大

随着铝电解电容器下游家电制造业、电子信息产业、通信产业、汽车工业、自动控制产业等生产基地往中国大陆的转移以及国内下游产业的迅速发展，其配套体系逐步完善，专业化程度将快速提升，这些都为铝电解电容器厂商发展提供了良好机遇。

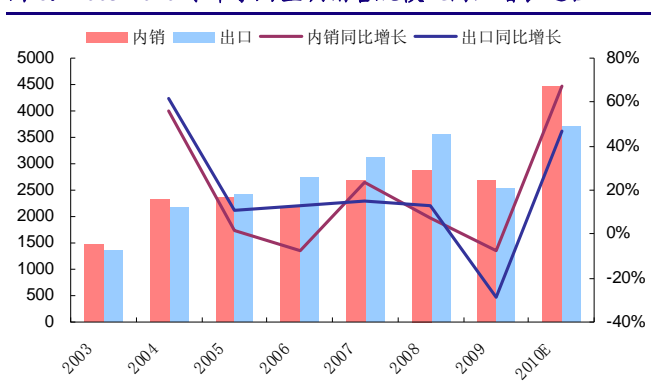
(一) 消费电子热度不减 变频空调/平板电脑销售加速

目前传统家电产品正进入更新换代期，消费升级促使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，换机效应对电容器厂商提出工作电压更高、耐温标准更高、工作时间要求更长等要求，为适应市场变化，中高端电容器厂商转而主攻高技术含量、高附加值的平板电视、变频空调、平板电脑等产品，整个换机市场的巨大容量为电容器厂商带来极大的机会。

另外，财政部、商务部发起的“家电下乡”活动开始推广，在家电下乡推行的 4 年间，国家给予 13% 的补贴，中国约 3.92 亿农村居民受益，整个工程预计每年会形成 400 亿元的市场。

国内空调市场继续维持高位增长，空调的产品特性决定其市场空间巨大，与其他白电产品不同的是，空调一户多机，同时除了家庭使用以外，很多的商用场所及商铺都有大量需求。2010 年 10 月份空调出货量、内销、出口、产量同比分别增长 52%、44%、70%、54%，内销环比近 6 年来首次出现正增长。1-10 月出货量、内销、出口、产量同比增长分别是 43%、36%、52%、50%。家庭对空调实际消费能力不断提高，终端零售对季节敏感度降低，家用空调必须消费品属性逐渐增强，空调的内销季节特征趋弱。

图 6：2003-2010 冷年家用空调销售规模及同比增长迅猛



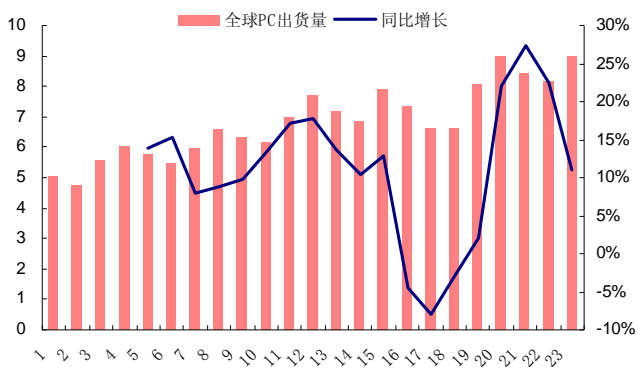
资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

由于传统的定速空调压缩机频率不可调的特性，产品存在温度波动大、开机制冷慢、反复开停机等局限，而变频空调则通过变速调节的方式，根据室温的变化提供最合适的制冷（热）量，满足最精准温度控制需求，加上 2009 年 9 月份起国家开始实施变频空调能效标准，到今年 9 月份变频销售出货占比已迈上新台阶，10 月份变频空调在整个空调销售占比为 18%，其中内销、出口的变频空调占比分别为 21%、13%。预计 2010 冷年国内空调产销规模约为 8180

万台,国内变频空调的总销售规模达到 1013.12 万台,同比增长 45.8%,内销量同比增长 119%。正是由于国内对变频空调需求的增长才使得变频的整体规模实现放量效应,预计 2011 年变频空调占比将接近 50%,随着变频空调成为主流,变频空调用铝电解电容器市场将持续快速增长,成为行业的未来 2-3 年的新生增长点。

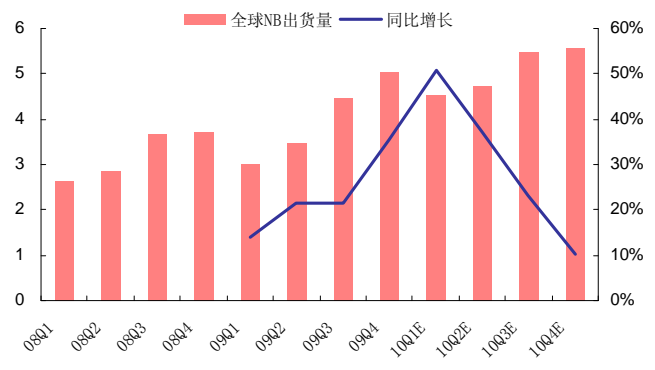
金融危机后,全球硬件支出增长迅猛,预计 2010 年增长在 5.7%左右,PC 及 NB 需求持续上升,另外 VISTA、Win7 系统引起的换机风潮对铝电解电容器行业的发展也产生了较大的推动作用。2001 年至 2005 年我国 PC 产量增长率保持在 49%以上,顶峰时 2003 年的增长率甚至达到了 119.8%。截至 2010Q3 全球 PC 出货 8968.3 万台,预计未来 PC 及周边领域的良好发展态势势必为铝电解电容器行业的发展创造良好的环境。

图 7: 全球 PC 出货量



资料来源: IDC, Isuppli, 中国银河证券研究部

图 8: 全球 NB 出货量



资料来源: DRAMeXchange, 中国银河证券研究部

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。2010Q3 全球手机销量达到了 4.17 亿部,比 09 年同期增长了 35%,而苹果 iPhone4 手机的推出使智能手机市场迅速增长,由智能手机替换传统手机带来的替换效应将持续存在,全球智能手机市场在 2010Q3 出现飞速上涨,智能手机销量从 4100 万部增长至 8100 万部,已经占手机总销量的 19.3%,同比增长约 96%,这是连续第三季度出现两位数的同比增长。

我们认为,升级换代及家电市场的扩大将带动消费类铝电解电容器市场景气,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。

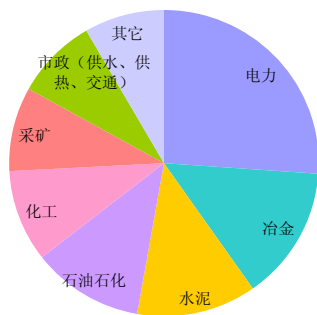
(二) 工业用铝电解电容器市场空间巨大 将迎来爆发式增长

1、变频器市场飞速发展 应用潜力巨大

变频器是工业用铝电解电容器产品的重要应用领域,目前变频器市场正处于高速增长的时期,在空调、电梯、冶金、机械以及节能减排等领域得到广泛应用。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。

随着经济的发展,我国对能源的依赖性越来越大,能源的供需矛盾和中国能源战略等问题已经引起了政府的高度重视。在所有能源中,电能是应用最广的能源方式,节电意义重大。目前,我国经济总量在世界排名第三,仅为美国的三分之一左右,但电力消耗却接近美国。电耗过大已经成为我国经济发展中的突出问题,而电力的低效利用与单位产值的高电耗是导致电力供应形势紧张的关键因素。高压大功率变频调速装置被广泛地应用于石油化工、市政供水、冶金钢铁、电力能源等行业的各种风机、水泵、压缩机、轧钢机等,并取得了显著的经济效益。除了这些传统的应用行业,高压变频器正越来越多应用在一些新的行业当中,例如制药、风力发电、海上平台、矿山、轨道交通、海上运输等行业。

图 9: 高压变频器主要应用领域



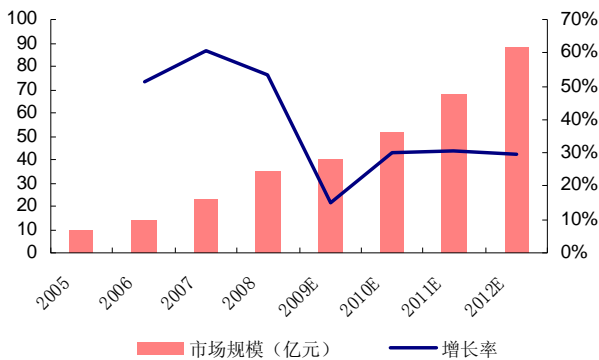
资料来源: 变频器世界, 中国银河证券研究部

近几年,由于能源紧张及生产工艺等方面的要求,高压变频调速已成为电力、建材、冶金等行业的大型工业企业在节能工作中考虑最多的技术方案,国内高压变频器的市场需求也急剧升温。近两年高压变频器市场出现了年同比超过 50%的井喷式增长,2008 年行业市场规模为 35 亿。经济危机后我国政府启动的 4 万亿投资计划主要集中在铁路、公路、电力等大型基础设施建设,其中,15000 亿元用于铁路、公路、机场等重大基础设施建设和城市电网改造,4000 亿元投向保障性住房、农村水电路气房等民生工程 and 基础设施建设,2100 亿元用于节能减排和环境保护。加上政府提出十大产业振兴规划中的大部分行业是高压变频器的主要应用行业,其对我国高压变频器市场促进作用非常明显,大部分高压变频器厂商相比去年同期都有大幅增长,市场景气高涨。

国内政策性扶持力度也在不断加大。2007 年 6 月 3 日,国务院下发了关于印发“节能减排综合性工作方案”的通知。2007 年 1 月 23 日国家发改委、科学技术部、商务部、国家知识产权局联合发布《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2007 年度)》,将“80 电网输送及安全保障技术”、“106 电力电子器件及变流装置”、“97 工业自动化”三类产品列入重点发展领域。预计未来随着环保问题日益重要和工业生产要求的不断提高,对高压变频器产品的需求会不断加强,高压变频器市场仍将保持长期快速增长。

目前市场增长还在继续,预计 2012 年前年均增长速度将在 25%以上,除了受金融危机影响最大的 2009 年以外,此后各年度的年增长率应能维持在 30%左右,高于其他行业增速。

图 10: 中国高压变频器市场规模将继续保持高速增长



资料来源: 慧聪邓白氏研究, 中国银河证券研究部

2010 年我国基建新增电力装机仍维持在高水平发展, 全国全年基建新增装机 8500 万千瓦, 其中水电新增超过 1500 万千瓦, 火电新增 5500 万千瓦, 核电新增 108 万千瓦, 风电新增 1300 万千瓦, 太阳能光伏发电新增 20 万千瓦。考虑基建新增和关闭小火电厂因素后, 预计 2010 年年底全国发电装机容量在 9.5 亿千瓦左右, 其中, 水电 2.1 亿千瓦, 火电 7 亿千瓦, 核电 1016 万千瓦, 并网风电 3000 万千瓦。十二五时期, 国内发电装机容量在结构上将发生变化, 我国煤电比例将下降, 从 70% 下降到 64%, 风电、水电及核电等清洁能源的比例将得到很大提高, 预计到 2015 年, 全国总装机容量将达到 14.36 亿千瓦, 年均增速为 8%。

目前变频控制电机市场占有率不足 4%。《电动机调速技术产业化途径与对策的研究》显示国内发电总量的 66% 消耗在电动机上, 其中高压电动机占一半, 高压电动机中近 70% 拖动的负载是风机、泵类、压缩机, 其中一半适合调速, 即有约 10150 万 kW 的高压电动机适合高压变频调速。按平均 800 元/kw 价格计算, 高压变频改造市场潜力保守估计约为 812 亿元。

表 2: 高压变频器应用行业市场潜力巨大

应用行业	市场潜力 (亿元)
电力	220
冶金	130
石油化工	96
采矿	80
市政 (供水、供热、交通)	64
水泥	60
其它	162
合计	812

资料来源: 2009 中国高压变频器市场研究报告, 变频器世界

由于铝电解电容器优良的容量体积比特性, 及相对低廉的价格, 变频/高压变频装置中直流支撑、滤波电容器几乎全部采用铝电解电容器, 以江海股份为代表的铝电解电容器厂商技术水平已经达到国级标准。

变频器控制对象的电机功率比较大, 往往都是工厂生产工艺的重要环节, 因此对设备运行的可利用率要求极高, 变频器市场呈现大者恒大、强者恒强的格局, 当前变频器行业的集中度

非常高，西门子、ABB、合康变频等大厂商均是江海股份的客户，由于该领域客户粘性较大，预计江海股份将在成本/技术双重优势兼具的情况下取得更多的市场份额。

表 3: 2008 年变频器主要厂商排名及市场份额

排名	品牌	销售台量(台)	销售额(亿)	增长率(%)	市场份额(%)
1	利德华福	751	6.97	50%	20.5%
2	西门子	500	5.00	30%	14.7%
3	东芝三菱	160	4.00	5.3%	11.8%
4	合康亿盛	470	3.90	100%	11.5%
5	东方日立	300	2.50	100%	7.4%
6	ABB	150	2.00	22%	5.9%
7	九洲电气	280	1.69	35%	5.0%
8	智光电气	300	1.59	38.7%	4.7%
9	湖北三环	208	1.49	175%	4.4%
10	新风光	356	1.35	40%	4.0%
11	AB	70	1.30	30%	3.8%
12	微能	120	0.45	592.3%	1.5%
13	荣信	75	0.44	284.0%	1.3%
14	动力源	70	0.40	33%	1.2%
	其他	150	0.87		20.5%
	Total	3960	34.0		100.0%

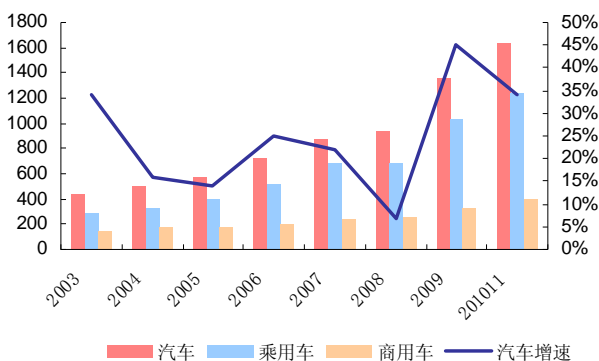
资料来源: 变频器世界, 中国银河证券研究部

2、汽车电子应用将是长期重要增长点

汽车电子是铝电解电容器重要的新应用领域。汽车电子主要包括汽车音响、GPS 接收器、安全气囊和发动机控制等系统。由于汽车电子中使用的电容器对工作温度的要求较高，传统的十大汽车电子系统大都使用铝电解电容器，而在混合动力及电动汽车新增的电源系统中，由于电动汽车的电池充电、电压转换、逆变器电路等电路中使用大量的高电压、大容量、耐高温的铝电解电容器。预计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，汽车电子在整个车身电子中的占比越来越大，我们认为，铝电解电容器在汽车电子行业应用空间巨大。

目前发达国家汽车产量呈稳定增长形势，而国内汽车产销量增长迅速。根据中国汽车工业协会数据，2009 年全球共生产汽车 6098.7 万辆，其中国内汽车产量达 1379.1 万辆，较 2005 年的 571 万辆增长了 141.52%，预计 2010 年全球汽车产量约为 7400 万辆，未来三年汽车产量仍将持续快速增长。按照每辆汽车使用 10 只铝电解电容器计算，每年的市场空间至少有 7.4 亿只，按照 20 元每只推算，每年仅汽车电子用铝电解电容器市场规模就有 148 亿元。

图 11: 国内汽车市场销售良好



资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

3、铁路交通应用增加

国家“十一五”规划提出将铁路营运里程从 2005 年的 7 万公里提高到 2010 年的 9 万公里, 2010 年前新建 7000 公里客运专线, 2020 年前建成 12000 公里客运专线, 实现主干线的客货分离。2008 年 10 月, 国务院批复的铁路投资额已经达到 2 万亿元, 其中在建项目的投资规模超过了 1.2 万亿。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的铝电解电容器, 我们认为, 铁路投资和投产里程的增加将是工业用铝电解电容器行业持续快速增长的重要驱动因素。

如果不考虑电源控制和信号控制, 每辆火车机车牵引需要用 48 只大容量铝电解电容器, 每节车厢空调至少用 1 个铝电解电容器, 每只铝电解电容器价格在 200-300 元, 按照电容器 250 元, 每车 20 节车厢来推算, 每辆火车的铝电解电容器市场空间至少是 1.7 万元, 按照 09 年底国内火车保有量 4.9 万辆推算, 仅火车一项带来的市场规模至少在 8.33 亿元左右。

4、太阳能发电/风电等新能源领域

风力发电等新兴环保能源行业, 能源设备中需要使用大量的高压高稳定性的大容量铝电解电容器。在过去的 20 多年里, 风力发电不断超越其预期的发展速度, 一直保持着世界发展最快的能源地位。近十年来全球风电累计装机容量的年均增长率接近 30%。根据全球风能理事会的报告, 2009 年全球风电装机总量达到 157.9 千兆瓦, 较上年增加了 37.5 千兆瓦, 增长 31%; 中国风电装机容量连续第 5 年实现 100% 增长, 新增装机容量中有近三分之一来自中国。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。

5、通讯设备、电源控制、仪器仪表、军用等应用潜力巨大

通讯领域应用包括固定电话、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。

电源供应器市场是铝电解电容器工业类市场的重要组成部分。电源供应器可分为不断电系统电源供应器(UPS)、线性电源供应器(LPS)和交换式电源供应器(SPS)三类。2008年中国UPS市场共销售产品155.3万台,同比增长率8.9%,销售额为30.4亿元,同比增长7.8%。金融、电信、政府等行业的应用是UPS市场主要增长点,随着信息化建设的持续深入,UPS产品在各个行业均表现出强劲的需求潜力,行业采购也呈现出扩散化的趋势。

来自数控机床、自动装配机的计算机集成制造系统(CIMS)和数字加工系统的需求增长迅猛。目前中国已经超过德国,成为世界第一大机床市场,2005年市场销售额达到70亿美元。数控机床已成为机床消费的主流。我国未来数控机床市场巨大,预计2010年数控机床消费仍将超过60亿美元,台数将超过10万台。行业对设备的小型化和集成化要求越来越高,需要大量高电压、耐高频、大纹波电流、低等效串联电阻和小型化的铝电解电容器。

近年来,如航天、航空制造等行业的兴起和高速发展,对高电压、大容量、长寿命和高稳定铝电解电容器的需求逐渐增加,军队作战已逐步变成电子对抗,电子装备水平的高低直接预示着战场的胜负,铝电解电容器的军工需求也将不断增加,市场潜力巨大。

(三) 新技术及新应用领域层出不穷

1、固体高分子铝电解电容器替代空间大

固体铝电容器采用具高导电度及热稳定度佳的导电高分子材料取代电解质,与普通液态铝电解电容器相比,其可靠性高、使用寿命长,高频、低阻抗、耐特大纹波电流,每1颗固体铝电解电容器可以替代2-3颗普通电容器,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漏液的弊端。

由于集成技术的不断发展,电容器的旁路、耦合功能逐步被集成,同时低压铝电解电容器在高频工作环境下比容衰减较大,加之漏电流较大,用途受到限制,预计未来普通低压电容器将逐渐被固体高分子铝电解电容器所替代。

我们认为固体高分子铝电解电容器在高端消费电子、自动化控制领域和变频技术领域都未来应用空间巨大,目前Intel公司775pinCPU及AMD公司AM2CPU的主板上都开始大量使用固体铝电解电容器,由于单价成本较高,目前仅用于高端薄型DVD、LCD TV、3D显示适配器及高端电脑主板等消费电子。

固体铝电解电容器单价成本较高的主要原因是主要原材料EDOT专利生产技术(占固体铝电解电容器成本的40%以上)在国外厂商手中,由于2008年10月EDOT产品的专利保护期已结束,我们认为固体铝电解电容器的生产成本将大幅度下降,未来单价将进一步下降,出货量将大增,从长期看,在消费电子领域,固态铝电解电容器替代液态铝电解电容、钽电容将成为趋势。

2、超级电容器将作为未来电动车的动力源

超级电容器是介于电容器和电池之间的储能元件,又叫双电层电容器,它通过极化电解质来储能,但在其储能的过程并不发生化学反应,且这种储能过程是可逆的,因此既具有电容器可以快速充放电的特点,又具有电化学电池的储能机理。

传统的充电电池由于通过电解液与电极之间发生化学反应来产生电力,充电时需要花费一定时间,并且多次充放电后性能下降很快,一般几年要大规模更换一次,与此相比,超级电容器不产生化学反应,可以直接将电力贮存起来。不仅充电所需的时间短,还能在瞬间释放出大量电流,输出功率很大,充放电可反复进行数十万次以上。

由于超级电容器具有电容量可高达法拉级甚至上万法拉,能够实现快速充放电和大电流发电等优势,并比蓄电池具有更高的功率密度(可达 1,000W/kg 数量级)和更长的循环使用寿命(充放电次数可达 10 万次),同时可在极低温等极端恶劣的环境中使用,并且无环境污染。这些特点使得超级电容器在电动汽车、通讯、消费和娱乐电子、信号监控等领域的电源应用方面具有广阔的市场前景,仅就国内市场而言,预计目前的年需求量约为 2150 万只,而整个亚太地区的总需求量则超过 9000 万只。Frost&Sullivan 数据显示 2002 年到 2009 年之间,全球超级电容器产业的产量和销售收入年复合增速分别是 157%和 49%。

另外,我国 863 规划中特别设立了电动汽车重大专项,要求以电动汽车的产业化技术平台为工作重点,力争在电动汽车关键单元技术、系统集成技术及整车技术上取得重大突破,使我国的汽车产业在世界汽车市场上具有一定的竞争能力。在此专项中,科技部首次将超级电容器列入该研究计划,和电池一起构成复合动力源。我们认为,超级电容器将作为二十一世纪的新型绿色能源,其在交通、能源等领域空间巨大。

四、行业竞争格局: 低端拼杀激烈 高端盈利依旧

(一) 行业竞争情况

铝电解电容器行业是市场化竞争较充分的行业,厂商主要分布在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。其中,以工业用大容量铝电解电容器为主的高端产品市场主要还是被日本和少量欧美厂商所占率,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,目前江海股份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 Snap-in 铝电解电容器为主的中端消费类电子用铝电解电容器市场,参与者主要以韩企及台企为主,产品对性价比要求高,竞争较激烈。而最传统的引线式铝电解电容器市场,主要是众多国内小厂商参与,产品质量要求不高,毛利率水平低,价格是竞争重点,竞争非常激烈。

表 4: 全球铝电解电容器主要供应商

国家或地区	代表厂商	应用领域
日本	Chemicon (NCC)、日立 AIC、Nichicon、Rubycon、ELNA 等	工业用铝电解电容器为主
韩国	三莹、三和、大宇等	消费类电子
台湾地区	立隆、金日、丰宾、凯美、智宝等	消费类电子和 IT 产业配套
中国	江海股份、东阳光铝、德普科技、艾华科技等	消费类电子和 IT 产业配套,江海股份已经进入工业用大容量铝电解电容器市场

资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 铝电解电容器具有一定的行业壁垒

行业存在技术壁垒。铝电解电容器属于技术和知识密集型行业，进入该行业需要较强的核心研发能力和大量技术过硬、经验丰富的技术工人。同时，由于电子类产品技术更新不断加速，市场和客户不断对电容器和电极箔提出新的要求，厂商因此需要在很短时间内根据客户要求确定工艺参数、进行快速试制，并最终提供成熟产品，这不仅要求企业有较强的研发团队，还需要先进的研发和试制设备。

认证周期长，客户粘性大。电容器是电子电路中的重要基础元件，其质量的稳定性和可靠性很大程度上也决定着整个电子产品的质量，厂商想要给三星、LG、艾默生、中兴通讯、西门子、ABB、施耐德等电容器消费量最大的世界知名电子厂商供货，必须要通过严格的质量管理体系审核和产品技术性能认证，认证周期至少在 1-2 年。电极箔行业同样如此，作为关键性基础原材料，电极箔的选配决定铝电解电容器的性能及品质，因此国内外大型铝电解电容器生产厂商对其电极箔供应商往往进行严格的资质认定，只有在对电极箔进行长时间性能测试并符合其标准后才会大规模采购，通常其认证周期长达 1-3 年，产品测试时间在 5000 小时以上。由于质量控制等因素，下游厂商一旦选定了电容器或者电极箔供应商，除非出现重大质量问题，供应商不会轻易变化，客户粘性非常大。对于新进入者来说，这种基于长期合作而形成的稳定客户关系是进入该行业的重大障碍。

规模壁垒明显。由于下游大厂对铝电解电容器需求量较大、质量要求高，其在考察供应商时一般不会考虑小型的生产企业，同时，随着铝电解电容器市场的发展，行业的竞争日益激烈，生产规模（月产能）低于采购商的基础采购量或者规格不全、综合配套能力较差的企业难以产生规模经济效益，生产成本往往较高，所以新进入者可能面临生产规模壁垒的考验。

销售及售后服务网络壁垒逐步显现。近年来，铝电解电容器行业全球一体化的趋势越来越明显，全球性的采购越来越多，而各采购商分布从东南亚到欧洲、美国的世界各地，对电容器生产厂商销售和售后服务网络覆盖面的要求非常高。健全的销售和售后服务网络一方面有利于大型优质客户的开拓和维护；另一方面可以根据不同客户的具体情况对客户的需求进行快速反应，并可以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，形成快速灵活的市场应变能力和机制，客户满意度和忠诚度较高。

表 5: 铝电解电容器分类

分类	名称	主要应用
固体铝电解电容器	Chip-Typ	消费电子
	引线式	传统应用，应用于多种领域
液态铝电解电容器	Snap-in	焊片式中大型铝电解电容，用于家电及工业
	Screw-type	螺栓式引出的大型铝电解电容器，主要作为工业用

资料来源：中国银河证券研究部

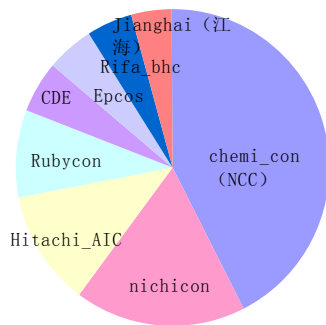
五、公司产品及业务

公司前身是 1958 年 10 月成立的南通江海电容器，目前已有 40 年生产铝电解电容器的经验，在国内铝电解电容器市场份额排名第一，是国内唯一进入国际工业类铝电解电容器销售排

名前八的企业，也是行业仅有的三家拥有军用电子元器件质量认证的企业之一。公司与国内科研院所、国际同行合作紧密，化成技术及铝电解电容器制造技术达到世界水平。公司多年发展出稳固的客户合作关系，获得了国内外众多优质客户的认证。

公司主要从事铝电解电容器及其主要原材料化成箔的生产和销售，产品应用于消费类电子、通信设备、PC、汽车电子、自动化控制、光伏发电、风力发电、高铁及军工等领域。

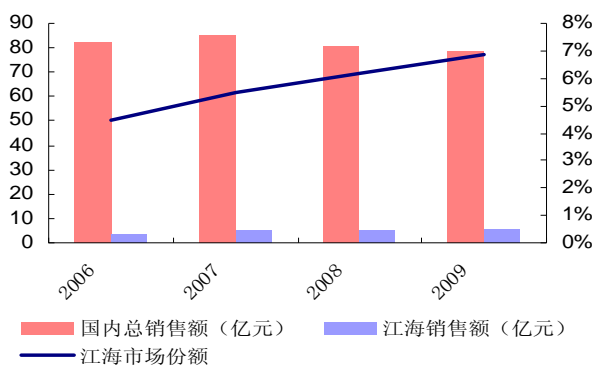
图 12: 2007 年工业用电容器销售和排名情况



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

最近三年公司业绩稳定增长，2007-2009 年公司实现营业收入分别为 492,951,782.2 元、543,973,853.88 元和 614,798,085.98 元，归属于母公司股东净利润分别为 37,871,383.34 元、49,421,412.57 元和 63,173,493.45 元，营业收入和净利润的复合增长率分别达到 11.68% 和 29.16%。公司近几年逐步调整产品结构，不断提高产品档次和附加值，2007 年-2009 年，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%，公司 2009 年电容器产品毛利率已由 2007 年的 13.14% 提高到 17.97%。

图 13: 公司产品市场占有率逐年提高

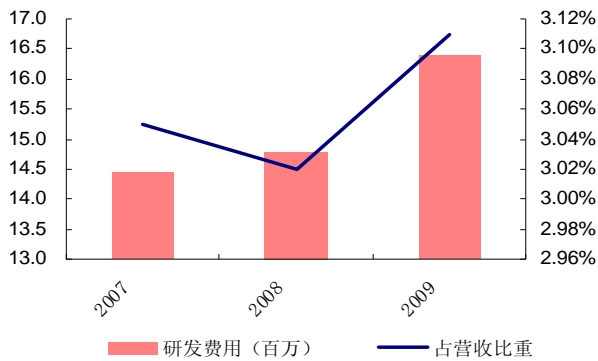


资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

公司研发实力强，分别于 2006 年推出 CD13A 型长寿命耐大纹波电流汽车用铝电解电容器；2008 年推出风力发电及变频器用新型铝电解电容器产业化，2009 年推出 CD269L 型高增长长寿命铝电解电容。目前公司已经掌握本次募集资金投资项目所涉及的相关生产技术，产品的加工工艺业已成熟，且工业类电容器、化成箔已经实现大批量生产，固体铝电解电容器已经实

现小批量生产。

图 14: 研发费用占营收的比重不断提高

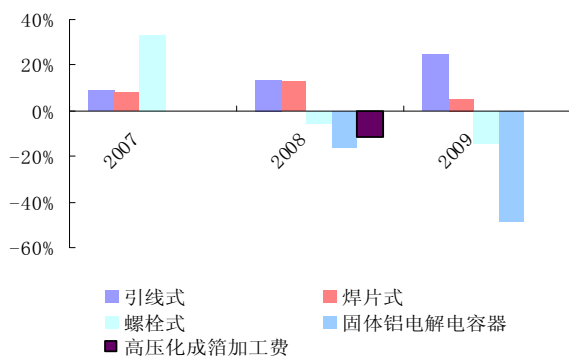


资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

(一) 公司的发展模式

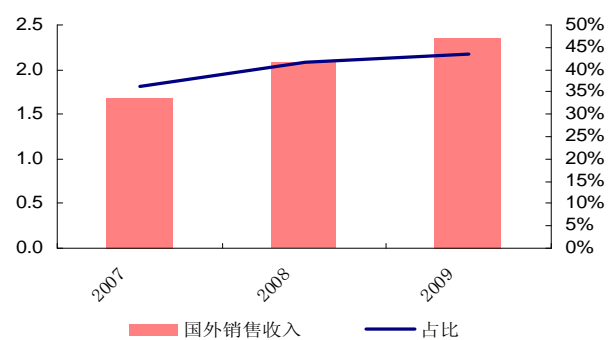
产品走高端工业化路线。近年来铝电解电容器市场中，消费类产品由于技术含量较低生产厂商众多，市场竞争日益激烈，产品利润率下降。而工业类产品由于技术含量较高、生产厂商较少，产品利润率比消费类产品高出很多，生产厂商的议价能力也较强。公司逐步压缩消费类产品的比例，努力发展高附加值的工业类产品，提高工业类产品的比例。消费类产品方面公司积极抓住传统家电产品升级换代的机遇，快速切入 CRT 电视向平板电视的转型、普通空调向变频空调的转型两大市场，并且积极进行低压领域替代产品固体铝电解电容器的研发，促进产品结构升级。这种走高端路线的转型思路符合电子元器件市场的发展趋势，在将来的市场竞争中可以占据更加有利地位。

图 15: 公司产品销售价格变动情况



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

图 16: 国外销售收入逐年上升 (亿元)



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

整合上下游。电极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%，其产品的质量和品质在很大程度上也决定着铝电解电容器的性能和质量。电极箔生产主要经历两道工序，即腐蚀和化成，腐蚀箔是电极箔的不完全形式，再经过化成工序，即为电极箔的成品形式，也称为化成箔，直接作为铝电解电容器的原材料。公司相继成立了内蒙古海立和陕西宝鸡合资子公司，走上下游产业整合的发展路线，以实现产业链的延伸。这种发展方式有利于降低产品成本、稳定原材料质量，并规避原材料市场价格波动的风险。

中国电子元件行业协会信息中心信息显示 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, 未来三年国内电极箔市场规模将以 5%-8% 以上的速度增长, 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。

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。国内电极箔制造行业一般以较低端的有机酸化体系和混合酸化体系为主, 在中高压阳极箔领域中, 东阳光铝、南通南辉和江苏中联占据规模生产优势, 江海在化成箔领域起步较晚, 产能较低, 但是内蒙古海立公司引进了日立 AIC 公司的无机酸化技术, 并在实际生产中又作了必要的改进, 目前公司化成箔产品在性能方面已超越大多数国内同行水平, 我们认为向上游延伸将帮助公司维持较高的毛利率水平。

(二) 公司竞争力强 高端全球化替代空间大

1、公司技术实力领先

公司铝电解电容器技术水平处于国内领先、部分达到国际先进水平。产品寿命方面, 公司 CD281L 系列、CD262 系列产品目前也已经达到日本电容器最高水平 105℃、12000h 的技术指标, 设计总成本比日本电容器低 20-30%; 耐压方面, 公司现有的 400V-500V 产品已接近日本水平, 实现批量生产且在市场上占有很大的份额, 主要用于 UPS 电源、工业变频器、数控机床等; 最低阻抗方面, HCP 系列高分子电容器能够做到最低阻抗值为 5.0mΩ, 接近日本 NCC、三洋等公司; 最高耐温方面, 今年设计定型的 CD269L 型耐高温电解电容器已经通过 125℃、5000h 的第三方试验, 并且在 EFORE (安伏)、GE (通用) 电子等客户中得到应用, 150℃ 产品目前的水平能够做到 800h, 接近日本产品的 1,000h; 化成箔方面, 内蒙古海立采用日方的无机酸化技术 (最好的化成技术)。

2010 年公司研发的 CD13H 型超高压高可靠铝电解电容器具有超高工作电压 (600V)、特大纹波电流、耐震动性、可靠性高等特点, 耐久性寿命达到 85℃、2000h, 将广泛应用于高压变频器、电动汽车、风力发电及光伏发电新能源等领域。江海是唯一一家能生产该产品的国内企业, 产品质量和技术实力已经达到日系大厂的水平, 三垦力达电气 (江阴) 有限公司、欧瑞传动有限公司等客户试用情况良好。

公司的高分子固体铝电解电容器产品在主要技术指标上已达到世界先进水平, 目前固体产品的认证、市场拓展已有明显进展, 已获中兴通讯、上海贝尔、华三通讯、美国伟创力、美国 LAMBDA 等公司认证, 并开始批量供货, 2010 年中标中兴通讯近 300 万只的订单; DELL、神州电脑等公司的样品试验正在进行。2009 年 3-12 月产量是 595.62 万只, 销量 570.45 万只, 毛利 44 万元, 产销率近 100%。但由于目前生产规模仍较小、产品系列和品种较少, 无法满足像 DELL、HP 等大厂规模采购的基础需求, 因此目前尚无法达到经济生产规模, 预计募投项目达成后可达到规模经济效益。

目前生产固体铝电解电容器的主要是日系和台系公司。目前台湾有能力生产固体铝质电容器的厂商大部分为原生产传统铝质电容器的大厂, 技术来自日本、韩国或台湾工研院等。现阶

段日系厂商的产量占整个固体铝电解电容器市场的 70%左右, 主要厂商为 NCC (Chemi-con)、Sanyo、Nichicon、Fujitsu、ELNA 等, 这些公司产品的工作寿命一般在+105℃、2,000 小时。经过多年的工艺调整、研发和创新, 目前江海的产品质量已达到日系厂商的水平, 部分技术参数已经超过了日本同类产品。

表 5: 公司铝电解电容器与国外产品技术参数对比

Screw-type 特大型铝电解电容器			
厂家	日立 AIC	江海	预期目标
型号	FXA	CD138	
使用温度范围	-40 ~ +85℃	-40 ~ +85℃	-40 ~ +85℃
电压范围	350 ~ 450V	350 ~ 450V	350 ~ 450V
容量范围	1000 ~ 18000μF	1000 ~ 18000μF	1000 ~ 18000μF
容量偏差	±20%	±20%	±20%
耐久性	5000H	5000H	5000H
高分子聚合物固体铝电解电容器			
厂家	NCC(Chemi-con)	江海	预期目标
型号	PSA	CDHCP	
使用温度范围	-55 ~ +105℃	-55 ~ +105℃	-55 ~ +105℃
电压范围	2.5 ~ 16V	2.5 ~ 25V	4 ~ 25V
容量范围	47 ~ 1500μF	47 ~ 2700μF	68 ~ 1200μF
容量偏差	±20%	±20%	±20%
耐久性	2000H	4000H	4000H
高频低阻抗宽温长寿命铝电解电容器			
厂家	ELNA	江海	预期目标
型号	RJH	CD287	
使用温度范围	-55 ~ +105℃	-55 ~ +105℃	-55 ~ +105℃
电压范围	6.3 ~ 100V	6.3 ~ 100V	6.3 ~ 100V
容量范围	0.47 ~ 15000μF	0.47 ~ 15000μF	0.47 ~ 15000μF
容量偏差	±20%	±20%	±20%
耐久性	105℃, 5000H	105℃, 5000H	105℃, 5000H
储存	105℃, 1000H	105℃, 1000H	105℃, 1000H
高温长寿命铝电解电容器			
型号	GXE (NCC)	RX-30 (RUBYCON)	CD269L (江海)
电压范围(V)	10 ~ 450	10 ~ 100	10 ~ 63
容量范围 (uF)	4.7 ~ 4700	1 ~ 4700	1 ~ 4700
高低温阻抗 (-40℃/+20℃)	6Max	6Max	6Max
耐久性寿命(小时)	+125℃, 2000 ~ 5000	+130℃, 2000 ~ 4000	+125℃, 2000 ~ 5000
高温贮存寿命(小时)	+125℃, 500 ~ 1000	-	+125℃, 1000

资料来源: 公司资料

表 6: 内蒙古海立化成箔与国外产品技术参数对比

产品类别	产地	日本 KDK	日本 JCC	东阳光铝	内蒙海立
到达电压 530Vf	代表规格	H129	115HD9	HB14	115HG14
	电压 (Vf)	529	536	530	530
	比容 ($\mu\text{F}/\text{cm}^2$)	0.715	0.709	0.697	0.708
	折曲强度 (次)	≥ 30	≥ 15	-	≥ 20
	拉伸强度 (N/cm)	≥ 30	≥ 19.6	-	≥ 20
到达电压 650Vf	代表规格	H159	115HD9	HB13	120HG14
	电压 (Vf)	650	658	660	658
	比容 ($\mu\text{F}/\text{cm}^2$)	0.525	0.504	0.479	0.506
	折曲强度 (次)	≥ 30	≥ 15	-	≥ 20
	拉伸强度 (N/cm)	≥ 30	≥ 19.6	-	≥ 20

资料来源: 公司资料

目前公司在研项目有: 150℃、1000 小时高温高可靠铝电解电容器; 85℃, 600V~750V 高工作电压电容器; 超级电容器, 公司开发的重点是提高耐压、缩小体积并通过电极卷绕方式而成为筒式结构, 将来在交通信号灯和航道信号灯、动力机车、UPS 电源、光伏电池组合、电动工具将会有广阔的应用前景。目前产品处于研制阶段, 目标技术参数要达到日本 ELNA 公司水平; 高性能化成箔及其制造设备研究; 电容器耐特大纹波电流的设计。预计随着这些项目研发成功并实现量产, 公司技术实力将进一步提升。

表 7: 公司近年来实施的国家及省级项目

项目名称	项目编号	时间	计划类别	备注
CD286 铝电解电容器	2003EB010353	2003	国家火炬计划	已完成
CDIN 特大型铝电解电容器	2002EB010308	2003	国家重点火炬计划	已完成
CD296 铝电解电容器	H2004257	2004	省火炬计划	已完成
SC291 焊针式卷绕型双电层电容器技术应用研究	BG200428	2004	省高新技术研究计划	正实施
高分子聚合物片式固体铝电容器项目产业化	04C26113200520	2004	创新基金	正实施
CD138 螺栓式特大型铝电解电容器	H2005245	2005	省火炬计划	已完成
高分子聚合物固体铝电解电容器	BA2005029	2005	省重大科技成果转化专项资金项目	已完成
片式高分子聚合物固体铝电解电容器	工信部[2006]634 号	2006	信息产业部电子发展基金项目	正实施
江苏省电容器工程技术研究中心	BM2006006	2006	江苏省科技基础设施建设计划	尚未验收完毕
CDSCP 高分子聚合物固体铝电解电容器	2007GH010068	2007	国家火炬计划	正实施
片式高分子固体铝电解电容器产业化	发改办高技(2007)2456 号	2007	国家发改委电子专用设备仪器、新型电子元器件及材料核心基础产业产业化专项	正实施
风力发电及变频器用新型铝电解电容器产业化	苏财建(2008)270 号	2008	江苏省现代服务业(软件产业)发展专项引导资金项目	正实施

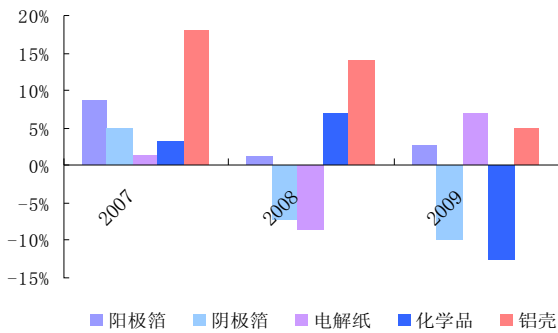
资料来源: 公司资料

2、规模优势和成本优势明显

公司是国内最大的铝电解电容器生产企业, 规模优势明显, 可通过大批量采购来降低原材

料的采购成本，规模化生产降低制造成本。另外，铝电解电容器原材料成本占总成本的比例基本稳定在 85%左右，阳极箔约占原材料成本的 55%-60%，目前公司的化成箔产品已经通过了日立 AIC 公司的质量检测，预计随着陕西宝鸡的高压化成箔项目达产，公司的成本优势将进一步显现。

图 17: 公司主要原材料价格变动情况



资料来源:《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

3、积极认证+快速响应+定制化助力公司销售

公司是国内铝电解电容器仅有的三家拥有军用电子元器件质量认证的企业之一,公司已经通过 GJB9001A 军品质量认证和赛宝实验室的质量、环境管理体系认证,产品质量和稳定性实力强,采购商认可度高。

表 8: 公司获得质量认证情况

认证机构	证书	初次获取时间
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)	2008.3.30
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)	2008.3.30
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	2008.1.20
UnderwritersLaboratoriesInc	FOLLOW-UPSERVICEPRODUCTURE	2002.8.27
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	1995.9.15
广州赛宝认证中心服务有限公司	质量管理体系认证证书	1994.11.14
广州赛宝认证中心服务有限公司	环境管理体系认证证书	2003.9.15

资料来源: 公司资料

2009 年,公司产品占全球最大的平板电视生产商韩国三星电子公司的铝电解电容器总采购额的 27%,预计 2010 年会达到 30%左右。目前,国内外空调制造商正在大力主推变频空调,公司已通过了格力、美的、海尔、海信和日本松下等空调制造商变频技术的核心部件高压电容器的认证,并正在与日本大金等厂商进行认证谈判。在变频洗衣机产品方面,公司已通过 GE、惠尔浦等厂商的认证。

随着工业类产品下游行业的发展,公司逐步增加高技术含量高附加值的工业类产品的比重,努力提高技术实力。目前,公司的工业类产品的竞争对手主要是日本的 Chemi_con、Nichicon、Rubycon 和德国 EPCOS 公司,公司对工业类市场的开拓已经走在了国内同行的前列。目前公司产品占世界著名的 UPS、变频器、工业和通讯电源厂商 EMERSON 网络能源公

司铝电解电容器总采购额的 95%，占德国西门子公司高压变频器生产部门铝电解电容器采购额的 80%，在全球最大电焊机制造商—美国林肯公司的供货比例逐年提高，在其他一些世界知名工业品厂商如 APC、ABB、OTIS 等公司的采购中也占有较大份额。

表 9：近年来公司大客户认证情况

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

资料来源：公司资料

（三）募投项目达产后产能将进一步释放

公司主要产品是铝电解电容器和高压化成箔（主要为公司铝电解电容器做原材料配套），其中内蒙海立主要生产高压化成箔，公司本部和绵阳江海生产铝电解电容器，其中公司本部主要产品有引线式、Snap-in、Screw-type 铝电解电容器、固体铝电解电容器；绵阳江海主要产品有引线式和 Snap-in 铝电解电容器。

公司目前拥有高压化成箔生产线 16 条，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、Snap-in 生产线 20 条、Screw-type 生产线 6 条。公司采用以销定产为主、OEM 生产为辅的生产模式，公司目前产能利用率基本在 100%左右。

预计明年 4 月份开始工业用铝电解电容器产能开始逐步释放，Snap-in 生产线新增 10 条、Screw-type 生产线新增 2-3 条，预计到 7 月份开始全部达产。明年 Snap-in 及 Screw-type 产能增加 50%左右。

陕西宝鸡化成箔共新增生产线 24 条，预计明年 8 月全部达产，化成箔产能增加 300%。预计内蒙古海立项目全部达产将在 2012 年。

表 10：公司产能及产销率水平

产品	产能	2007	2008	2009
固体高分子 (万只)	自有产能(注1)	-	-	900
	总产量	0.53	25.3	608.39
	其中：自产	-	-	595.62
	南通海立	0.53	25.3	12.77

	总销量	0.53	25.3	583.22
	其中：自产	-	-	570.45
	南通海立	0.53	25.3	12.77
	产能利用率	-	-	66.18%
	产销率	100%	100%	95.86%
引线式 (万只)	自有产能	90,000	90,000	90,900
	总产量	161,150.67	139,843.30	125,984.00
	其中：自产	88,236.54	83,858.85	73,739.73
	OEM 厂家	72,914.13	55,984.45	52,244.27
	总销量	164,689.04	144,091.10	126,159.16
	其中：自产	92,803.28	87,615.99	75,565.03
	OEM 厂家	71,885.76	56,475.11	50,594.13
	产能利用率	98.04%	93.18%	81.12%
	产销率	102.20%	103.04%	100.14%
Snap-in (万只)	自有产能	4,000	4,080	4,080
	总产量	4,360.13	4,192.30	4,040.51
	其中：自产	3,822.12	3,760.09	3,812.15
	南通奥斯特	538.01	432.21	228.36
	总销量	4,377.46	4,320.86	4,156.71
	其中：自产	3,927.74	3,923.82	3,859.93
	南通奥斯特	449.72	397.04	296.78
	产能利用率	95.55%	92.16%	93.44%
	产销率	100.40%	103.07%	102.88%
Screw-type (万只)	自有产能(注2)	-	26	66
	总产量	25.87	53.52	84.84
	其中：自产	-	26.08	67.51
	南通海立	25.87	27.44	17.33
	总销量	24.52	44.94	65.61
	其中：自产	-	26	48.19
	南通海立	24.52	18.94	17.42
	产能利用率	-	100.31%	102.29%
	产销率	94.78%	83.97%	77.33%
高压化成箔 (万平方米)	自有产能	-	100	190
	总产量	-	90	185.46
	其中：自产	-	90	185.46
	销量	-	75.23	197.83
	产能利用率	-	90%	97.61%
	产销率	-	83.59%	106.67%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

六、估值及投资建议

我们认为公司将全面受益于高端全球化替代及节能减排、新能源，工业用大容量铝电解电容器将迎来爆发式增长，预计明年 Q2 工业用铝电解电容扩产取得实质性进展，Q3、Q4 工业用铝电解电容的月均产能应该是今年 1.5 倍左右，综合算下来，工业用铝电解电容全年平均产能约为今年的 1.35 倍左右，宝鸡化成箔项目将于年底前全部达产，进而提高公司综合毛利率水平 1.5-2 个百分点。

保守估算 2010-2012 年 EPS 分别是 0.55、0.81、1.14 元，对应的 PE 是 60、40、29 倍，估值比电子元器件同类公司略低，但公司具有更可靠的成长性，我们建议重点关注，并首次给予推荐投资评级。

表 11: DCF-WACC 估值模型

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	6675	8172	11921	17579	24368	31679	39599	49498	59398	71278	81969
所得税	855	1047	1527	2252	3122	4059	5074	6342	7611	9133	10503
NOPLAT	3923	5820	7125	10393	15326	21246	27620	34525	43156	51787	62144
营运资金净变动	-713	215	-8905	-4490	-6600	-9081	-11785	-12730	-15912	-15843	-19012
资本支出	-3225	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自由现金流	5256	58	7777	10617	14065	17740	23702	29152	37852	45041	56388

WACC	7.34%	Ke	8.42%
永续增长率	0.00%	Kd	6.12%
终值	29741	t	12.81%
企业价值	627177	Rf	4.50%
非核心资产价值	94610	E(Rm)	8.00%
债务价值	1500	Rm - Rf	3.50%
股权价值	625677	D/A	0.28%
股本	16000	E/A	99.72%
每股价值(元)	39.10	Beta	1.12

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.09%	48.22	51.26	54.89	59.31	64.82
	6.59%	44.13	46.60	49.51	52.99	57.23
	7.09%	40.66	42.69	45.05	47.84	51.18
	7.59%	37.67	39.36	41.31	43.57	46.25
	8.09%	35.07	36.49	38.11	39.98	42.16
	8.59%	32.80	34.01	35.37	36.93	38.72
	9.09%	30.80	31.83	32.99	34.30	35.79

资料来源：中国银河证券研究部

表 12: 江海股份财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	51.2	80.5	818.1	926.4	1068.5	营业收入	544.0	614.8	738.2	912.0	1166.4
应收票据	11.8	21.7	26.1	32.3	41.3	营业成本	456.6	493.2	590.6	711.4	886.5
应收账款	119.4	146.1	175.5	216.8	277.2	营业税金及附加	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
预付款项	5.9	4.3	2.3	-0.1	-3.0	销售费用	13.6	19.3	23.1	28.6	36.5
其他应收款	2.8	0.8	1.0	1.2	1.5	管理费用	27.9	35.4	42.5	52.5	67.1
存货	114.2	119.1	142.6	171.7	214.0	财务费用	4.6	0.9	-7.1	-16.7	-19.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	1.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	30.0	40.9	47.4	47.4	47.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	166.4	203.9	200.1	190.1	176.9	投资收益	9.1	11.8	9.6	11.5	13.8
在建工程	29.0	23.7	11.8	5.9	3.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	49.7	75.7	98.4	147.4	208.6
无形资产	27.3	27.7	24.9	22.2	19.4	营业外收支净额	8.2	0.5	5.8	6.9	8.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	57.9	76.2	104.1	154.3	216.9
资产总计	568.0	677.4	1457.7	1621.8	1854.0	减: 所得税	8.1	9.8	13.3	19.8	27.8
短期借款	55.0	55.0	0.0	0.0	0.0	净利润	49.8	66.4	90.8	134.5	189.1
应付票据	4.5	17.5	21.0	25.2	31.5	归属于母公司的净利润	49.4	63.2	87.8	130.0	182.8
应付账款	70.6	109.9	129.9	156.4	194.9	少数股东损益	0.4	3.3	3.0	4.5	6.3
预收款项	1.2	0.3	-0.7	-2.0	-3.6	基本每股收益	0.41	0.53	0.55	0.81	1.14
应付职工薪酬	5.9	4.2	4.2	4.2	4.2	全摊薄每股收益	0.31	0.39	0.55	0.81	1.14
应交税费	7.0	7.9	7.9	7.9	7.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	25.1	25.5	25.5	25.5	25.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	10.4%	13.0%	20.1%	23.6%	27.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	23.9%	46.4%	22.4%	45.9%	47.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	30.5%	27.8%	38.9%	48.2%	40.6%
负债合计	249.8	291.3	202.7	232.2	275.3	盈利性					
股东权益合计	318.2	386.1	1255.1	1389.6	1578.7	销售毛利率	16.1%	19.8%	20.0%	22.0%	24.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.1%	10.3%	11.9%	14.3%	15.7%
净利润	50	66	91	134	189	ROE	15.5%	16.4%	7.0%	9.4%	11.6%
折旧与摊销	17	24	18	19	19	ROIC	10.51%	13.19%	5.68%	7.48%	9.71%
经营活动现金流	52	92	4	80	109	估值倍数					
投资活动现金流	-53	-61	3	11	14	PE	80.5	63.0	60.4	40.8	29.0
融资活动现金流	10	-9	730	17	19	P/S	7.3	6.5	7.2	5.8	4.5
现金净变动	9	22	738	108	142	P/B	12.5	10.3	4.2	3.8	3.4
期初现金余额	61	51	81	818	926	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	69	73	818	926	1068	EV/EBITDA	63.8	43.6	45.1	32.0	22.0

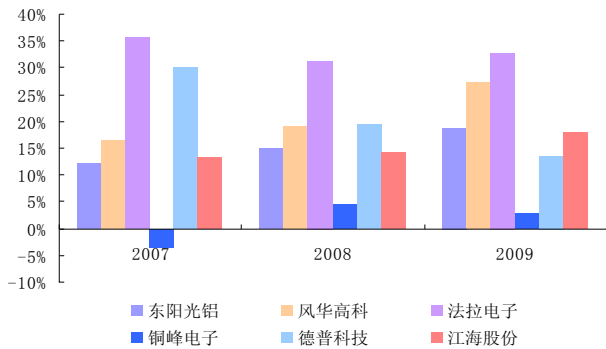
资料来源: 中国银河证券研究部

表 13: 国内其它电容器厂商基本情况

厂商	电容器产品	备注
东阳光铝	铝电解电容	2009 年铝电解电容器的销售占其营业收入的比例为 9.95%
风华高科	片式多层陶瓷电容	2009 年片式多层陶瓷电容器的销售占其营业收入的比例为 31.71%。
法拉电子	薄膜电容	全国最大的薄膜电容器制造厂商, 年产 25 亿只电容器、1600 吨金属化膜, 2009 年电子元器件的销售占其营业收入的比例为 98.83%
铜峰电子	薄膜电容及其相关材料	以光膜、薄膜电容器、镀膜、聚酯膜等为主要产品, 2009 年薄膜电容器产品的销售占其营业收入的比例为 32.75%
德普科技	铝电解电容	2009 年度销售额 31,459.6 万元。

资料来源: 中国银河证券研究部

图 18: 行业内主要公司综合毛利率水平



资料来源: 《2010 年中国铝电解电容器市场竞争研究报告》

表 14: 公司估值水平低于同行业上市公司

代码	简称	报告日期	最新 股价	盈利预测 (元)				预期市盈率			总股 本 (百 万)	总市 值 (亿 元)	销售净 利率 (09)
				09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E			
600673.SH	东阳光铝	2010-12-15	18.2	0.09	0.34	0.51	0.66	53	36	28	827	151	4%
600563.SH	法拉电子	2010-12-15	29.57	0.09	0.98	1.27	1.59	30	23	19	225	67	3%
000636.SZ	风华高科	2010-12-15	13.46	0.00	0.38	0.52	0.67	36	26	20	671	90	0%
600237.SH	铜峰电子	2010-12-15	9.35	-0.25	-	0.10	0.13	-	91	70	400	37	-20%
002484.SZ	江海股份	2010-12-15	32.15	0.53	0.55	0.81	1.14	59	40	28	160	51	11%
	均 值			0.09	0.56	0.64	0.84	44	43	33	457	79	0%

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 全球电容器分类市场占比	2
图 2: 各类铝电解电容器产品	2
图 3: 全球铝电解电容器市场规模及预测 (亿美元)	3
图 4: 国内铝电解电容器产量及需求预测 (亿只)	3
图 5: 国内铝电解电容器销售额与市场规模预测 (亿元)	3
图 6: 2003-2010 冷年家用空调销售规模及同比增长迅猛	4
图 7: 全球 PC 出货量	5
图 8: 全球 NB 出货量	5
图 9: 高压变频器主要应用领域	6
图 10: 中国高压变频器市场规模将继续保持高速增长	7
图 11: 国内汽车市场销售良好	9
图 12: 2007 年工业用电容器销售和排名情况	13
图 13: 公司产品市场占有率逐年提高	13
图 14: 研发费用占营收的比重不断提高	14
图 15: 公司产品销售价格变动情况	14
图 16: 国外销售收入逐年上升 (亿元)	14
图 17: 公司主要原材料价格变动情况	18
图 18: 行业内主要公司综合毛利率水平	23

表格目录

表 1: 各类电容器主要应用	2
表 2: 高压变频器应用行业市场潜力巨大	7
表 3: 2008 年变频器主要厂商排名及市场份额	8
表 5: 铝电解电容器分类	12
表 5: 公司铝电解电容器与国外产品技术参数对比	16
表 6: 内蒙古海立化成箔与国外产品技术参数对比	17
表 7: 公司近年来实施的国家及省级项目	17
表 8: 公司获得质量认证情况	18
表 9: 近年来公司大客户认证情况	19
表 10: 公司产能及产销率水平	19
表 11: DCF-WACC 估值模型	21
表 12: 江海股份财务报表预测 (百万元)	22
表 13: 国内其它电容器厂商基本情况	23
表 14: 公司估值水平低于同行业上市公司	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座100141
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908