



新股投资价值分析报告

研究报告
电子行业—电容器

谨慎申购

江海股份（002484）

2010 年 9 月 15 日

铝电解电容器龙头，产品结构持续改善

电子行业分析师：邱春城
SAC 执业证书编号：S0850208110575
qiucc@htsec.com
021-23219413

产品。公司的主要产品为铝电解电容器全系列产品及其主要原材料化成箔。铝电解电容器划分为消费类铝电解电容器和工业类铝电解电容器，其中工业类铝电解电容器技术含量高附加值较高。工业类电容器在公司电容收入中的比例逐年提高，2007 年-2009 年及 2010 年上半年分别为 28.68%、31.45%、33.47%、40.93%。我们预计未来工业类电容器占比将更高。

收入和利润。2007-2009 年，公司营收分别为 4.93 亿、5.44 和 6.15 亿元，收入年复合增长率为 11.68%，同期净利润的复合增长率为 29.16%。净利增长速度远高于收入增速主要是因为公司毛利率逐年提升所致。2010 年上半年收入同比增长 36.39%。考虑到 2009 年上半年受金融危机影响因素，我们预计 2010 年全年增速将呈现一定程度的回落。

需求。铝电解电容器行业 2004-2008 年的市场缺口分别为 22.86%、23.29%、28.05%、29.41%、28.40%，呈现逐年增长的趋势，预计 2009-2012 年市场缺口仍将维持在 27%左右，国产铝电解电容器不能完全满足市场的需求，预计未来需求状况较好。目前公司订单饱满。

分产品来看，主要驱动因素来自于：消费类的平板电视及 3G 产品；工业类产品包括变频技术领域、自动化技术领域、通讯、电源、电力设备领域、汽车电子及军事、铁路及其他领域。

产能及募投项目。公司已形成固体铝电解电容器产能为 1080 万只/年，焊片及焊针式产品 4300 万只/年，引线式产品 90900 万只/年，螺栓式产品 84 万只/年，化成箔 300 万平方米/年。在公司自身产能不足或出于考虑经济效益的情况下，公司将部分订单委托 OEM 厂家进行生产。公司主要产品产能利用较高，2010 年上半年除引线式产品和固体铝电解电容器外，其余产品生产线产能利用率均超过 100%。

募投项目主要扩充了固体铝电解电容器、螺栓式电容器和化成箔的产能。其中：固体铝电解电容器从 1080 万只/年扩能到 1.9 亿只/年；螺栓式电容器从 84 万只/年扩能到 204 万只/年；化成箔从 300 万平方米/年扩能到 600 万平方米/年。

化成箔项目将用于满足公司及日立 AIC 公司的产能需求，风险较小。螺栓式电容器生产线目前超负荷运转，我们认为风险也不大。固体铝电解电容器目前在全球处于起步阶段，从 2004 年到 2007 年的数据看复合增长率在 25%以上，但公司对该产品缺乏批量化生产和运营的经验，该项目产能能否如期被市场消化将对公司管理层形成一定的考验。

毛利率。2007 年-2009 年及 2010 年上半年公司综合毛利率分别为 15.00%、16.05%、19.79%和 19.69%。毛利率提高与公司产品结构的改善有一定关系：工业类电容与化成箔占比均有提高。另外，从自产产品和 OEM 产品分类角度看，自产产品占比小幅上升，有利于改善毛利率。

从公司的产能扩张方向来看，高毛利率的固体铝电解电容器、螺栓式电容器和化成箔比重加大，将带动公司综合毛利率进一步上升。

盈利预测及投资建议。预测 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.50 元、0.74 元和 0.90 元。公司发行价位 20.50 元，目前发行价对应未来三年动态 PE 分别为 41×、28×和 23×左右，估值水平合理，建议投资者谨慎申购，未来 6 个月合理目标价在 20 元左右。

风险提示。产能急剧扩张带来的市场开拓风险。

表 1 江海股份利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	49295	54397	61480	76008	92244	115341
YoY(%)		10.35	13.02	23.63	21.36	25.04
减: 营业成本	41900	45665	49315	61824	73662	91257
毛利	7395	8733	12165	14184	18582	24085
毛利率 (%)	15.00	16.05	19.79	18.66	20.14	20.88
主营业务税金及附加	32	20	26	38	46	58
税金及附加/收入 (%)	0.06	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
营业费用 (销售费用)	1249	1363	1926	2280	2583	2999
营业费用/收入 (%)	2.53	2.50	3.13	3.00	2.80	2.60
管理费用	2433	2792	3537	4180	4843	5767
管理费用/收入 (%)	4.94	5.13	5.75	5.50	5.25	5.00
财务费用	529	462	89	-561	-1861	-886
资产减值损失	760	38	193	150	150	150
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1004	907	1176	1200	1300	1400
营业利润	3395	4965	7569	9297	14122	17397
营业外收入	169	930	166	600	500	500
减: 营业外支出	86	108	115	100	100	100
利润总额	3478	5788	7620	9797	14522	17797
减: 所得税	-224	807	976	1470	2178	2670
减: 少数股东损益	-85	38	326	392	581	712
净利润	3787	4942	6317	7935	11762	14416
EPS (元)	0.24	0.31	0.39	0.50	0.74	0.90

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、莱宝高科、欧菲光、海康威视、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。