

江海股份：业绩有望持续高速增长

日本地震带来利好，帮助加速进口替代

报告关键点：

- 3-11日本地震海啸造成市场供应不足，有望帮助江海股份加速进口替代。
- 高毛利工业类产品的产能提升，以及其销占比的提升，将帮助提升公司业绩。
- 公司致力于提升主要原材料化成箔的自给率，有望进一步控制成本的上升。

报告摘要：

- **铝电解电容器是主要的被动元件：**2010年全球铝电解电容器市场销售额达到52亿美元，预计到2012年全球铝电解电容器市场销售规模有望达到58亿美元，年复合增长率约为4.7%；而同期我国铝电解电容器市场规模将保持5%-9%的增长速度，高于全球水平。
- **日本地震帮助公司加速进口替代：**日本铝电解电容器供应商的市场份额超过70%，3-11日本地震海啸导致市场供不应求，销售单价大幅攀升，这有望加速公司产品替代进口产品。
- **高毛利的工业类产品产能扩张有望提升公司业绩：**公司工业类电容器收入占比已经由2010年上半年的41%上升到2010年底的50%，并有望在2011年达到60%。工业类产品的毛利率水平大幅高于消费类产品，且其产能有望在2011年翻番，加上高毛利的固态铝电解电容的产能投放，我们预计2011年公司的收入增长有望超过40%，达到11亿元。
- **公司积极提高原材料自给水平，帮助提升毛利率：**化成箔是铝电解电容器生产中最主要的原材料，其成本约占电容器成本的60%-70%。公司目前在内蒙古建有20条生产线，主要生产高性能工业类电容器用化成箔；同时在宝鸡已经建成12条生产线，主要生产中压变频器用化成箔。公司宝鸡项目计划于8月达到24条线；同时，宝鸡二期项目有望于2012年开建，将新增24条生产线，届时公司有望长期保持上游原材料价格和供应的稳定，并且有助于提高自身产品的毛利率。
- **投资建议：**预计公司2011年和2012年的营业收入增幅都在50%左右；且综合毛利率水平有望持续上升。预计公司2011年和2012年的EPS分别为0.82元和1.22元。对应2011年30倍PE，2012年20倍PE；给予买入-A级评级，6个月目标价格32.8元，对应2011年40倍PE，2012年26倍PE。
- **风险提示：**原材料以及人力成本的快速上涨，以及新产品固态铝电解电容器的市场接受度都是公司近期主要风险。

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：

32.80元

期限：

6个月 上次预测：

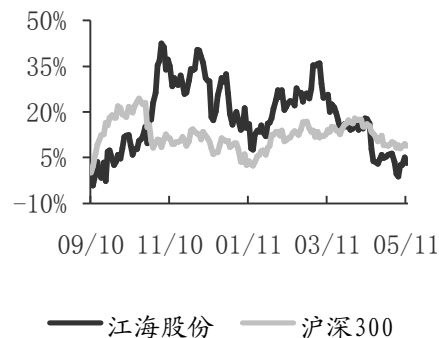
现价（2011年05月20日）：24.87元

报告日期：

2011-05-23

总市值(百万元)	3,964.80
流通市值(百万元)	991.20
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月最低/最高	22.08/34.87元
十大流通股东(%)	20.14%
股东户数	14,625

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.57)	(14.42)	(9.69)
绝对收益	(9.89)	(17.26)	3.29

侯利

 021-68763972
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

冯今天

 021-68765175
 fenglt@essence.com.cn

前期研究成果

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	614.8	812.5	1,190.0	1,801.1	2,458.7
Growth(%)	13.0%	32.2%	46.5%	51.4%	36.5%
净利润	63.2	86.0	130.8	195.7	263.3
Growth(%)	27.8%	36.2%	52.0%	49.6%	34.5%
毛利率(%)	19.8%	20.6%	22.6%	23.0%	23.0%
净利润率(%)	10.3%	10.6%	11.0%	10.9%	10.7%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.82	1.22	1.65
每股净资产(元)	2.26	7.66	8.48	9.70	11.34
市盈率	64.3	47.2	31.1	20.8	15.4
市净率	11.3	3.3	3.0	2.6	2.2
净资产收益率(%)	17.2%	6.8%	9.5%	12.4%	14.4%
ROIC(%)	21.5%	25.9%	24.6%	32.4%	35.6%
EV/EBITDA	-	35.4	20.4	13.6	9.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

目录

1. 我国铝电解电容器需求量大, 市场增速快.....	3
1.1. 铝电解电容是重要的被动元件	3
1.2. 全球铝电解电容器市场较大, 需求广泛.....	3
1.3. 我国铝电解电容器市场增速高于国际水平, 需求量旺盛	4
2. 日本地震对竞争对手影响巨大, 有利于公司产品替代进口	5
2.1. 日本供应商在铝电解电容市场占比高.....	5
2.2. 3-11 地震海啸对日本供应商影响巨大, 对公司较为有利.....	5
3. 众多利好推动公司业绩保持高速增长.....	6
3.1. 高毛利工业类产品订单饱满, 占比不断提升帮助公司提升业绩.....	6
3.1.1. 高毛利的工业类产品产能持续扩张, 帮助提升公司业绩.....	6
3.1.2. 公司工业类产品市场需求旺盛, 全年订单饱满	7
3.1.3. 日本地震导致的供应不足有望帮助公司消化新增产能, 提高销售单价	8
3.1.4. 高毛利的固态铝电解电容器有望于 2011 年开始贡献业绩.....	8
3.2. 化成箔自给率逐步提高, 内蒙电价或或回调有利于公司控制成本.....	8
3.2.1. 化成箔自给率逐步提高, 帮助稳定原材料价格和供应	9
3.2.2. 内蒙电价有望下调, 帮助降低成本.....	10
3.2.3. 其他原材料价格上涨较为有限, 供应充足.....	10
3.3. 利好推动公司业绩加速增长	10
4. 投资建议.....	11
5. 公司风险.....	11

图表目录

图 1 被动元件产品市场组成.....	3
图 2 电容器产品市场组成	3
图 3 2007-2012 全球铝电解电容器销售规模及增速 (左轴亿美元, 右轴%)	4
图 4 铝电解电容器的主要应用 (%)	4
图 5 全球电脑、手机出货量及增长率 (百万台, %)	4
图 6 我国铝电解电容器产量与需求 (亿只)	5
图 7 我国铝电解电容器销售额与市场规模 (亿元)	5
图 8 主要铝电解电容供应商及份额 (%)	5
图 9 公司工业类产品销售占比预测	6
图 10 公司螺栓型产品产能及增速预测 (百万只, %)	7
图 11 公司焊片型产品产能及增速预测 (百万只, %)	7
图 12 公司引线型产品产能及增速预测 (百万只, %)	7
图 13 公司固态电容产能及增速预测 (百万只, %)	7
图 14 铝电解电容器结构	9
图 15 铝电解电容器成本预测	9
图 16 公司近年营业收入及其增幅预测	10
图 17 公司近年毛利率水平及预测	11

1. 我国铝电解电容器需求量大，市场增速快

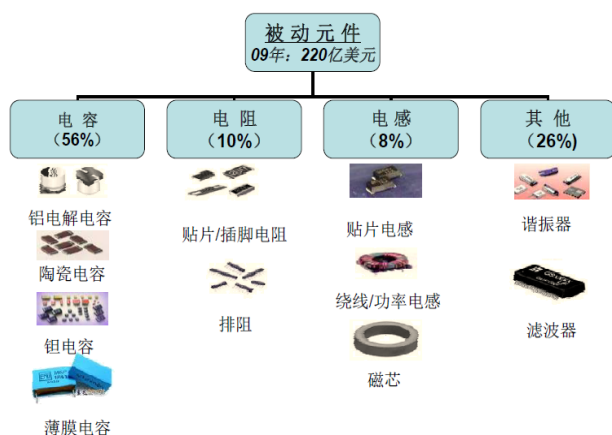
南通江海电容器股份有限公司始建于一九五八年，一九七零年开始专业生产铝电解电容器，目前拥有员工 1200 多人，合资关联公司五家，是国家级高新技术企业、国家火炬计划——通州电子元器件及材料产业基地骨干企业，从 1993 年起销售收入在国内铝电解电容器行业蝉联第一

1.1. 铝电解电容是重要的被动元件

被动元件，一般是指不需要外加电源就能在电路中处理信号的电子元器件，和半导体器件一样，被动元件是电子线路中必不可少的基础元件。2009 年全球被动元件市场约为 220 亿美元，其产品主要是由电容、电阻、电感以及其他被动元件所组成。

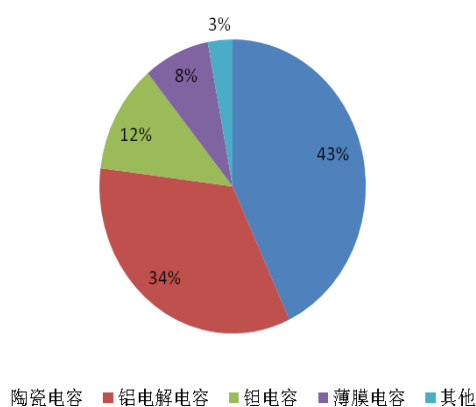
电容器主要是通过充电放电，在电子线路中起到存储变换能量、滤波保护等作用，电容器产品在被动元件市场中占比最大，约为 56%；而其中铝电解电容器又占三大类电容器（铝电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器）市场的 35% 左右，是最主要的被动元件产品之一。

图 1 被动元件产品市场组成



数据来源: Paumanok, 安信证券研究中心

图 2 电容器产品市场组成

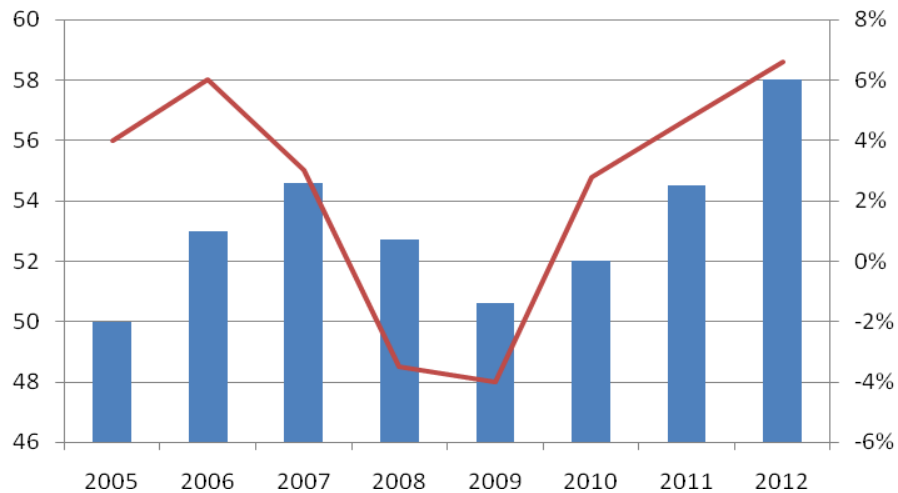


数据来源: IEK, 安信证券研究中心

1.2. 全球铝电解电容器市场较大，需求广泛

《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》指出，2010 年全球铝电解电容器市场销售额将从 2008/2009 年金融危机所导致的衰退中开始恢复，全年铝电解电容销售有望达到 52 亿美元，年增幅约为 3%；预计到 2012 年全球铝电解电容器市场销售规模有望达到 58 亿美元，年复合增长率约为 4.7%。

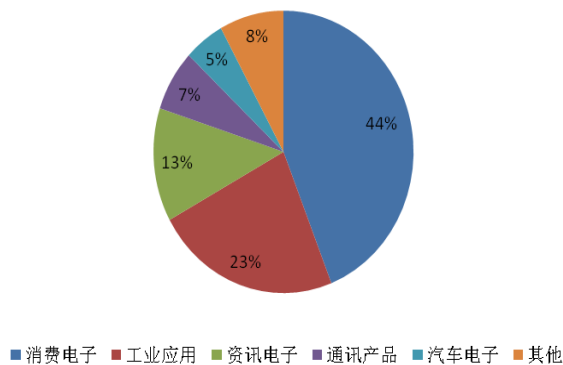
图 3 2007-2012 全球铝电解电容器销售规模及增速 (左轴亿美元, 右轴%)



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

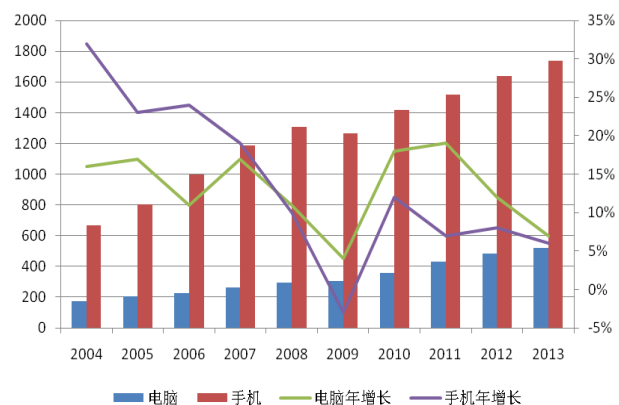
铝电解电容器的应用十分广泛，涵盖了平板电视、电脑、汽车、家电、工业等等；所以铝电解电容器的需求与各类电子产品的市场增长有很大的相关度。其中，消费类电子产品市场约占全球铝电解电容器市场的 44%，是其重要的应用之一；全球以电脑和手机为代表的消费类电子产品在经历了 2008/2009 年的增速下滑之后，2010 年增长强劲，预计在 2013 年前，其增长幅度都会保持在 5% 到 10% 的水平，这也将帮助推动铝电解电容器市场近年来的发展。

图 4 铝电解电容器的主要应用 (%)



数据来源：Paumanok，安信证券研究中心

图 5 全球电脑、手机出货量及增长率 (百万台, %)

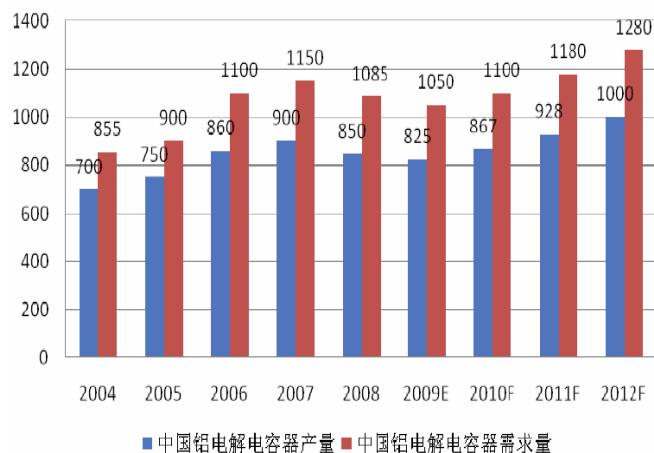


数据来源：iSuppli，安信证券研究中心

1.3. 我国铝电解电容器市场增速高于国际水平，需求量旺盛

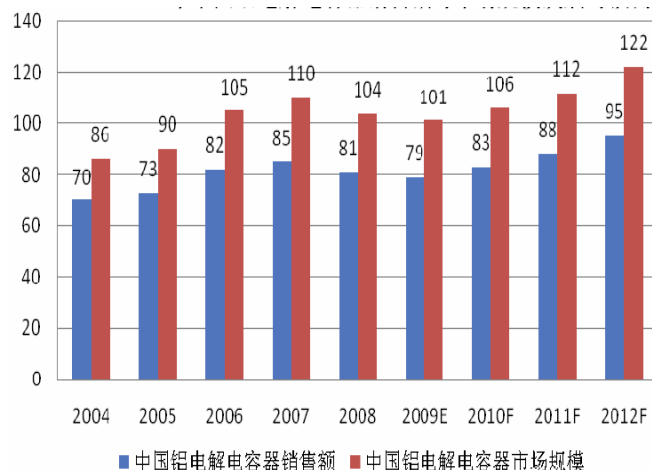
同时，中国电子元件行业协会信息中心预计 2010-2012 年我国铝电解电容器市场规模将保持 5%-9% 的增长速度，高于全球同期年复合增长 4.7% 的水平；2012 年我国铝电解电容器的产量将达 1000 亿只，销售额将达 95 亿元人民币，国内市场需求量将达 1280 亿只，市场规模将达 122 亿元人民币。

图 6 我国铝电解电容器产量与需求（亿只）



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 7 我国铝电解电容器销售额与市场规模（亿元）



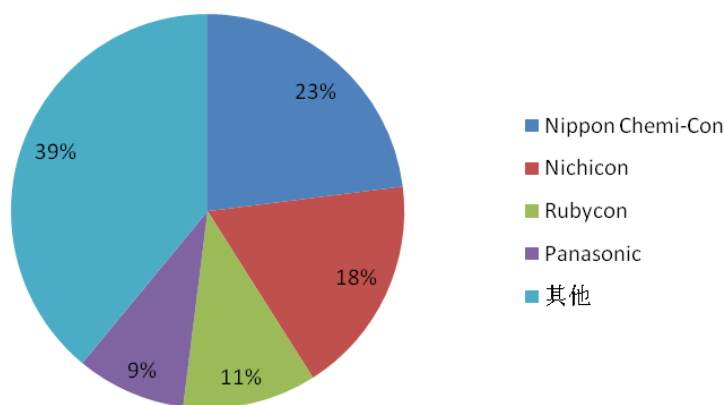
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2. 日本地震对竞争对手影响巨大，有利于公司产品替代进口

2.1. 日本供应商在铝电解电容市场占比高

目前，全球生产铝电解电容器的主要国家及地区为日本、我国台湾地区、韩国以及中国大陆。其中，日本供应商的市场份额较高，约为70%以上，仅前三大厂商Nippon Chemi-Con、Nichicon和Rubycon的市场占有率就高达52%。江海股份目前工业类电容器市场份额在全球已经排名第6，并将力争2-3年内达到第4，所以公司主要的竞争对手就是全球市场份额领先的日本企业。

图 8 主要铝电解电容供应商及份额（%）



数据来源：Paumanok，安信证券研究中心

2.2. 3-11 地震海啸对日本供应商影响巨大，对公司较为有利

2011年3月11日，日本本州岛附近海域发生里氏9.0级地震，强震引发海啸，日本东北部地区受灾严重，而该地区集中了多家日本铝电解电容供应商的生产工厂。尤其是全球最大的铝电解电容供应商Nippon Chemi-Con（全球市场份额为23%），其在震区的工厂产能约占公司总产能的40%，而产值更是高达公司销售额的60%。而其他日本铝电解

电容供应商尽管其生产设施损失不大，但其化成箔生产受限于间歇性的断水和断电，最少需要2-3个月才能开始恢复生产。我们预计主要日本铝电解电容器厂商，尤其是Nippon Chemi-Con，要到2011年底才能全面恢复正常生产。

其他日本厂商如Nichicon（约占全球铝电解电容器市场的17%）、Rubycon（约占全球铝电解电容器市场的11%）、以及Panasonic（约占全球铝电解电容器市场的9%）虽然在地震、海啸中其生产设施没有受到直接的影响，但是缺电、断水还是会在很大程度上影响正常的生产。尤其是缺电导致的化成箔生产停滞，将大大缩减日本铝电解电容器生产厂商的产能

鉴于铝电解电容器市场目前供应不畅，且地震两个月来，库存已经消耗到较低水平，我们了解到目前市场上日资品牌的产品价格涨幅在20%以上，一部分特定料号产品无法正常供应，交货周期需要长达一年。

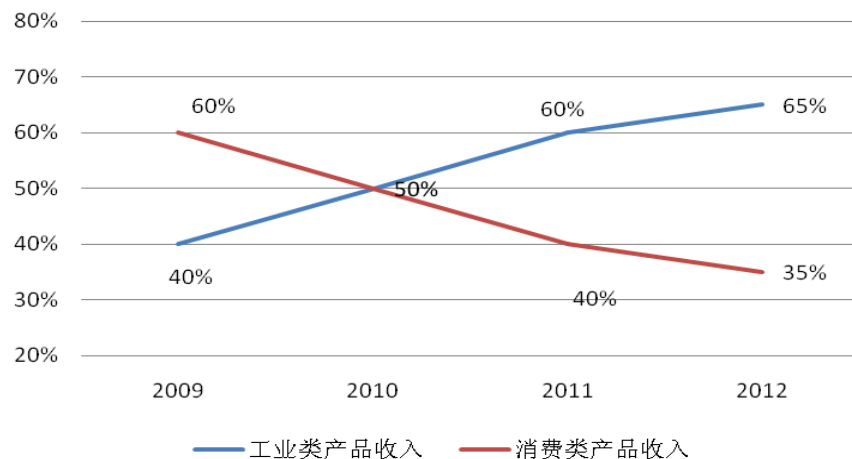
3. 众多利好推动公司业绩保持高速增长

3.1. 高毛利工业类产品订单饱满，占比不断提升帮助公司提升业绩

3.1.1. 高毛利的工业类产品产能持续扩张，帮助提升公司业绩

公司依据上市时的既定策略，工业类电容器收入占比上升较快，已经由2010年上半年的41%上升到2010年底的50%，并有望在2011年达到60%；其工业类电容器目前全球份额第6，力争2-3年内达到第4。

图9 公司工业类产品销售占比预测



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

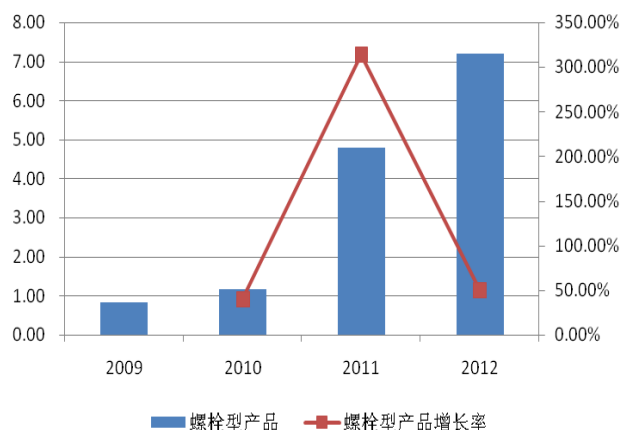
工业类产品主要是螺栓类产品以及部分焊针类产品，公司募投资金于2011年2月前全部投入，7月左右开始贡献产能，我们预计，2011年公司螺栓产品（全部为工业类应用）产能有望上升至40万只/月；而焊针产品（约50%为工业类应用）产能也有望上升至900万只/月。

同时，公司引线产品（主要是消费类应用）产能有望在2011年达到每月1.0-1.2亿只；而新募投的固态铝电解电容器（主要用于通讯、PC等消费类应用）的产能，我们也预计其产能在2011年有望达到1亿只的规模，

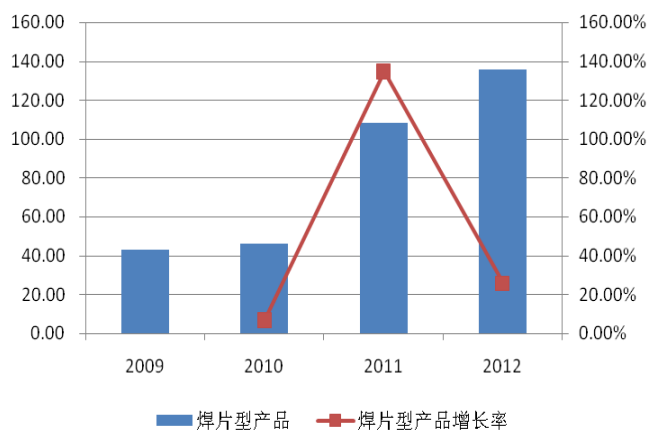
总体来看，公司工业类产品产能在2011年有望比2010年增加100%，大幅高于消费类产品产能15%-20%的年增幅。由于工业类铝电解电容器平均销售单价和毛利率水平

都较消费类产品来得高，大幅增加工业类产品产能有利于帮助公司提高整体业绩。

图 10 公司螺栓型产品产能及增速预测（百万只，%） 图 11 公司焊片型产品产能及增速预测（百万只，%）

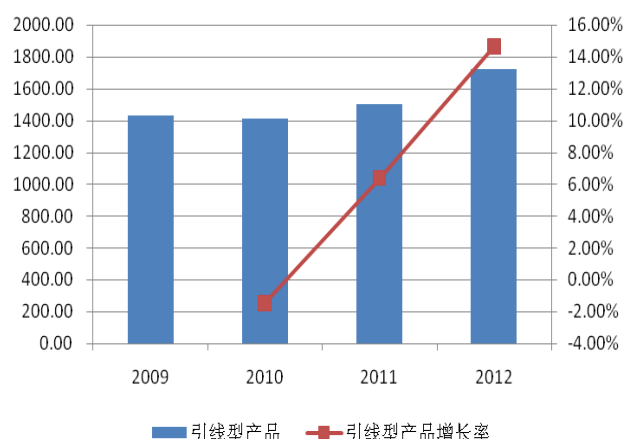


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

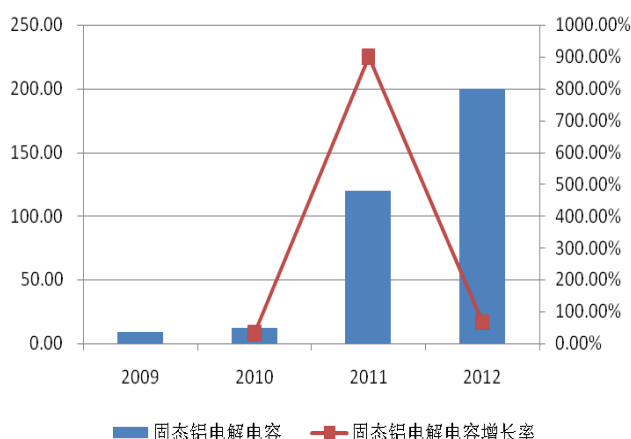


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12 公司引线型产品产能及增速预测（百万只，%） 图 13 公司固态电容产能及增速预测（百万只，%）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1.2. 公司工业类产品市场需求旺盛，全年订单饱满

公司工业类铝电解电容器产品广泛应用于太阳能、工业变频器、电源、医疗器械、电焊机等领域，市场对于公司产品的需求十分旺盛，公司工业类产品的订单目前已经拍到了 2011 年底，新增产能可以得到完全的消化。

工业类铝电解电容器是生产变频器和电源产品的重要元件，约占其生产成本的 5%-8%。主要目前全球前 15 大变频器供应商中，除了日本安川还在认证中，其他都已经是江海的客户。ABB、Rockwell、Emerson 等国际客户对于公司产品的需求持续快速增长，其中 ABB 对于公司工业类铝电解电容器的需求更是在近期增加了 40%，而国内变频器厂商汇川股份、新时达、西微自动化等对公司工业类产品的需求也不断提高，其中电梯专用变频器厂商新时达对于公司工业类产品的需求近期增加了 40%-50%。公司其他应用领域的客户，如 UPS 领域的 Eaton、山特、APC；通讯电源领域的中兴、华为；医疗器械领域的东芝、日立；电焊机领域的 Miller 等，对于公司工业类产品的需求也在不断的提升中。

3.1.3. 日本地震导致的供应不足有望帮助公司消化新增产能，提高销售单价

3.11 地震以及之后发生的海啸、核电站泄露事故，给日本铝电解电容生产商带来较大的影响，各大铝电解电容器供应商由于厂房损毁、电力供应不足、物流不通畅等原因，产量受到了极大的影响，目前部分铝电解电容器产品的交货周期已经从地震前的 10-20 周延长到了近一年。渠道研究表明，铝电解电容器市场短缺的情况有望延续到下半年，甚至是年底，这给公司产品替代进口创造了良好的环境。

同时，由于目前市场供不应求，各大日本铝电解电容器厂商普遍提高了产品销售单价，涨价幅度约为 20% 左右，我们了解到公司也已经开始根据市场情况，逐步调升部分产品的销售单价，其中部分工业类产品的销售单价上调幅度约为 5%；而部分消费类产品的销售单价上调幅度约为 10%；这无疑将帮助公司提高业绩水平。

3.1.4. 高毛利的固态铝电解电容器有望于 2011 年开始贡献业绩

固态电容器生产也是公司募投项目之一，目前该产品主要用于 PC，通讯等领域，具有寿命长、体积小、频率特性好等特点，其市场需求目前约为 50 亿只，且每年以 40% 的速度增长。

公司目前固态铝电解电容器产能较小，但有望 18 个月内达到 1500 万只/月。目前，公司固态铝电解电容器的终端客户包括有中兴、华为等通讯设备供应商，产品单价约较高（约为 0.8 元到 1.0 元）；同时，由于笔记本电脑对于固态铝电解电容器的需求较大（约为每台 10 颗-20 颗），公司将进一步为其生产的固态铝电解电容器开发 PC 客户，继而进一步扩大产品的销售。固态铝电解电容器毛利率较高公司生产的传统铝电解电容器高，且由于专利保护的过期，其材料成本下降较快。我们预计随着公司生产规模效应的提升和材料成本的下降，该产品的毛利率将达到 30%，帮助进一步提高公司综合毛利率水平。

表 1 固态铝电解电容与传统铝电解电容性能对比

	优势	劣势
传统铝电解电容	- 产品售价较低，约是固态铝电解电容的 50%；	- 产品性能和寿命受温度，湿度等使用环境的影响较大； - 高频电路中性能较差；
固态铝电解电容	- 直流电阻是普通铝电解电容的 10 倍； - 过流时不会自燃，安全性高； - 比较容易片式化； - 适合高频环境应用	- 产品售价过高；

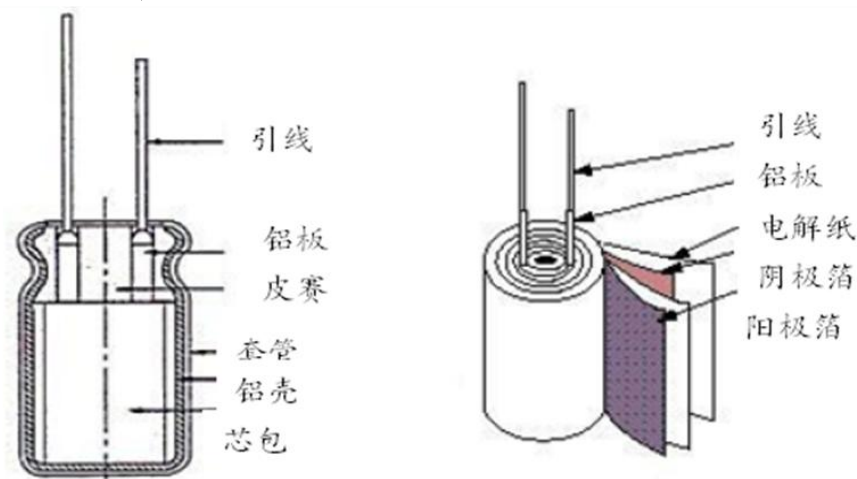
数据来源：Vishay, Rubycon, 安信证券研究中心

3.2. 化成箔自给率逐步提高，内蒙电价或或回调有利于公司控制成本

3.2.1. 化成箔自给率逐步提高，帮助稳定原材料价格和供应

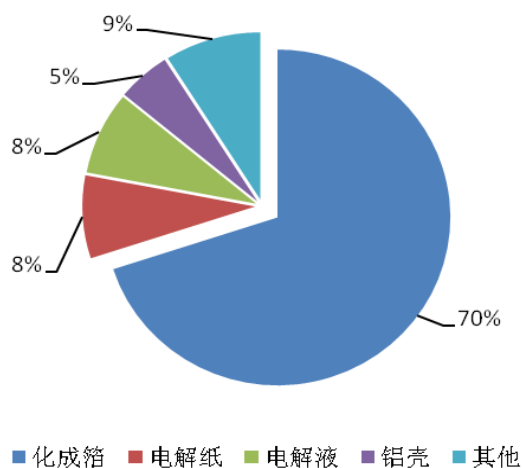
铝电解电容器主要的生产原料包括铝箔（阴极箔和阳极箔）、电解纸、电解液、铝壳等。其中，化成箔是铝电解电容器生产中最主要的原材料，其成本约占电容器成本的60%-70%；公司作为国内最大的铝电解电容器供应商，向产业链上游整合，扩大化成箔的自给率是公司的既有策略。

图 14 铝电解电容器结构



数据来源：中关村在线，安信证券研究中心

图 15 铝电解电容器成本预测



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司目前在内蒙和宝鸡都建有化成箔生产线，其中内蒙主要生产高压高性能、工业类电容器用化成箔，目前建有 20 条生产线，其产能的 40%返销日本日立；而宝鸡主要生产中压变频器用化成箔，目前已经形成 12 条生产线，并计划于 8 月达到 24 条线，全部供应江海。由于产能的不断扩大，公司预计大概需要 100 条化成箔生产线才能满足公司自身发展的需要，所以宝鸡二期项目有望于 2012 年开工，由于宝鸡化成箔工厂有了一期的设备安装调试经验，二期工程有望在 1 年内完工，新增 24 条生产线。这样一来，公司有望长期保持上游原材料价格和供应的稳定，并且有助于提高自身产品的毛利率。

3.2.2. 内蒙电价有望下调，帮助降低成本

化成箔是铝电解电容器生产中最主要的原材料，而生产化成箔最大的成本就是电力。公司内蒙化成箔工厂的电价成本较高，由 2010 年中的 0.34 元/度上调为 0.52 元/度，给公司的生产成本带来了一定的压力。而公司在宝鸡生产化成箔工厂由于采用了了电站直供的电力采购方式，其成本较低，约为 0.35 元/度，且有望长期保持这一水平。我们认为公司内蒙化成箔工厂电价，有望在下半年进行适度的下调，降低公司的成本，同时随着内蒙化成箔工厂电价的调整，公司有望在内蒙扩建其压高性能、工业类电容器用化成箔生产能力，二期项目规划新增 20 条生产线，届时将进一步提高公司化成箔，尤其是高性能高压化成箔的自给率水平。

3.2.3. 其他原材料价格上涨较为有限，供应充足

公司铝电解电容器生产中其他的原材料，包括电解纸、电解液、铝壳等，其成本占比各自约为 5%-8%，其 2011 年价格上涨的幅度也较为有限（我们预计分别在 8%）左右。

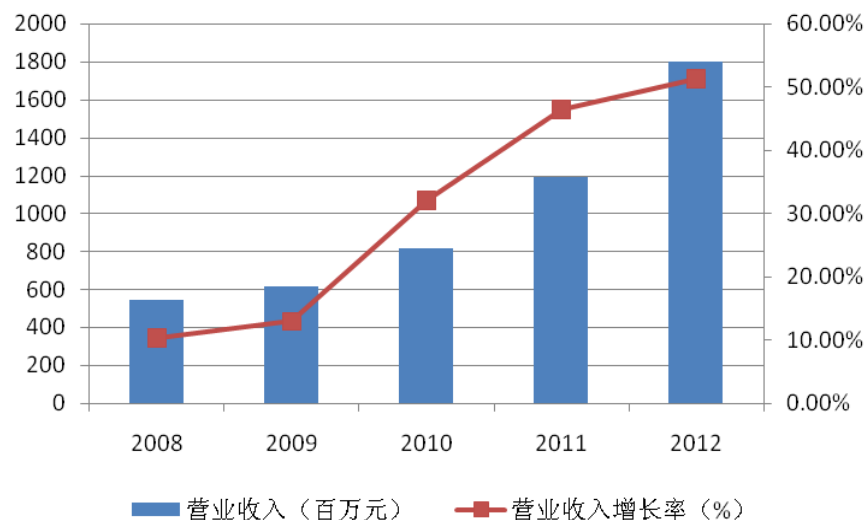
我们了解到日本 NKK 是公司主要的点解纸供应商，由于 NKK 位于日本九州，3-11 日本地震并未对其造成影响，目前主要是日本物流不通畅，影响了部分电解纸的交货。公司目前电解纸的库存约为 2 个月左右，完全可以满足正常生产；同时公司也开始致力于认证国内的供应商，以减少电解纸供应的风险。

公司目前电解液主要是通过内部调配和国内采购获得，日本地震对于公司电解液的供应没有造成任何影响。

3.3. 利好推动公司业绩加速增长

由于公司近年紧跟新兴市场应用，推出诸如平板电视专用笔型铝电解电容器、分能变频器用大功率铝电解电容器等新产品，其销售收入稳步上升，即使在受全球金融危机冲击较大的 2008、2009 年，公司的销售收入也保持了 2 位数的年增长率。我们预计，随着公司募投项目新增产能的完成，其市场份额，尤其是高端工业类产品市场份额的增加，以及公司产品结构调整和市场供应不足带来的销售单价上升，2011 年和 2012 年公司的营业收入年增幅有望保持在 50% 左右，分别达到 1.19 亿元和 1.80 亿元的水平。

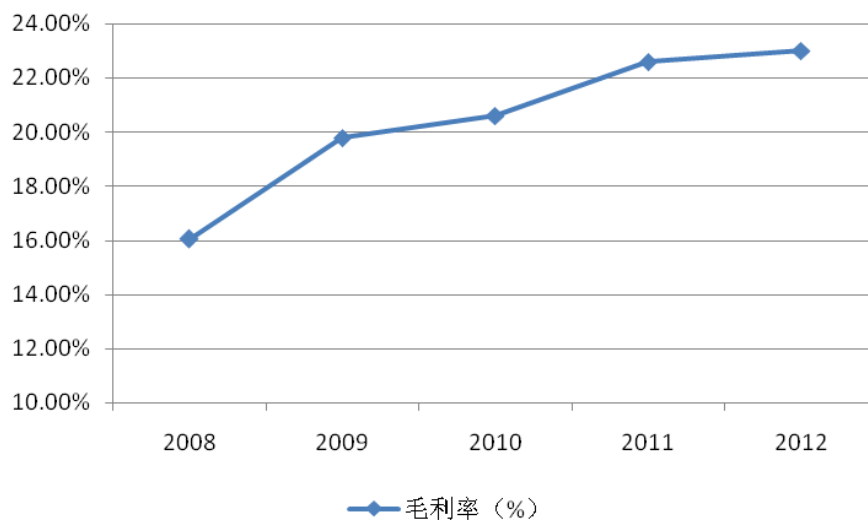
图 16 公司近年营业收入及其增幅预测



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

同时，由于：1) 公司高毛利率的工业类铝电解电容器收入占比的不断提高；2) 市场供不应求带来的售价单价上升；3) 原材料供应的不断垂直整合帮助控制成本的上升；以及 4) 内蒙电价成本有望下调至合理水平，我们认为公司 2011 年的综合毛利率水平有望维持近年持续上升的态势，达到 22% 左右的水平。

图 17 公司近年毛利率水平及预测



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

4. 投资建议

我们预计，公司 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.82 元和 1.22 元。对应 2011 年 30 倍 PE，2012 年 20 倍 PE，鉴于公司明确的高成长性，给予买入-A 级评级，6 个月目标价格 32.8 元，对应 2011 年 40 倍 PE，2012 年 26 倍 PE。

5. 公司风险

公司主要风险来自原材料以及人力成本的快速上涨，以及新产品固态铝电解电容器的市场接受度风险。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2011-5-6	
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	614.8	812.5	1,190.0	1,801.1	2,458.7	成长性						
减: 营业成本	493.2	645.1	921.0	1,386.9	1,893.2	营业收入增长率	13.0%	32.2%	46.5%	51.4%	36.5%	
营业税费	0.3	1.1	0.5	0.7	1.0	营业利润增长率	52.4%	15.2%	70.5%	51.3%	34.7%	
销售费用	19.3	24.8	38.1	57.6	78.7	净利润增长率	27.8%	36.2%	52.0%	49.6%	34.5%	
管理费用	35.4	62.3	90.4	136.9	186.9	EBITDA 增长率	41.4%	18.6%	36.4%	47.4%	33.5%	
财务费用	0.9	3.8	0.1	0.1	1.8	EBIT 增长率	41.1%	18.9%	63.4%	51.3%	35.4%	
资产减值损失	1.9	1.0	3.5	6.5	6.6	NOPLAT 增长率	23.7%	35.6%	48.2%	48.4%	35.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	56.3%	12.4%	23.5%	19.4%	
投资和汇兑收益	11.8	12.9	12.3	12.6	12.5	净资产增长率	21.3%	231.9%	10.6%	14.2%	16.8%	
营业利润	75.7	87.2	148.7	225.0	303.0	利润率						
加: 营业外净收支	0.5	10.9	5.0	3.0	5.0	毛利率	19.8%	20.6%	22.6%	23.0%	23.0%	
利润总额	76.2	98.1	153.7	228.0	308.0	营业利润率	12.3%	10.7%	12.5%	12.5%	12.3%	
减: 所得税	9.8	10.6	18.4	27.4	37.0	净利润率	10.3%	10.6%	11.0%	10.9%	10.7%	
净利润	63.2	86.0	130.8	195.7	263.3	EBITDA/营业收入	16.4%	14.8%	13.7%	13.4%	13.1%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.5%	11.2%	12.5%	12.5%	12.4%	
货币资金	80.5	725.6	799.3	854.6	977.4	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	99	74	50	37	
应收帐款	146.9	212.4	297.8	460.9	622.2	流动营业资本周转天数	42	60	70	68	71	
应收票据	21.7	18.9	34.9	47.4	68.4	流动资产周转天数	198	331	375	307	281	
预付帐款	4.3	6.4	6.4	6.4	6.4	应收帐款周转天数	79	81	78	77	80	
存货	119.1	154.0	222.5	333.1	456.0	存货周转天数	71	63	59	57	60	
其他流动资产	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	总资产周转天数	365	479	487	380	335	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	195	200	177	138	123	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	40.9	49.8	50.0	50.0	50.0	ROE	17.2%	6.8%	9.5%	12.4%	14.4%	
投资性房地产	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	ROA	9.8%	5.9%	7.8%	9.7%	10.8%	
固定资产	203.9	242.1	246.7	252.4	255.4	ROIC	21.5%	25.9%	24.6%	32.4%	35.6%	
在建工程	23.7	40.2	33.1	28.9	26.3	费用率						
无形资产	27.7	26.0	24.4	22.8	21.4	销售费用率	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	
其他非流动资产	0.8	1.5	7.6	8.0	8.2	管理费用率	5.8%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%	
资产总额	677.4	1,486.5	1,732.1	2,073.8	2,501.1	财务费用率	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	
短期债务	55.0	3.1	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	9.0%	11.2%	10.8%	10.8%	10.9%	
应付帐款	135.5	173.7	250.5	375.4	513.7	偿债能力						
应付票据	17.5	22.5	32.4	48.6	66.5	资产负债率	43.0%	13.8%	18.2%	22.0%	24.5%	
其他流动负债	12.3	-1.8	14.9	14.9	14.9	负债权益比	75.5%	16.0%	22.3%	28.2%	32.5%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.35	5.67	4.43	3.80	3.52	
其他非流动负债	15.0	7.8	7.8	7.8	7.8	速动比率	0.90	4.86	3.68	3.03	2.75	
负债总额	291.3	205.3	315.6	456.6	612.8	利息保障倍数	86.15	23.91	2,359.73	2,363.47	173.21	
少数股东权益	25.1	56.0	60.4	65.4	73.2	分红指标						
股本	120.0	160.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	-	-	-	-	-	
留存收益	241.0	1,065.2	1,196.0	1,391.7	1,655.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	386.1	1,281.2	1,416.5	1,617.1	1,888.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	66.4	87.5	130.8	195.7	263.3	EPS(元)	0.39	0.54	0.82	1.22	1.65	
加: 折旧和摊销	24.5	28.8	14.7	15.8	16.9	BVPS(元)	2.26	7.66	8.48	9.70	11.34	
资产减值准备	1.9	1.0	3.5	6.5	6.6	PE(X)	64.3	47.2	31.1	20.8	15.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.3	3.3	3.0	2.6	2.2	
财务费用	8.1	2.7	8.8	0.1	0.1	P/FCF	168.3	-24.7	58.7	80.8	35.4	
投资收益	-11.8	-12.9	-12.3	-12.6	-12.5	P/S	6.6	5.0	3.4	2.3	1.7	
少数股东损益	3.3	1.5	4.5	5.0	7.8	EV/EBITDA	-	35.4	20.4	13.6	9.8	
营运资金的变动	-1.4	-142.6	-70.4	-151.6	-155.7	CAGR(%)	44.6%	45.8%	39.2%	34.8%	34.6%	
经营活动产生现金流量	92.1	35.8	70.8	58.9	128.2	PEG	1.4	1.0	0.8	0.6	0.4	
投资活动产生现金流量	-60.9	-83.9	-4.0	-3.5	-3.6	ROIC/WACC	2.1	2.6	2.5	3.2	3.6	
融资活动产生现金流量	-9.2	694.0	6.9	-0.1	-1.8	REP	-	3.0	2.2	1.3	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034