

和日本 ELNA 设立合资公司 高分子铝电解电容扩产超预期

江海股份 (002484.sz)

推荐 维持评级

分析师: 王家伟☎: (8610) 6656 8272 ✉: wangjiawei@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130209081719
王 莉☎: (8610) 8357 4039 ✉: wangli_zb@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130210070010
吴砚靖☎: (8610) 6656 8330 ✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

1. 事件

江海股份今日发布公告称,公司第一届董事会第二十四次会议审议并通过了《南通江海电容器股份有限公司和日本 ELNA 株式会社合资设立南通海纳电子有限公司的议案》。

江海股份和日本 ELNA 公司拟投资 275 万美元成立南通海纳电子合资公司,其中,江海股份出资 236.5 万美元,占比是 86%; ELNA 出资 38.5 万美元,占比是 14%,双方均以美元现汇出资。合资公司业务范围是研发、生产和销售贴片式导电性高分子铝电解电容器产品,生产规模目标为每月 400 万只。

2. 我们的分析与判断

公司现有高分子电容产能 1000 万只,新合资公司海纳电子目标生产规模式每月 400 万只,相当于年产能 4800 万只,预计项目于 2011 年上半年达产,本年度新增有效产能 2400-2800 万只,且该部分产能并不包含在公司 IPO 募投项目中拟新增的 1.8 亿只产能中。

目前公司高分子电容器产品均价是 0.83 元,平均毛利率接近 25%,由于海纳电子产品定位较高端,我们预计新产品均价约为 1-1.2 元左右,毛利率略高于 25%。预计 2011 年海纳电子将贡献 3000 万左右营收,按照江海股份占比 86% 测算,预计并到表里的净利润约为 258 万元, EPS 微增 0.016 元左右。就本次合资而言,对 2011 年业绩贡献不大,但是我们认为这是一个同时传递了行业需求旺盛及公司将超预期扩产的积极信号。

高分子铝电解电容器克服了传统铝电解电容的漏液问题,其可靠性及使用寿命均优于后者,加上体积小、具有高频低阻抗特性,有利于电子产品的集成化和小型化。另外,由于它通过电子导电,因此比通过离子导电的传统铝电解电容器导电能力强数千倍,耐特大纹波电流能力强。目前已在计算机、通信、工业控制等领域及平板电视/电脑、照相机、录像机、音响、游戏机等高档整机产品中有应用。

目前高档整机对电容器覆盖数量要求越来越多,以电脑 CPU 周边所需电容为例,台式电脑主机板 CPU 周边单核芯需要 30-48 只,双核芯需要 40-68 只,四核芯需要 60-118 只, AMD 及 Intel 计划推出的八核芯及十二核芯预计分别需要 100-128 只、120-148 只。由于性能指标已接近钽电解电容器但是高分子固体电容性价比明显更优, intel 之类的主流厂商已经要求全部或逐步应用高分子固态导电电容器,行业需求呈现供不应求态势,日本及台湾等地多家厂商已争相提价。

事实上,公司本次成立合资公司的最主要原因就是由于行业景气高企,而公司原有产能不足、产品系列和品种都较少,无法满足下游客户大规模采购需求而进行扩产。

公司和日本 ELNA 公司进行合资的原因在于，一方面公司此前和 ELNA 公司多有合作，彼此默契较多；另一方面，ELNA 成立于 1937 年，是世界知名的老电容器厂商之一，公司生产电解电容和超级电容，在音响领域占绝对优势，和 ELNA 合作有利于公司品牌的建立提升及渠道拓展。

3.投资建议

我们认为公司将全面受益于高端铝电解电容器全球化替代及节能减排、新能源，与日本 ELNA 的合资公司海纳电子设立后将对公司形成较为积极的影响，同时，行业下游需求旺盛，公司扩产积极，预计未来公司扩产一定程度上将超出我们的预期。

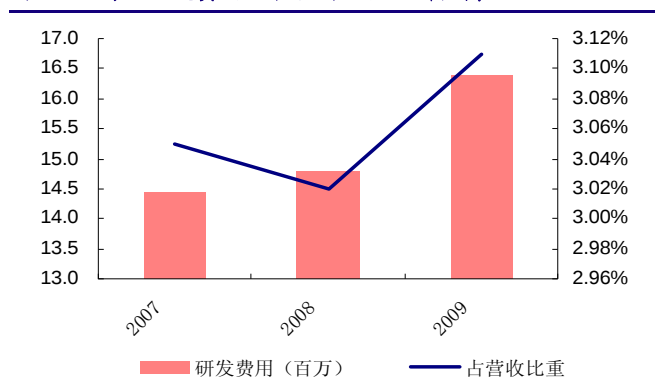
我们维持原来的盈利预测，保守估算 2010-2012 年 EPS 分别是 0.55、0.81、1.14 元，对应的 PE 是 59、34、24 倍，估值和电子元器件同类公司相当，但公司符合国家政策发展方向，且正处于中高端铝电解电容产能向中国转移的较早期，发展空间大，加上公司未来产销量及业绩超预期的可能性很大，我们维持推荐投资评级。

表 1：铝电解电容器分类

分类	名称	主要应用
固体铝电解电容器	Chip-Typ	消费电子
	引线式	传统应用，应用于多种领域
液态铝电解电容器	Snap-in	焊片式中大型铝电解电容，用于家电及工业
	Screw-type	螺栓式引出的大型铝电解电容器，主要作为工业用

资料来源：中国银河证券研究部

图 1：江海股份研发费用占营收的比重不断提高



资料来源：公司资料

表 2: 江海股份 (002484) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	51.2	80.5	818.1	926.4	1068.5	营业收入	544.0	614.8	738.2	912.0	1166.4
应收票据	11.8	21.7	26.1	32.3	41.3	营业成本	456.6	493.2	590.6	711.4	886.5
应收账款	119.4	146.1	175.5	216.8	277.2	营业税金及附加	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
预付款项	5.9	4.3	2.3	-0.1	-3.0	销售费用	13.6	19.3	23.1	28.6	36.5
其他应收款	2.8	0.8	1.0	1.2	1.5	管理费用	27.9	35.4	42.5	52.5	67.1
存货	114.2	119.1	142.6	171.7	214.0	财务费用	4.6	0.9	-7.1	-16.7	-19.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	1.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	30.0	40.9	47.4	47.4	47.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	166.4	203.9	200.1	190.1	176.9	投资收益	9.1	11.8	9.6	11.5	13.8
在建工程	29.0	23.7	11.8	5.9	3.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	49.7	75.7	98.4	147.4	208.6
无形资产	27.3	27.7	24.9	22.2	19.4	营业外收支净额	8.2	0.5	5.8	6.9	8.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	57.9	76.2	104.1	154.3	216.9
资产总计	568.0	677.4	1457.7	1621.8	1854.0	减: 所得税	8.1	9.8	13.3	19.8	27.8
短期借款	55.0	55.0	0.0	0.0	0.0	净利润	49.8	66.4	90.8	134.5	189.1
应付票据	4.5	17.5	21.0	25.2	31.5	归属于母公司的净利润	49.4	63.2	87.8	130.0	182.8
应付账款	70.6	109.9	129.9	156.4	194.9	少数股东损益	0.4	3.3	3.0	4.5	6.3
预收款项	1.2	0.3	-0.7	-2.0	-3.6	基本每股收益	0.41	0.53	0.55	0.81	1.14
应付职工薪酬	5.9	4.2	4.2	4.2	4.2	全摊薄每股收益	0.31	0.39	0.55	0.81	1.14
应交税费	7.0	7.9	7.9	7.9	7.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	25.1	25.5	25.5	25.5	25.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	10.4%	13.0%	20.1%	23.6%	27.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	23.9%	46.4%	22.4%	45.9%	47.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	30.5%	27.8%	38.9%	48.2%	40.6%
负债合计	249.8	291.3	202.7	232.2	275.3	盈利性					
股东权益合计	318.2	386.1	1255.1	1389.6	1578.7	销售毛利率	16.1%	19.8%	20.0%	22.0%	24.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.1%	10.3%	11.9%	14.3%	15.7%
净利润	50	66	91	134	189	ROE	15.5%	16.4%	7.0%	9.4%	11.6%
折旧与摊销	17	24	18	19	19	ROIC	10.51%	13.19%	5.68%	7.48%	9.71%
经营活动现金流	52	92	4	80	109	估值倍数					
投资活动现金流	-53	-61	3	11	14	PE	67.7	53.0	50.9	34.3	24.4
融资活动现金流	10	-9	730	17	19	P/S	6.2	5.4	6.0	4.9	3.8
现金净变动	9	22	738	108	142	P/B	10.5	8.7	3.6	3.2	2.8
期初现金余额	61	51	81	818	926	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	69	73	818	926	1068	EV/EBITDA	53.7	36.7	36.7	25.9	17.6

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，IT 行业证券分析师，总监。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

王莉，IT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410.SZ）、高德红外（002414.SZ）、江海股份（002484.SZ）、信维通信（300136.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-6656 8888

传真：010-6656 8641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-6656 8849

上海地区联系：010-6656 8281

深圳广州地区联系：010-6656 8908