

**评级：审慎推荐**
**电子元器件**
**公司年报点评报告**

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：黄进

电话：0755-25832407

邮件：huangjin2@fcsc.cn

## 江海股份（002484）10 年年报点评

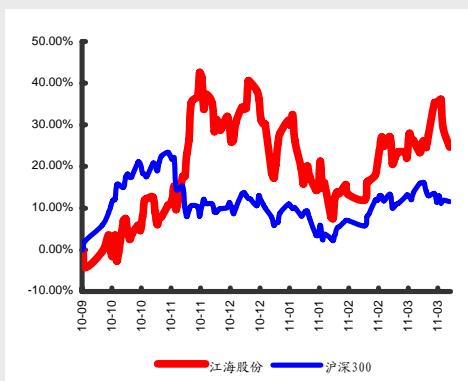
### ——垂直向上整合，从全球 2% 起飞

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.08-34.87
总市值 (百万元)	4,784.00
流通股本 (百万股)	40.00
流通股比率 (%)	25.0%

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,225.21
每股净资产	7.66
市净率	3.90
资产负债率	13.8%



**事件：**公司 3 月 18 日公布年报，年报显示全年实现营业收入 8.12 亿元，比上年同期增长 32.15%，归属于母公司股东的净利润 0.86 亿元，比上年增长 36.20%，每股收益 0.66 元。同时公布了 10 年利润分配预案，以 2010 年 12 月 31 日的总股本为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 3.75 元（含税）。

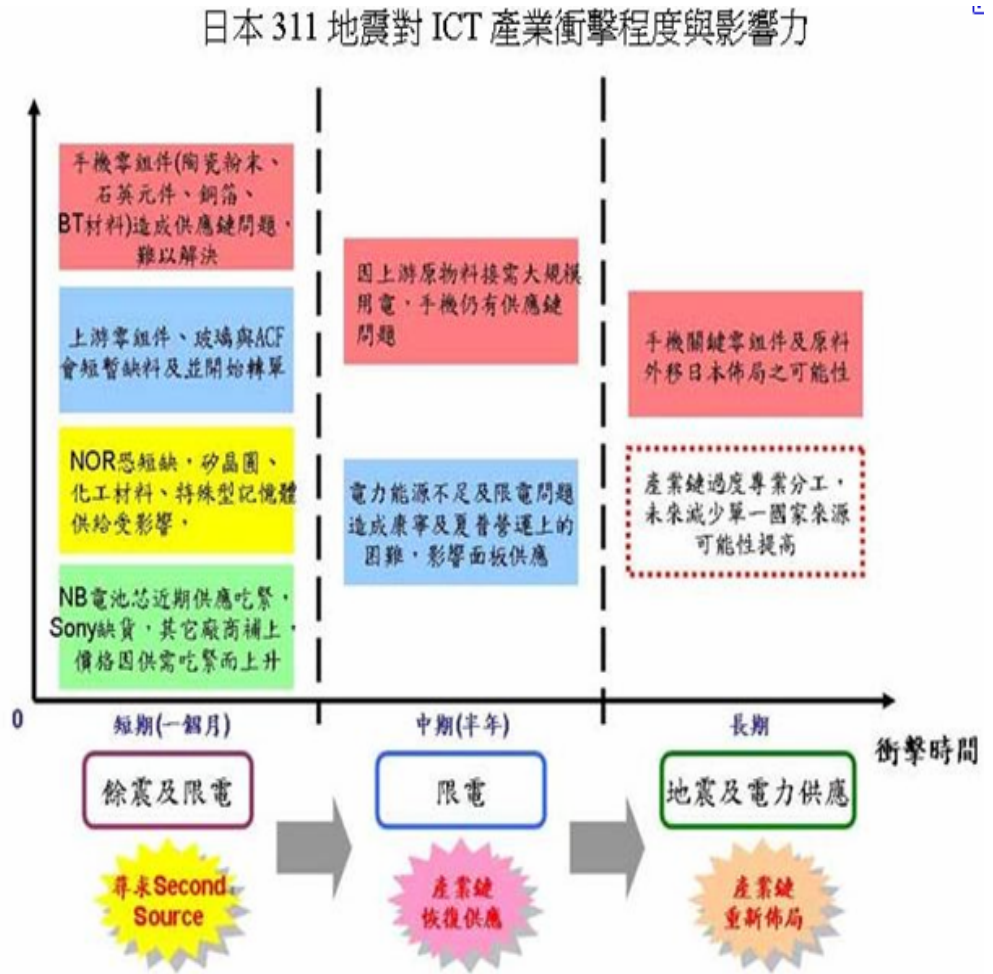
#### 点评

- **期间费用增加，但毛利率小幅提升。**由于上市、路演推介费用增加以及公司加大开发新产品的研发投入，管理费用同比增长 76%，期间费用同比大幅上升 63.78%。销售费用随 2010 年营业收入增加，同比增长了 28.86%。公司产品出口占比 46.54%，在去年人民币汇率大幅波动的背景下，汇兑损失导致财务费用大幅增长 328.28%。由于内蒙古乌兰察布工业用电于去年 6 月份开始，从 3 毛 4 分/度大幅提高到 5 毛 2 分/度，电费成本上升了 52.9%，导致高压化成箔的毛利率同比下降 57.2%。而工业类和消费类电容器在原材料成本上涨情况下，毛利率仍然分别提高了 5.66% 和 7.87%。目前，公司综合毛利率为 19.98%，同比增长 4.12%。
- **技术水平国际领先，产品结构不断提升。**本公司是国内铝电解电容器龙头，有全系列的铝电解电容和固体铝电容产品，国内市场占有率达 7%。公司近年来主推毛利率高的工业铝电解电容器，生产的高端铝电容产品和日本两家最主要的铝电解电容生产厂家佳美工 (chemcon) 和尼基康 (Nichicon) 在质量、技术水平上基本相当，且略高于台湾公司同类产品。公司工业类电容器定位高端，毛利率为 26.31%，远高于消费类电容器的 15.62%，今年其生产的工业类电容器同比增长了 68.99%，营业收入占比从 2009 年的 29.44% 上升到 37.64%。同时，公司不断优化产品结构，引线式、焊片式电容平均单价同比上升 9.71%、27.14%。公司的现有产品焊片式电容和螺栓式电容扩产项目达产后，将分别新增加产能 1200 万只/年和 84 万只/年。
- **进口替代空间广阔，地震加速产能转移。**我国每年铝电解电容的缺口在 20% 左右，其中大部分的高端铝电解电容需要从日本等国进口，而公司的高端工业电容生产占比逐年提升，除了填补国内的需求，公司外销产品比例增速超过了内销。公司产品



已获包括三星、LG、西门子、GE 等国际知名公司的认证，三星、LG 等大公司连续多年进入公司的前 5 大客户。公司强大的客户群，是公司今后高速发展的有利保证。公司产品目前全球市场占比 2%左右，全球第一的日本佳美工营收大约是公司的 10 倍，在铝电解电容领域有着非常广阔的成长空间。我们认为，受此次地震影响，日本半导体的产能外移将首先从基础的被动元器件产业链开始，逐步扩展到半导体产业的各个领域。

图 1、日本地震对半导体产业产能转移的影响



资料来源：融合网、第一创业证券研究所

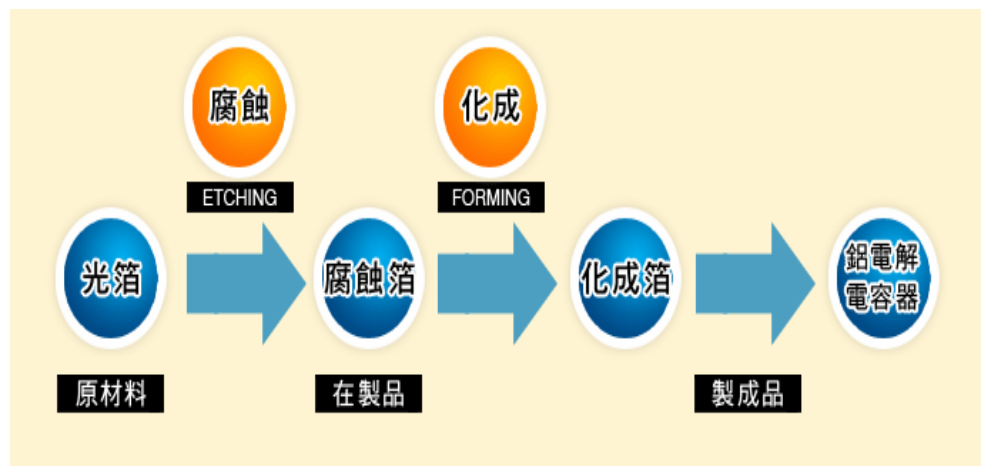
- **新兴产业需求刺激，工业铝电解电容起飞。**由于国家产业政策积极鼓励和引导，节能变频、风力、太阳能、电力机车、新能源汽车等领域的投资拉动下，我们认为工业类电容的需求增长将大于消费类电容的增长，整个国内市场将有 5%-9%的增长，目前公司订单饱满，公司产品尤其是高端工业类电容今年预计将会有 30%-50%的增长。另外，2010 年初至今，铝电解电容单价平均已经增长 10%，由于此次铝电解电容器主要产地日本受地震的影响，今年日本方面供给不乐观，铝电解电容出厂价还将继续上涨。
- **布局高分子固体铝电解电容，产能不断扩张。**在薄膜电容器和



钽电解电容器的夹击下，铝电解电容依然占据了电容器 30%左右市场。在小容量高比容电解电容方面，公司顺应市场需求，布局新项目高分子固体铝电容，毛利率可达 30%-50%，逐步替代原材料昂贵的钽电容。公司南通海纳厂的高分子固体电容器项目今年上半年投产，年产 4800 万只，目前已经小批量试产供样。

- **管理层高瞻远瞩，引进日本尖端技术，切入上游原材料生产。** 公司从全球第三的日立 AIC 引进高品质的高压化成箔制造核心技术。中高压化成箔是工业类铝电解电容器的主要原材料，我国目前大部分高品质的高压化成箔、光箔依赖从日本进口。公司的高压化成箔采购一直比较紧张，制约了业务的发展。公司利用上市 IPO 资金对内蒙古海立厂扩建，并开始新建宝鸡 40 线的高压化成箔项目，目前已经完工 12 条，预计宝鸡项目一期（24 线）年底建成，年产约 384 万平方米。新建宝鸡厂生产线采取和宝鸡电厂合作的方式，目前协议电价是 3 毛 4 分，并且化成工艺流程经过研发团队技术攻关改进后，比内蒙厂的化成速度提高了 20%。目前，公司大概 80%左右的化成箔需外购，通过公司向上游垂直整合产业链的方式，将争取把这一比例降至 20%，化成箔自给自足有利于提高公司毛利率和减轻对外高端原材料的进口依赖。内蒙海立厂位于呼和浩特附近的乌兰察布，是当地政府大力发展的新工业基地，公司将视当地的配套电价政策，调整生产线扩建的速度，产能将进一步提升。我们认为，铝电解电容产业的关键在中上游。只有掌握了中上游光箔、腐蚀箔、化成箔的生产，自给自足，才能够控制好下游铝电解电容的生产成本，实现高于同行业的毛利率。

图 2、铝电解电容器制造工艺流程



资料来源：第一创业证券研究所整理

- **首次给予公司“审慎推荐”评级。** 公司业务成长未来几年长期受益于国家新兴产业政策和产业转移，将获得平均高于 30% 的增长速度，远高于同行业 10% 左右的增长率。同时，公司高端产品扩产、新产品不断推出为业绩增长助力，长期增长潜力巨大。预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.81



元、1.11 元、1.52，对应 PE38.3 倍、27.8 倍、20.4 倍，给予“审慎推荐”评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	61,480	81,248	108,355	139,783	181,926
同比 (%)	13.0%	32.2%	33.4%	29.0%	30.1%
营业毛利	12,165	16,737	24,080	31,975	42,254
同比 (%)	39.3%	37.6%	43.9%	32.8%	32.1%
归属母公司净利润	6,317	8,605	12,949	17,836	24,260
同比 (%)	27.8%	36.2%	50.5%	37.7%	36.0%
总股本 (万股)	16,000.0	16,000.0	16,000.0	16,000.0	16,000.0
每股收益 (元)	0.39	0.54	0.81	1.11	1.52
ROE	17.5%	7.0%	9.6%	11.6%	13.7%
P/E (倍)	78.5	57.6	38.3	27.8	20.4

数据来源: 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120