

2011年2月17日

江海股份

高端化、工业化战略引领高增长

A
买入

002484.SZ - 人民币 29.04

目标价格: 人民币 35.63

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(%)	(5)	3	3	-
相对新华富时	(9)	(0)	6	-
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	1,161.6
3个月日均交易额(人民币 百万)	69
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
亿威投资有限公司	37.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

江海股份是国内铝电解电容器生产龙头企业,在国内铝电解电容器市场占有率达到7%左右。公司不断调整产品结构,加大工业类电容比重,这有利于增强公司盈利能力。我们预计公司工业类电容器将受益节能减排、高铁建设及汽车工业发展,同时我们看好公司优良的客户资源和产业链整合带来的效应,我们预计公司2010-2012年每股收益将达到0.53元、0.85元和1.30元,给予目标价35.63元,首次评级买入。

支撑评级的要点

- 铝电解电容器是电子产品中不可或缺的元器件,占有所有电容器应用中的30%以上,公司是本土最大的铝电解电容器生产厂商,市场占有率在7%左右。
- 公司全面掌握了铝电解电容器生产的核心技术,其高端产品已经达到了日本厂商相当的水平,全面超越台湾厂商。公司依靠技术优势、产品品质优势切入国际、国内一流电子厂商的供应体系,并且在供应链中占有重要地位。
- 公司工业类产品占比不断提升,将带来盈利能力的全面提升。我们认为公司将在未来两三年中持续受益节能减排、高铁建设、汽车工业、风电等行业的发展,工业类电容器将成为业绩增长主要推动力。
- 公司开始进入化成箔生产,打通产业链。公司分别在内蒙古和宝鸡建设化成箔生产基地,缓解高端化成箔进口受制于国外厂商的境况,加强公司对于产业链的掌握。

评级面临的主要风险

- 公司持续研发能力将影响公司长期盈利能力的提升;
- 半导体行业的景气程度转差。

估值

- 我们预计公司今后几年将受益节能减排(变频空调、风电)、高铁建设及国内汽车工业发展,2009-12年净利润复合增长率将达到48.7%。我们给予公司42倍2011年市盈率,目标价为35.63元,首次评级买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	544	615	808	1,214	1,687
变动(%)	-	13	31	50	39
净利润	49	63	85	136	208
全面摊薄每股收益	0.412	0.526	0.534	0.848	1.298
变动(%)	-	27.8	1.4	58.8	53.0
市盈率(倍)	70.5	55.2	54.4	34.2	22.4
每股现金流量(人民币)	0.43	0.77	0.27	0.43	0.78
价格/每股现金流量(倍)	67.5	37.7	107.6	67.5	37.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.6	33.4	27.7	18.8	13.0
每股股息(人民币)	0.039	0.118	0.120	0.190	0.291
股息率(%)	0.1	0.4	0.4	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
估值.....	4
盈利前景：受益工业电容器需求爆发.....	5
工业类电容器将是未来增长主要动力.....	8
进军电极箔，实施产业链整合.....	24
财务状况.....	28
投资风险.....	29
附录、公司概况.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司.....	34

投资摘要

江海股份是国内铝电解电容器龙头企业。公司多年来专注于铝电解电容器的生产，产品线全面，覆盖了引线式、焊片及焊针式、螺栓式、固体铝电解电容器；公司的部分产品已经达到了国际先进水平，在高端产品方面与日本厂商水平相当，全面优于台湾厂商，是国内最具实力的铝电解电容器生产厂商。我们看好公司后续的持续研发实力。

借力工业电容，一飞冲天。公司目前产品结构中工业类电容器占比达到 48%，我们预计公司工业类电容器占比在未来几年中不断提升。工业电容器占比提升，将帮助公司提升产品毛利率，同时获得更高更稳定的出厂价格。我们认为公司的高端工业铝电解电容器将受益节能减排、高铁建设、汽车工业发展等行业大方向；公司工业类产品成为业绩增长主要来源，使公司业绩对消费电子周期变化的免疫力较强。

进入化成箔，掌控产业链。公司在内蒙古和宝鸡分别建立子公司，开始生产化成箔，技术全面来自于日本先进厂商日立 AIC。公司生产的化成箔，除一定比例供应日立外，将主要用于供应自己的电容器生产。我们认为公司进军化成箔领域，体现了公司追赶国际先进企业的战略眼光，也加强了公司对于上游材料领域的掌控能力。

优良的客户，有利于公司盈利能力稳步提升。公司的主要客户包括了三星、LG、ABB、通用电气、山特、Emerson 等国际知名厂商，并且在这些著名厂商的产业链中占有重要地位，其中 2009 年公司的铝电解电容器占到了三星平板电视铝电解电容器采购量的 27%，在变频空调方面，公司产品已经通过了格力、美的、海尔、海信及日本松下等产品认证。在变频洗衣机方面，公司产品已经通过了 GE、惠尔浦的认证。在工业类产品方面，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%。公司已经开始逐渐渗透到一些著名厂商的产品设计链条中，进一步稳固自己的地位。我们认为优质客户资源可以有助于公司提升盈利能力、获得长期定单。

估值

江海股份的主营业务为铝电解电容器和电极箔，铝电解电容器产品包括引线式、焊片及焊针式、螺栓式和固体铝电解电容器。公司是A股主要的被动元器件生产厂商，因此我们选取A中主要的电容器和电极箔生产厂商法拉电子、铜峰电子、东阳光铝、风华高科、东晶电子及A股主要的被动元器件生产厂商超声电子(PCB)、顺络电子(电感器)、超华科技(PCB)作为可比公司。

可比公司2011年预测市盈率平均值为40.6倍，对比可比公司业务，我们认为江海股份产品符合节能减排、产品结构向工业产品转移、下游需求广泛的特点，因此对于电子周期具有防御性，同时公司具有更高的净资产收益率、更好的成长性。

基于42倍2011年市盈率，我们给予公司目标价35.63元。

图表2. 可比公司估值

公司名称	代码	总市值 (人民币亿元)	股价 (人民币)	市盈率(倍)			每股收益			收益增长(%)			市净率(%) ROE(%)	
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2009
法拉电子	600563.SS	60.4	26.9	50.7	27.0	20.9	0.5	1.0	1.3	20.5	87.8	28.9	5.8	11.4
铜峰电子	600237.SS	32.5	8.1	NA	NA	78.7	(0.3)	-	0.1	NA	NA	NA	4.5	(13.9)
东阳光铝	600673.SS	143.4	17.3	192.6	48.3	32.1	0.1	0.4	0.5	NA	298.4	50.6	6.2	3.1
风华高科	000636.SZ	77.3	11.5	128.0	30.7	22.3	0.1	0.4	0.5	NA	317.6	37.5	4.1	3.1
超声电子	000823.SZ	69.2	15.7	62.0	44.6	33.1	0.3	0.4	0.5	1.6	39.2	34.5	3.8	6.1
顺络电子	002138.SZ	50.1	25.8	51.6	48.7	32.2	0.5	0.5	0.8	11.1	5.9	51.1	9.6	11.7
东晶电子	002199.SZ	22.2	17.6	62.7	NA	39.5	0.3	-	0.4	NA	NA	NA	8.8	9.0
超华科技	002288.SZ	20.3	14.8	32.8	76.5	66.3	0.5	0.2	0.2	NA	NA	15.5	4.3	6.8
江海股份	002484.SZ	47.6	29.0	55.2	54.4	34.2	0.53	0.53	0.85	27.8	1.4	58.8	8.1	16.36

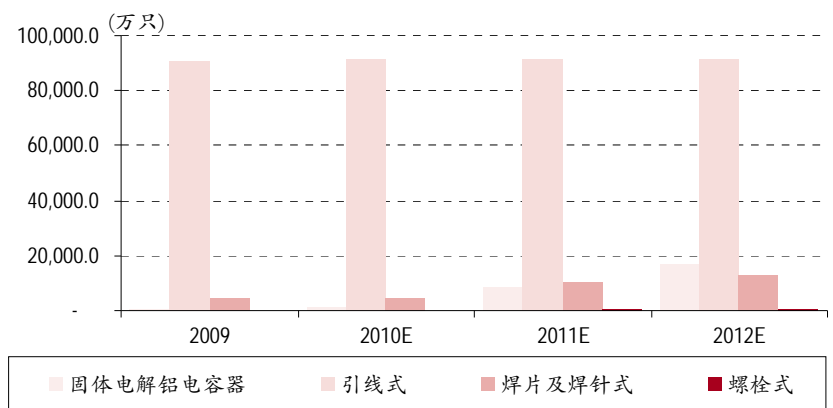
资料来源：万得资讯，中银国际

盈利前景：受益工业电容器需求爆发

我们认为在今后几年中，以应用高铁、变频电器、汽车工业及风电等为代表的工业类电容器将成为公司营业收入的主要增长点，并且带动主营产品毛利率不断提升；同时由于自身产能的不断释放，自产产品在产品结构中的比例持续提升，使得产品盈利能力得到改善。

我们认为公司在产能不足的情况下，将会加快产能扩大的步伐，我们预计在 2011 年公司的固体铝电容器、焊片及焊针式和螺栓式电容器的产能都将有较大的增长，从而解决产能不足的瓶颈。

图表 3. 公司电容器产能变化假设



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

我们认为在 2011 将是公司产品结构发生较大变化的一年，以工业类产品为主的螺栓式和焊片及焊针式电容器在主营业务中的比重将从 2010 年的 58.7% 提升到 62.5%。同时由于自供电极箔也将对公司产品的整体毛利率产生正面的影响。

我们预计公司的整体毛利率将在 2010-2012 年分别达到 22.0%、22.6% 和 23.6%。

图表 4. 公司主营业务营业收入预测

(人民币, 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
固体电解铝电容器	4.8	7.1	50.0	112.6
引线式	214.5	221.0	227.5	234.0
焊片及焊针式	255.6	381.6	563.1	788.5
螺栓式	65.6	93.0	195.9	273.0
高压化成箔	73.4	104.5	176.4	277.2
其他	0.8	1.1	1.4	1.9
合计	614.8	808.2	1,214.3	1,687.1
同比变化 (%)				
固体电解铝电容器		45.7	608.7	125.3
引线式		3.0	2.9	2.9
焊片及焊针式		49.3	47.6	40.0
螺栓式		41.7	110.7	39.3
高压化成箔		42.4	68.8	57.1
其他		30.0	30.0	30.0
合计		31.5	50.2	38.9
占比 (%)				
固体电解铝电容器	0.8	0.9	4.1	6.7
引线式	34.9	27.3	18.7	13.9
焊片及焊针式	41.6	47.2	46.4	46.7
螺栓式	10.7	11.5	16.1	16.2
高压化成箔	11.9	12.9	14.5	16.4
其他	0.1	0.1	0.1	0.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0
毛利率 (%)				
固体电解铝电容器	16.75	19.00	20.50	21.50
引线式	16.66	19.00	16.00	15.50
焊片及焊针式	18.50	22.00	23.20	24.20
螺栓式	20.28	23.00	24.00	25.00
高压化成箔	27.55	28.00	28.10	28.10
其他	NM	50.00	50.00	50.00
合计	19.79	22.01	22.55	23.56

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

费用率假设

我们认为随着公司加大新客户的开拓力度，公司在 2011-12 年的销售费用率将有所上升；伴随着产能扩大，公司销售收入将大幅增长，而管理费用率将随之降低；2011-12 年，公司将受益于上市后现金充足，减少对于短债依赖程度，因此财务费用率持续下降。

综上所述，我们预计公司 2010-12 年营业费用率将分别为 10.8%、10.4%及 10.0%。

我们预测公司 2010-2012 年归属于母公司净利润分别为 8,544.8 万元、1.4 亿元和 2.1 亿元。

图表 5. 公司营业费用率假设

(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率	2.5	3.1	2.7	2.9	2.8
管理费用率	5.1	5.8	7.5	7.0	7.0
财务费用率	0.8	0.1	0.6	0.5	0.2
营业费用率	8.5	9.0	10.8	10.4	10.0

资料来源：公司数据及中银国际预测

工业类电容器将是未来增长主要动力

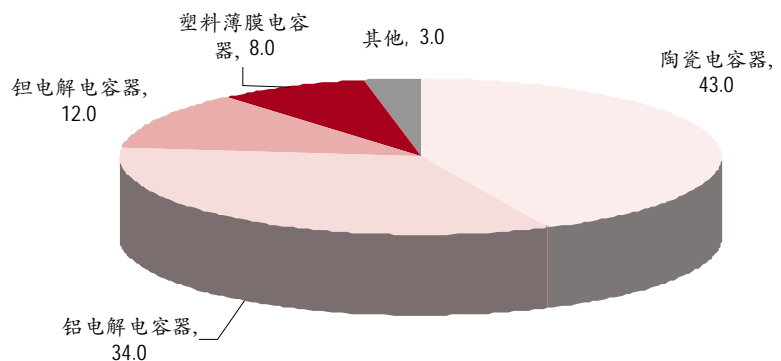
铝电解电容器

电容器是三大被动元器件(电容、电阻及电感)之一，在电子元器件中占有重要的地位。在整机使用的电子元器件中，电容器的用量最大、用途最广，占到了全部电子元器件总量的40%。因此电容器产业的发展，是信息产业发展的基础之一，也必将我国发展信息产业的重点。

电容器是一种能够储存电荷的元件，它的基本功能有两项，即充电和放电。充电过程通常把电容器的一个极板接电源正极，另一个极板接电源负极，两个极板就分别等量的异种电荷，这种方式可以把电能储存在电容器中。放电过程是把电容器的两极导通，此时两极板之间的电场消失，储存在其中的电能转换成其他形式释放出来。

一般电容器分为三大类：铝电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器。其中铝电解电容器的用量约占所有电容器的30%以上，铝电解电容器下游涉及多个领域，具有不可替代性，因此预计在未来铝电解电容器用量仍将维持全部电容器的30%以上。

图表 6. 全球铝电解电容器分类市场规模

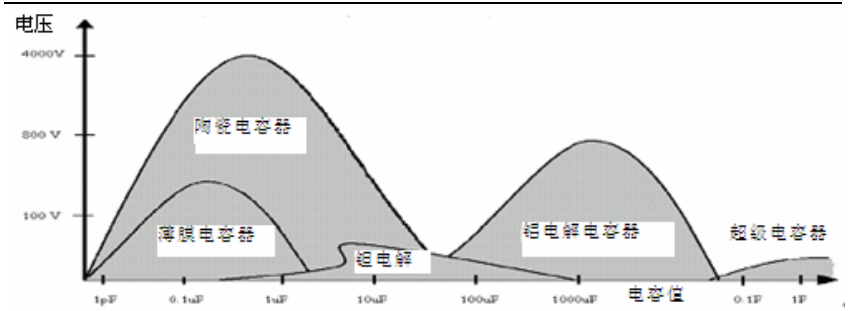


资料来源：IEK

铝电解电容器在电子线路中的主要作用概括为：通交流、阻直流，具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能，同时铝电解电容器具有体积小、储存电量大、成本低特性。它的下游涉及了消费电子产品、通信、电脑周边设备、仪器仪表、自动化控制、汽车电子、高速铁路、航空航天及军事产品等。

从图表 7 我们可以看出，液态铝电解电容器在高压大容量领域占有优势地位，而在低压应用领域，固体铝电解电容器具有可靠性好、寿命长、高频、低阻抗、耐特大波纹电流的特性。一颗固体铝电解电容器可以代替 2-3 颗普通的液体铝电解电容器，在电子产品集成化小型化的趋势下，将获得更广泛的应用。随着成本的下降，固体铝电解电容器将成为低压领域的主要竞争产品。

图表 7. 主要电容器应用领域






资料来源：招股说明书

按照引出方式的不同，铝电解电容器可以分为三类：引线式、焊片及焊针式、螺栓式。引线式铝电解电容器一般应用于消费类电子产品，包括电视、液晶显示器、计算机等；而焊片及焊针式铝电解电容器可以应用于消费类电子产品也可以应用于工业产品上，其中消费类电子产品的应用比例略高于工业类产品应用；螺栓类铝电解电容器主要用于对额定电压、储电能力要求较高的工业类产品上，包括高铁、工业用变频器等。

而按照应用领域的不同，铝电解电容器可以分为两类：消费类和工业类。其中消费类产品主要应用在是电视、音响、显示器、计算机、空调等；而工业类产品主要用在工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电、汽车工业等。

图表 8. 铝电解电容器产品简介

引出方式	产品	介绍	应用方向
引线式		正负针形导线通过铆接工序分别连接在正极和负极箔上，通过胶塞或者灌胶的方法固定并引出	消费电子产品
焊片及焊针式		内部连接通过一对或多对引出箔与正负极箔连接，通过固定在酚醛盖板上的焊针或者焊片进行外部连接	消费类和工业类产品
螺栓式		内部连接通过一对或多对引出箔与正负极箔连接，通过固定在酚醛盖板上的螺栓进行外部连接	工业类产品如变频器、高铁等

资料来源：公司数据及中银国际预测

固体铝电解电容器是一种新型的铝电容器，是指以高分子聚合物取代普通的液态电解液为电解质的铝电解电容器，与普通液态铝电解电容器相比，有可靠性高、温度特性好、使用寿命长、电容量大、高频、低阻抗、耐特大纹波电流的特性。

固体铝电解电容器在低压领域相较于普通铝电解电容器具有比较明显的优势，一颗固体铝电解电容器可以取代 2-3 颗液态铝电解电容器，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、寿命短的弊端。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。

图表 9. 液态和固体铝电解电容器性能对比

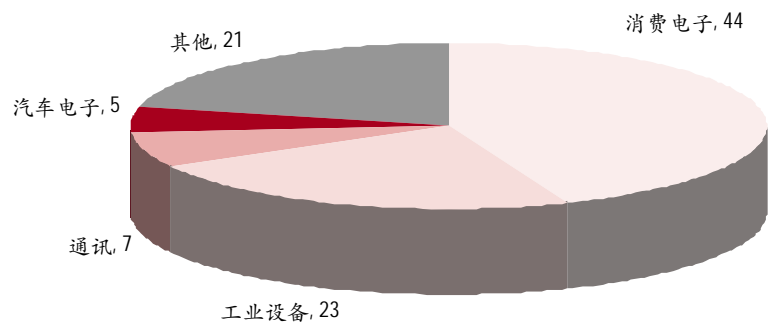
电容器名称	电解质	小型化	频率特性	温度特性	高电压	高容量	寿命	价格
液态铝电解电容器	液体	优	差	中	好	优	差	优
固体铝电解电容器	固体	好	优	好	差	中	好	中

资料来源：公司数据及中银国际预测

铝电解电容器-小器件大市场

铝电解电容器下游需求十分广泛，包括了消费电子、工业变频器、高铁、汽车工业、新能源等多个领域，因此需求空间极大。据行业估算，铝电解电容器应用在消费电子产品的比例约为 44%，应用在工业设备的比例约为 23%，通讯产品约为 7%，汽车电子约为 5%，其他产品约为 21%。按照 2009 年全球铝电解电容器市场规模计算，分别为消费电子 22.2 亿美元、工业设备 11.6 亿美元、通讯产品 3.5 亿美元、汽车电子 2.5 亿美元和其他产品 10.6 亿美元。

图表 10. 铝电解电容器下游应用



资料来源：招股说明书

铝电解电容器受多个行业驱动，下游行业的健康成长将驱动铝电解电容器需求维持较快成长。我们认为在电子行业需求经历了 2010 年的高速增长后，2011 年将维持较快但是低于 2010 年增速的水平。我们认为，公司的产品结构持续向高端、工业用电容器转移将有利于规避景气程度下降带来的风险，工业类铝电解电容器将成为公司未来成长的重要推动力，帮助公司提高盈利能力。

在消费电子方面，我们认为包括电脑、手机、LCD TV 等电子产品的成长，都给上游的铝电解电容器带来了无限商机。尽管消费电子类产品的景气程度有可能在 2011 年有所回落，但因作为主要被动元器件具有不可替代性，消费类铝电解电容器需求仍然将维持稳定增长。

个人电脑是铝电解电容器的重要应用终端之一，其中固体铝电解电容器主要用在温度较高的场合，如主机板 CPU 外围、LCD TV 灯管附近、服务器、VGA 卡、游戏机等。就台式机来讲，单核芯的 CPU 需要 30-48 只、双核芯需要 40-68 只、四核芯需要 60-118 只，预计未来的八核芯和十二核芯将有更大的需求量。

图表 11. CPU 所需固体铝电解电容器

	单核芯	双核芯	四核芯	八核芯	十二核芯
所需固体电容器(只)	30-48	40-68	60-118	100-128	120-148

资料来源：招股说明书

据 Gartner 预测，2011-2013 年全球个人电脑出货量仍然将维持 18.7%、15.2% 和 11.6% 的年增长率，其中笔记本电脑将是全球个人电脑出货量成长的主要动力。Gartner 预测，2011-2013 年全球笔记本电脑年增长速度将分别为 27.6%、21.5% 和 17.4%。

我们认为全球个人电脑出货量在 2008-2009 年经济危机后，又迎来了新一轮的增长。我们的判断主要基于以下两点：1. 由于经济危机原因，原来全球电脑换机潮向后推迟，使 2011-2012 年电脑市场整体增长率维持在较高水平；2. 现在欧美国家个人的电脑普及率水平已经比较高，处在接近饱和状态，而一些原来经济欠发达地区如亚太地区的印度、中国三四线城市的电脑普及率迅速上升，从而引发出的一些新增量，对电脑市场的整体增长起了很大的推动作用。

电容器作为电脑终端上不可缺少的附件，必然受益于下游终端销售的高速成长。而随着电脑内设设备对于温度、比容要求的提高，单台个人电脑对于铝电解电容器的个数要求也在不断提高，因此对于消费类铝电解电容器的整体成长起到推动作用。

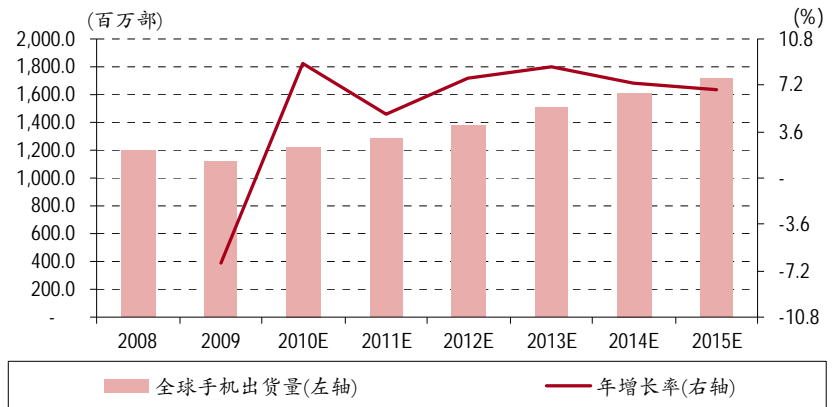
图表 12. 全球电脑出货量增长情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
全部台式机(千台)	156,564.3	150,374.1	138,440.8	149,424.5	158,361.4	164,965.7	164,555.1	161,176.4
全部笔记本(千台)	107,504.1	141,854.0	169,900.9	214,157.3	273,310.1	332,110.7	390,047.7	448,729.2
全部电脑(千台)	264,068.4	292,228.1	308,341.7	363,581.8	431,671.6	497,076.4	554,602.8	609,905.6
同比增长(%)								
全部台式机		(4.0)	(7.9)	7.9	6.0	4.2	(0.2)	(2.1)
全部笔记本		32.0	19.8	26.0	27.6	21.5	17.4	15.0
全部电脑		10.7	5.5	17.9	18.7	15.2	11.6	10.0

资料来源：Gartner

据 DisplaySearch 预测，在未来几年中全球手机出货量将维持较快增长，2011-2013 年全球手机终端出货量年增长率将分别为 4.9%、7.8% 和 8.7%。手机终端对于小型铝电解电容器的需求将是铝电解电容器成长的基础之一。

图表 13. 全球手机出货量情况

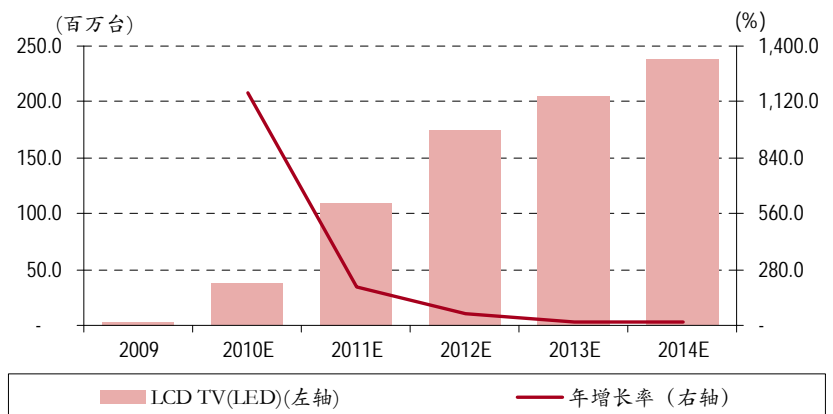


资料来源: DisplaySearch

LCD TV 是铝电解电容器的另一大终端应用方向。LCD 电视取代传统的 CRT 电视已经成为电视行业的潮流，尤其是更为节能环保、色彩显示更加逼真的 LED 背光类 LCD 电视 2011-2014 年预计将大规模取代传统的 CRT 电视。据 DisplaySearch 预测，2010 年 LCD 电视在全球电视机出货量中的比重已经占到了 20%，在 2011-2014 年这一趋势将加速。

新型的 LCD 电视对于铝电解电容器也有了新要求，应用在 LCD 电视上的铝电解电容器要求工作电压更高、耐温标准更高、工作时间要求更长。高端平板电视市场的爆发，为高端铝电解电容器厂商带来了难得的商机。

图表 14. 全球 LED 背光 LCD TV 增长情况



资料来源: DisplaySearch 及中银国际研究预测

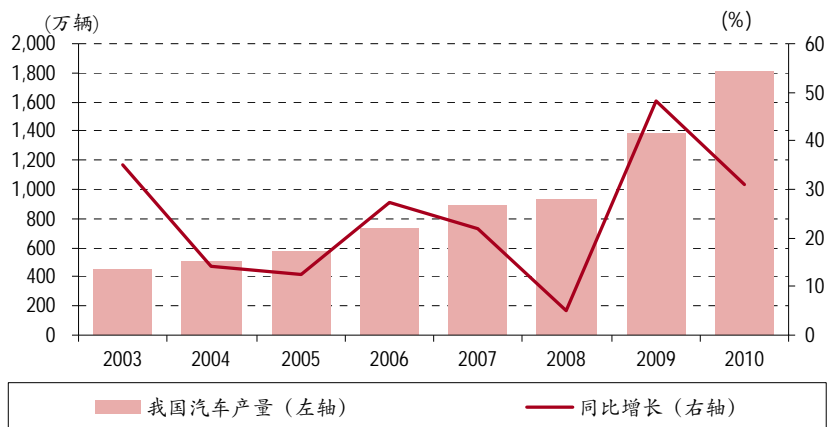
变频空调将驱动铝电解电容器需求。国家信息中心数据显示，2010 冷年，变频空调销售量占整体空调比例已经超过 24%，销售量、销售额同比分别增长 101.57%和 86.65%。而在新冷年的开局销售中，变频空调又取得了开门红。而据另一组中怡康时代市场研究有限公司的调查数据显示，2010 年中国变频空调年销售量同比增长了 134%。我们认为伴随着家电的二次换代潮，很多上世纪 90 年代初期的家电面临新技术产品的冲击，有望释放更大的消费空间，以变频空调为代表的节能减排家电必然成为消费者选购的首选。变频空调的对于铝电解电容器的需求将成为 2011-2012 年铝电解电容器增长的亮点之一。

铝电解电容器在工业领域同样有着广泛的应用，包括变频技术领域(主要是空调、电梯、冶金、机械等领域)、自动化技术领域(主要是数控机床等)、通讯、电源和电力设备(包括固定电话、调制谐频器、风电设备及 UPS 等)、汽车电子(包括汽车音响、GPS 接收器、安全气囊、发动机控制系统等)、军事及铁路等领域。

中国汽车工业已经进入了高速增长期，2010 年中国汽车销量年增长 31%达到了 1,806 万辆，在 2010 年仍然将维持较快速度增长。我们认为在 2011-2012 年，中国汽车销量增速有可能低于 2009 和 2010 年的水平，但是仍然将维持在较高的增长速度。我们认为，目前中国人均汽车保有量与发达国家相比仍然比较低，仍然有较大的增长空间。汽车电子所使用的铝电解电容器对工作温度要求较高，在混合动力汽车和电动汽车的电源系统中，铝电解电容器也将扮演重要角色。一辆电动汽车的电池充电、电压转换、逆变器等电路中至少需要 4 个高压、大容量、耐高温的铝电解电容器。

汽车销售平稳快速的增长，将给汽车电子带来广泛的市场空间，进而带动铝电解电容器的增长。

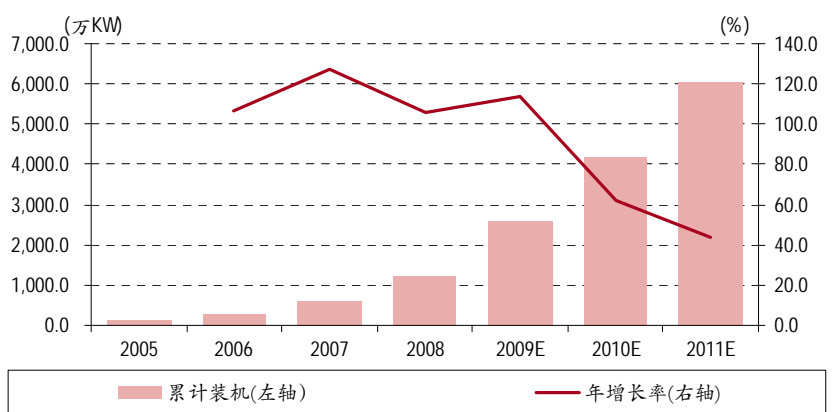
图表 15. 我国汽车产量增长情况



资料来源：汽车工业协会产销快报

在风电方面，据全球风能理事会报告统计，近十年来，全球风电累计装机容量年增长率接近 30%，2009 年全球风电装机总量达到 157.9 兆千瓦，增长率 31%。中国风电装机容量连续 5 年实现 100% 增长。中银国际研究预测，2010-2011 年中国风电装机容量将分别实现 62% 和 44% 的增长率，分别达到 4,195 万千瓦和 6,045 万千瓦。风力发电是新兴的环保能源行业，大量使用高电压、大容量、长寿命和高稳定性的铝电解电容器。新兴环保能源行业对于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。

图表 16. 我国风电装机容量预测



资料来源：中银国际研究预测

高铁定单驱动螺栓式铝电解电容器增长。我国铁路轨道交通发展的空间十分巨大，国务院批复到 2015 年，我国将新建轨道交通 79 条，总长 2,300 公里，总投资规模 8,820 亿元。在“十二五”期间，高速铁路的建设再一次成为重中之重，在未来五年中，我国高速铁路将维持每年 7,000 亿左右的投资规模。

我国现在铁路运营里程约 8.3 万公里，其中高速铁路客运约 4,300 公里。而按照“十一五”铁路中长期发展规划，2010 年达到 9 万公里，其中新建高速铁路客运专线达 1.2 万公里。预计到 2020 年，全国高铁客运专线将达到 1.6 万公里。

在铁路建设中，包括各类电源、机车牵引、车厢空调、信号控制等都需要大量使用高压、高容比的铝电解电容器。我们认为铁路建设尤其是高铁在未来几年的加速建设将为公司的工业类铝电解电容器业务成长提供较大帮助。

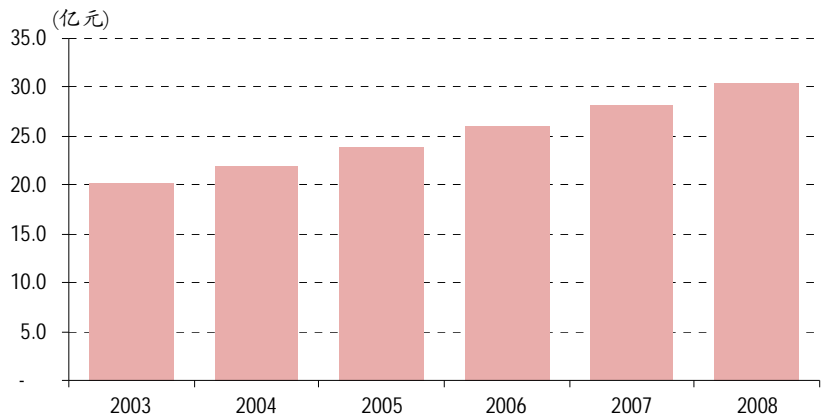
图表 17. 铁路“十一五”规划和中长期发展目标

	2005 年	2010E	2020E
铁路运营里程(万公里)	7.5	9.0	12.0
客运专线(万公里)	-	0.7	1.6
复线里程(万公里)	2.6	4.0	5.0
复线比率(%)	33.9	45.0	50.0
电气化里程(万公里)	2.0	4.0	5.0
电气化比率(%)	26.7	45.0	50.0

资料来源：铁道部及中银国际研究

通信设备领域包括固定电话、UPS 等对于铝电解电容器的需求也将在未来快速增长。据 CCID 统计 2008 年中国通信设备用 UPS 销售额已经达到 30.4 亿元，同比增长 7.8%。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。我们认为随着通信行业信息化建设的深入，UPS 的需求量将持续上升，进而带动对铝电解电容器的需求。

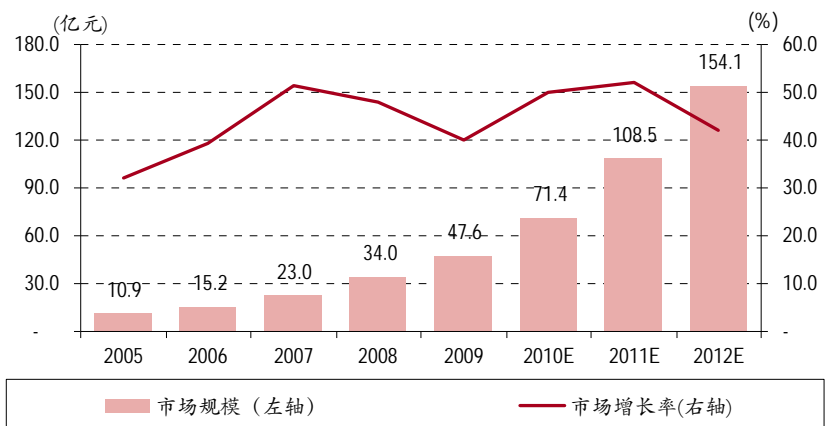
图表 18. 中国通信设备用 UPS 销售额



资料来源: CCID 及中银国际

中国变频器市场正处在高速增长期,这其中不光包括了前文提到的变频空调,还包括电梯、冶金、机械用变频器等。变频器使用的电容器一般为高压(额定工作电压为 350V-1000V,并具有优良的耐纹波电流的能力)、大容量铝电解电容器。一台 30KW 的变频器一般要用到 4 颗 3300UF/400V 铝电解电容器。《2008-2010 年中国变频器行业市场分析 & 投资预测报告》称,在过去几年中,中国变频器市场一直维持着 12%-15% 的年增长率,而在未来几年中至少还要维持 10% 以上的年增长率。我们认为变频器市场的增长将会带动对铝电解电容器的需求。

图表 19. 中国高压变频器市场规模

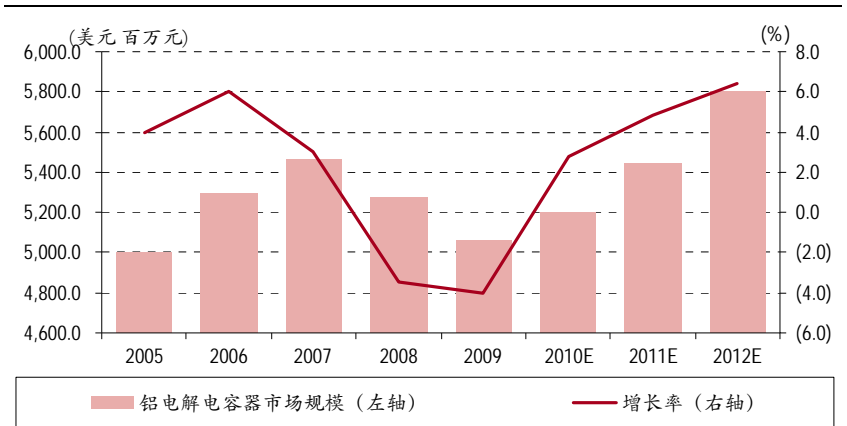


资料来源: 九洲电气

综上所述，我们认为，铝电解电容器市场将在未来几年持续保持较快的增长速度。铝电解电容器面对的下游市场覆盖了包括消费和工业在内的多种领域，受电子行业周期影响较小。在未来几年中，汽车电子、高铁、变频领域及电力设备等领域都将会成为工业类电容器高速增长的主要推动力。

根据《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》预计，2010年全球铝电解电容器市场规模将达到52.0亿美元，2011-2012年全球铝电解电容器市场规模将分别达到54.5亿美元和58.0亿美元，分别实现年增长率4.7%和6.6%。

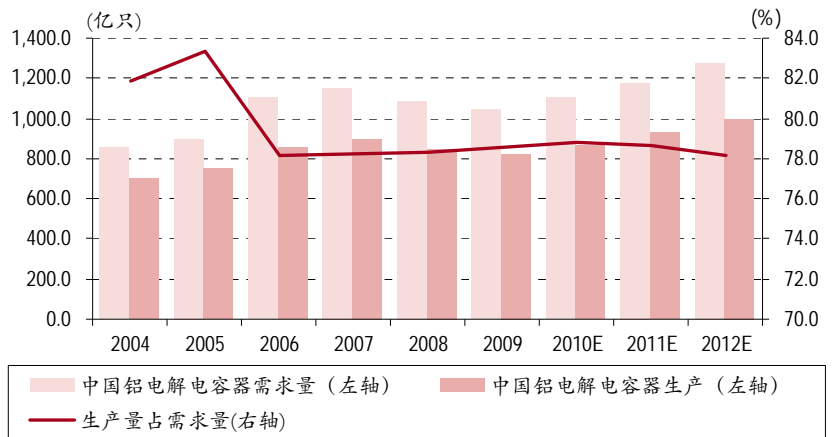
图表 20. 全球铝电解电容器市场规模



资料来源：中国铝电解电容器市场竞争研究报告

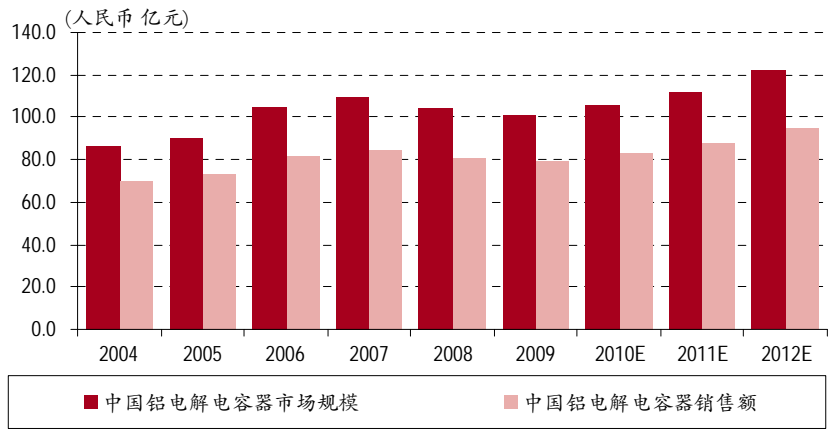
进口替代将给本土高端铝电解电容器厂商带来商机。《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》估计，2010年中国铝电解电容器需求量将达到1,100亿只，而生产量只有867亿只；到2011年我国铝电解电容器需求量将达到1,180亿只，生产量为928亿只，2012年我国铝电解电容器需求量将达1,280亿只，而生产量约为1,000亿只。可以看出，我国铝电解电容器需求与供给之间始终存在约20%左右的缺口，需要从国外进口弥补，尤其是在高端铝电解电容器这一部分，国内生产仍然比较薄弱，大部分要靠国外进口来补充。《报告》同时预计，2010年中国铝电解电容器市场规模为106亿元，销售额为83亿元，到2011年中国铝电解电容器市场规模为112亿元，销售额将达到88亿元，2012年中国铝电解电容器市场规模为122亿元，销售额将达95亿元。据中国电子元器件行业协会统计，至2009年中国铝电解电容器进口额为13.8亿美元，而出口额为6.19亿美元。因此我们认为在铝电解电容器进口替代方面，未来几年将存在巨大的空间，尤其是高端铝电解电容器，目前国内对进口依赖严重，而高端铝电解电容器的生产厂商主要集中在日本。因此国内能够生产高端铝电解电容器的厂商，在逐渐拉近技术差距的同时，利用自身成本优势，将在替代外来产品方面有巨大的市场空间。

图表 21. 中国铝电解电容器产量与需求量



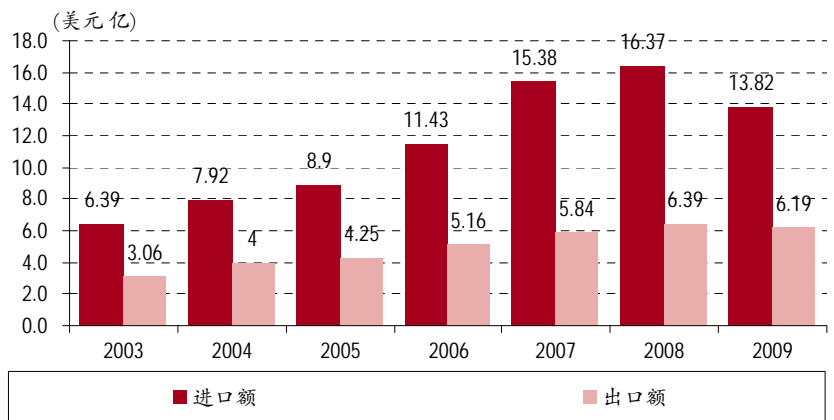
资料来源：中国铝电解电容器市场竞争研究报告

图表 22. 中国铝电解电容器市场规模与销售额



资料来源：中国铝电解电容器市场竞争研究报告

图表 23. 中国铝电解电容器进出口情况



资料来源：电子元器件行业协会

铝电解电容器市场是一个竞争比较充分的市场，目前世界上主要的铝电解电容器厂商主要集中在日本、中国大陆和台湾以及韩国地区。在高档产品方面，国内一些企业不断提高产品品质在技术含量，与日本企业的差距逐渐缩小；而在中档产品方面，主要是台资企业与境外企业进行竞争；在低档、技术水准较低的产品方面，主要是众多的小型民营企业之间竞争，竞争的焦点主要在于产品价格。

图表 24. 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		450.9
nichicon	日本		183.7
Hitachi_AIC	日本		127.5
Rubycon	日本		94.6
CDE	美国		55.0
Epcos	德国		52.8
Rifa_bhc	瑞典		48.8
Jianghai (本公司)	中国		45.3

资料来源：电子元件行业协会

目前日本集中了世界上最好的铝电解电容器企业，其中著名的包括 NCC、日立 AIC、Nichicon、Rubycon、ELNA 等。在工业类电容器的生产制造上，日本厂商占有较大的优势。韩国也是世界上主要的电容器生产基地，代表性企业包括三莹、三和及大宇等，韩国的电容器生产包括了消费类及工业类产品。台湾地区的主要电容器企业包括立隆、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。

近几年来，随着电子产品产能迅速的向中国转移，世界铝电解电容器制造商也全面向中国大陆地区转移，在这个潮流下，我国本土的一些电容器生产企业也迅速发展起来。除江海股份外，中国大陆地区主要的铝电解电容器生产厂商还包括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。另外国内主要电容器生产厂商还包括法拉电子、铜峰电子、风华高科等。其中东阳光铝的电容器产品主要为铝电解电容器，法拉电子和铜峰电子的电容器产品主要是薄膜电容器，风华高科主要生产多层陶瓷电容器。

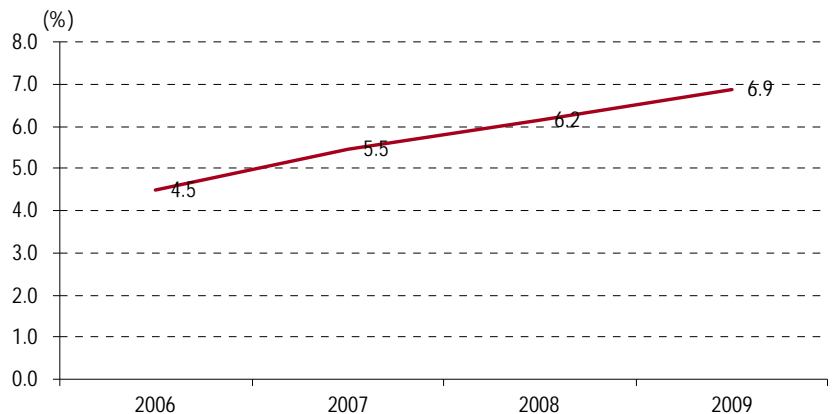
电容器行业具有一定的进入壁垒。主要壁垒包括：

1. 品牌认知度。电容器作为重要的被动元器件，其性能在很大程度上决定了终端产品的性能，因此下游厂商对于产品的品质要求较高。电容器的消费客户大多是一些世界知名的电子制造商，如三星、LG、Amerson、中兴通讯、西门子、ABB、山特、施耐德等。进入大的制造商供应链通常需要经过严格而漫长的产品认证过程，一般而言，整个认证过程要长达1-2年甚至3-4年，而一旦进入供应商体系，电容器用户通常会和供应商建立长期的合作关系。因此品牌认知对于后进厂商来说，是一道极难跨越的门槛。
2. 技术和研发壁垒。电子类产品更新换代的周期越来越短，这就要求元器件厂商要适应能力较强，能够跟得上终端产品的演化，提供相应的设计。对于电容器的生产厂商来说，强大而持续的研发能力是保证其长期生存的根本。
3. 生产规模壁垒。电容器的用量通常较大，因此对于生产规模及品种不全的企业来说，很难为下游厂商提供稳定全面的供货，因此生产规模和产品线的全面性也是下游厂商选择供应商时考虑的重要标准。

江海股份是国内铝电解电容器龙头

江海股份是国内铝电解电容器生产的龙头企业，产品覆盖了包括引线式、焊片及焊针式、螺栓式和固体铝电解电容器，产品线全面。在消费类产品方面，公司已经切入平板电视市场和变频空调用铝电解电容器市场。在工业产品方面，公司的产品应用在高铁牵引机车、风电设备、汽车电子等方面。公司针对消费类产品竞争日趋激烈毛利率下降的形势，加大工业类产品的投入力度。公司的铝电解电容器市场占有率稳步提升。截至2009年底，公司铝电解电容器国内市场占有率达到6.9%。

图表 25. 公司产品市场占有率情况



资料来源：电子元器件行业协会

公司拥有强大的研发实力，自行研发的 CD13H 超高压可靠铝电解电容器具有超高工作电压(600V)、耐大纹波电流、耐震动性、可靠性高等特点，耐久性寿命达到了 85°C、2,000 小时，各项性能已经达到了国际同类产品水平。长寿命电容器一般要求最低寿命为 105°C、8,000 小时。日本电容器最高水平为 105°C、12,000 小时，公司 CD281L 系列、CD262 系列目前也已经达到该技术指标，产品处于应用推广阶段，设计总成本比日本电容器低 20-30%。公司还注重与国内高校合作进行研发，与南京大学和南京航空航天大学合作形成了一套产、学、研相结合的合作研发体系。

公司已经成为世界上主要的电容器应用厂商的供应商。在消费电子领域，包括三星、LG、格力电器、海信、创维等都是公司的客户，其中 2009 年公司的铝电解电容器占到了三星平板电视铝电解电容器采购量的 27%，在变频空调方面，公司产品已经通过了格力、美的、海尔、海信及日本松下产品认证。在变频洗衣机方面，公司产品已经通过了 GE、惠尔浦的认证。在工业类产品方面，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。

图表 26. 公司的主要客户



资料来源：公司数据及中银国际

图表 27. 公司工业类产品对主要客户销售情况

应用领域(万元)	代表客户	2007 年	2008 年	2009 年	年均增长率 (%)
变频器	西门子	4,492.35	6,740.40	7,715.20	35.87
UPS 电源	EMERSON	5,631.68	4,926.31	6,101.11	4.17
工业传动控制器	ABB	3,186.97	3,993.29	4,280.69	17.16

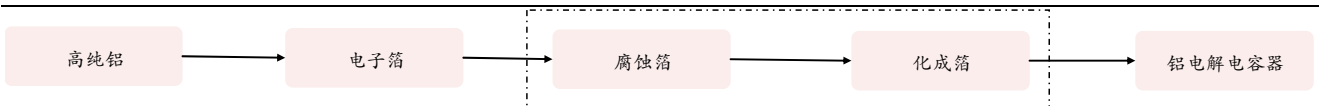
资料来源：公司数据

进军电极箔，实施产业链整合

电极箔

电极箔是制造铝电解电容器的关键材料，通常可以分为腐蚀箔、化成箔，或者分为阴极箔及低中高压阳极箔。电极箔用于承载电荷，一般占铝电解电容器生产成本的 30%-70%，而电极箔需求的 80%是来自于铝电解电容器，因此其需求和发展高度依赖于铝电解电容器行业的发展。电极箔的性能决定着铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性和体积大小等技术指标，是铝电解电容器产业链中最具价值和最需要技术含量的部分之一，腐蚀和化成是电极箔生产的核心技术。

图表 28. 铝电解电容器产业链



资料来源：公司数据

化成技术是电极箔制造的核心技术之一，化成液是化成箔质量的决定因素之一，化成液的配方及生产流程控制是各家厂商的重要商业机密。目前国内主流中、高压化成技术主要有三种：80年代末从法国引进的以壬二酸、己二酸铵为主要原料的有机酸化成技术；90年代末从日本引进的以硼酸为主要原料的无机酸化成技术；近几年国内自主开发的以硼酸、己二酸铵为主要原料的混合酸化成技术。

图表 29. 主要中高压化成技术及应用对比

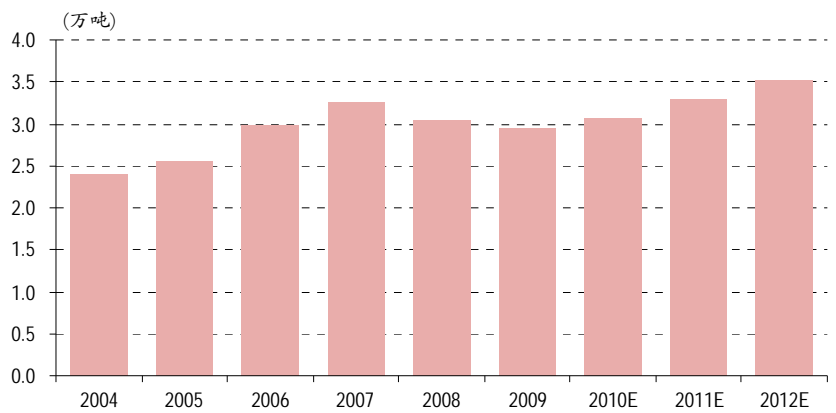
中高压化成技术	优点	缺点	应用方向
有机酸化成体系	容量、强度都优于无机酸、混合酸，适宜分切小片。化学品的成本略低于其他两种化成技术。	氧化膜的缺陷多，漏电流大，对与之配套的电解液要求高；介质损耗大；污染大，废水处理费用高。	适用于低档电容器市场。
无机酸化成体系	氧化膜漏电流小、介质损耗小；生产的电极箔介质氧化膜质量非常高，能生产长寿命、低阻抗、耐大纹波电流的电容器。	所用的化工材料较多，成本较大。	通信、开关电源、变频器、长寿命电子镇流器、汽车电子为代表的中高档市场。
混合酸化成体系	是介于有机酸及无机酸之间的一种化成技术，其产品性能优于有机酸，但达不到无机酸的水平。	生产中含磷物质使用较多，废水处理费用也较大。	适用于中档电容器市场，如配合性能好的电解液可以部分用于高档电容器市场。

资料来源：公司数据

化成箔需求状况依赖于铝电解电容器

电极箔消费量有 80%是来自于铝电解电容器，因此电极箔行业的发展和需求状况极大程度上依赖于铝电解电容器的行业发展状况。根据中国元器件行业协会预测，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。由技术发展和固体铝电解电容器成本的不断下降，低压液态铝电解电容器的市场空间将逐渐被压缩，产品逐渐被固体铝电解电容器取代；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。

图表 30. 中国大陆地区电极箔消费量发展与预测



资料来源：电子元器件行业协会

电极箔产业竞争状况

由于电极箔是生产铝电解电容器的主要原材料之一，很多铝电解电容器厂商都向上游进行整合，以保证本身对于原材料的掌控。国内电极箔主要生产厂商包括东阳光铝、南通南辉、江苏中联和日本KDK等，目前这些企业已经形成了规模优势。其中东阳光铝 2008 年与化成箔相关的业务占总营业收入的 62.4%；KDK 工业株式会社是日本佳美工(CHEMI-CON)株式会社下专门生产电容器用化成箔的一家公司，NCC 是日本主要的铝电解电容器生产厂商，化成箔对于该公司属于向前整合的产业。KDK 是全世界最大的化成箔生产厂商，其技术和产量都位居世界前位。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。

化成箔的 60%左右生产成本都是来自于用电，因此国内的化成箔工厂大多在电费便宜的地区选址，如三峡地区和内蒙古地区。

进军化成箔领域，进行产业链整合

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。内蒙古海立技术、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，其他用于供应自身电容器生产。

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。

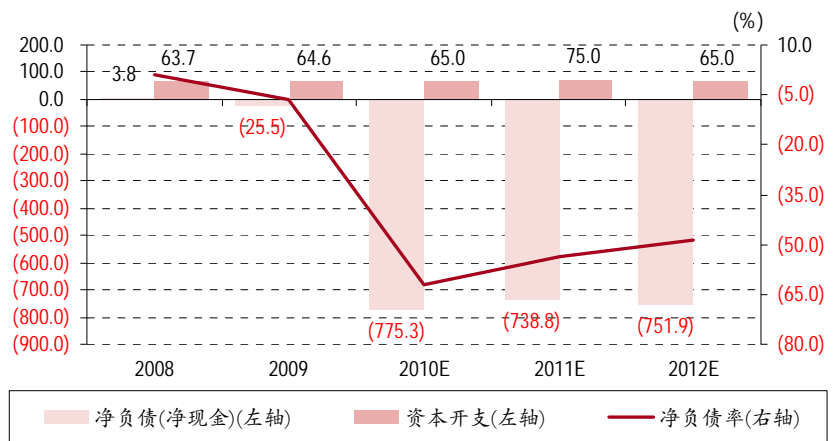
公司大规模扩产化成箔项目后，化成箔的盈利模式也将发生改变。以前公司是以收取加工费的形式取得收入，今后将按出厂价方式计算营业收入，使得化成箔的营业收入贡献得到提升。

财务状况

公司财务状况良好，从2009年开始即处于净现金状态。2010年公司在中小板上市后，现金流更加充足。公司近几年产能扩张较快，因此将维持较大的资本支出。

随着公司产能扩大，将解决以往产能不足而不得不放弃一些订单的作法；另一方面，由于产能得到保障、自产比例提升、工业产品占比提高等原因，我们预计公司未来的盈利能力将得到大幅提升。因此我们预计在未来几年将持续维持净现金状况。

图表 31. 净负责(现金)及资本开支情况



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

投资风险

研发能力

下游产品更新换代加快，对公司的研发能力要求较高，如果公司的研发能力不能保证满足下游客户产品设计要求，将会影响到公司在下游客户供应链中的地位。

半导体行业的景气程度

公司目前约 50%左右的产品是应用在消费电子产品上，因此消费电子产品周期变化将一定程度上影响公司的营业收入及盈利能力。

附录、公司概况

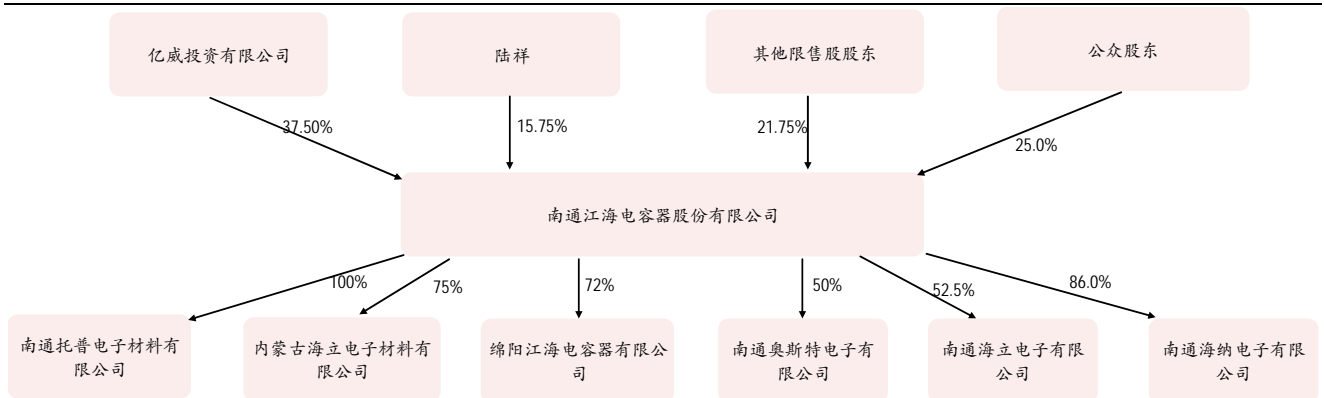
南通江海电容器股份有限公司成立于 1958 年，从 1970 年开始专业从事铝电解电容器，前身是南通平潮无线电元件厂。2005 年改制后的江海电容器股份有限公司吸纳香港亿威投资有限公司投资成立中外合资南通江海电容器有限公司，2008 年 7 月变更为南通江海电容器股份有限公司。

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%。公司与日本 ELNA 株工会社合资成立南通海纳电子有限公司，形成 400 万只/月的贴片式导电性高分子铝电解电容器产能，公司持股比例为 86.0%。

图表 32. 江海股份的股权结构



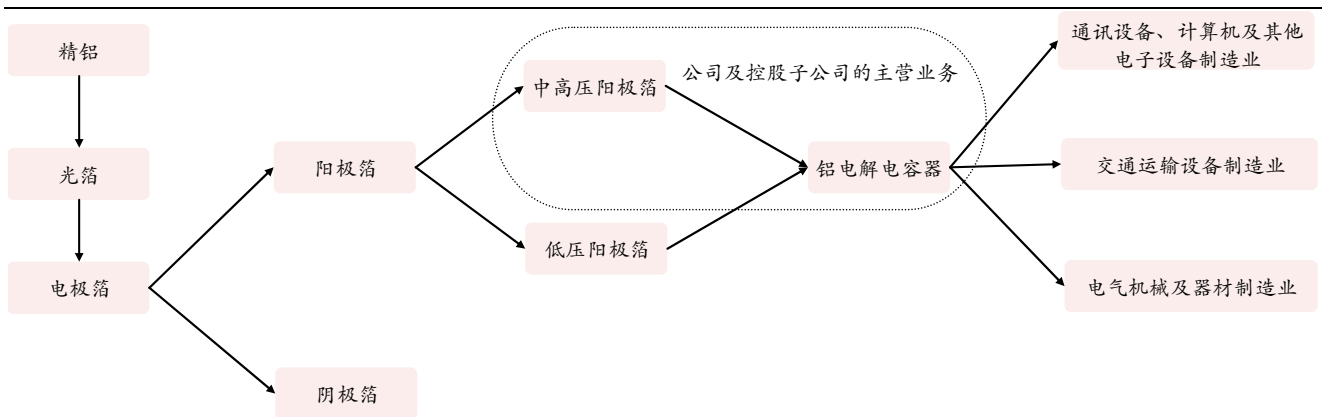
资料来源：公司数据

图表 33. 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。
南通海纳电子有限公司	生产、销售贴片式导电性高分子铝电解电容器。

资料来源：公司数据

图表 34. 公司所处的上下游产业链

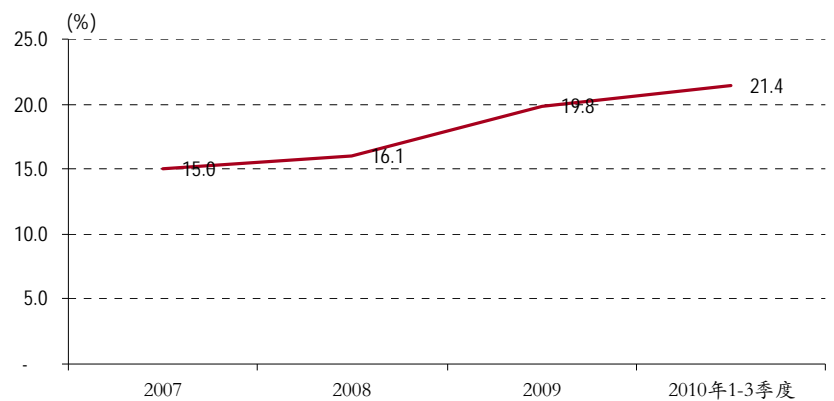


资料来源：公司数据

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。

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可以达到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 35. 公司产品毛利率变化



资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	544	615	808	1,214	1,687
销售成本	(457)	(493)	(630)	(940)	(1,290)
经营费用	(16)	(21)	(43)	(72)	(107)
息税折旧前利润	71	101	135	202	290
折旧及摊销	(17)	(24)	(30)	(35)	(40)
经营利润	54	77	106	167	250
净利息收入/(费用)	(5)	(1)	(5)	(6)	(3)
其他收益/(损失)	8	1	1	1	1
税前利润	58	76	102	162	248
所得税	(8)	(10)	(12)	(19)	(30)
少数股东权益	0	(3)	(4)	(7)	(11)
净利润	49	63	85	136	208
核心净利润	49	63	85	136	208
每股收益(人民币)	0.412	0.526	0.534	0.848	1.298
核心每股收益(人民币)	0.412	0.526	0.534	0.848	1.298
每股股息(人民币)	0.039	0.118	0.120	0.190	0.291
收入增长(%)	NA	13	31	50	39
息税前利润增长(%)	NA	41	38	58	50
息税折旧前利润增长(%)	NA	41	34	49	44
每股收益增长(%)	NA	28	1	59	53
核心每股收益增长(%)	NA	28	1	59	53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	51	81	877	790	805
应收帐款	119	146	192	289	401
库存	114	119	152	227	311
其他流动资产	21	27	35	53	73
流动资产总计	305	373	1,257	1,358	1,591
固定资产	166	204	241	283	310
无形资产	27	28	26	24	22
其他长期资产	69	73	86	103	125
长期资产总计	263	305	353	411	457
总资产	568	677	1,610	1,769	2,048
应付帐款	71	110	141	210	288
短期债务	55	55	102	50	50
其他流动负债	111	111	102	121	142
流动负债总计	236	276	345	381	480
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	15	15	15	15
股本	120	120	160	160	160
储备	198	266	1,090	1,213	1,393
股东权益	318	386	1,250	1,373	1,553
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	568	677	1,610	1,769	2,048
每股帐面价值(人民币)	2.65	3.22	7.81	8.58	9.71
每股有形资产(人民币)	2.42	2.99	7.65	8.43	9.57
每股净负债/(现金)(人民币)	0.03	(0.21)	(4.85)	(4.63)	(4.72)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	58	76	102	162	248
折旧与摊销	17	24	30	35	40
净利息费用	8	3	5	6	3
运营资本变动	15	(53)	(76)	(86)	(85)
税金	2	1	0	0	0
其他经营现金流	(48)	40	(17)	(48)	(81)
经营活动产生的现金流	52	92	43	68	125
购买固定资产净值	(64)	(65)	(65)	(75)	(65)
投资减少/增加	4	1	0	0	0
其他投资现金流	6	3	7	2	2
投资活动产生的现金流	(53)	(61)	(58)	(73)	(63)
净增权益	0	0	784	0	0
净增债务	47	(52)	0	0	0
支付股息	(5)	(14)	(19)	(30)	(47)
其他融资现金流	(32)	57	47	(52)	0
融资活动产生的现金流	10	(9)	812	(82)	(47)
现金变动	9	22	797	(87)	15
期初现金	44	49	81	877	790
公司自由现金流	(6)	30	(20)	(11)	59
权益自由现金流	41	(22)	(20)	(11)	59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.1	16.4	16.8	16.6	17.2
息税前利润率(%)	10.0	12.5	13.1	13.8	14.8
税前利润率(%)	10.6	12.4	12.6	13.4	14.7
净利率(%)	9.1	10.3	10.6	11.2	12.3
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	3.6	3.6	3.3
利息覆盖率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
净权益负债率(%)	1.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	3.2	3.0	2.7
估值					
市盈率(倍)	70.5	55.2	54.4	34.2	22.4
核心业务市盈率(倍)	70.5	55.2	54.4	34.2	22.4
目标价对应核心业务	86.5	67.7	66.7	42.0	27.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	10.7	8.8	3.6	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	67.5	37.7	107.6	67.5	37.2
企业价值/息税折旧前	47.6	33.4	27.7	18.8	13.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	91.3	86.3	78.5	73.6	76.2
应收帐款周转天数	80.1	86.8	76.4	72.3	74.6
应付帐款周转天数	47.4	65.3	56.6	52.6	53.8
回报率					
股息支付率(%)	9.4	22.5	22.5	22.5	22.5
净资产收益率(%)	15.5	16.4	10.4	10.3	14.2
资产收益率(%)	8.2	9.9	8.2	8.7	11.5
已运用资本收益率(%)	13.3	17.2	11.3	11.6	16.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

江海股份 (002484.SZ/人民币 19.04, 买入)
三星电子(005935.KS/韩币 617,000.00, 未有评级)
ABB (ABB.N/美元 23.82, 未有评级)
GE (GE.N/美元 21.46, 未有评级)
乐金电子 (003550.KS/韩元 81,400, 未有评级)
Emerson (EMR.N/美元 61.55, 未有评级)
格力电器 (000651.SZ/人民币 19.09, 未有评级)
美的电器 (000527.SZ/人民币 18.80, 未有评级)
海尔电器 (1169.HK/港元 8.11, 未有评级)
海信电器 (600060.SS/人民币 12.30, 未有评级)
松下电器 (6502.T/日元 2513.00, 未有评级)
法拉电子 (600563.SS/人民币 26.86, 未有评级)
铜峰电子 (600237.SS/人民币 8.12, 未有评级)
东阳光铝 (600673.SS/人民币 17.33, 未有评级)
风华高科 (000636.SZ/人民币 11.52, 未有评级)
超声电子 (000823.SZ/人民币 15.71, 未有评级)
顺络电子 (002138.SZ/人民币 25.78, 未有评级)
东晶电子 (002199.SZ/人民币 17.56, 未有评级)
超华科技 (002288.SZ/人民币 14.75, 未有评级)
九洲电气 (300040.SZ/人民币 18.34, 未有评级)
Nichicon (6996.T/日元 1236.00, 未有评级)
Hitachi (4217.T/日元 1959.00, 未有评级)
ELNA (6972.T/日元 101.00, 未有评级)
立隆电子 (2472.TW/新台币 23.10, 未有评级)
中兴通讯 (000063.SZ/人民币 28.35, 未有评级)
施耐德 (SU.EPA/欧元 115.40, 未有评级)

以 2011 年 2 月 15 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(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)。同步大市则指预计该行业(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

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。

本报告期内含保密信息，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