

工业类电容器市场需求旺盛，公司产能持续扩张



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)
行业 电子行业
目标价 27.80 元
报告发布日期 2011 年 5 月 25 日

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

研究结论:

- **节能、新能源、轨道交通三驾马车将会成为铝电解电容器行业高增长的主要推动力。**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，但随着“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得到了更加广泛的应用，以风力发电、光伏发电为代表的绿色能源领域，如火如荼的轨道交通建设也对铝电解电容器提出了巨大的需求，这三大领域将会成为铝电解电容器行业高增长的主要推动力。
- **我们预期公司将会长期受益于日本地震带来的订单转移。**2011 年 3 月 11 日，日本发生里氏 9.0 级大地震，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。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，预期公司将会长期受益于日本地震带来的订单转移。目前铝电解电容器市场处于供不应求状态，各大铝电解电容器厂商普遍提高了产品销售单价，公司也已经开始逐步提高部分铝电解电容器的销售单价，预计调整幅度在 8% 左右，化解成本上涨带来的压力。
- **工业类电容器市场需求旺盛，公司产能持续扩张。**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，将有望帮助公司提升综合毛利率。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。目前全球前 15 大变频器供应商基本都是公司的客户，ABB、Emerson 等国际客户对公司产品的需求持续快速增长，而国内厂商汇川股份、英威腾等对公司产品的需求也不断提高。工业类电容器产品主要是螺栓式产品以及部分焊片式及焊针式产品，我们预计今年公司螺栓式产品产能有望上升至 40 万只/月；而焊片式及焊针式产品产能也有望达到 920 万只/月。
- **内蒙古电价有望下调，我们预计化成箔毛利率水平将逐步恢复到较高水平。**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。为了降低铝电解电容器生产成本，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。目前公司在内蒙建有 20 条生产线，在宝鸡已经建成 18 条生产线。由于电容器下游应用于节能减排领域，我们预期内蒙古电价有望下调，化成箔毛利率水平将可能逐步恢复到较高水平。预计随着电价的下调，公司有望在内蒙扩建二期项目 20 条生产线，届时将可能进一步提高公司化成箔自供率，预测到 2013 年化成箔自供率将达到 61.6%。
- **进军薄膜电容器领域，更好的满足客户需求。**公司在 2010 年年报中提到，将抓住客户迫切要求和未来的发展机遇，高起点、高要求建设好工业和车辆用高压大型薄膜电容器，以适应新能源、轨道交通、电动汽车、高压变频器等行业未来的需求。铝电解电容器和薄膜电容器是工业电容器市场主流的两类产品，铝电解电容器目前只能做到 650 伏左右，在对电压更高的应用领域，薄膜电容器的性能要好于铝电解电容器，公司已经在薄膜电容器领域进行了多年的技术积累，预计将可能在今年年底推出高端薄膜电容器产品，利用现有的销售渠道销售薄膜电容器产品。
- 我们维持公司 2011—2013 年盈利预测分别为 0.75 元、1.10 元、1.65 元，维持公司“增持”评级，目标价 27.8 元。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	46.90	33.80	22.83	15.29
资本公积增加	738	0	0	0	P/B	3.29	3.00	2.65	2.26
其他	-32	10	3	4	EV/EBITDA	19	14	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 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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