

建议询价区间:

17.1 元 ~19.9 元

上市首日定价区间:

25.6 元~28.5 元

发行数据

发行前总股本 (万股)	12000
发行数量 (万股)	4000
发行后总股本 (万股)	16000
保荐机构	信达证券

相关研究:

电力与新能源研究小组

郑庆平 (S0120208060039)

联系人: 韩守晖 朱程辉
8621-68761616-8511、8513

Hansh@tebon.com.cn
Zhuch@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

全国铝电解电容器的领军企业 ——江海股份 (002484) 新股定价报告

报告要点:

- ◆ **国内唯一进入全球前 8 的专业铝电解电容器企业。**公司销售收入连续 17 年排名全国第一, 规模优势明显。2007 年——2009 年公司分别实现营业收入 4.92 亿、5.44 亿、6.15 亿元, 2010 年上半年公司实现营业收入 3.69 亿元。08 年、09 年以及 10 年上半年营业收入同比增速 12%、15%和 36.04%。
- ◆ **公司技术领先优势明显、研发投入稳步提升。**公司的研发团队在推进公司产品技术升级中, 充分运用自己的智慧, 构建起了自主研发、与国际同行紧密合作以及同国内高等院校密切结合的三驾马车。目前公司的技术优势可以体现在: 1、国家重点新产品 7 个; 2、高新技术产品 8 大系列; 3、授权和受理专利 14 项; 4、独占许可 2 项; 5、非非专利技术 7 项等。
- ◆ **下游行业看好。**目前公司的产品主要定位在以中高档的产品为主, 竞争对手主要为日本、美国、欧洲以及韩国的一些公司, 这类产品的竞争主要是技术和质量的竞争, 而少有价格方面的竞争。这类中高档产品的应用领域主要包括: 通信、工业电源、变频器、长寿命电子产品、汽车、轨道交通以及电子整流器等。目前在国家大力倡导节能减排的大背景之下, 在众多下游领域不断放量的情况下公司受益匪浅, 比如电机节能方面涉及的变频器、轨交建设以及新能源领域等。
- ◆ **风险提示:** 宏观经济波动, 带来下游行业需求下滑的风险; 行业竞争加剧的风险; 核心管理人员及技术人员流失的风险等。
- ◆ **盈利预测与估值:** 根据我们的假设估算公司 10、11、12 年的 EPS 分别为: 0.57 元、0.73 元和 0.96 元。考虑同类上市公司估值, 我们给予公司 10 年 30 倍—35 倍 PE 的水平, 对应合理价位在 17.1 元—19.95 元区间内, 建议投资者积极申购。

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012(E)
主营收入	614.80	598.55	972.12	1,484.40
增长率	13.02%	96.94%	62.41%	52.70%
净利润	66.43	151.48	230.28	337.71
增长率	33.38%	47.53%	52.02%	46.65%
稀释 EPS (元)	0.39	0.57	0.79	0.97
增长率	29.27%	46.15%	38.22%	22.22%
ROE(%)	19.21	5.98%	7.64%	8.54%

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

1. 公司概况	2
1.1. 公司股权结构	2
1.2. 公司近年经营概况	3
2. 铝电解电容器行业前景广阔	4
3. 公司投资亮点	6
3.1. 国内唯一进入全球前 8 的专业电容器企业	6
3.2 公司技术领先优势明显、研发投入稳步提升	6
3.3 下游客户群体优质、未来发展有保障	7
3.4 下游市场发展空间潜力巨大	7
4. 募集资金项目	8
5. 风险因素	8
6. 盈利预测与估值	9

图表目录

图 1 公司股权结构情况	2
图 2 公司经营情况概览	4
图 3 全球铝电解电容器市场规模及增长情况预测（单位：百万美元）	5
图 4 铝电解电容器产量与需求量预测（单位：亿只）	5
图 5 公司研发投入情况	7
表格 1 公司前十名股东持股情况	3
表格 2 2007 年工业用电容器销售额及排名情况	6
表格 3 募投项目情况	8

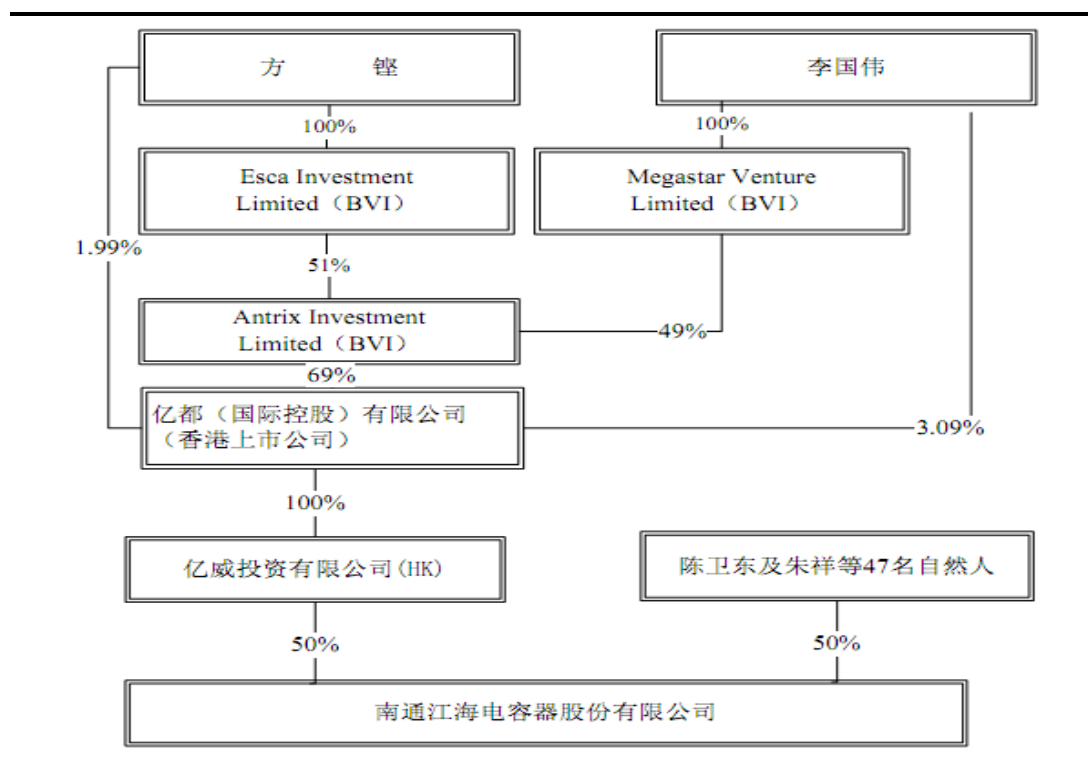
1. 公司概况

南通江海电容器股份有限公司主要从事铝电解电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务。公司始建于 1958 年，1970 年开始专业生产铝电解电容器，公司现占地 120000M2，建筑面 60000M2，员工 1200 多人，合资关联公司五家，是国家级高新技术企业、国家火炬计划——通州电子元器件及材料产业基地骨干企业，从 1993 年起销售收入在国内铝电解电容器行业蝉联第一。

1.1. 公司股权结构

公司前身为集体所有制企业，02 年在江苏省政府的规定下开始改制，特殊的历史造成了公司特殊的股权结构，公司高管对公司股权的占有水平相对较低

图 1 公司股权结构情况



资料来源：公司招股书、德邦研究

表格 1 公司前十名股东持股情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
亿威投资有限公司	60,000,000	50	法人股东
朱祥	25,200,000	21	无
陈卫东	4,800,000	4	董事长
陆军	3,600,000	3	总裁
邵国柱	2,400,000	2	高级副总裁
顾洪钟	2,100,000	1.75	副总裁
顾义明	1,800,000	1.5	副总裁
王军	1,800,000	1.5	副总裁、财务负责人
徐永华	1,800,000	1.5	副总裁
王汉明	1,200,000	1	董事会秘书

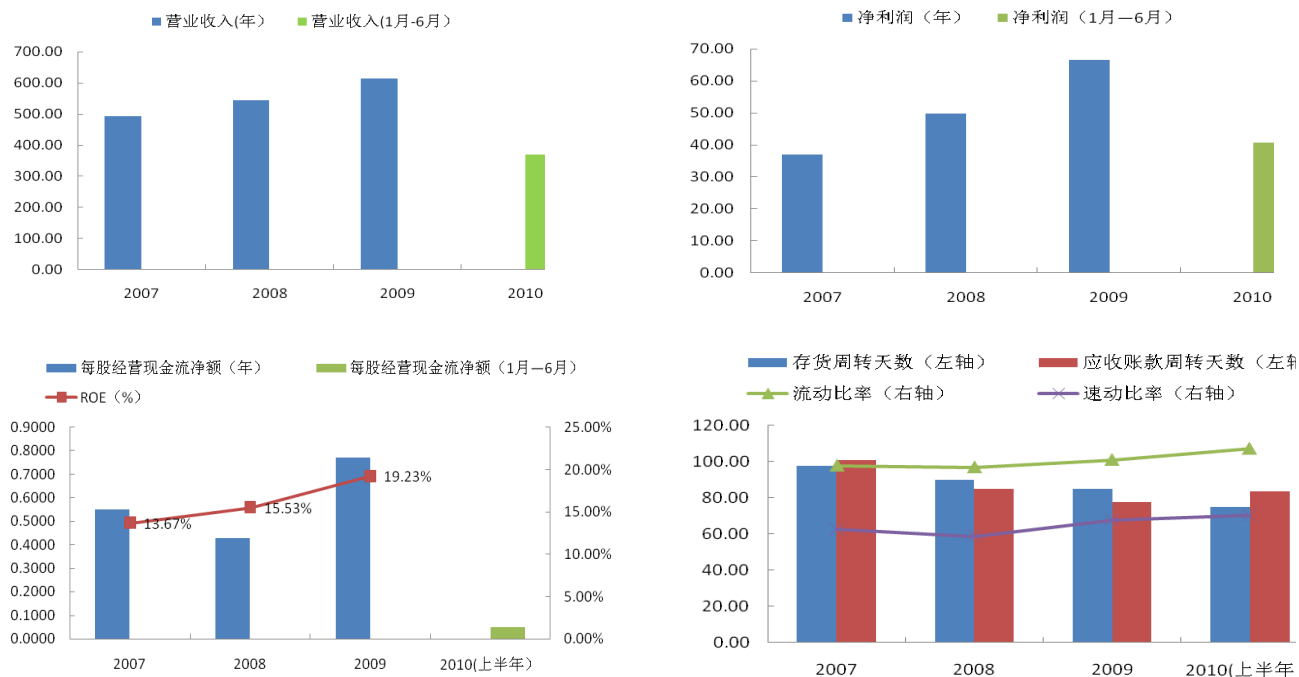
资料来源：公司招股书、德邦研究

1.2. 公司近年经营概况

公司 07 年至 09 年的营业收入稳步增长。08 年在收到金融危机冲击，在行业整体下滑的情况下，公司营业收入任然实现了 12% 的增长，09 年公司主营业务收入 5.98 亿元，同比增长 15%，2010 年上半年公司实现主营业务收入 3.61 亿元，比上年同期相比增长 36.04%。

公司的净利润增长增长速度明显要高于营业收入的增长速度，公司净利润 08、09 以及 10 年上半年同比增速分别为 34.54%、33.38% 和 43.23%。

图 2 公司经营情况概览

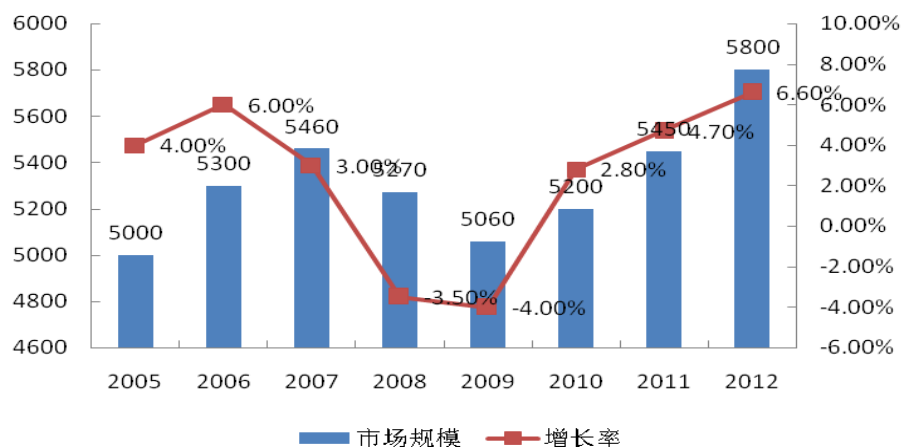


数据来源：Wind 资讯、德邦研究

2. 铝电解电容器行业前景广阔

电容器作为三大被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，是电子线路中必不可少的基础电子元器件，电容器产业的发展水平在很大程度上影响着我国电子信息产业的发展，是国家重点发展的产业。在整机使用的电子元件中，电容器用途最广泛、用量最大，约占全部电子元件用量的 40%左右，而铝电解电容器又占三大类电容器（电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器）产量的 30%以上。

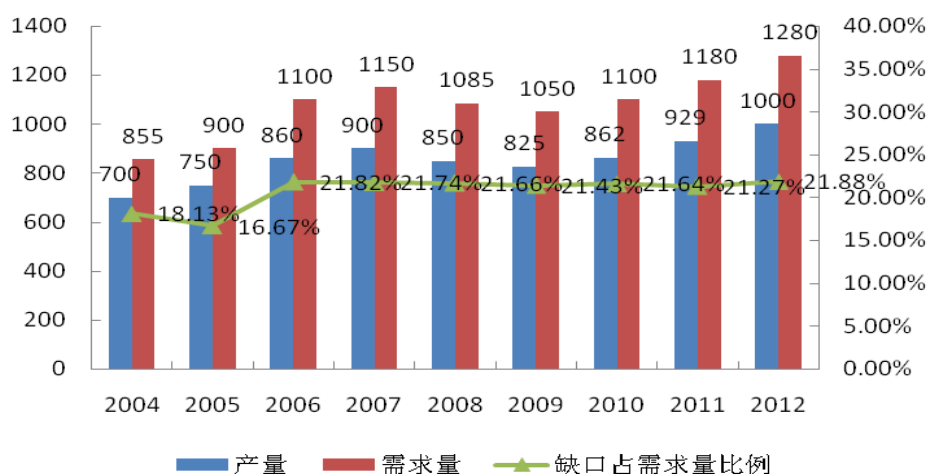
图 3 全球铝电解电容器市场规模及增长情况预测（单位：百万美元）



资料来源：公司招股书、德邦研究

一直以来我国铝电解电容器的产能无法满足国内市场的需求，需求缺口依靠进口弥补已经成为一种常态，并且今年市场缺口有不断增大的趋势。未来国内市场将为本土电容器企业提供广阔的增长空间。

图 4 铝电解电容器产量与需求量预测（单位：亿只）



资料来源：公司招股书、德邦研究

3. 公司投资亮点

3.1. 国内唯一进入全球前 8 的专业电容器企业

公司销售收入连续 17 年排名全国第一，规模优势明显。2007 年——2009 年公司分别实现营业收入 4.92 亿、5.44 亿、6.15 亿元，2010 年上半年公司实现营业收入 3.69 亿元。08 年、09 年以及 10 年上半年营业收入同比增速 12%、15%和 36.04%。

表格 2 2007 年工业用电容器销售额及排名情况

公司	地区	排名	工业用铝电容器销售额（百万美元）
Chemi_con (NCC)	日本	1	450.92
Nichicon	日本	2	183.69
Hitachi_AIC	日本	3	127.48
Rubycon	日本	4	94.56
CDE	美国	5	55.00
Epcos	德国	6	52.84
Rifa_bhc	瑞典	7	48.76
江海股份	中国	8	45.25

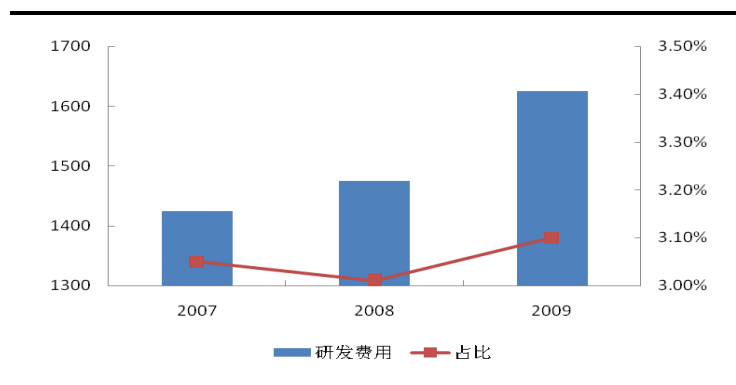
资料来源：公司招股书、德邦研究

3.2 公司技术领先优势明显、研发投入稳步提升

公司的研发团队在推进公司产品技术升级中，充分运用自己的智慧，构建起了自主研发、与国际同行紧密合作以及同国内高等院校密切结合的三驾马车。

目前公司的技术优势可以体现在：1、国家重点新产品 7 个；2、高新技术产品 8 大系列；3、授权和受理专利 14 项；4、独占许可 2 项；5、非专利技术 7 项等。

图 5 公司研发投入情况



资料来源：公司招股书、德邦研究

3.3 下游客户群体优质、未来发展有保障

公司在铝电容器行业风雨经营了近半个世纪，经过这半个世纪的沉淀，使得公司在行业内的地位在国内无人能比。公司凭借自身产品的高可靠性、稳定性赢得了国际、国内众多厂商的信赖，形成了长期良好的合作关系，为公司未来的高速发展提供了重要保障。

公司主要客户包括：西门子、艾默生、ABB、三星、夏普、林肯、海尔、中兴通信、诺基亚等等，其中大部分为世界 500 强企业。

3.4 下游市场发展空间潜力巨大

目前公司的产品主要定位在以中高档的产品为主，竞争对手主要为日本、美国、欧洲以及韩国的一些公司，这类产品的竞争主要是技术和质量的竞争，而少有价格方面的竞争。

这类中高档产品的应用领域主要包括：通信、工业电源、变频器、长寿命电子产品、汽车、轨道交通以及电子整流器等。

目前在国家大力倡导节能减排的大背景之下，在众多下游领域不断放量的情况下公司受益匪浅，比如电机节能方面涉及的变频器、轨交建设以及新能源领域等。

4. 募集资金项目

09 年以来公司主要产品一直处于供不应求的状态之中，产能明显不足，无法满足市场订单，交货周期从原先的 30 天左右，延长到如今的 90 天左右。面对这种火爆的市场需求情况，管理层作出了扩产应对的决策。根据公司发展战略和市场需求的情况，本次募集资金将用于工业类电容器、高压化成箔、固体铝电解电容器技改扩产项目等，预计中投资 2.5 亿元。

表格 3 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额（百万元）	新增产能	项目建成后产能
1	工业类电容器技改扩产项目	80	焊片及焊针式产品 1800 万只，螺栓式 120 万只	焊片及焊针式产 品 3000 万只，螺 栓式 204 万只
2	高性能高压化成箔技改扩产项目	120	300 万平方米	300 万平方米
3	高分子固体铝电解电容器技改扩产项目	50	18000 万只	181000 万只

数据来源：公司招股书、德邦研究

5. 风险因素

- 1、宏观经济波动，带来下游行业的需求萎缩进而造成公司产品销路不畅。
- 2、行业竞争加剧，进而使得公司毛利率水平下降的风险。
- 3、在新技术研发过程中可能会遇到的微观风险。
- 4、公司核心管理和技术人员流失的风险等。

6. 盈利预测与估值

我们结合公司的生产经营情况，公司募投产能释放情况，以及对未来不同产品板块市场的判断，作出如下的盈利预测：

序号	收入（百万元）	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
1	化成箔	49.47	74.205	107.5973	150.6362
	增速		50%	45%	40%
	毛利率	27.55%	22%	22%	22%
2	引线式—自产	172.36	189.596	208.5556	229.4112
	增速		10%	10%	10%
	毛利率	15.43%	16%	16%	16%
3	引线式—OEM	47.05	39.9925	45.99138	52.89008
	增速		-15%	15%	15%
	毛利率	21.16%	20%	20%	20%
4	焊片式—自产	246.63	357.6135	464.8976	557.8771
	增速		45%	30%	20%
	毛利率	18.89%	20%	20%	20%
5	焊片式—OEM	9.03	8.127	7.3143	6.58287
	增速		-10%	-10%	-10%
	毛利率	7.80%	9%	9%	9%
6	螺栓式—自产	33.99	49.2855	71.46398	100.0496
	增速		45%	45%	40%
	毛利率	27.62%	28%	30%	30%
7	螺栓式—OEM	31.64	22.148	19.9332	17.93988
	增速		-30%	-10%	-10%
	毛利率	12.42%	12%	11%	10%
8	固体铝电解电容器	4.84	6.292	7.5504	9.06048
	增速		30%	20%	20%
	毛利率	20%	20%	20%	20%
	合计	595.01	747.26	933.30	1124.45
	综合毛利率	18.78%	19.35%	19.82%	20.12%

资料来源：公司招股书、德邦研究

根据我们的假设估算公司 10、11、12 年的 EPS 分别为：0.57 元、0.73 元和 0.96 元。考虑同类上市公司估值，我们给予公司 10 年 30 倍—35 倍 PE 的水平，对应合理价位在 17.1 元—19.95 元区间内，建议投资者积极申购。

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	614.80	747.26	933.30	1124.45	货币资金	13.28	542.37	575.72	647.81
营业成本	493.15	602.67	748.32	898.21	应收和预付款项	172.98	217.53	270.11	317.33
营业税金及附加	0.26	0.32	0.40	0.48	存货	119.05	173.80	189.83	246.64
营业费用	19.26	23.41	29.24	35.23	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.37	42.99	53.69	64.69	长期股权投资	40.94	40.94	40.94	40.94
财务费用	0.89	-4.79	-12.58	-13.76	投资性房地产	7.84	6.68	5.52	4.37
资产减值损失	1.93	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	227.57	332.74	402.92	346.91
投资收益	11.76	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	27.71	24.57	21.43	18.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	609.37	1338.63	1506.47	1622.29
营业利润	75.69	82.66	114.22	139.60	短期借款	55.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.51	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	153.30	145.22	213.12	206.79
利润总额	76.20	82.66	114.22	139.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.76	10.33	14.28	17.45	其他负债	15.00	15.00	15.00	15.00
净利润	66.43	72.33	99.94	122.15	负债合计	223.30	160.22	228.12	221.79
少数股东损益	3.26	3.55	4.90	5.99	股本	120.00	160.00	160.00	160.00
归属母公司股东净利润	63.17	68.78	95.04	116.16	资本公积	120.59	800.59	800.59	800.59
					留存收益	120.37	189.15	284.19	400.35
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	归属母公司股东权益	360.96	1149.74	1244.78	1360.94
获利能力					少数股东权益	25.12	28.67	33.57	39.56
毛利率	19.79%	19.35%	19.82%	20.12%	股东权益合计	386.07	1178.40	1278.35	1400.50
净利率	10.81%	9.68%	10.71%	10.86%	负债和股东权益合计	609.37	1338.63	1506.47	1622.29
ROE	17.50%	5.98%	7.64%	8.54%					
成长能力					现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13.02%	21.55%	24.90%	20.48%	经营现金流	91.74	-0.16	126.33	62.31
EBITDA	34.16%	15.32%	20.23%	34.53%	净利润				
净利润	33.38%	8.88%	38.18%	22.22%	折旧摊销	328.03	1936.27	16.14	13.71
偿债能力					其他				
资产负债率	36.64%	11.97%	15.14%	13.67%	投资现金流	-60.94	-140.55	-105.56	-3.98
流动比率	1.47	6.43	4.86	5.86	股权筹资额				
速动比率	0.89	5.23	3.97	4.67	股息支付				
每股指标 (元)					其他				
EPS	0.526	0.573	0.792	0.968	融资现金流	-9.18	669.79	12.58	13.76
BPS	3.008	9.581	10.373	11.341					
					现金净增加额	22.31	529.08	33.35	72.09

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。