

湘财证券研究所
TMT 小组

江舟

Tel: 021-68634518-8710

E-Mail: jz2899@xcsc.com

李莹

执业资格证书编码:

S0500208070141

Tel: 021-68634518-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

发行前总股本(万股) 12000
 本次发行股数(万股) 4000
 发行后总股本(万股) 16000

发行前主要股东:

香港亿威 50%
 朱祥 21%
 陈卫东 4%
 陆军 3%
 邵国柱 2%

09 年每股净资产(元) 3.22
 09 年每股收益(元) 0.53
 09 年每股净现金流(元) 0.77

投资要点:

- 国内铝电解电容器行业第一** 江海股份多年从事铝电解电容器及其主要原材料化成箔的生产,在铝电解电容器行业已取得领先地位,根据中国电子元件行业协会的统计,公司销售收入在铝电解电容行业连续多年排名第一,是国内唯一进入国际工业类铝电解电容器销售排名前八的企业,也是国内铝电解电容器仅有的三家拥有军用电子元器件质量认证的企业之一。
- 铝电解电容器是电容器的重要种类** 三大元件中,电容器占比 50%以上,是最大的应用市场。其中铝电解电容器应用广泛,占据电容器市场 30%以上,市场规模巨大,2009 年铝电解电容器市场规模约为 50.60 亿美元,市场规模稳步增长,其中高性能、高可靠性的工业类铝电解电容器和高端消费类铝电解电容器及固体铝电解电容是主要发展方向。
- 技术水平、客户基础国内领先** 江海股份具有国内铝电解电容器行业一流的研发平台和研发支撑能力,公司与国内科研院所、国际同行合作紧密,自日本引进的铝电解电容器关键部件—化成箔制造技术达到世界水平。公司多年发展出稳固的客户合作关系,获得了国内外众多优质客户的认证。
- 扩充产能、加强上下游整合能力** 工业类铝电解电容是公司重点发展的高附加值产品,近年来发展较快,2010 年上半年,公司工业类铝电解电容器的销售额占营收比重从 2007 年的 28.68%提升为 40.93%。目前生产线产能已接近饱和,公司募投项目将大幅扩充产能,有利于公司在变频器、UPS、新能源用电容器市场占据更大份额。子公司内蒙海立是国内唯一引进日本日立 AIC 公司最先进的完整高压电容器化成箔生产技术的企业,募投项目将使现有产能翻倍,进一步改善公司内部配套整合能力。
- 风险因素** 技术研发风险,新市场拓展风险。
- 盈利预测** 我们预测 2010-2012 年江海股份营业收入将达到 7.56 亿元、9.58 亿元、11.83 亿元,归属于母公司股东的净利润为 8349 万元、1.14 亿元及 1.48 亿元,按公司发行后股本计算,对应 EPS 为 0.52、0.71 及 0.93 元。选取国内从事相关业务的上市公司作参照,给予 2010 年每股收益 35-40 倍估值区间,江海股份的合理股价区间为 18.27-20.88 元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	614.80	755.84	958.19	1183.08
收入同比(%)	13.02%	22.94%	26.77%	23.47%
归属母公司净利润	63.17	83.49	114.10	148.27
净利润同比(%)	27.83%	32.16%	36.67%	29.94%
每股收益(元)	0.395	0.522	0.713	0.927

目录

国内铝电解电容器传统优势企业.....	4
基础类产品的市场机遇	6
铝电解电容—电容器的重要一类	6
市场规模稳步增长，高性能产品是主要方向	9
国内厂商力争高端产品市场.....	11
多优势奠定公司长期竞争力	12
国内铝电解电容器行业第一.....	12
技术优势领先	13
产品种类齐全，客户基础牢固	15
募投项目扩产能 提升研发能力	15
工业类电容市场是公司发展重点	15
进一步增强公司上下游整合能力	16
加速开发高分子固体铝电解电容器.....	17
盈利预测与评级	17

图表目录

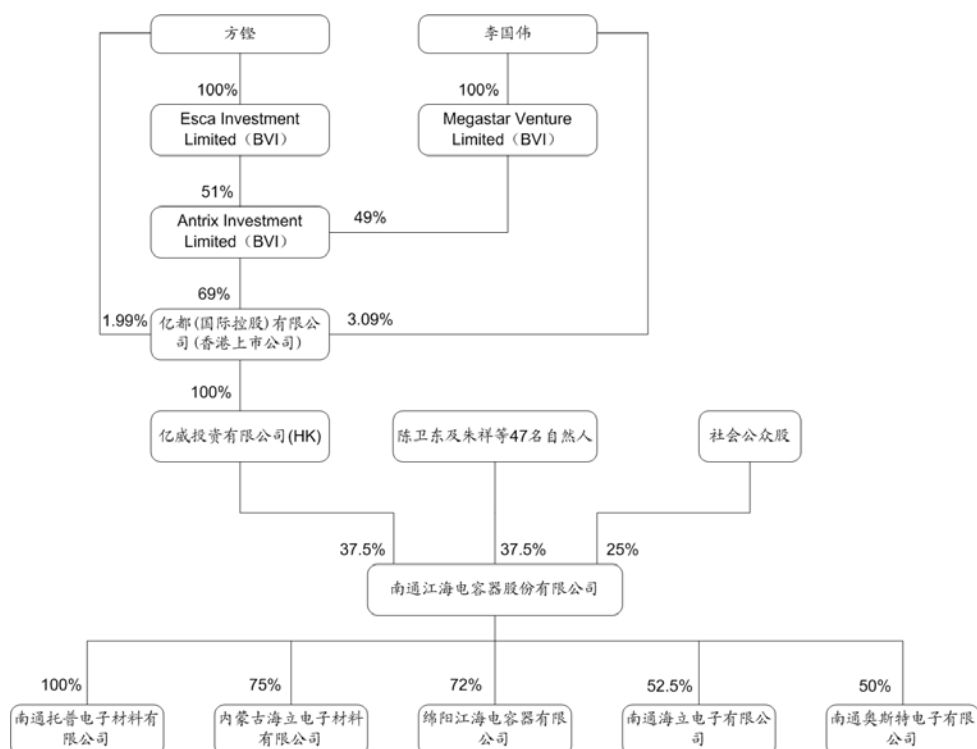
图 1 江海股份股权结构及主要子公司	4
图 2 2010 年上半年江海股份分产品营收构成	5
图 3 2010 年上半年江海股份分产品毛利构成	5
图 4 江海股份分产品毛利率变化	6
图 5 江海股份近年营收稳步增长	6
图 6 电容器分类市场占比	7
图 7 铝电解电容器结构	7
图 8 铝电解电容器生产步骤	8
图 9 全球铝电解电容器市场规模与预测	9
图 10 国内铝电解电容器产量与需求量	10
图 11 国内铝电解电容器销售额与市场规模	10
图 12 铝电解电容器市场驱动因素分析	10
图 13 铝电解电容器进出口数据	12
图 14 江海股份近年来市场占有率逐年上升	12
图 15 江海股份近年来研发费用投入充足	14
图 16 江海股份工业类产品各应用领域增长较快	16
图 17 江海股份近年工业类电容器接近满产满销	16
表 1 公司主要子公司、合营公司	5
表 2 各主要电容种类特点与比较	6
表 3 铝电解电容器分类	8
表 4 各等级铝电解电容器应用领域及分布情况	11
表 5 2007 年工业用电容器销售额排名	13
表 6 江海股份正在从事的研发项目及进度	14
表 7 江海股份募投项目	17
表 8 公司分业务预测	18
表 9 可比上市公司估值	18
表 10 财务报表预测	18

国内铝电解电容器传统优势企业

江海股份主要生产铝电解电容器全系列产品及其主要原材料化成箔，根据中国电子元件行业协会的统计，公司销售收入在铝电解电容行业连续多年排名第一。公司首次上市公开发行 4000 万股，发行后公司总股本为 16000 万股。

江海股份主要股东香港亿威自 2005 年 12 月起至 2007 年 7 月分三次增资，持有公司上市前股份 50%(上市后摊薄为 37.5%); 个人股东朱祥 2005 年接收部分管理层所持股份成为公司第二大股东，持有公司上市后股份 15.75%; 董事长、总裁等主要管理人员也是公司重要的个人股东。

图 1 江海股份股权结构及主要子公司



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

江海股份自成立以来，一直从事铝电解电容及化成膜的生产，其中控股子公司内蒙海立主要生产高压化成箔，公司本部和控股子公司绵阳江海生产铝电解电容器。

公司本部主要产品有引线式铝电解电容器、焊片式铝电解电容器、螺栓式铝电解电容器、固体铝电解电容器。

绵阳江海主要生产引线式铝电解电容器、焊片式铝电解电容器。

表 1 公司主要子公司、合营公司

公司	主要产品	总资产	净资产	净利润
南通托普电子材料有限公司	生产铝电解电容器用螺栓式酚醛盖板铝电解电容器核电、电池使用的化工产品	12.76	9.26	1.58
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	109.5	73.19	4.76
绵阳江海电容器有限公司	电容器及其材料、配件、电容设备、仪器、仪表	64.83	29.27	0.66
南通海立电子有限公司	生产、销售电子器件	117.94	72.87	9.26
南通奥斯特	生产销售铝电解电容器	67.59	6.25	2.12

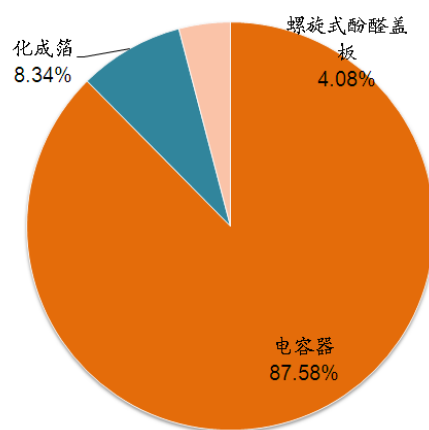
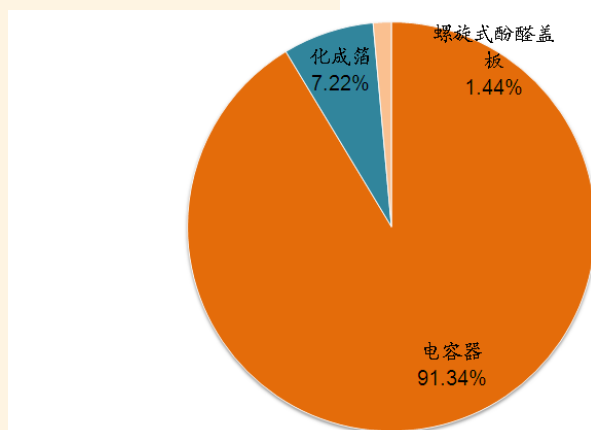
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

截止 2010 年 6 月 30 日，单位：百万元

江海股份近年营收稳步增长，电容器是公司目前最主要的收入与利润来源，2010 年上半年，电容器占公司总营收 91.34%，贡献毛利 87.6%，子公司内蒙海立生产的化成箔自 2008 年起成为公司新的营收来源，2010 年上半年占比 7.22%，由于化成箔毛利率相比电容器更高，因此毛利占比为 8.34%。

图 2 2010 年上半年江海股份分产品营收构成

图 3 2010 年上半年江海股份分产品毛利构成



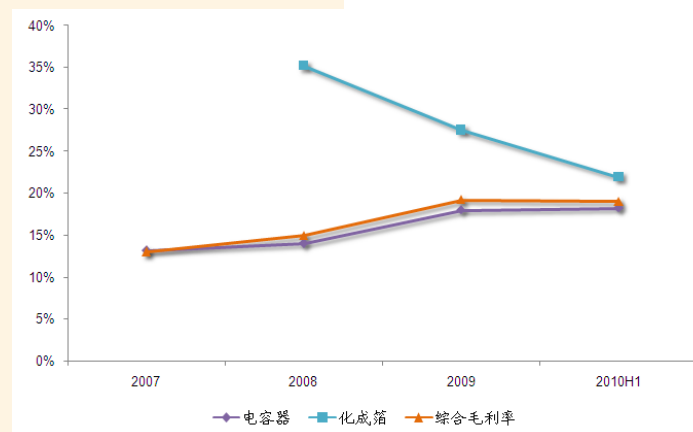
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

江海股份经过多年发展，在铝电解电容领域已取得领先优势，公司近年在消费类产品用电容市场之外，重点发展工业用电容以及新能源市场，同时加速产品结构升级。从目前接收的订单情况看，公司订单饱满，在一些新市场领域发展势头喜

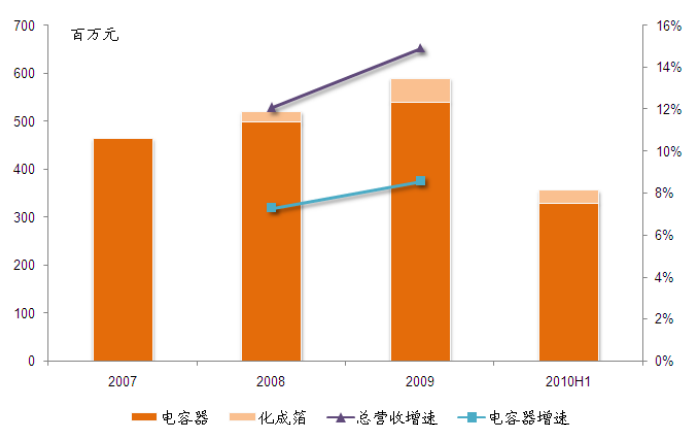
人。公司本次上市募集资金约 8.2 亿元，将进一步增强公司资金实力，为公司长期发展奠定坚实基础。

图 4 江海股份分产品毛利率变化



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 5 江海股份近年营收稳步增长



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

基础类产品的市场机遇

铝电解电容—电容器的重要一类

电阻、电容及电感器是三大被动电子元器件，其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，在三大元件中，电容器更是占比 50% 以上，是最大的应用市场。

电容器可主要分为电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器，各种电容器的性能特点各异，针对不同应用场合。

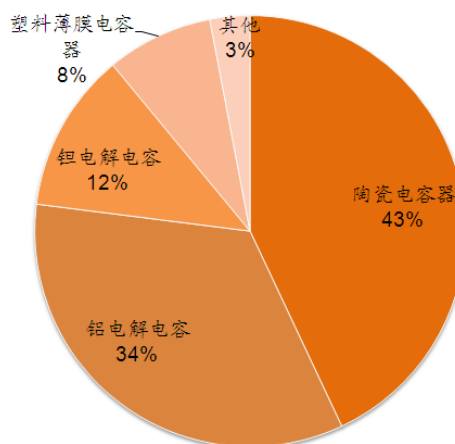
表 2 各主要电容种类特点与比较

电容种类	优点	缺点	与铝电解电容性能比较
陶瓷电容	体积小，耐压高，用途广泛，价格低廉	易碎，对热度敏感	铝电解电容可靠性更高，适合大电容量应用场合，如整流滤波、维持功率
薄膜电容	电容量公差小，漏电流低，电容量随温度变化小，适用于交流电应用场合	体积和重量相对较高	薄膜电容在高电压，交流电压及高公差应用中占领先地位，铝电解电容在电容量及储能方面占优
钽电容	稳定性好，容量大，高频特性好	电压和电容量范围有限，易着火短路	铝电解电容具有更广的电压和电容值范围，但低压性能相对较差

资料来源：湘财证券研究所

铝电解电容器应用广泛，主要应用于消费类电子产品、通讯产品、电脑以及周边产品、仪器仪表、汽车工业、高铁与军事装备等多领域，占据电容器市场 30% 以上，市场规模巨大。

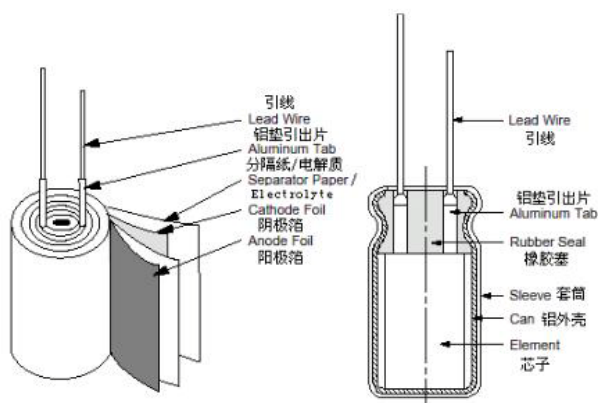
图 6 电容器分类市场占比



数据来源：台湾工研院，湘财证券研究所

铝电解电容一般包括一个卷绕电容元件，然后注入电解液，连上端子，密封装入一个罐中。其中，卷绕电容元件包含一个阳极金属箔，浸透在电解液中的纸隔离物和阴极金属箔。

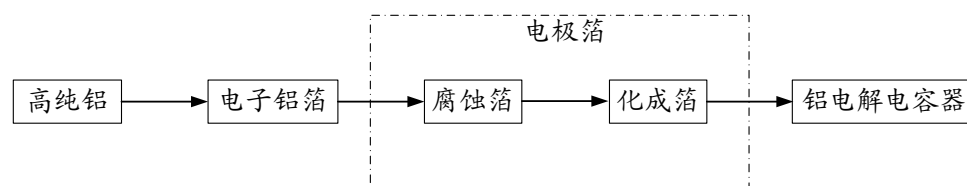
图 7 铝电解电容器结构



资料来源：湘财证券研究所

电极箔则是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，占铝电解电容器生产成本的 30%-70%。电极箔的性能决定铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等关键技术指标，也是铝电解电容器产业链中最具价值及最需要技术含量部分之一，其中腐蚀和化成技术是电极箔制造的核心技术。

图 8 铝电解电容器生产步骤



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

铝电解电容器主要可应用为消费类电容器和工业类电容器。消费类铝电解电容器主要包括电视、音响、显示器、计算机及空调等消费类市场，工业类铝电解电容器主要有工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。此外，还有军用级铝电解电容器。

表 3 铝电解电容器分类

分类方法	类型	产品样图	介绍
引出方式	引线式		正负针形导线通过铆接工序分别连接在正负极箔上，通过胶塞或者灌胶的方法固定并引出
	焊片式及焊针式		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
	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
用途	消费类		个人电子产品、家用电器等

工业类



工业用变频器、工业类电源和通讯设备等

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

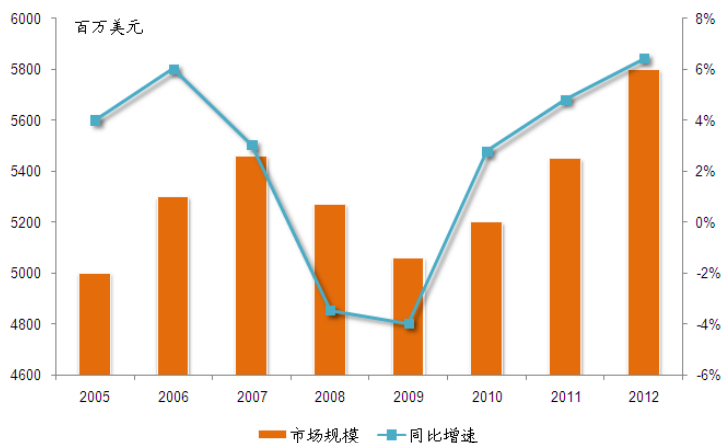
市场规模稳步增长，高性能产品是主要方向

铝电解电容器作为发展成熟的基础类电子元器件,应用范围广泛,除去 2008、2009 年受全球金融危机的影响导致市场下滑之外,铝电解电容器市场规模近年来保持稳步增长。

根据《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》,2009 年铝电解电容器市场规模预计为 50.60 亿美元,2010 年将达 52.00 亿美元,2011 年将达 54.50 亿美元,2012 年将达到 58 亿美元。

2008 年全球电极箔市场容量约为 7.63 万吨,约 25180 万平方米,由于电极箔与铝电解电容器具有高度相关性,预测全球电极箔需求增长也将保持 3%-7% 的增长速度。

图 9 全球铝电解电容器市场规模与预测



数据来源：《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》，湘财证券研究所

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据,2008 年受全球金融危机的影响,我国铝电解电容器的产量约达 850 亿只,销售额约为 81 亿元人民币,国内市场需求量约为 1085 亿只,市场规模约为 104 亿元人民币。

预计 2010-2012 年我国铝电解电容器市场规模将保持 5%-9% 的增长速度, 2012 年我国铝电解电容器的产量将达 1000 亿只, 销售额将达 95 亿元人民币, 国内市场需求量将达 1280 亿只, 市场规模将达 122 亿元人民币。

对铝电解电容器的需求同时拉动电极箔的消费量, 预计我国对电极箔的需求 2009 年将达 2.96 万吨, 2010 年将达 3.10 万吨, 2011 年将达 3.30 万吨, 2012 年将达 3.55 万吨。

图 10 国内铝电解电容器产量与需求量

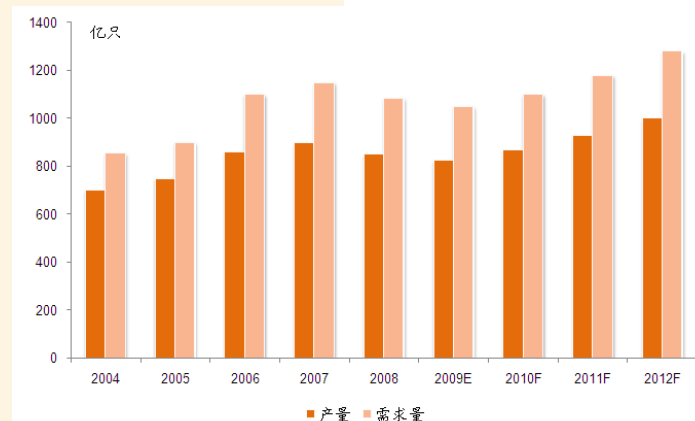


图 11 国内铝电解电容器销售额与市场规模

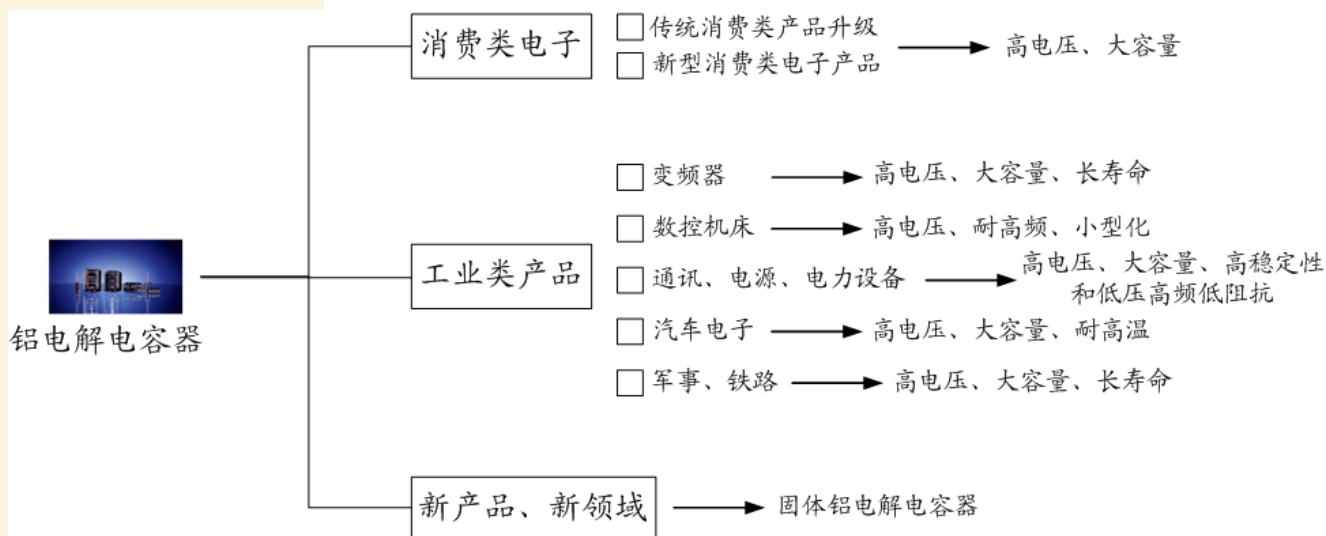


数据来源: 电子元件行业协会, 湘财证券研究所

数据来源: 电子元件行业协会, 湘财证券研究所

随着消费类电子产品的更新换代和工业用电解电容器需求的快速发展, 未来铝电解电容器行业发展将主要集中在高电压、大容量、耐高温、长寿命和高稳定性的工业类铝电解电容器和高端消费类铝电解电容器及固体铝电解电容器领域。

图 12 铝电解电容器市场驱动因素分析



资料来源: 招股说明书, 湘财证券研究所

国内厂商力争高端产品市场

铝电解电容器厂商主要集中在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。从近几年的行业总体竞争格局来看，在高档产品领域，随着一些国内知名企业不断提升产品技术含量，在技术创新和内部管理上与日本及欧美的知名企业差距越来越小，目前跨国企业依赖强大技术储备及市场营销网络支持，在高端客户方面占据了较大的优势；在中档产品领域，主要是一些台资企业与境内外资企业之间的竞争，竞争重点是在满足较高品质标准下的相对低廉价格。在低档产品领域，主要是众多小型国内民营企业之间的竞争，价格是竞争重点。

表 4 各等级铝电解电容器应用领域及分布情况

产品等级	技术特征	应用领域	分布区域	市场竞争方式
高档	低阻抗、耐大纹波电流、长寿命、上限工作温度高	通信和工业电源、变频、长寿命电子产品、汽车及轨道交通	日、欧、美	技术和质量竞争
中档	零部件与材料的生产工艺和质量要求较高	TV、显示器、一般电子镇流器	日、韩、台、中为主，日本份额迅速减少	质量和价格竞争
低档	-	电子玩具、一般 AV、DVD	台、中为主	价格竞争为主

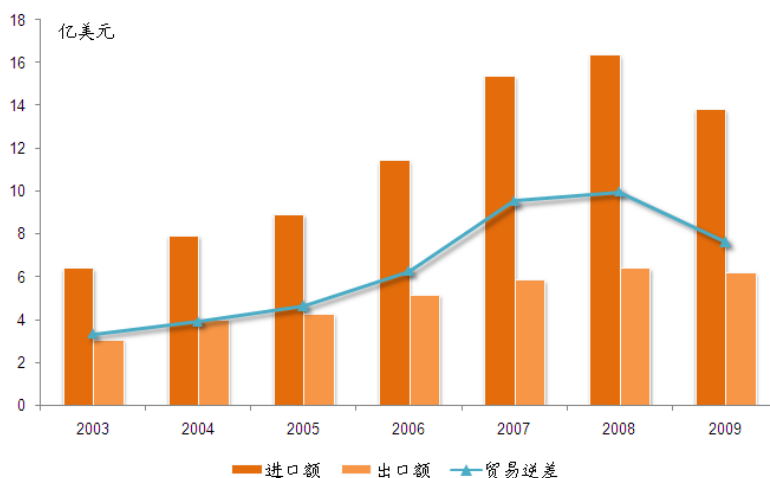
资料来源：公司资料，湘财证券研究所

根据中国电子元件行业协会信息中心统计，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，表明国产铝电解电容器不能完全满足市场的需求，仍需要依靠进口产品来满足国内部分市场。

分析近年来铝电解电容器进出口数据，可以发现全球电子制造业保持高速发展，对铝电解电容器的需求日益增加，导致铝电解电容器产品的进出口额持续快速增长，但铝电解电容器进出口贸易逆差同时也逐年增加，由 2003 年逆差 3.33 亿美元扩大到 2008 年的 9.98 亿美元，进一步验证国产铝电解电容器不能完全满足市场需求。市场缺口部分大多数为高端铝电解电容器。

未来高技术、新品种的铝电解电容器将会有很大的发展空间和良好的市场前景，中国本土的企业在快速发展的同时，正力争在高端产品领域占据更多的市场份额。

图 13 铝电解电容器进出口数据



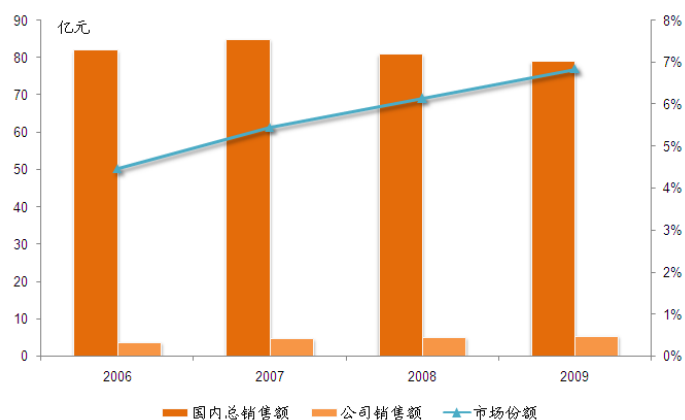
数据来源：电子元件行业协会，湘财证券研究所

多优势奠定公司长期竞争力

国内铝电解电容器行业第一

江海股份前身南通江海电容器厂成立于 1958 年，数十年来一直从事电容器生产制造，多年的发展奠定了公司在铝电解电容器行业的规模优势，根据中国电子元件行业协会的调查统计，公司 1993 年-2009 年连续 17 年年销售收入在全国铝电解电容器行业排名第一，公司出口收入在同行业中也处于领先地位。2006-2009 年，公司在国内市场占有率进一步提升，2009 年已达到 6.85%。

图 14 江海股份近年来市场占有率逐年上升



数据来源：电子元件行业协会，湘财证券研究所

规模优势为江海股份切入新市场提供动力。近年来公司逐步压缩消费类产品的比例，努力发展高附加值的工业类产品，提高工业类产品的比例，成果显著。2007年-2009年，高技术含量高附加值的工业类铝电解电容器的销售额从1.33亿元提高到1.8亿元，2007年已排名全球工业类铝电解电容器销售的第8位。

表 5 2007 年工业用电容器销售额排名

公司名称	所在地区	排名	工业用铝电解电容销售额(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

数据来源：电子元件行业协会，湘财证券研究所

技术优势领先

江海股份长期致力于铝电解电容器的理论研究和研发设计，具有国内铝电解电容器行业一流的研发平台和研发支撑能力，拥有一支专业技术水平高、研究能力强，科研成果多的工程技术人才队伍。

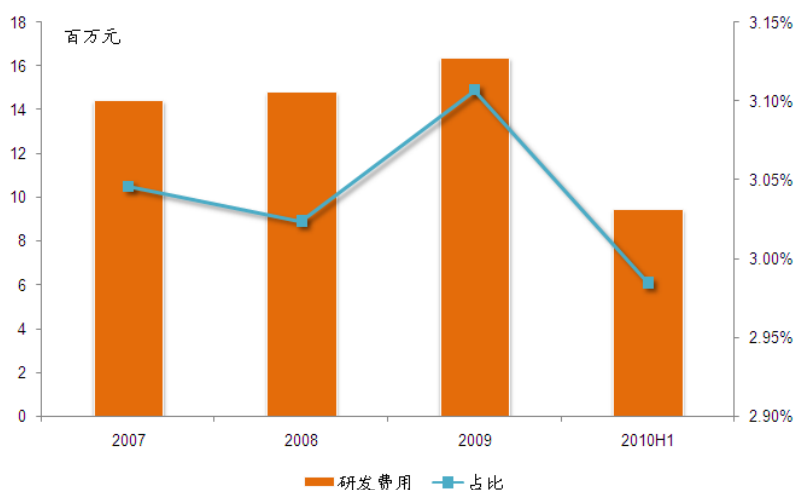
通过与国际同行合资合作和与国内高校等产学研合作，江海股份学习和吸收了同行和科研院所一些独特的制造技术和工艺并通过创新融合到公司的技术工艺体系中，从而能够跟随国际前沿技术方向。

内蒙海立公司正是公司与国际同行合作的成功案例。内蒙海立公司引进了代表世界化成箔技术最高水平的日立 AIC 公司的化成技术。经过近一年时间生产、经营和技术改进，内蒙海立的化成箔产品综合指标达到国际一流水平，和日本日立 AIC 化成箔水平相当。化成箔正是铝电解电容器的关键部件，通过引进日本先进技术的方式获得世界水平的化成箔制造技术，加强了公司在高端铝电解电容器市场的开拓进度。

而 2010 年年初公司自行研发的 CD13H 型超高压高可靠铝电解电容器产品通过南通市科学技术局鉴定，该产品具有超高工作电压(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 85℃、2000h，为国内首创，各项技术性能指标达到国际同类产品先进水平。

近年来，江海股份逐步加大在工业类产品和军用品方面的研发力度，研发费用稳步增长。

图 15 江海股份近年来研发费用投入充足



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

公司目前正在研发的项目均是针对高性能电容器的研发，未来若研发成功并实现量产，将对公司在高端市场的开拓大为有利。

表 6 江海股份正在从事的研发项目及进度

项目	进度
150℃、1000 小时高温高可靠铝电解电容器	已可达到150℃、800小时，正在试验新材料和改进电解液配方
85℃，600V-750V 高工作电压电容器	600V 产品已有部分规格达到 85℃、2000h 的设计寿命，750V 电容器关键技术将于高效密切合作
超级电容器	处于研制阶段，重点提高耐压、缩小体积并通过电极卷绕方式而成为筒式结构
高性能化成箔及其制造设备研究	自己开发化成设备，重点提高化成箔的强度

电容器耐特大纹波电流的设计

在铝箔材料的开发选择、内部结构改进、增加散热的结构设计、电解液降低电阻率等方面已经取得成果

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

产品种类齐全，客户基础牢固

江海股份作为国内铝电解电容器领军生产企业之一，拥有国内生产厂商中最齐全的产品种类，而产品种类齐全有利于客户统一采购和进行质量控制。

依靠优异的产品质量、强大的售后和技术支持，江海股份率先抓住消费类市场产品结构调整升级带来的机遇，大力开拓国内外平板电视、变频类产品制造商等大型优质客户。2009年，公司产品占全球最大的平板电视生产商韩国三星电子公司的铝电解电容器总采购额的27%；在变频产品市场，公司已通过了格力、美的、海尔、海信和日本松下等空调制造商变频技术的核心部件高压电容器的认证。

领先于国内同行进军工业类市场也获得回报。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%。

在军用品领域，公司是国内铝电解电容器仅有的三家拥有军用电子元器件质量认证的企业之一。

募投项目扩产能 提升研发能力

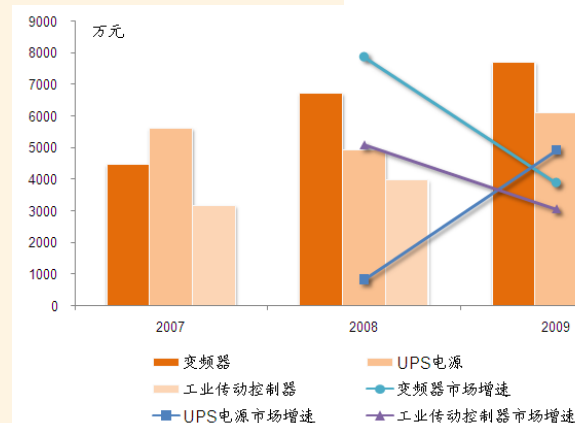
工业类电容市场是公司发展重点

工业类铝电解电容是公司重点发展的高附加值产品，近年来发展较快，2010年上半年，公司工业类铝电解电容器的销售额为1.35亿元，占公司营收比重为40.93%，而2007年仅为28.68%，公司目标未来进一步提高工业类电容器占比，实现工业类铝电解电容器占比提升为50%-60%。2007-2009年，江海股份在变频器、UPS电源、工业传动控制器等下游产品领域进展较快，已经拥有西门子、山特、EMERSON、APC、中兴通讯等一批优质客户。

公司已有的工业类电容器年生产能力包括焊片及焊针式(SNAP-IN)产品1200万只、螺栓式(SCREW)产品84万只，目前已基本饱和。

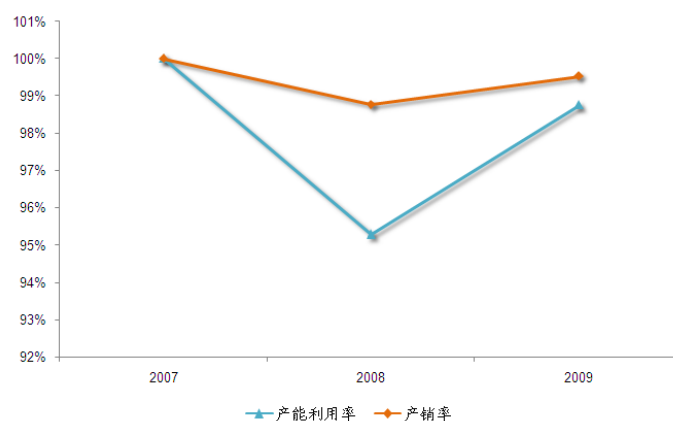
工业类电容器技改扩产项目将新增焊片及焊针式产品和螺栓式产品之生产检测线各2条，分别年新增产能1800万只和120万只，解决公司目前的产能瓶颈。

图 16 江海股份工业类产品各应用领域增长较快



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 17 江海股份近年工业类电容器接近满产满销



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

进一步增强公司上下游整合能力

化成箔是制造铝电解电容器的主要原材料，化成箔成本占电容器制造成本的30%-70%，而在大型高压铝电容器制造成本中，化成箔更占到60%-70%。拥有化成箔的生产能力将增强公司上下游垂直整合能力，降低铝电解电容器生产成本并利用其于制造化成箔方面的知识提高电容器产品品质。

中国国内市场对高比容高性能电极箔的需求量每年约5000-8000万平方米，主要应用在电动汽车、通信电源、变频调速器、风力发电、不间断电源等方面。目前高性能的电极箔主要为外国公司所垄断，而且价格居高不下，国产替代进口的市场空间很大。

子公司内蒙海立是国内唯一引进日本日立AIC公司最先进的完整高压电容器化成箔专有生产技术的企业，并在日立AIC无机酸化成工艺基础上进行了改进，成功实施了生产设备国产化，高压化成箔性能指标达到国际先进水平，其中600伏以上高压化成箔性能指标居同行业领先水平，生产的产品性能已通过日本日立AIC等国际著名企业的认定，并有40%产品出口日立AIC，产品具有明显的竞争优势。而选址内蒙设立子公司，公司将享受5年的当地优惠电价，电费占化成箔成本的50-60%，优惠电价将有利于公司大幅降低成本。

高性能高压化成箔项目实施完成后，将使生产能力增加300万平方米，最终达产高性能高压化成箔600万平方米的能力，进一步改善公司内部配套整合能力。

加速开发高分子固体铝电解电容器

高分子固体铝电解电容器采用具高导电度及热稳定度佳的导电高分子材料作为电解质，它具有普通铝电解电容器所有特性，但多项性能优于普通铝电解电容器，具有可靠性佳、使用寿命长、高频低阻抗、耐特大纹波电流等特性，从近几年的发展趋势来看，固体铝电解电容器将逐步替代普通低压铝电解电容器。

江海股份在 2000 年开始研究固体铝电解电容器的生产技术，已研究出一整套完全拥有自主知识产权的生产技术。目前公司产品已可部分替代进口，获得重要客户认定，但目前固体铝电解电容器生产线产能小、品种少，无法满足客户基础供应量及多样性品种规格的需求，高分子固体铝电解电容器技改扩产项目即是针对这一需要，新增年产 1.8 亿只，连同原有规模总产量将达 1.9 亿只，有望部分替代目前主要由日本供应商垄断的市场，成为这些大客户的合格供应商。

表 7 江海股份募投项目

单位：万元	使用募集资金	总投资额	建设投资额	流动资金	建设期(年)
工业类电容器技改扩产项目	8000	8000	6500	1500	2
高性能高压化成箔技改扩产项目	9000	12000	9674.19	2325.81	1.5
高分子固体铝电解电容器技改扩产项目	5000	5000	4000	1000	1.5

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

盈利预测与评级

江海股份作为国内最大的铝电解电容生产商，在铝电解电容行业深耕多年，近年来在公司稳步发展的同时，着力开拓高端电容器市场，开发大容量、高电压、高可靠性的电容器，部分电容器性能指标达到全球领先水平。公司进军工业用电容器市场也取得优异成绩，目前工业用电容器业务收入占比达到 40%左右，未来在该类市场预计将取得更大发展。

规模优势、技术研发优势、上下游整合优势、稳固的客户基础为公司长期发展提供保证。铝电解电容器作为成熟的基础电子元器件，近年来行业发展速度在 10% 以内，我们认为未来江海股份能够取得高于行业增速的动力来自于：

- ✦ 高附加值的工业用铝电解电容器市场开拓，特别是变频器、UPS 电源、工业传动控制器、新能源领域，目前公司在这些领域已经积累了大量优质客户资源；
- ✦ 募集资金到位为公司扩充产能、提升产品结构作准备，超募资金则为公司后续发展提供更多的灵活性；

- ✦ 上下游整合能力愈强，高水平化成箔制造技术同行业领先，在满足公司以及日立 AIC 需要外，将有扩大销售范围从而为公司增加营收的可能；

表 8 公司分业务预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入(百万元)	520.48	598.07	755.84	958.19	1183.08
电容器	497.98	540.71	673.68	843.34	1002.84
化成箔	22.5	49.47	82.16	114.86	180.24
二、营业成本(百万元)	442.89	479.41	602.73	760.54	937.35
电容器	428.32	443.57	540.29	673.83	801.27
化成箔	14.57	35.84	62.44	86.72	136.08

数据来源：湘财证券研究所

我们预测 2010-2012 年江海股份营业收入将达到 7.56 亿元、9.58 亿元、11.83 亿元，归属于母公司股东的净利润为 8349 万元、1.14 亿元及 1.48 亿元，按公司发行后股本计算，对应 EPS 为 0.52、0.71 及 0.93 元。选取国内从事相关业务的上市公司做对比，给予 2010 年每股收益 35-40 倍估值区间，江海股份的合理股价区间为 18.27-20.88 元。

表 9 可比上市公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600673	东阳光铝	14.75	0.09	0.34	0.51	170.32	43.69	29.08
600237	铜峰电子	7.69	-0.25	0.04	0.10	-30.76	181.80	74.52
000636	风华高科	11.21	0.09	0.31	0.45	131.26	36.03	25.08
600563	法拉电子	26.58	0.53	0.91	1.16	49.71	29.36	22.84
002138	顺络电子	20.1	0.32	0.58	0.82	63.57	34.83	24.41
平均值							65.14	35.18
中位值							36.03	25.08

数据来源：Wind，湘财证券研究所

表 10 财务报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	614.80	755.84	958.19	1183.08
减：营业成本	493.15	602.73	760.54	937.35
营业税金及附加	0.26	0.30	0.38	0.47
营业费用	19.26	20.41	26.83	33.72
管理费用	35.37	42.71	53.66	66.25
财务费用	0.89	3.07	-6.64	-18.19

资产减值损失	1.93	2.00	3.00	4.00
加: 投资收益	11.76	12.00	12.00	12.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.69	96.62	132.42	171.47
加: 其他非经营损益	0.51	2.00	3.00	5.00
利润总额	76.20	98.62	135.42	176.47
减: 所得税	9.76	10.83	15.43	20.56
净利润	66.43	87.79	119.99	155.92
减: 少数股东损益	3.26	4.31	5.89	7.65
归属母公司股东净利润	63.17	83.49	114.10	148.27

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	13.28	7.56	797.45	947.26
应收和预付款项	172.98	150.05	259.40	246.11
存货	119.05	113.03	179.82	181.11
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	40.94	52.94	64.94	76.94
投资性房地产	7.84	6.68	5.52	4.37
固定资产和在建工程	227.57	308.52	328.10	307.61
无形资产和开发支出	27.71	24.57	21.43	18.29
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	609.37	663.33	1656.65	1781.69
短期借款	55.00	58.60	0.00	0.00
应付和预收款项	153.30	105.86	207.79	166.91
长期借款	0.00	10.00	20.00	30.00
其他负债	15.00	15.00	15.00	15.00
负债合计	223.30	189.46	242.79	211.91
股本	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	120.59	120.59	940.59	940.59
留存收益	120.37	203.86	317.96	466.23
归属母公司股东权益	360.96	444.44	1378.55	1526.81
少数股东权益	25.12	29.43	35.31	42.96
股东权益合计	386.07	473.87	1413.86	1569.77
负债和股东权益合计	609.37	663.33	1656.65	1781.69

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	91.74	88.52	62.50	135.01
投资性现金净流量	-60.94	-104.78	-50.64	-13.38
筹资性现金净流量	-9.18	10.53	778.03	28.19
现金流量净额	22.31	-5.73	789.89	149.81

数据来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。