

2011年1月18日

江海股份

小器件大市场

A
未有评级

002484.SZ - 人民币 27.41

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(11)	(19)	17	-
相对新华富时A50指数(%)	(8)	(13)	32	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160.00
流通股(%)	25.00
流通股市值(人民币 百万)	1,096
3个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
亿威投资有限公司	37.50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

江海股份是本土铝电解电容器的龙头厂商, 产品下游应用广泛, 包括消费类电子产品、通信产品、电脑产品、仪器仪表、铁路及军工产品等。公司工业类及高端电容器营收占比不断提升, 有利于提高公司毛利率。同时公司投资上游生产化成箔, 将进一步增强公司对于上游材料生产的掌控能力。我们认为公司募投项目将缓解产能不足的瓶颈, 同时公司广泛的下游应用空间及工业类客户使公司对于电子行业周期下降具有一定免疫力。

主要发现:

- **铝电解电容器下游需求广泛。**铝电解电容器是电子线路必不可少的元器件, 产量占电容器总产量的30%。预计2011年全球铝电解电容器市场规模54.5亿美元; 2012年中国铝电解电容器市场规模122亿元。
- **向高端工业电容器发力。**公司工业类电容器目前在营收中占比约48%, 我们预计将在短期内提升到60%。公司利用募投资金提升工业类电容器产能, 我们预期高附加值的工业类电容器有利于提升公司产品均价和毛利率。
- **投资材料生产, 加强产业链掌控。**公司与日立AIC合作开发化成箔, 在内蒙古和宝鸡形成产能。化成箔的投入将使公司的电容器材料供应获得保障, 加强对产业链的掌控能力。
- **客户资源优良。**公司的主要客户包括三星、LG、格力、GE、ABB、山特等世界一流消费电子及工业设备生产商, 优质的客户资源使公司毛利得到保障。

图表 1. 投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	543.97	614.80	780.72	998.93	1,288.53
增长率(%)	-	13.0	27.0	27.9	29.0
归属母公司股东净利润(百万元)	49.42	63.17	84.82	119.59	158.54
增长率(%)	-	27.8	34.3	41.0	32.6
每股收益(元)	0.41	0.53	0.53	0.75	0.99
市盈率(倍)	66.9	51.7	51.7	36.7	27.7
每股经营现金流量(元)	0.4300	0.7700	0.31	0.43	0.69

资料来源: 公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司简介及股权结构

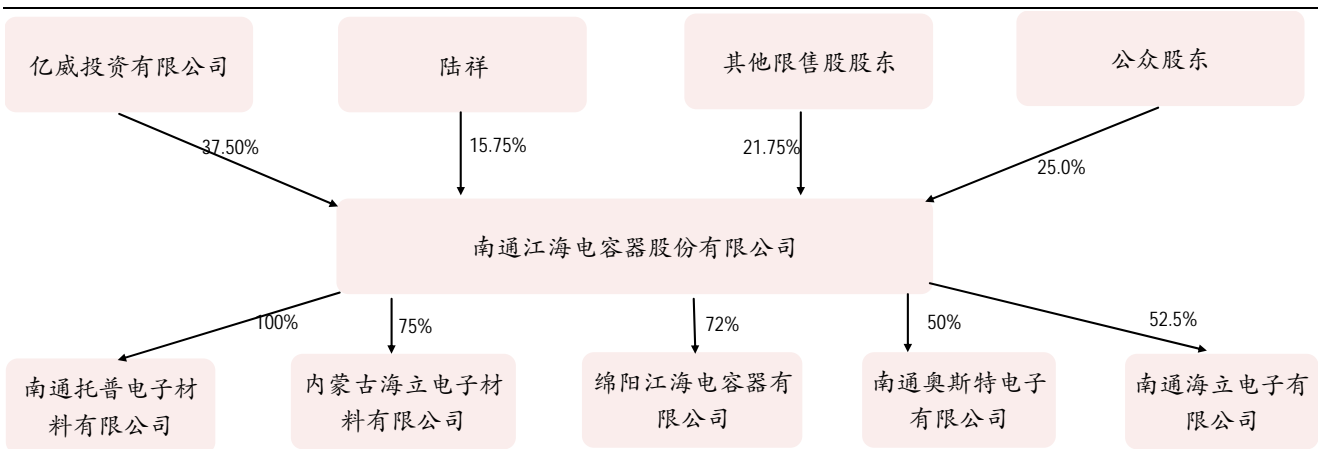
南通江海电容器股份有限公司成立于 1958 年，从 1970 年开始专业从事铝电解电容器，前身是南通平潮无线电元件厂。2005 年改制后的江海电容器股份有限公司吸纳香港亿威投资有限公司投资成立中外合资南通江海电容器有限公司，2008 年 7 月变更为南通江海电容器股份有限公司。

江海股份是本土最大的铝电解电容器生产厂商，公司主要从事电容器及其材料、配件的生产和销售。公司的主要产品铝电解电容器广泛应用于消费类电子产品、通信产品、电脑产品、仪器仪表、铁路及军工产品。公司的产品主要是铝电解电容器，包括引线式、焊片及焊针式、螺栓式，公司还自主研发了固体高分子铝电解电容器，公司利用募集资金投资内蒙古海立及宝鸡海立，切入上游材料生产高压化成箔。

江海股份由香港亿威投资有限公司和中方股东共同控制。最大股东亿威投资有限公司持有公司 37.50% 股份，是公司最大的股东。

公司共有控股及合营子公司五家，分别为南通托普电子材料有限公司、内蒙古海立电子材料有限公司、绵阳江海电容器有限公司、南通奥斯特电子有限公司和南通海立电子有限公司。公司公告正在利用超募资金在宝鸡筹建凤翔海源储能材料有限公司，建成后公司持股比例 51%。

图表 2. 江海股份的股权结构



资料来源：公司数据

图表 3. 子公司及合营公司主营产品情况

子公司或合营公司	主营产品
南通托普电子材料有限公司	铝电解电容器用螺栓式酚醛盖板、生产铝电解电容器、核电、电池所需化工产品。
内蒙古海立电子材料有限公司	高性能铝电解电容器用电极箔、电极箔生产线及相关产品。
绵阳江海电容器有限公司	电容器及其材料、配件。
南通奥斯特电子有限公司	铝电解电容器。
南通海立电子有限公司	生产、销售电子器件、固体高分子电容器。

资料来源：公司数据

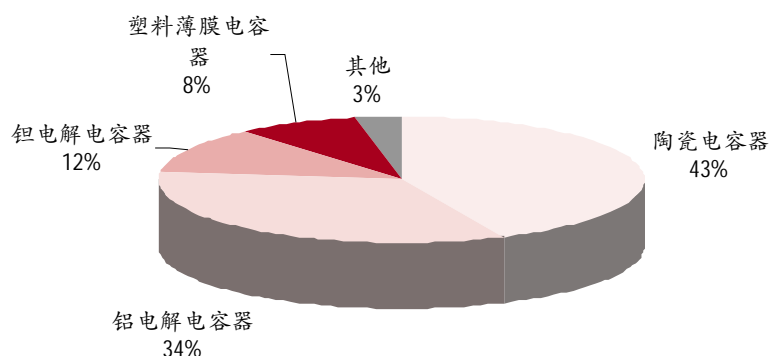
铝电解电容器—小器件大市场

电容器是三大被动元器件之一（电阻、电容、电感），是电子线路中必不可少的电子元器件，因此电容器的发展状况很大程度上影响着我国的电子信息产业的发展，是电子信息产业发展的基础之一。

在整机使用的电子元器件中，电容器的用途最广、用量最大。电容器在电子元器件中应用比例达到 40% 左右，在这个市场中，铝电解电容又占 30% 左右的产量。而据电子元件行业协会预测，铝电解电容器凭借其优异的性能在未来的电容器市场仍将牢牢占据 30% 的份额。

铝电解电容器的下游涉及多个产业：家电制造业、电子信息产业、通信产业化、汽车工业、自动控制产业等。全球产能向中国转移及我国下游产业的迅速发展将驱动对国产铝电解电容器的需求。而世界知名的铝电解电容器生产厂商也加紧在中国大陆地区寻找合作伙伴、生产基地。

图表 4. 铝电解电容器产量占比



资料来源：IEK

据《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》预测，2010年全球铝电解电容器市场规模将达到 50.60 亿美元，2011 年将达到 54.50 亿美元。2010-2012 年全球铝电解电容器市场将维持 3%-7% 的增长率。而我国铝电解电容器 2010 年市场规模为 106 亿元，到 2012 年我国铝电解电容器市场规模将达到 122 亿元，市场将维持 5%-9% 的增长率。我国铝电解电容器多年来保持有 20%-30% 之间的缺口，需求从国外进口来弥补，尤其是高端铝电解电容器方面，日本厂商占据了极大市场份额，因此在替代进口方面，有着巨大的空间。

掌握核心技术，向高端、工业电容市场发力

公司的主营业务包括铝电解电容器和电极箔等，是本土最大的铝电解电容器生产厂商，公司产品广泛应用于消费类下游产品和工业类下游产品。

图表 5. 公司铝电解电容器国内市场占有率



资料来源：IEK

公司的铝电解电容器定位中高端市场，目前公司是本土厂商中唯一一家能够生产参数平衡工业应用的高端铝电解电容器。目前公司工业类电容器营收占比在 48%，我们预计，受下游高铁、新能源、变频器等行业需求及公司加大对于工业类产品投入的驱动，公司工业类电容器营收占比将很快达到 60%。

生产铝电解电容器的电解液配方是核心的技术，决定了液体铝电解电容器的品质。公司已经掌握了电解液的核心配方，通过日立 AIC 掌握了电极箔生产工艺(包括腐蚀和化成)，并且考虑在适当时机进入腐蚀工艺投入(目前公司腐蚀箔仍然采用外购形式)。江海股份是大陆厂商中唯一一家全面掌握了生产铝电解电容器三种关键核心技术的。

公司与国际知名企业差距越来越小，依赖强大的研发实力和营销网络在中高端市场与跨国公司进行竞争。公司产品的主要性能已经可以与日系厂商媲美，全面优于台系厂商。公司的竞争领域主要是在高端产品方面与日本厂商竞争，在中端产品与台湾厂商竞争。公司自主研发的 CD13H 超高压高可靠铝电解电容器产品工作电压达到 600V，耐久性达到 85 摄氏度下 2,000 小时，为国内首创并已经达到了国际先进水平。

图表 6. 2007 年工业用电容器销售和排名情况

公司名称	地区	按工业用销售额排名工业用铝电解销售额(百万美元)
chemi_con (NCC)	日本	1,450.9
尼吉康	日本	2,183.7
日立 AIC	日本	3,127.5
Rubycon	日本	494.6
CDE	美国	555.0
Epcos	德国	652.8
Rifa_bhc	瑞典	748.8
江海股份	中国	845.3

资料来源：电子元件行业协会《元协简报》

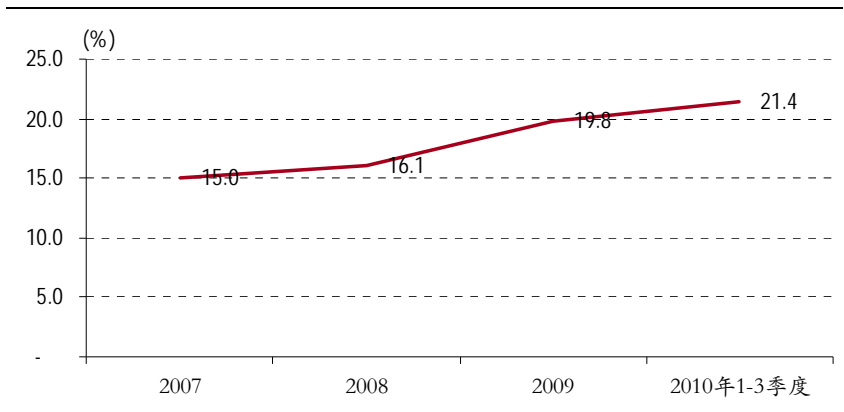
从客户结构来看，公司的客户主要是世界上主要的消费电子厂商如三星、LG 等，及世界知名工业品厂商如西门子、ABB、Emerson 等。这些客户对于产品尤其高端产品的品质要求比较高，而对价格不是特别敏感。而据我们调研得知，由于供应紧张的原因，最近一年大部分日本厂商提高了电容器的出厂价，从 2010 年初至今，铝电解电容器平均出厂价提高了 10% 左右，而公司的产品单价也有一定程度的提升。优质的客户、中高端为主的产品结构保证了公司毛利率的稳步提升。就公司自产产品来看，公司生产的固体高分子电容器毛利率在 30%-50% 之间，引线式电容器毛利率在 15%-20% 之间，焊片及焊针式毛利率在 20%-25% 之间，螺栓式毛利率在 25% 左右。我们预计随着公司产品结构持续向中高端和工业类产品转移，产品毛利率仍然有较大的提升空间。

图表 7. 公司的主要客户



资料来源：中银国际研究

图表 8. 公司产品毛利率变化



资料来源：公司数据

打通产业链，向上游材料生产进军

电极箔是生产铝电解电容器的关键基础材料，占铝电解电容器成本的 30%-60%，电极箔的性能决定了铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性等重要指标。2008 年全球电极箔市场规模在 25,180 万平方米，而 80% 以上的电极箔需求都是来自于铝电解电容器，因此电极箔市场增长将维持与铝电解电容器相似的速度。据中国电子元件行业协会信息中心估计，中国大陆境内 2010 年消费量达到 3.10 万吨，2011 年和 2012 年将分别达到 3.30 万吨和 3.55 万吨。

公司募投项目投资 1.2 亿元投资内蒙古海立进行高压化成箔扩产，并使用超募资金出资 6,120 万元投入宝鸡化成箔项目(40 条产线)，预计在 2012 年和 2013 年分别形成 300 万平方米和 660 万平方米化成箔产能。我们认为公司建立化成箔生产基地主要是出于以下两种战略的考虑：1. 目前国内中高端化成箔供应仍然需要依赖于进口，国内供应商如东铝阳光等在中高端产品供应仍然有问题，因此公司要想保证顺畅供应有必要建立自己的生产基地，利用与日立 AIC 的良好关系，获得核心技术，保证中高端化成箔的供应；2. 拥有自己的生产基地可以使公司摆脱在化成箔供应紧张时上游厂商制约。公司涉及化成箔产业的战略意义巨大，可以使公司对整个产业链的把握更加主动，保证自身生产和发展。

在技术方面，公司利用与日立 AIC 的良好关系，通过合作开发获取了高压化成箔的技术工艺。一般按照惯例，与日本厂商合作获取技术可采取的方式有两种：1. 通过合作方式进行开发，内蒙古海立即是采取这样的方式；2. 直接购买。内蒙海立技术、管理、设备结构图纸主要来源于日本日立 AIC，我们认为公司采取的方式应该是在一定期限内按照生产量提取小比例的工艺使用费用(如千分之几的比例)，在约定期限结束后，公司即可以无偿使用。内蒙古化成箔项目将有 7/17 优先供给日立 AIC。

公司在化成箔生产项目的选址上也体现了其战略和成本方面两方面的考虑。化成箔生产的主要成本为电费，一般电费占到化成箔生产成本的 50%-60%，耗费巨大。而内蒙古海立在当地工业用电价格现在为 0.52 元/度，宝鸡项目工业用电为 0.3 元/度，比江海股份在南通本地工业用电的价格 0.7 元/度，分别低 25.7%和 57.1%。公司正在与内蒙古当地政府及相关部门协商希望进一步降低电价。低廉的用电价格将对公司的毛利率提升有支持作用，并使公司的产品更具有竞争力。据我们了解，公司的化成箔产品的毛利率可以达到 25%-28%之间，化成箔根据其应用及工作电压的不同出厂价相差比较大，一般中高压化成箔出厂均价为 70 块/平方米左右。

公司大规模扩产化成箔项目后，化成箔的盈利模式也将发生改变。以前公司是以收取加工费的形式取得收入，今后将按出厂价方式计算营业收入，使得化成箔的营业收入贡献得到提升。

募投资金保证产能提升

目前消费电子产品及工业电子设备需求仍然处在景气的高点，我们认为，尽管电子行业的整体需求增速有所回落，但是2011年仍然将维持正常的增长；而在工业电子设备方面，受益于电容器下游广泛的应用包括通讯、电力设备、电源、汽车电子、军事、铁路、新能源及其他领域的需求快速增长，对于铝电解电容器，尤其是中高端铝电解电容器的需求仍然将维持快速增长。

我们通过调研及与公司高管进行交流得知，公司产品需求目前仍然十分旺盛，尤其是在工业电容器方面，预计未来几年中至少能维持30%以上的同比增长，现在公司工业类电容器的订单已经排到3-4个月之后。而公司目前亟待解决的就是产能不足的问题。

公司通过使用募投资金，加大产能提升力度，来保证下游需求得到供应。公司首次发行上市募投资金主要投资于工业类电容器技改扩产项目、高性能高压化成箔技改扩产项目、高分子固体铝电解电容器技改扩产项目。在工业类电容器技改扩产项目中，公司将主要运用资金投资分别增加焊片及焊针式和螺栓式两种电容器年产能1,800万只和120万只，增加高压化成箔年产能300万平方米，增加高分子固体铝电解电容器1.8亿只。同时公司于2010年10月公告投资6,120万元与宝鸡宝源投资有限公司、陕西金桥科技发展有限公司合资成立凤翔海源储能材料有限公司，建设年产能中高压化成箔项目，项目预计建设40条生产线以上高性能电极箔生产线，形成高性能化成箔年产能660万平方米。宝鸡项目所产高性能化成箔将主要用于公司自己的电容器生产。

我们认为公司募投项目及超募资金投资一方面可以在未来缓解公司产能紧迫的状况，助推公司业绩的增长；另一方面可以加强公司在工业类电容器方面的供应能力，同时加强对于电容器材料的把握能力，使自主能力和成本节约能力得到大幅提升。

图表 9. 公司募投项目

	总投资 (万元)	实施主体	原有年产能 (10 年)	增加年产能
工业类电容器技改扩产项目	8,000	南通江海股份	焊片及焊针式 1,200 万只/螺栓式 84 万只	焊片及焊针式 1,800 万只/螺栓式 120 万只
高性能高压化成箔技改扩产项目	12,000	内蒙古海立	300 万平方米	300 万平方米
高分子固体铝电解电容器技改扩产项目	5,000	南通江海股份	0.1 亿只	1.8 亿只
总投资	25,000			

资料来源：公司数据

在超募资金使用方面，公司目前主要集中在宝鸡化成箔方面。公司计划在未来三年中使用全部超募资金，并考虑进一步做化成箔上游的腐蚀箔；同时也在研讨未来投入薄膜电容器的开发生产，在这方面公司将可以利用既有的铝电解电容器销售渠道优势，公司未来如投入薄膜电容器将主要集中在附加值较高的工业类产品；目前公司在与日本厂商一起合作开发超级电容器，并且观察超级电容器下游的应用市场方向，一旦时机成熟将快速切入。我们认为公司的技术储备及在多方面的研发，将成为未来产品升级的推动力，腐蚀箔、薄膜电容器及超级电容器在未来都有可能成为公司业绩成长的推动力。

初步结论

公司是本土铝电解电容器生产的龙头企业，目前在本土企业中排名第一，在技术和产品品质方面超越了台湾厂商，已经可以与国际一流的日本厂商竞争。公司拥有良好的客户资源，高附加值的工业类电容器占比不断提高，有利于未来进一步提高毛利率。公司有计划地扩充产能，稳扎稳打，缓解产能瓶颈，将助推公司业绩增长。公司虽然是电子类企业，但是由于其产品结构原因，下游涉及多个行业，需求广阔，受电子行业周期性影响低于一般电子企业，具有一定防御性。建议投资者关注公司产能提升进程。

投资风险

目前公司的产品结构中有一半是供给消费类电子产品，因此一定程度上仍然会受电子周期影响；电容器产品的更新换代要求公司具有强大的研发实力，公司新产品的研发能力将直接影响公司在行业中的地位和盈利能力。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371