

产品调整、垂直整合双轮驱动成长

研究结论

- **市场前景广阔的铝电解电容器行业。**铝电解电容器的下游应用主要集中在消费电子、工业、通讯、汽车等领域。在未来几年，工业变频、新能源发电、汽车电子等领域都将会成为铝电解电容器高增长的主要推动力。目前国内中高端铝电解电容器需求很大，国产铝电解电容器不能完全满足市场需求，预计未来市场缺口仍将维持在 27% 左右。随着国内铝电容器企业技术的进步，其产品与国外产品的性能差距正在逐步缩小，正在逐步向中高端领域发展，进口替代空间非常广阔。
- **公司是我国铝电解电容器行业的霸主。**公司从 1970 年开始专业从事铝电解电容器生产和销售，1993-2009 年销售收入连续在全国铝电解电容器行业排名第一。按照 2007 年工业用电容器销售收入排名，公司是唯一进入全球前 8 名的国内企业，近年来市场占有率不断提升。通过长期的合作，公司已成为三星、LG、西门子、日本松下等国际企业的供货商，为进一步开展合作拓展市场提供了便利条件。
- **未来投资亮点一：产业转移带来机遇，日本地震利好公司。**在下游产业的带动下，全球铝电解电容器制造业正在向我国不断转移，我国已成为铝电解电容器生产大国。2011 年 3 月 11 日，日本发生里氏 9.0 级大地震，日本主要铝电解电容器企业在地震与核辐射双重打击下，短期内难以恢复产能。由于公司与这些企业技术差距较小，这势必加速公司获得更多订单，公司将会长期受益于日本地震带来的订单转移。
- **未来投资亮点二：产品结构调整，将提升综合毛利率。**公司目前产品结构中工业类电容器占比达到 42.6%，工业类电容器占比提升，将帮助公司提升综合毛利率。我们认为公司的高端工业类铝电解电容器将受益下游新兴产业巨大的需求；同时考虑高端市场的进口替代需求，公司工业类电容器募投项目产能将被基本消化，我们预计公司工业类电容器占比在未来几年中将不断提升，今年将达到 50% 左右，2013 年将达到 64% 左右。
- **未来投资亮点三：进军化成箔领域，实现上下游一体化。**公司一直致力于成为行业内垂直整合铝电解电容器生产企业的领导者，凭借内部化成箔的生产能力，降低铝电解电容器生产成本，因此公司募集资金 1.2 亿元投资内蒙古海立进行高压化成箔扩产，并使用超募资金出资 6,120 万元投入宝鸡化成箔项目。由于电容器下游应用于节能减排领域，我们认为内蒙古电价有望下调，化成箔毛利率水平将逐步恢复到较高水平，化成箔毛利率的提高将提升电容器产品的毛利率。
- **我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.75 元、1.10 元、1.65 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司 2011 年 37 倍 PE，12 个月的目标价为 27.8 元，首次给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**公司可能存在化成箔项目的成本风险和市场销售风险。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 18 日) 25.20 元

目标价格 (12 个月) 27.80 元

总股本/A 股 (万股) 16,000/4,000

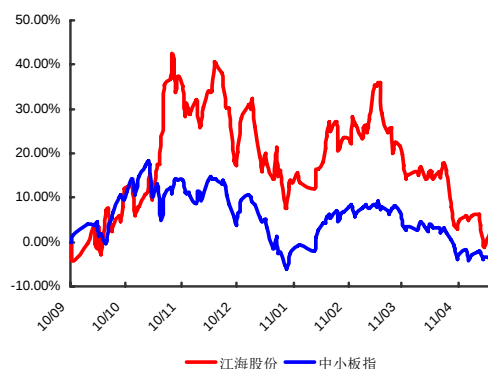
A 股市值 (百万元) 3936

国家/地区 中国

行业 电子行业

报告日期 2011 年 5 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	812	1034	1344	1746
同比(%)	32%	27%	30%	30%
净利润	86	119	177	264
同比(%)	36%	39%	48%	49%
毛利率(%)	20.6%	21.5%	23.6%	25.8%
ROE(%)	7.0%	8.9%	11.6%	14.8%
每股收益(元)	0.54	0.75	1.10	1.65
P/E(X)	45.74	32.97	22.27	14.92
P/B(X)	3.21	2.93	2.59	2.20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、市场前景广阔的铝电解电容器行业.....	4
1、在所有电容器中，铝电解电容器仍占有一席之地	4
2、多角度看铝电解电容器行业发展机遇	6
3、我国中高端铝电解电容器市场供不应求	7
4、行业竞争充分，高端比技术，中端比品质，低端比价格	8
二、江海股份：我国铝电解电容器行业的霸主	9
1、老字号企业，具有先发优势	9
2、技术优势明显，产品质量可靠	11
3、高端客户是公司长期发展的保证	12
三、产品结构调整、上下游一体化双轮驱动公司成长	13
1、行业转移带来机遇，日本地震利好公司	13
2、产品结构调整，将提升综合毛利率	14
3、进军化成箔领域，实现上下游一体化	15
四、盈利预测与估值分析	17
1、盈利预测	17
2、估值分析	19
3、风险提示	20

图表目录

图 1：不同种类电容器特性分布	4
图 2：全球四种电容器市场规模	4
图 3：铝电解电容器的下游应用市场结构	6
图 4：2005-2012 年全球铝电解电容器市场规模	7
图 5：我国铝电解电容器产量和需求量	8
图 6：我国铝电解电容器销售额和市场规模	8
图 7：近年来公司市场占有率不断提升	10
图 8：公司各类业务收入变化	11
图 9：公司各类业务毛利率变化	11
图 10：日本主要铝电解电容器企业大都集中于受日本地震影响的福岛及周边地区	14
图 11：公司铝电解电容器产品收入和毛利率	15
图 12：铝电解电容器行业上下游情况	16
表 1：铝电解电容器分类	5
表 2：下游行业对铝电解电容器提出了巨大的需求	7
表 3：全球铝电解电容器主要企业	9
表 4：2007 年工业用电容器销售和排名情况	9
表 5：江海股份子公司和合营公司业务情况	10
表 6：公司获得的主要质量认证证书情况	12
表 7：公司获得的主要质量认证证书情况	13
表 8：不同化成体系化成箔产品优劣比较	16
表 9：化成箔毛利率变动对电容器产品毛利率的影响	17
表 10：分业务收入预测表	18
表 11：盈利预测表（百万元）	19
表 12：可比上市公司估值比较	19
附表：财务报表预测与比率分析	21

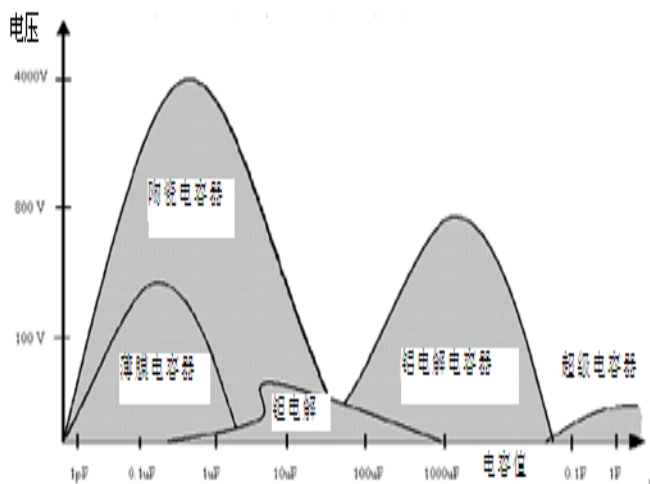
一、市场前景广阔的铝电解电容器行业

1、在所有电容器中，铝电解电容器仍占有一席之地

电容器作为三大被动电子元器件之一，已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，约占全部电子元器件用量的 40% 左右。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。

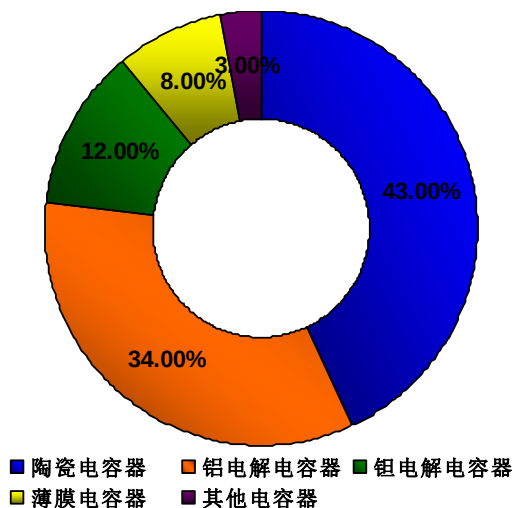
一般电容器分为四大类：铝电解电容器、钽电解电容器、薄膜电容器和陶瓷电容器。其中铝电解电容器的用量约占所有电容器的 30% 以上，下游涉及多个领域，具有不可替代性，因此我们认为在未来铝电解电容器用量仍将维持全部电容器的 30% 以上。

图 1：不同种类电容器特性分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：全球四种电容器市场规模



资料来源：台湾工研院 IEK-IT IS 计划，东方证券研究所

铝电解电容器按电解质的不同可划分为液态铝电解电容器和固体铝电解电容器。液态铝电解电容器按照引出方式可划分为引线式、焊片及焊针式、螺栓式三种。根据应用领域的不同，产品分为消费类铝电解电容器和工业类铝电解电容器，消费类铝电解电容器主要用于电视、音响、显示器、空调、电脑等消费电子产品，工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电、汽车电子等工业领域。

表 1：铝电解电容器分类

分类方法	类型	产品形状	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极和负极箔上，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：公司公告，东方证券研究所

尽管其他种类电容器小型化、片式化的发展较为活跃，对铝电解电容器市场产生一定冲击，但这种竞争主要集中在低压、小容量应用领域，而且在该领域中固态铝电解电容器已经克服传统液态铝电解电容器的弊端，完全可以满足电子产品的集成化和小型化需求，同时铝电解电容器应用领域不断扩大且发展迅速，凭借其大容量的优势仍占据主导地位。

未来需求的升级对铝电解电容器的性能也提出了更为苛刻的要求：

-  具有耐高压能力，低损耗。
-  具有强耐纹波电流的能力。
-  具有很高的耐热稳定性。
-  具有足够长的工作寿命。

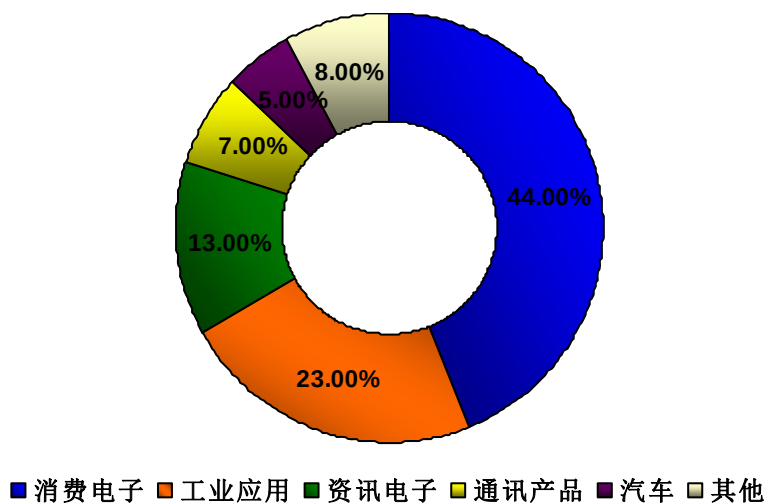
✚ 体积进一步缩小，片式化。

总体来说，未来国内外铝电解电容器发展的主流方向是：小体积、长寿命、耐高温、耐高频纹波电流、低阻抗、低漏电流，铝电解电容器行业将出现重大结构性调整。

2、多角度看铝电解电容器行业发展机遇

铝电解电容器的下游应用主要集中在消费电子、工业、通讯、汽车等领域。根据台湾工研院 IEK 数据，消费电子占总消耗量的 44%，是铝电解电容器的最大市场；其次是工业设备包括各类变频设备，约占 23%左右；通讯、汽车分别占 7%和 5%。

图 3：铝电解电容器的下游应用市场结构



资料来源：IEK，东方证券研究所

近年来，除了以平板电视、笔记本电脑、数码相机等产品为主的消费类电子产品产销量持续增长，带动了铝电解电容器行业增长，随着“节能减排”思想的日益深入人心，变频技术在国民经济各领域诸如水利、化工、煤炭、电子及家用电器等得到了更加广泛的应用，以风力发电、电动汽车为代表的绿色能源领域，以 3G 为代表的通讯设施领域，以信息化为标志的军工领域等也对铝电解电容器提出了巨大的需求，这也将大大促进对上游电极箔的市场需求。

表 2：下游行业对铝电解电容器提出了巨大的需求

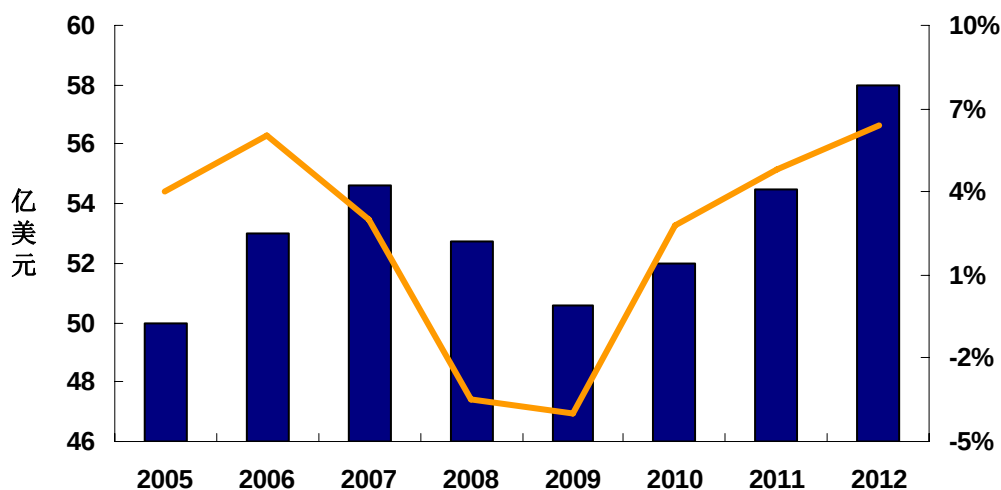
下游行业	发展机遇
消费类电子	消费类电子在向高端产品、新产品转变，特别是LED平板电视、变频空调和其他变频家电对铝电解电容器的需求猛增，3G技术的发展、电脑及周边领域的良好发展态势将带动铝电解电容器市场的繁荣。
工业变频	工业变频器是节能减排的关键设备，是铝电解电容器产品的一个重要应用领域，在发电、供水、电梯、冶金、机床以及节能减排等领域得到广泛应用。中国的变频器市场目前正处于一个高速增长的时期，实际增长超过20%，具有广阔的发展空间。
通讯设施	新的3G网络的建设，通讯设备的大量更新换代，移动通信基站、不间断电源（UPS）、自动化技术领域的持续增长将促进铝电解电容器的市场需求。
新能源发电	随着世界各国对能源安全与气候变化的高度重视，风力发电、太阳能发电等新兴环保能源行业发展速度超越预期，其需求将成为铝电解电容器行业发展的重要推动力。
汽车电子	汽车工业已成为我国经济持续发展的重要支柱。人们对汽车智能化、自动化、安全性、舒适性以及节能环保的要求，加大了对汽车电子的应用，其几大系统中都要使用铝电解电容器，特别是充电站、混合动力车及电动汽车的开发，成为电容器一个重要的快速发展领域。
其他	如火如荼的轨道交通建设，飞机制造、国防装备等行业的高速发展及新技术、新产品的开发应用，加大了铝电解电容器的需求增长。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

总体来看，消费电子仍然是铝电解电容器需求的重要市场，随着铝电解电容器应用领域越来越多，工业类铝电解电容器市场需求将会更快增长。在未来几年，工业变频、新能源发电、汽车电子等领域都将会成为铝电解电容器高增长的主要推动力。

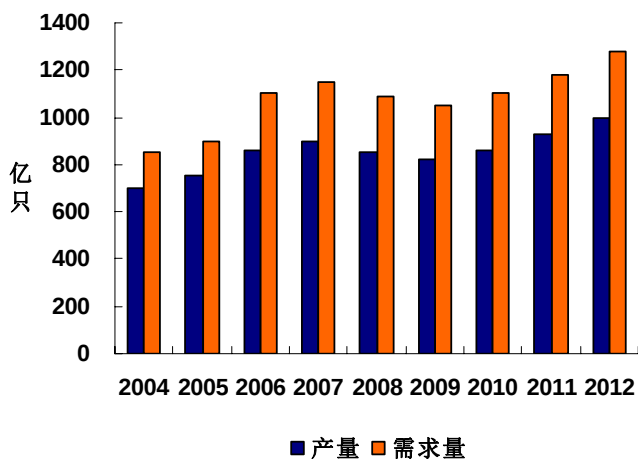
3、我国中高端铝电解电容器市场供不应求

目前，全球生产铝电解电容器的主要国家及地区是日本、台湾地区、韩国和中国。根据 2010 年版《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》统计，2011 年将达 54.50 亿美元，2012 年将达到 58 亿美元，预计全球铝电解电容器市场在后续几年将保持稳步增长态势。

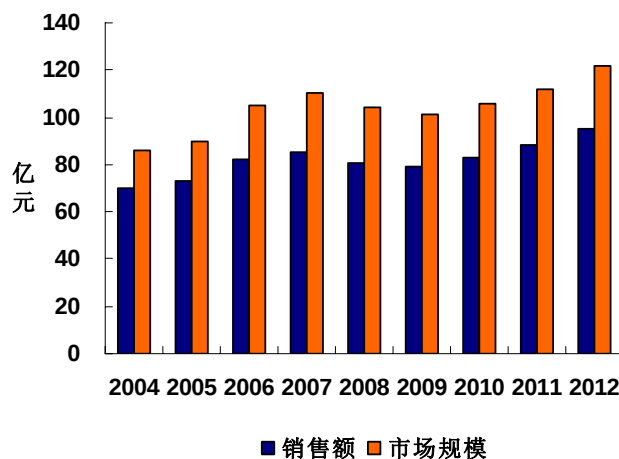
图 4：2005-2012 年全球铝电解电容器市场规模


资料来源：2010 年版《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》，东方证券研究所

根据中国电子元件行业协会信息中心统计，2007 年我国铝电解电容器的产量约达 900 亿只，销售额约为 85 亿元，国内市场需求量约为 1150 亿只，市场规模约为 110 亿元。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，国内市场需求量约为 1085 亿只，市场规模约为 104 亿元。中国电子元件行业协会信息中心预测 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，国内市场需求量将达 1280 亿只，市场规模将达 122 亿元。主要是因为国内中高端铝电解电容器需求很大，但国内大多数企业还以生产、销售低端产品为主，国产铝电解电容器不能完全满足市场需求，中高端产品仍需要依靠进口满足国内市场需求。

图 5：我国铝电解电容器产量和需求量


资料来源：中国电子元件协会，东方证券研究所

图 6：我国铝电解电容器销售额和市场规模


资料来源：中国电子元件协会，东方证券研究所

根据中国电子元件行业协会信息中心统计，2004-2010 年的市场缺口呈现逐年增长的趋势，预计未来市场缺口仍将维持在 27% 左右。随着国内铝电容器企业技术的进步，其产品与国外产品的性能差距正在逐步缩小，正在逐步向中高端领域发展；同时，随着新兴行业的带动，为未来我国铝电解电容器行业提供了一个巨大的发展空间和良好的市场前景。

4、行业竞争充分，高端比技术，中端比品质，低端比价格

铝电解电容器行业是竞争较为充分的行业，铝电解电容器企业主要集中在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。

表 3：全球铝电解电容器主要企业

地区	代表企业
日本	Nippon Chemi-Con (NCC)、日立AIC、Nichicon、Rubycon、ELNA等
韩国	三莹、三和和大宇等
台湾	立隆、金日、丰宾、凯美、智宝等
中国大陆	南通江海电容器股份有限公司、广东东阳光铝业股份有限公司、德普科技发展有限公司、湖南艾华科技集团等

资料来源：公司公告，东方证券研究所

从近几年的行业总体竞争格局来看，在高端产品领域，竞争重点是产品技术含量，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；在中端产品领域，主要是一些合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；在低端产品领域，主要是众多小型民营企业之间的竞争，价格是竞争重点。

表 4：2007 年工业用电容器销售和排名情况

公司名称	地区	排名	工业用铝电解销售额（百万 USD）
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
Jianghai（江海股份）	中国	8	45.25

资料来源：电子元件行业协会（关于江海股份的统计数据包含公司合营公司南通海立产销量），东方证券研究所

二、江海股份：我国铝电解电容器行业的霸主

1、老字号企业，具有先发优势

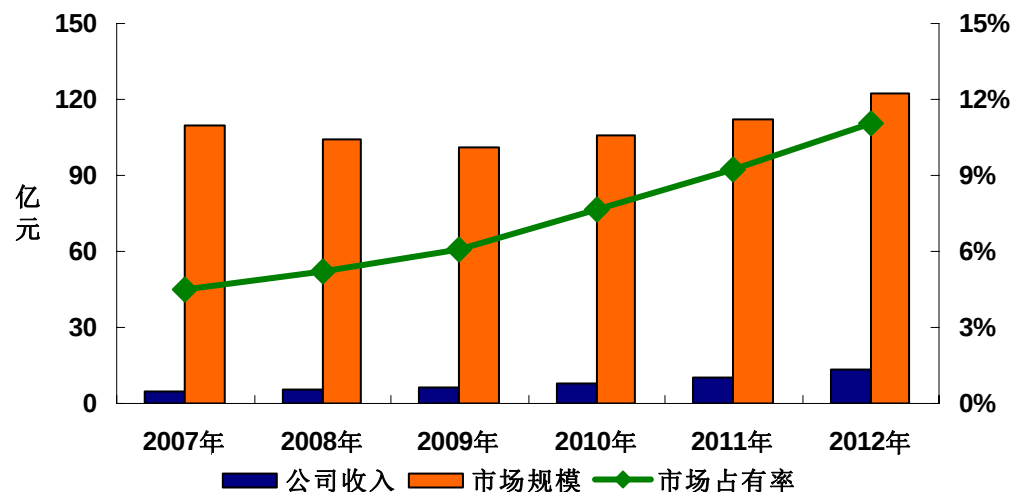
公司前身为 1958 年 10 月成立的南通江海电容器厂，从 1970 年开始专业从事铝电解电容器生产和销售。2005-2007 年，公司获得香港亿威投资有限公司三次增资，总值 1 亿元，变更为有港资入股的合营企业，并于 2008 年整体变更为南通江海电容器股份有限公司。

表 5：江海股份子公司和合营公司业务情况

公司名称	持股比例	主要产品
南通托普电子材料有限公司	100%	生产铝电解电容器用螺栓式酚醛盖板；生产铝电解电容器、核电、电池使用的化工产品；销售自产产品。
绵阳江海电容器有限公司	72%	电容器及其相关元器件制造、销售及进出口，电容器制造技术进出口业务及国内技术转让。
内蒙古海立电子材料有限公司	75%	生产、销售高性能铝电解电容器用电极箔、电极箔生产线及相关产品、提供相关技术服务。
凤翔海源储能材料有限公司	51%	生产、销售铝电解电容器用中、高压电极箔，设计制造电极箔生产线，并提供相关的服务；经营范围内的进出口业务。
南通海纳电子有限公司	86%	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。
南通海立电子有限公司	52.5%	生产、销售电子器件、高压大型铝电解电容器和高分子聚合物铝固体电解电容器。
南通奥斯特电子有限公司	50%	生产销售铝电解电容器。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

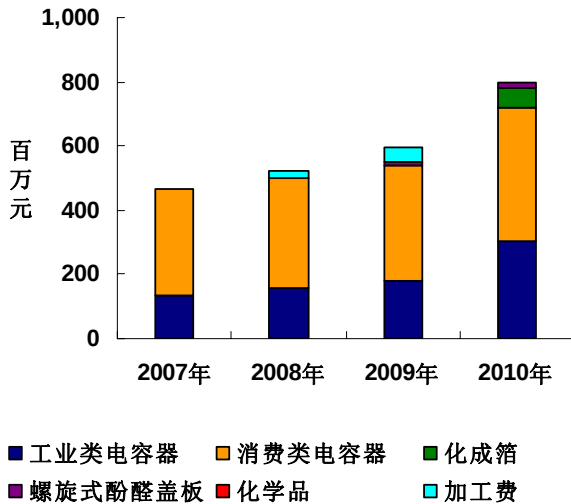
根据中国电子元件行业协会统计数据，1993-2009 年公司销售收入连续在全国铝电解电容器行业排名第一。按照 2007 年工业用电容器销售收入排名，公司是唯一进入全球前 8 名的国内企业，市场占有率不断提升。

图 7：近年来公司市场占有率不断提升


资料来源：电子元件行业协会，公司公告，东方证券研究所

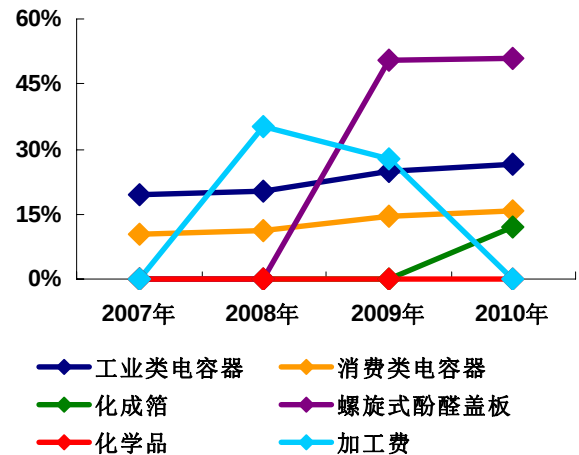
近年来，公司主营业务产品铝电解电容器的销售市场中，工业类产品市场比重逐年上升，占电容器收入的比例由 2007 年的 28.7% 上升至 2010 年的 42.6%。由于工业类产品市场的盈利水平高于消费类产品市场，所以近年来公司盈利水平持续增长。

图 8：公司各类业务收入变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司各类业务毛利率变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2、技术优势明显，产品质量可靠

公司自 1970 年专业生产铝电解电容器以来，一直致力于铝电解电容器研究。近年来公司自主开发的技术已获得国家专利 5 项，另有 9 项专利申请已获得国家专利局受理，处于国内领先、部分达到国际先进水平。研发的新产品中，国家重点新产品有 7 项，获得省科技进步二等奖 1 项。

目前公司自主开发了多项专有技术，并处于国内领先、部分达到国际先进水平：（1）电解电容器铝箔裁切防短路；（2）电解电容器酚醛盖板制造工艺；（3）电解电容器电解液烧煮工艺；（4）电解电容器用 600V 电解液技术；（5）特大型铝电解电容器含浸工艺；（6）125℃ 长寿命铝电解电容器制造技术；（7）高分子固体铝电解电容器无炭化制造技术。

除此以外，公司在化成箔领域造诣也相当深厚，子公司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。经过一年多时间生产实践和技术改进，内蒙海立的化成箔产品综合指标达到日立 AIC 公司化成箔相当水平。

同时公司有效执行了一套贯穿研发、采购、生产、销售整个业务流程的完整、严格的质量控制和管理体系，通过了 ISO9001、QS9000 等质量管理体系认证，有效地保证了产品质量的可靠性。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。军用品对产品质量的要求异常严格，公司能够站在军用品供应商的行列中是对公司产品质量的认可。此外公司还获得了赛宝实验室的质量、环境管理体系认证，该实验室是行业内的权威认证机构，其认证证书被众多知名采购商所认可，为公司进一步拓展市场打下了坚实的基础。

表 6：公司获得的主要质量认证证书情况

认证机构	证书	初次获取时间
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件质量认证（CDK294 系列）	2008.3.30
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件质量认证（CDK263 系列）	2008.3.30
中国军用电子元器件质量认证委员会	军用电子元器件制造厂生产线认证	2008.1.20
Underwriters Laboratories Inc	FOLLOW-UP SERVICE PRODUCTURE	2002.8.27
中国电子元器件质量认证委员会监督 检查机构	制造厂认可证书	1995.9.15
广州赛宝认证中心服务有限公司	质量管理体系认证证书	1994.11.14
广州赛宝认证中心服务有限公司	环境管理体系认证证书	2003.9.15

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3、高端客户是公司长期发展的保证

公司长期坚持面向国内、国际两个市场，重点抓住大型、知名企业的销售策略，而各采购商出于对自身产品稳定性的考虑，一旦确定供货企业则不会轻易变化。生产企业要成为电子制造企业的供应商，需要经过严格的质量管理体系审核和产品技术性能认证，这也是一个长期、复杂的过程。整个过程短则 1-2 年，长则 3-4 年，企业才能真正成为这些客户的供应商。通过长期的合作，公司与众多国内、国际知名企业建立了合作关系，为进一步开展合作拓展市场提供了便利条件。

经过长期的努力，公司已经与不少国内、国际知名企业建立合作关系，并已成为三星、LG、西门子、日本松下等国际企业和海信、创维、格力、海尔、美的等国内企业的供货商。公司前五名客户中就有三星、LG、西门子，其中在全球最大的平板电视生产商三星电子的铝电解电容器采购额中公司产品占比达到 27%。另外，公司的化成箔产品已经通过了日立 AIC 公司的质量检测，根据协议日本 AIC 公司优先采购内蒙海立产能的 7/17，成为该公司的重要供货商之一。

表 7：公司获得的主要质量认证证书情况

企业	证书
三星电子	环保伙伴认证、优秀供应链奖
艾默生网络能源有限公司	优秀供应商、质量优秀奖
西门子（上海）电气传动设备有限公司	产品合格认证
LG 电子	产品合格电子认证
林肯公司	产品合格认证
四川长虹电器股份有限公司	免检供应商
创维电子	十佳供应商
青岛海信电器股份有限公司	十佳供应商
深圳市中兴通讯股份有限公司	优秀供应商
欧瑞传动电器有限公司	优秀供应商
日立 AIC 公司	产品合格认证
EFORE 电子	优秀供应商

资料来源：公司公告，东方证券研究所

三、产品结构调整、上下游一体化双轮驱动公司成长

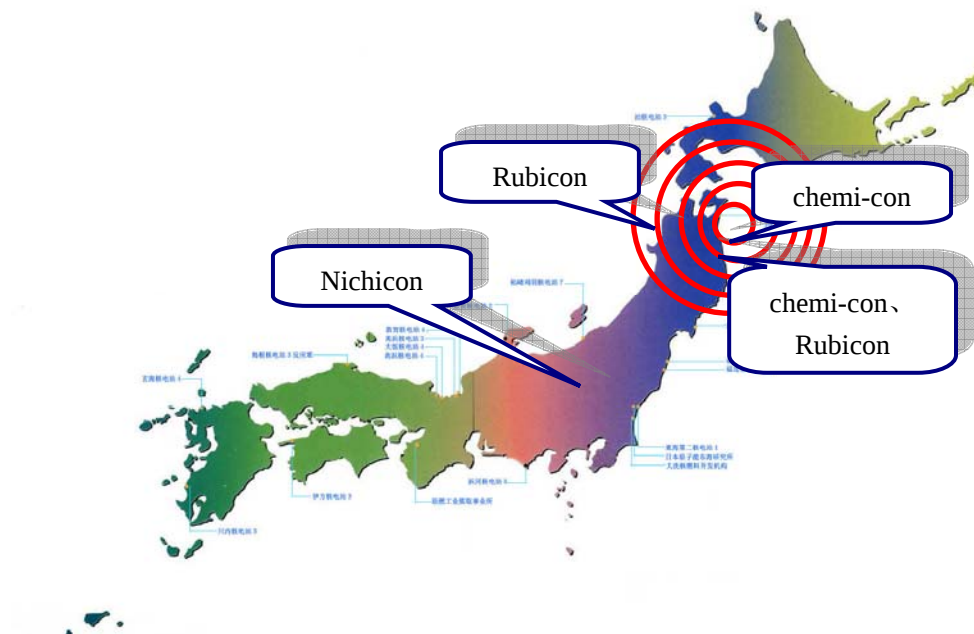
1、行业转移带来机遇，日本地震利好公司

目前全球电子信息制造业正在向我国转移，我国已成为众多电子产品的主要生产基地，其中不少产品如电脑、电视、手机等的产量占全球的 50%以上，成为全球最大的生产基地。在下游行业的带动下，全球铝电解电容器制造业正在向我国不断转移，我国已成为铝电解电容器生产大国。根据中国电子元件行业协会统计，2009 年我国铝电解电容器产值占全球市场规模的比重已达到 23%左右。

与此同时，日本、台湾等国家或地区的铝电解电容器产量占全球比重呈不断下降趋势。由于生产成本较高，日本、台湾等企业逐步退出中低端铝电解电容器市场。而公司目前的技术实力已经达到或者接近国际先进水平，正在向中高端市场发展。

2011 年 3 月 11 日，日本发生里氏 9.0 级大地震，地震随即引起海啸，地震和海啸对日本造成极大破坏。日本电子类生产企业遭受地震和海啸巨大影响。受地震影响，日本多处铝电解电容器工厂受到影响，日本主要铝电解电容器企业 Nichicon、Rubicon、chemi-con 等大都集中于受日本地震影响的福岛及周边地区，在地震与核辐射双重打击下，这些企业短期内难以恢复产能。

图 10：日本主要铝电解电容器企业大都集中于受日本地震影响的福岛及周边地区



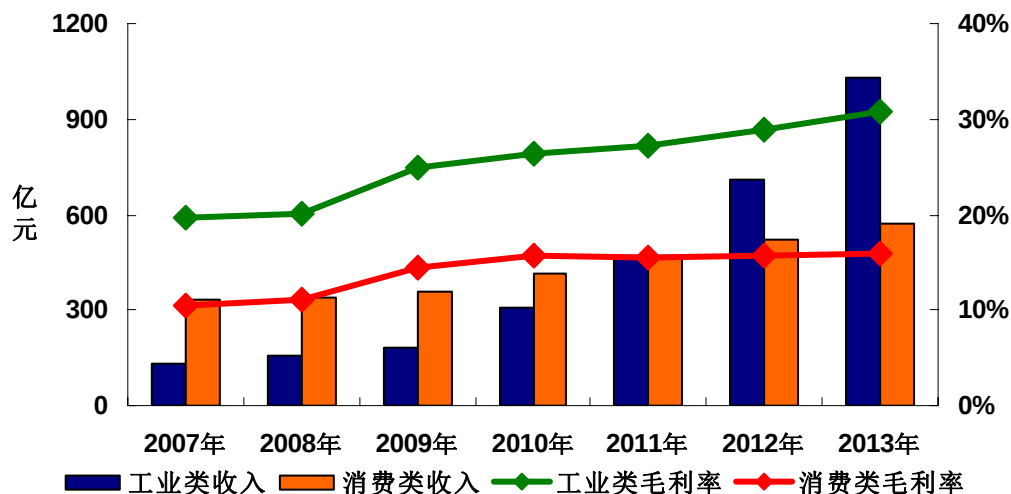
资料来源：东方证券研究所

由于公司与这些企业技术差距较小，这势必加速公司获得更多订单，公司将会长期受益于日本地震带来的订单转移。

2、产品结构调整，将提升综合毛利率

近年来在铝电解电容器市场中，由于企业众多、竞争激烈，消费类产品利润率下降，而工业类产品由于技术含量较高，生产企业较少，利润率比消费类产品高出很多。为此公司逐步压缩消费类产品的比例，逐步增加高技术含量高附加值的工业类产品比重。

公司目前产品结构中工业类电容器占比达到 42.6%，工业类电容器占比提升，将帮助公司提升综合毛利率。我们认为公司的高端工业类铝电解电容器将受益下游新兴产业巨大的需求；同时考虑高端市场的进口替代需求，公司工业类电容器募投项目产能将被基本消化，我们预计公司工业类电容器占比在未来几年中将不断提升，今年将达到 50%左右，2013 年将达到 64%左右。

图 11：公司铝电解电容器产品收入和毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

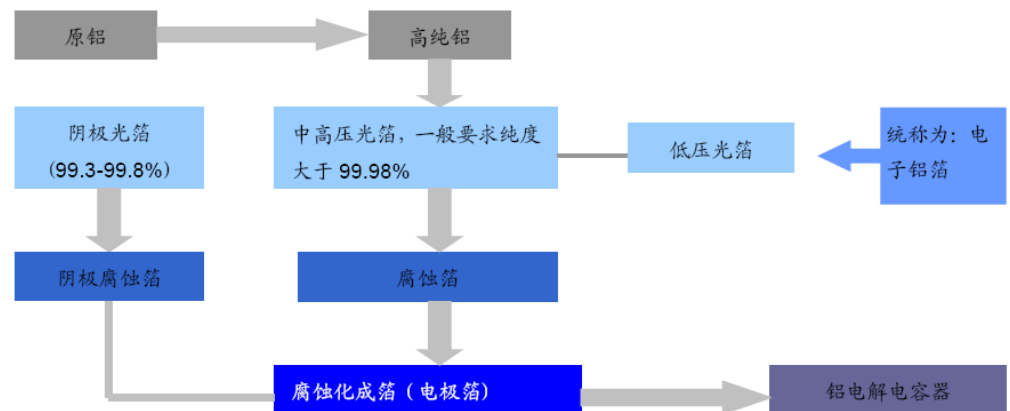
公司对工业类市场的开拓已经走在了国内同行的前列。随着工业类产品下游行业的发展，公司逐步增加高技术含量高附加值的工业类产品的比重，努力提高技术实力。目前，公司的工业类产品的竞争对手主要是日本的 Chemi-Con、Nichicon、Rubycon 和德国 EPCOS 公司。目前公司产品占世界著名的 UPS、变频器、工业和通讯电源企业 EMERSON 网络能源公司铝电解电容器总采购额的 95%，占德国西门子公司高压变频器生产部门铝电解电容器采购额的 80%，在全球最大电焊机制造商——美国林肯公司的供货比例逐年提高，在其他一些世界知名工业品企业如 APC、ABB、OTIS 等公司的采购中也占有较大份额。

除了铝电解电容器，薄膜电容器也是目前工业类电容器领域中的主流产品，广泛应用于新能源、轨道交通、电动汽车、高压变频器等行业，相比铝电解电容器而言，薄膜电容器具有寿命较长，耐特高压，不会产生漏液现象等优点。公司在薄膜电容器领域已经进行了多年的技术储备，也在积极切入这块市场。公司未来的薄膜电容器产品，与铝电解电容器客户基本相同，公司可以利用现有的销售渠道销售薄膜电容器产品；同时由于工业类电容器产品种类齐全，有利于公司得到更多大客户的订单。

3、进军化成箔领域，实现上下游一体化

化成箔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%。化成箔处于铝电解电容器行业中下游，是铝电解电容器的关键原材料之一，其品质的好坏直接决定着铝电解电容器的品质。这是因为化成技术直接关系到腐蚀箔比容损失的大小、化成箔性能、化成箔生产成本等关键因素。

图 12：铝电解电容器行业上下游情况



资料来源：东方证券研究所

化成液是决定化成箔质量的决定因素之一，化成液的配方及生产流程控制是各家企业的重要商业机密。目前国内主流中、高压化成技术主要有三种：80 年代末从法国引进的以壬二酸、己二酸铵为主要原料的有机酸化成技术；90 年代末从日本引进的以硼酸为主要原料的无机酸化成技术；近几年国内自主开发的以硼酸、己二酸铵为主要原料的混合酸化成技术。

表 8：不同化成体系化成箔产品优劣比较

化成体系	应用领域	优点	缺点
有机酸化成体系	低端电容器领域	由于壬二酸、己二酸铵能抑制铝的溶解，所以化成后的产品容量、强度都优于无机酸、混合酸，适宜分切小片。化学品的成本略低于其他两种化成技术。	氧化膜的缺陷多，漏电流大，对与之配套的电解液要求高；介质损耗大，特别是在用箔量大大型电容器中，用有机酸化成箔的电容器升温要明显大于其他两种化成技术，会导致电容器寿命的缩短；化成液对环境污染大，废水处理费用高。
无机酸化成体系	高端电容器领域	氧化膜漏电流小、介质损耗小，生产的电极箔介质氧化膜质量非常高，能生产长寿命、低阻抗、耐大纹波电流的电容器。	所用的化工材料较多，成本较大。
混合酸化成体系	中端电容器领域	其产品性能优于有机酸，但达不到无机酸的水平。	生产中含磷物质使用较多，废水处理费用也较大。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

通过向上游整合，有利于降低产品成本、稳定原材料质量，而且可以规避原材料市场价格波动的风险，相对于单一的铝电解电容器生产企业有着较大的发展优势。因此国外知名企业 Chemi-Con、Nichicon、Rubicon 等往往都实现了上下游行业的整合。

作为国内最大的铝电解电容器生产企业，公司一直致力于成为行业内垂直整合铝电解电容器生产企业的领导者。同时凭借内部化成箔的生产能力，降低铝电解电容器生产成本，并利用其制造化成箔方面的知识提高电容器产品品质，从而不断提升比其他电容器制造商更多的竞争优势。

因此公司募集资金 1.2 亿元投资内蒙古海立进行高压化成箔扩产，并使用超募资金出资 6,120 万元投入宝鸡化成箔项目，预计在 2011-2013 年分别形成 300 万平方米、660 万平方米和 960 万平方米新增高压化成箔产能。

公司将化成箔项目放在这两个地区主要是因为化成箔是耗电量极大，这两个地区的电价较低的原因。公司 2010 年化成箔毛利大幅低于预期的原因是因为内蒙古电价的上升（从 0.34 元/度上升到 0.52 元/度），使高压化成箔毛利率下降 68.47%，根据内蒙古电力（集团）有限责任公司呼和浩特供电局公布的电价表，工业用电的电价在 0.4 元/度以下，目前公司也正在积极与政府部门沟通，由于公司的产品下游应用于节能减排领域，所以我们认为电价有望在下半年调整到 0.4 元/度以下，毛利率水平有望逐步恢复到较高水平，化成箔毛利率的提高将提升电容器产品的毛利率。

表 9：化成箔毛利率变动对电容器产品毛利率的影响

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
化成箔销量（万平方米）	197.8	300.0	600.0	960.0	1,260.0
化成箔单价（元/平方米）	37.1	39.6	40.0	40.0	40.0
化成箔总销售额（百万元）	73.4	118.8	240.0	384.0	504.0
化成箔外销额（百万元）	49.5	65.3	65.9	82.3	98.8
化成箔外销比例（%）	67.4%	55.0%	27.5%	21.4%	19.6%
化成箔自供额（百万元）	23.9	53.5	174.1	301.7	405.2
化成箔外销比例（%）	32.6%	45.0%	72.5%	78.6%	80.4%
电容器所需化成箔（百万元）	234.8	310.9	411.2	520.2	657.6
电容器所需化成箔自供率（%）	10.2%	17.2%	42.3%	58.0%	61.6%
电容器毛利率的变动幅度（%）	-0.8%	-2.7%	0.9%	1.7%	1.8%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

四、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

主要假设：

- 1、在未来几年，工业变频、新能源发电、汽车电子等领域都将会成为铝电解电容器高增长的主要推动力。
- 2、随着国内铝电容器企业技术的进步，其产品与国外产品的性能差距正在逐步缩小，正在逐步向中高端领域发展，进口替代空间非常广阔。
- 3、公司市场占有率不断提升。
- 4、公司目前产品结构中工业类电容器占比达到 42.6%，我们预计公司工业类电容器占比在未来几年中将不断提升，今年将达到 50%左右，2013 年将达到 64%左右。工业类电容器占比提升，将帮助公司提升综合毛利率。

5、预计公司在 2011-2013 年分别形成 300 万平方米、660 万平方米和 960 万平方米新增高压化成箔产能。由于电容器下游应用于节能减排领域，内蒙古电价有望下调，化成箔毛利率水平将逐步恢复到较高水平，化成箔毛利率的提高将提升电容器产品的毛利率。

6、随着公司收入的快速增长，我们预期公司销售费用、管理费用的增长保持同步增长。随着募集资金定期存款利息增加，财务费用将会大幅下降。

7、预计公司未来三年实际所得税率为 12% 左右。

表 10：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
工业类电容器					
销售收入（百万元）	181.0	305.8	474.0	711.0	1,031.0
增长率（YOY）	15.6%	69.0%	55.0%	50.0%	45.0%
毛利率（%）	24.9%	26.3%	27.2%	29.0%	30.8%
消费类电容器					
销售收入（百万元）	359.7	412.1	473.9	521.3	573.4
增长率（YOY）	5.4%	14.5%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率（%）	14.5%	15.6%	15.6%	15.8%	16.0%
化成箔					
销售收入（百万元）	49.5	65.3	65.9	82.3	98.8
增长率（YOY）	119.7%	32.0%	0.9%	24.9%	20.0%
毛利率（%）	27.6%	11.8%	14.0%	17.0%	20.0%
螺旋式酚醛盖板					
销售收入（百万元）	7.9	12.8	19.8	29.7	43.1
增长率（YOY）		62.1%	55.0%	50.0%	45.0%
毛利率（%）	50.6%	50.7%	50.0%	50.0%	50.0%
合计（百万元）	614.8	812.5	1033.6	1344.3	1746.3
增长率（YOY）	13.0%	32.2%	27.2%	30.1%	29.9%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 10.34 亿元、13.44 亿元、17.46 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.19 亿元、1.77 亿元、2.64 亿元；对应 EPS 分别为 0.75 元、1.10 元、1.65 元。

表 11：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	812	1034	1344	1746
营业成本	645	812	1027	1296
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	25	31	40	52
管理费用	62	73	91	114
财务费用	4	-4	-3	-4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	13	13	13
营业利润	87	132	198	299
营业外收入	11	8	8	8
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	98	139	206	306
所得税	11	17	24	36
净利润	88	123	182	271
少数股东损益	1	3	5	7
归属于母公司净利润	86	119	177	264
EPS（元）	0.54	0.75	1.10	1.65

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2、估值分析

我们选取与公司业务模式与特点类似的 6 家公司进行对比，目前行业可比公司 2010、2011 年平均 PE 分别为 44 和 32 倍（剔除铜峰电子）。给予公司 2011 年 37 倍 PE，12 个月的目标价为 27.8 元，首次给予公司“增持”评级。

表 12：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
600563.SH	法拉电子	23	19	15
600237.SH	铜峰电子	101		58
002389.SZ	南洋科技	61	44	24
000636.SZ	风华高科	37	36	26
600673.SH	东阳光铝	69	36	30
600888.SH	新疆众和	30	25	16
平均		44	32	22

资料来源：Wind，东方证券研究所

3、风险提示

化成箔项目的成本风险

公司的化成箔生产为高能耗过程，主要成本为电费，占化成箔成本的 50-60%。而公司对政策指导电力价格几乎没有议价能力。虽然公司可以部分转嫁上游的价格风险到下游客户，但如果国家用电价格出现大幅提高，而产品售价不能同步提升，将面临无法取得预期经营效果的风险。

市场销售风险

公司的工业类项目产品已经被市场接受，高压化成箔材料亦主要供应本公司及合作方日立 AIC 株式会社，但项目达产后，增加产能是否全部能被市场消化还存在不确定性；固体铝电解电容器项目产品已有小批量生产，但大批量产品被市场接受的时间也存在一定不确定性。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1119	1135	1302	1666	营业收入	812	1034	1344	1746
现金	726	656	689	883	营业成本	645	812	1027	1296
应收账款	212	254	335	437	营业税金及附加	1	1	1	2
其它应收款	1	2	2	2	营业费用	25	31	40	52
预付账款	6	8	10	13	管理费用	62	73	91	114
存货	154	196	247	312	财务费用	4	-4	-3	-4
其他	21	18	19	19	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	367	543	617	588	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	50	41	43	43	投资净收益	13	13	13	13
固定资产	242	452	534	510	营业利润	87	132	198	299
无形资产	26	26	25	23	营业外收入	11	8	8	8
其他	49	24	15	12	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1486	1678	1919	2254	利润总额	98	139	206	306
流动负债	197	268	327	392	所得税	11	17	24	36
短期借款	3	33	31	28	净利润	88	123	182	271
应付账款	147	173	226	284	少数股东损益	1	3	5	7
其他	48	61	71	80	归属于母公司净利润	86	119	177	264
非流动负债	8	6	6	6	EBITDA	120	168	257	366
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.75	1.10	1.65
其他	8	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	205	274	334	399	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	56	59	64	71	成长能力				
股本	160	160	160	160	营业收入	32.2%	27.2%	30.1%	29.9%
资本公积	859	859	859	859	营业利润	15.2%	51.7%	50.1%	50.4%
留存收益	206	326	503	766	归属于母公司净利润	36.2%	38.7%	48.0%	49.3%
归属母公司股东权益合计	1225	1345	1521	1785	获利能力				
负债和股东权益	1486	1678	1919	2254	毛利率	20.6%	21.5%	23.6%	25.8%
现金流量表					净利率	10.6%	11.5%	13.1%	15.1%
单位：百万元					ROE	7.0%	8.9%	11.6%	14.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	6.6%	8.2%	11.1%	14.3%
经营活动现金流	36	95	154	223	偿债能力				
净利润	88	123	182	271	资产负债率	13.8%	16.3%	17.4%	17.7%
折旧摊销	29	40	61	71	净负债比率				
财务费用	4	-4	-3	-4	流动比率	5.67	4.24	3.98	4.25
投资损失	-13	-13	-13	-13	速动比率	4.89	3.50	3.22	3.45
营运资金变动	-77	-53	-73	-103	营运能力				
其它	5	2	0	0	总资产周转率	0.75	0.65	0.75	0.84
投资活动现金流	-84	-204	-123	-30	应收账款周转率	5	4	5	4
资本支出	-84	-232	-134	-42	应付账款周转率	5.03	5.07	5.15	5.09
长期投资	0	16	-1	-1	每股指标 (元)				
其他	0	12	12	12	每股收益	0.54	0.75	1.10	1.65
筹资活动现金流	694	40	1	2	每股经营现金流	0.22	0.59	0.96	1.39
短期借款	-52	30	-2	-2	每股净资产	7.66	8.40	9.51	11.16
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	40	0	0	0	P/E	45.74	32.97	22.27	14.92
资本公积增加	738	0	0	0	P/B	3.21	2.93	2.59	2.20
其他	-32	10	3	4	EV/EBITDA	19	13	9	6
现金净增加额	643	-69	32	194					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn