

电容器产业链上的一朵奇葩

研究结论

- 分享高端电容器产业增长盛宴，凯恩股份进入供不应求时代。国内新兴电子设备需求近年来快速增长，包括 3G 通信、高铁设备和电动汽车等，这些新增需求拉动了高压、高容量的铝电解电容的需求（图 5~8），未来可见的时间段，我们认为高压铝电解电容将保持快速增长。从我们翻阅的日本铝电容器企业年报看，无一例外均印证了中国等新兴国家节能电器、汽车电子和蓄电电器等需求旺盛，带动其产品销售，此外，这些公司均有一定程度的追加投资动作，历史上日本企业很少追加投资，这表明了未来较长一段时间铝电容器有望维持景气周期。作为电容器产业链的上游企业，凯恩股份产品电解纸有望分享下游高景气带来的快速增长，通过对电极箔的扩张产能测算，我们认为电解纸 2012 年将进入供不应求的阶段。
- 海外市场对电解纸公司反映热情，凯恩公司估值水平有望抬升。我们注意到公司竞争对手 NKK 公司公布 2010 年年报后，估值上行并创出上市以来新高，据 NKK 披露公司受来自中国等国家节能电器、逆变器和蓄电设备需求走高带动其盈利上行。而经过 10 年发展，凯恩股份的竞争实力已经逐渐接近于其竞争对手 NKK 公司，因此我们认为在其盈利大幅增长的背景下，凯恩股份也有机会再次呈现戴维斯双击。
- 2012 年公司电池业务平稳增长。通过对电池容量，放电倍率和循环寿命三大指标进行对比可以发现，凯恩公司的产品制造水平在业内处于领先地位，其部分指标甚至高于国际知名品牌，我们认为其良好的性价比是公司电池需求超越行业平均水平的主要原因，且毛利率也高于国内其他电池上市公司。我们预计 2011 年公司镍氢电池销量可以达到 6500 万节，目前公司电池部门已经迁到新厂区，未来有望扩张达到 1 亿节水平，远景是具备生产 3 亿节产品能力，并积极向锂电池等其他电池产品发展，届时电池公司收入水平达到 10 亿元，与公司纸业务形成双轮驱动。
- 未来制约公司估值的因素基本消除。前期因为公司大股东减持和媒体负面报道较多，压抑了公司估值水平，我们认为目前看大股东从主客观方面都不再具有继续减持的可能；此外，公司也积极和监管部门沟通，媒体负面报道对公司影响渐渐淡去，制约公司估值因素不再显著。
- 国内国际电容器产业链上比较，凯恩当前相当有安全边际，首次给予公司买入评级。我们梳理了国际国内电容器产业链上的企业财务指标和估值水平，目前凯恩盈利能力好于国际同行（见表 5~7），但估值却低于国内企业，产业链上看目前股价相当有安全边际，我们预计 2011，2012 年 EPS 为 0.69 元，0.92 元，参考海外 NKK 公司估值水平和国内同一产业链上的公司估值，我们给予 2011 年 30 倍 PE，对应目标价为 20.8 元，首次给予公司买入评级。
- 风险因素：欧美经济危机致消费电子出货回落，致使电解纸需求下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郑 恺

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888 × 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持（首次）

股价（2011 年 10 月 17 日）

13.80 元

目标价格

20.80 元

总股本/A 股（万股）

19479/19479

国家/地区

中国

行业

轻工制造

报告发布日期

2011 年 10 月 18 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	820	899	1,307	1,528
同比%	44.1%	9.6%	45.4%	16.9%
归属母公司净利润（百万元）	106	135	178	189
同比%	73.3%	27.9%	31.7%	6.1%
毛利率%	33.4%	34.9%	34.5%	32.4%
ROE%	19.5%	20.5%	22.0%	19.4%
EPS（元）	0.54	0.69	0.92	0.97
PE（倍）	25.2	19.6	14.9	14.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

受益成本下滑，经营回归坦途	2009/3/15
公司经营步入成长轨道	2009/11/11
公司取消增发对其影响中性	2010/1/11
一季度爆发增长，二季度惯性十足	2010/4/12
呼唤下一次戴维斯双击	2010/7/12

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申明。

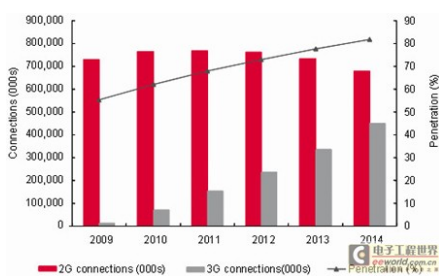
目 录

一 高压等级铝电容器消费将快速增长.....	3
1.1 电容器概述：高压、高容量，低价格为铝电解电容器优势.....	4
1.2 新应用带来消费结构调整，高压等级电容器增长将超预期.....	5
1.3 国际消费电子增长恢复，电容器国内进口创新高.....	7
二 国际市场视角看凯恩股份，国际投资者看好电容器产业	8
2.1 目前国际电容器产业链企业股价回升	9
2.2 凯恩竞争对手股价创新高，国际企业小幅增加新产能	10
2.3 按电极箔扩张测算电解电容器纸 2012 年大概率进入供不应求	12
2.4 估值和财务指标国内外对比可见公司有良好安全边际	13
三 电池 2012 年稳定增长，公司已具备系列化生产能力.....	14
3.1 镍氢电池性能处于国内领先水平	14
3.2 结论：电池产品具备国际竞争力，成长可期	16
四 制约股价负面因素已经基本散去	17
4.1 媒体负面报道业已澄清	17
4.2 大股东继续减持可能不大	18
五 增发项目锁定公司未来 3 年成长	18
六 盈利与估值.....	18

一 高压等级铝电容器消费将快速增长

全球铝电解电容器市场的发展，尤其是中国铝电解电容器市场的高速增长，同时，随着消费类电子产品的升级换代，以变频技术、高效节能灯具、风力发电为代表的绿色节能领域的快速发展，以及以 3G 为代表的通讯领域和以高速铁路、电动汽车为代表的交通领域发展，都对高压铝电解电容器和高压电极箔产生了巨大需求，

图 1：3G 用户快速增长



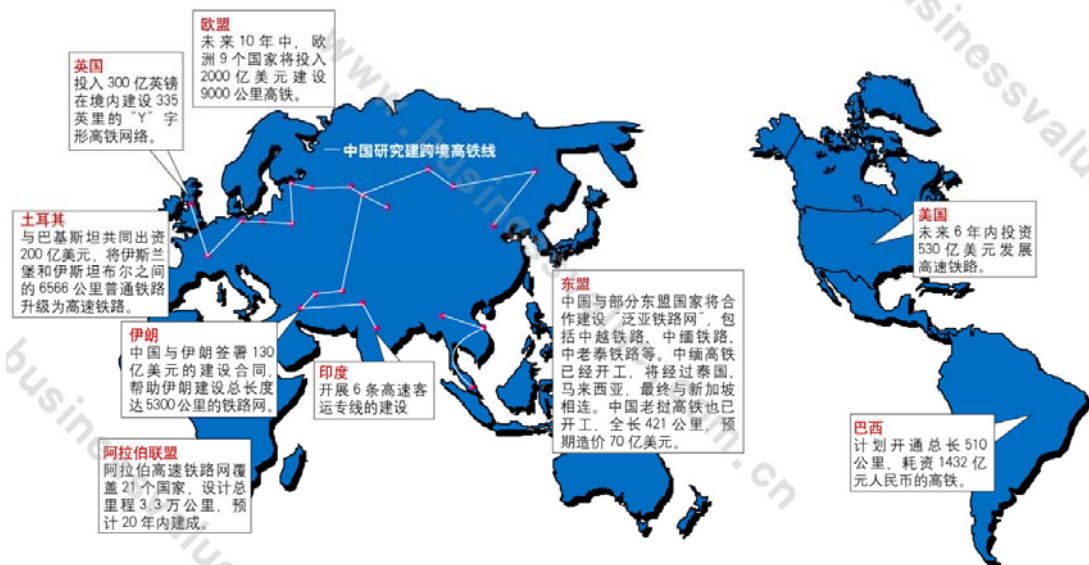
电动汽车销量增长斜率加快



资料来源：东方证券研究所

图 2：高速铁路设备也是高压铝电容器下游

世界各国高速铁路相关规划



资料来源：东方证券研究所

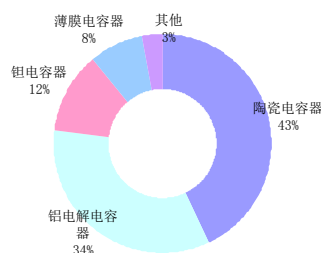
电容器是使用最广，用量最大，且不可取代的电子元件，其产量约占电子元件的 40%，而铝电解电容器又占三大类电容器（电解电容器、陶瓷电容器、有机薄膜电容器）产量的 36.8%。电解电容器是 10 年来我国发展速度最快的元件之一，目前，国内电解电容器的年生产总量接近 1000 亿只，年复合增长率 5%，在发展过程中，铝电解电容器也有来自集成电路、整机电路的改进和在高压、高频、长寿命、小容量应用领域中其它电容器（如多层独石陶瓷电容器、金属化薄膜电容器、

钽电解电容器等)的相互渗透。铝电解电容器自身也在不断改进、完善和创新。近年来,由于高压、大容量等设备需求拓展,高端铝电解电容器的需求增长更快。

1.1 电容器概述: 高压、大容量, 低价格为铝电解电容器优势

电容器是电子元器件中用量最大的产品之一,产量占到电子元件 40%左右,主要包括陶瓷调容器、薄膜电容器和铝电解电容器或者钽电解电容器,而由于其良好的大容量和性价比优势,其用量在电解电容器中占到 34%的水平。

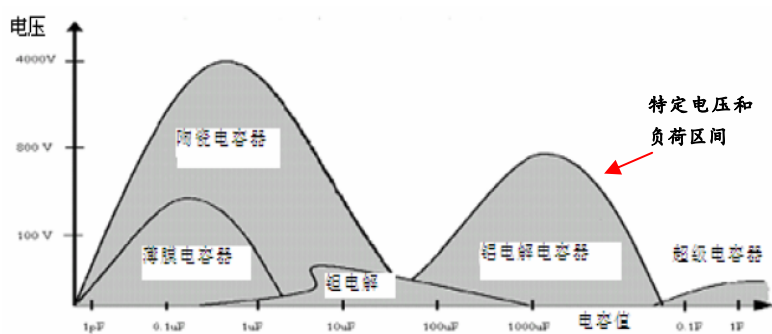
图 3: 铝电解电容器用量占到 30%



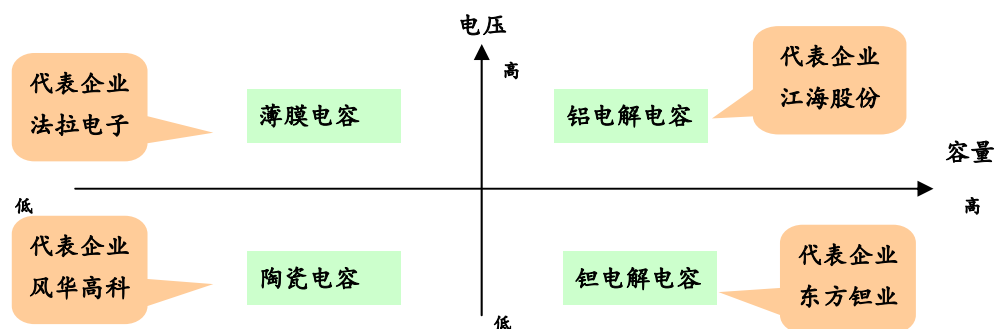
资料来源: 东方证券研究所

尤其在 PC、消费电子等较低电压和成本敏感的应用,应用最高的仍是陶瓷电容器和铝电解电容器。如在 LCD TV、LCD monitor、notebook、台式电脑主板、机顶盒、交换机、UPS、Power Inverter (将直流电转变为交流电的逆变器) 和 LED 照明等应用中, 电解电容器仍然处于绝对的市场领先地位。

图 4: 铝电解电容器高耐压和大容量成就其第二大类电容器地位



资料来源: 东方证券研究所

图 5：物理特性不同导致终端应用不同


资料来源：东方证券研究所

1.2 新应用带来消费结构调整，高压等级电容器增长将超预期

随着消费电子产品升级应用和换代需求的出现，未来高压高容的铝电解电容产品需求将出现井喷式的发展。从下表可以注意到，高端和低端电容器的应用是迥异的，因此价格也千差万别。

表 1：铝电解电容器高端与低端应用差异较大

等级	技术特征	代表性应用	主要厂商分布
高档	耐高压，容量大，击穿率低、上限工作温度高	变频器、汽车电子和蓄电器	日本、欧洲、美国
中档	击穿率低，长寿命，性价比合适	集成电路，普通家电	日本、韩国、台湾
低档	击穿率高，寿命短，价格便宜	电子玩具，节能灯	中国大陆为主

资料来源：东方证券研究所

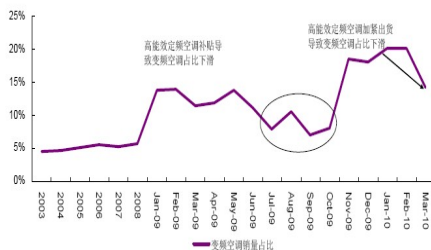
关于高端铝电容的新运用，我们以变频空调和 LCD 液晶电视为例来说明其增长有加快的趋势，历史上，定频空调占到主导位置 2001 到 2010 年增速复合增长率在 17% 左右，但 2006 年开始变频空调进入市场并开始快速抢占市场份额，增长速度远超定频空调器，而变频空调需要铝电解电容滤波并改变输出功率，这也带来了铝电解电容器的新增需求。

以 LCD 电视为例，彩电从 2001 年以来保持了复合 11% 的增长水平，但 LCD 电视导入国内后，增长速度一直快于普通 CRT 彩电的增长速度，而 LCD 彩电中 PCB 上的核心部件之一就是铝电解电容器。

图 6：变频空调销售增长快于行业增长

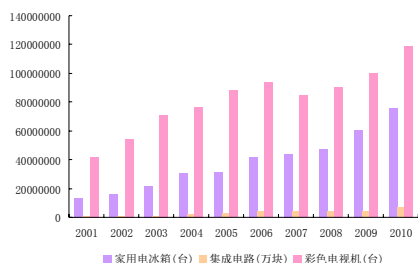


变频空调市场占有率逐渐提升

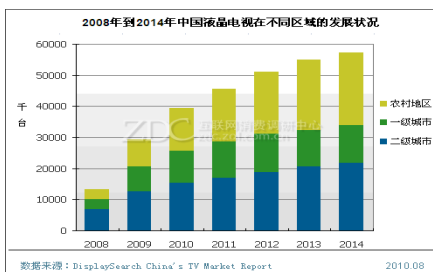


资料来源：东方证券研究所

图 7：消费电子保持稳定增长



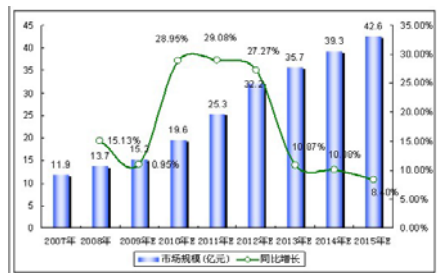
含高压铝电容的 LCD 电视占比越来越高



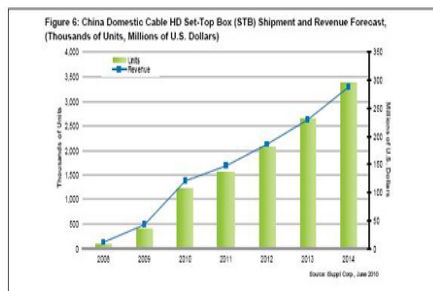
资料来源：东方证券研究所

此外，更不必说其他利用铝电解电容器的新型领域的运用有加快的趋势，如车宅逆变器，STB 机顶盒，LED 照明和 UPS 市场。

图 8：车载逆变器增长加快



中国机顶盒市场增长加速



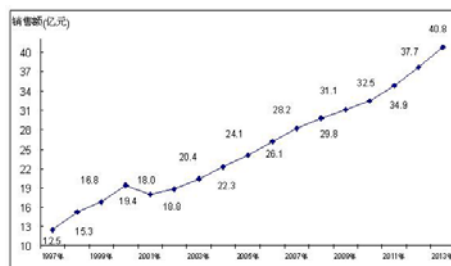
资料来源：东方证券研究所

图 9：LED 照明市场成长快



资料来源：东方证券研究所

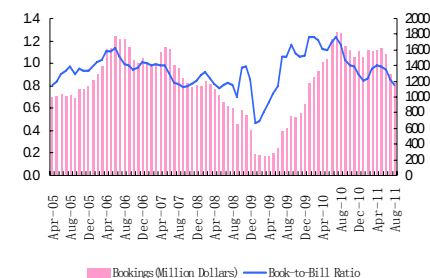
中国 UPS 市场未来增长可观



1.3 国际消费电子增长稳定，电容器国内进口创新高

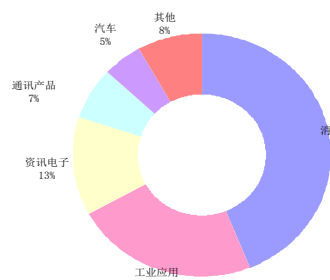
自从前期消费电子订单略有下滑后，4、5 月份代表国际消费电子行业景气指数的北美 BB 指数止跌反弹，从前期低点 0.85 反弹到 0.97 的水平，进入 8 月后，由于欧债危机进一步深化，导致 BB 指数下滑至 0.80 的水平，回到前期的低位，但相较 2008 年的情况有非常大的不同，我们认为只要欧美经济不重现 2008 年的境遇，未来电容器，乃至电解纸需求将保持稳定。

图 10：北美 BB 指数 5 月开始有回落

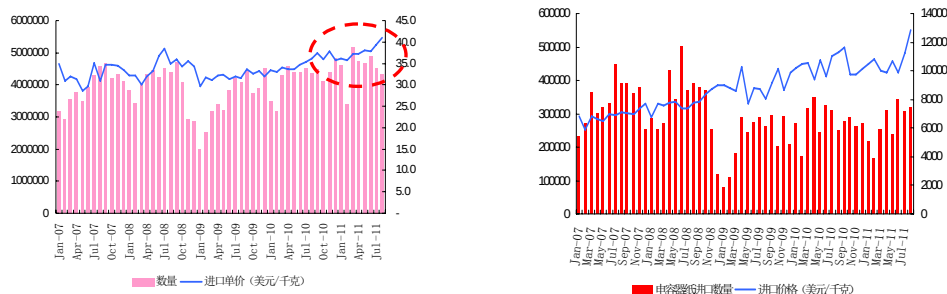


资料来源：东方证券研究所

电容下游以消费电子和工业应用为主



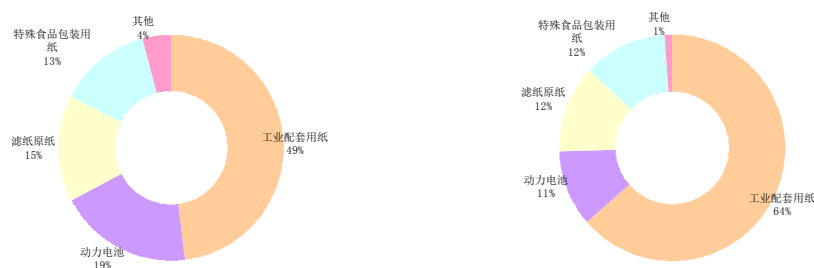
与此同时，国内电容器、电解纸的进口量价均在近期创出历史新高，这也说明了国内工业部分的配套需求增长超出预期。

图 11：国内电容器进口数量和价格均创出新高 电解纸进口量价也创新高


资料来源：东方证券研究所

二 国际市场视角看凯恩股份，国际投资者看好电容器产业

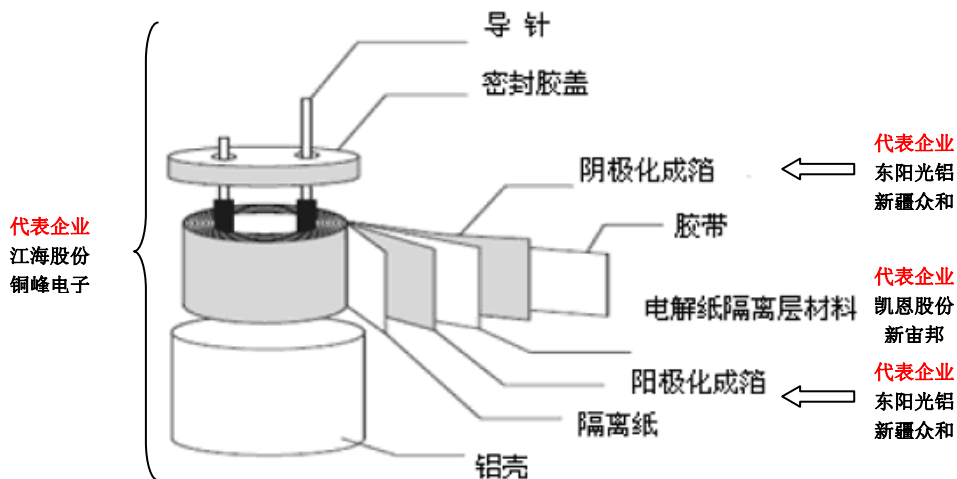
凯恩股份是生产电解电容器纸为主的隔离材料企业，电解纸是公司盈利的主要贡献者。从 2010 年年报分析，电解纸等工业配套用纸的收入和利润占比达到 49%和 65%，相较 2009 年进一步提升，成为贡献企业盈利的主要产品。

图 12：公司电解纸等收入占比达到 49% 电解纸等产品贡献利润 64%


资料来源：东方证券研究所

公司电解纸主要用于铝电解电容的制造，从下图看，铝电解电容器分为 8 个左右的部件，其中电容器的核心部件为化成箔、电解液和电解纸。化成箔的好坏直接决定了电容器的容量和漏电率，而电解液中的电介质在一旦发生局部性破坏，电解液中酸根离子在电场力的作用下迅速到达破坏位置，将破坏位置堵塞住，并将破坏的氧化膜修复，使电容器恢复正常状态，承担自愈的功能，最后电解纸起到隔离阴极和阳极，防止电容器被击穿的功能，尤其在高压电容器中，电解纸的击穿率、低阻抗和一致性是决定了电容器好坏的核心指标。

图 13：电容器产业链上的相关企业



资料来源：东方证券研究所

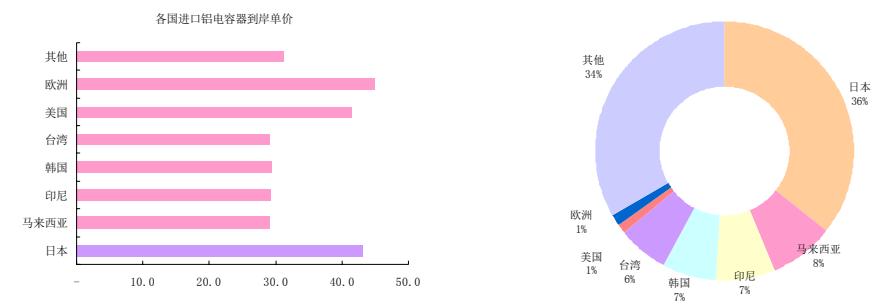
2.1 目前国际电容器产业链企业股价回升

电容器的产业链上以日本企业的技术最为先进，全球电容器企业前 8 名有 4 名来自日本，而且从产业链技术水平看，一流电容器企业基本在日本 4 大公司。

表 2：电容器产业链上的国际排名，日本企业居前 4 席

公司名称	地区	按工业用销售额排名	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 (本公司)	中国	8	45.25

资料来源：东方证券研究所

图 14：从进口价格可见日本电容器质量较好 国内进口电容器以日本为主


资料来源：东方证券研究所

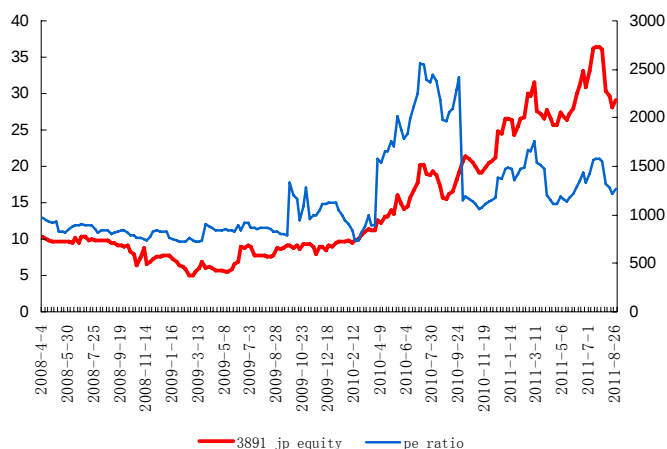
我们注意到从 2008 年金融危机后，日本电容器企业的股价从底部逐渐走出，也表明国际投资者对电容器产业链的乐观情绪，我们甚至注意到 3 月 11 日日本大地震发生后，Chem-Con 公司产地之一在震中区，但地震当日股价大幅下挫，然而随后股价也逐步上涨，并没有受到地震带来的影响。

图 15：日本电容器企业股价开始逐步走出低谷，大地震也对公司影响不大


资料来源：东方证券研究所

2.2 凯恩竞争对手股价创新高，国际企业小幅增加新产能

更加让我们关注的是凯恩股份的唯一竞争对手日本 NKK 企业的股价持续走高，并创出上市以来的新高水平，我们认为这是由于国际投资人在电容器产品需求走高的背景下，看好其产品的盈利能力，并给予较高的估值水平。

图 16：日本 NKK 公司股价创新高，且估值水平提升至 20 倍


资料来源：东方证券研究所

此外，我们从 NKK 公司的年报中看出公司的在建工程项目出现较大的增长，预示公司未来将新增产能。由于日本经济长期低迷，企业主动扩张的动力很小，此次为何 NKK 会开始扩产？我们认为其年报中表示出由于来自中国等新兴国家对节能家电，逆变器和蓄电器等需求高涨，产品出现较大程度供不应求，才开始逐渐扩张产能。

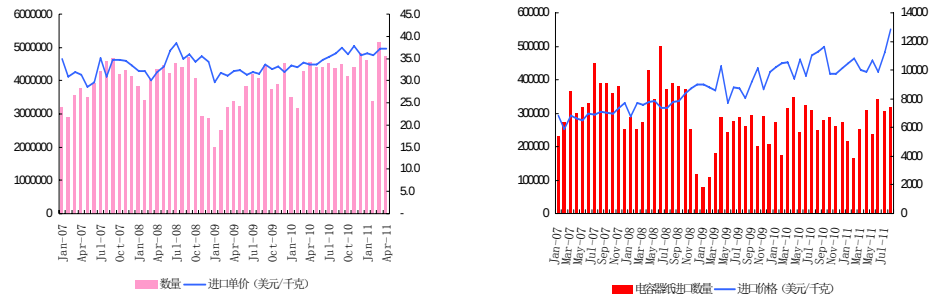
最后，我们认为还有一个趋势值得关注，前期日本大地震尽管没有影响到日本大多数电容器企业生产，但这个会改变其生产的产业布局，一方面电容器生产需要大量技术劳动力，另一方面，不稳定电力供应的预期使得日本厂商有动力将生产线移到中国等地区，如东阳光铝就是一个范例。

(<http://info.bm.hc360.com/2011/03/171451291586.shtml>)

表 3：日本 NKK 和 Chemi-Con 公司均开始增加资本开支，应对需求增长

单位：千日元	NKK		Chemi-Con	
	2010	2011	2010	2011
固定资产	7,230,166	7,437,410	40,170	38,021
在建工程	220,011	898,119	1,695	2,365
购进设备等现金流出	360,206	1,940,846	3,600	9,022

资料来源：东方证券研究所

图 17：电容器和电解纸进口数量可见国内需求较为旺盛，日本企业扩张有需求基础


资料来源：东方证券研究所

2.3 按电极箔扩张测算电解电容器纸 2012 年大概率进入供不应求

因为电极箔和电解纸均为制造电容器的核心部件，如果电极箔供不应求，很容易反推电解纸消费增速也较快，所以我们采用电极箔的消费量和扩张速度来反推电解纸的供需趋势。

根据中国电子元件行业协会信息中心的预计，2010-2012 年国内电极箔消费量将以 5%-8% 的速度持续增长，2012 年国内电极箔的消费量将达到 3.55 万吨，约为 11,700 万平方米。我们测算 2010 年电极箔消费 10,219 万平米。而根据海关数据和凯恩股份资料，2010 年净进口电解纸 2750 吨，凯恩股份产量为 6300 吨左右，按照凯恩股份和净进口达到国内 80% 的市场占有率，我们估算 2010 年国内电解纸消费为 11,313 吨，则电解纸和电极箔的消费对应为 111g/m²。

表 4：电极箔与电解纸消费对应比值

2010 年电解纸净进口（吨）	2,750
凯恩 2010 年产量（吨）	6,300
国内 2010 需求量（吨）	11,313
国内 2010 铝箔消费量（万平米）	10,219
单耗（g/平米）	111

资料来源：东方证券研究所

根据公开资料测算，我们看到未来国内电极箔的企业上产能目前非常积极，根据其产能投放计划，2012，2013 年对电解纸的需求应该为 1977 吨和 4270 吨，而凯恩股份目前电解纸纸品处于供需紧张阶段，未来的产能扩张步伐达不到需求的增长速度，大概率进入供不应求的状态。

表 5：凯恩股份未来 2 年大概率进入供不应求状态

	2012 年产能增长（万平米）	2013 年产能增长（万平米）
新疆众和	300	1,200
东阳光铝	250	500
江海股份	300	400
金阳光铝业股份	400	600
合计（按 70%市占率估算）	1,786	3,857
电解纸增量需求（吨）	1,977	4,270
凯恩增量供应（吨）	1,500	3,000

资料来源：东方证券研究所

2.4 估值和财务指标国内外对比可见公司有良好安全边际

从产业链需求和国际比较的角度，我们提出了看好凯恩股份 2 方面理由，更重要的是，我们认为当前公司股价有较好的安全边际，而且相比国际企业，公司有不亚于日本同行的竞争能力。

表 6：国际同行比较，公司单位产值和估值略胜一筹

	Nichicon	Chemi-Con	江海股份	NKK	凯恩股份
销售额 2010 (million Dollar)	1,005.8	1,521.3	124.9	174.8	126.2
职工人数	7,315	7,216	1,440	403	664
单位产值(美元/人)	137,493	210,824	86,752	433,859	189,991
毛利率%	7.30%	12.14%	20.60%	28.20%	33.40%
估值 PE	34	21	29	18	19

资料来源：公司网站，东方证券研究所

表 7：国内同一产业链公司比较，公司有较高安全边际（截至 2011 年 9 月 30 日）

证券简称	PE(TTM)	PE 2011E	ROE(TTM)	在建工程 (最近季报, 万元)	净利润增长率 %(2012E)
凯恩股份	23	19	22	5904	32.65
新宙邦	35	30	10	7051	38.2
新疆众和	28	25	14	131418	
江海股份	36	27	7	2478	47.21
法拉电子	16	14	21	67	29.31
东阳光铝	30	21	13	17622	23.9
铜峰电子	56		6	1490	28.97

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 8：即便和 NKK 的财务数据详细拆分比较，公司盈利能力远好于 NKK，估值却差别不大

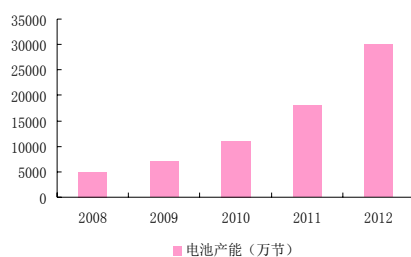
	NKK	KAN
收入 (Million Dollar)	177	126
毛利率%	28.20%	33.40%
ROE	10.73%	21.95%
净利率%	9.50%	13.93%
职工人数	403	664
PE	18	19

资料来源：公司网站，东方证券研究所

三 电池 2012 年稳定增长，公司已具备系列化生产能力

另一个公司的主打产品是电池，公司在电池生产方面具备 10 年经验，与浙江大学、复旦大学等海内外高校长期合作生产制造镍氢电池。目前凯恩电池已经建立 100 多亩面积的凯恩电池工业园区，具备了 1 亿节镍氢电池的生产能力，我们预计未来公司将积极开始投产锂电池，自此，公司下半年开始将具备电池的系列化量产能力。

我们预计今年公司镍氢电池销量可以达到 6500 万节，在公司电池部门完全迁往新厂区后，未来 2 年有望扩张达到 1.3 亿节水平，未来远景是具备生产 3 亿节产品能力，届时电池业务收入达到 10 亿元，和公司电解纸业务一起将成为公司成长的双引擎。

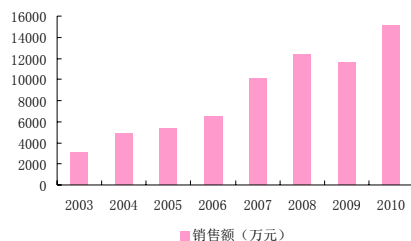
图 18：公司未来电池产能将维持 60%复合增长


资料来源：东方证券研究所

3.1 镍氢电池性能处于国内领先水平

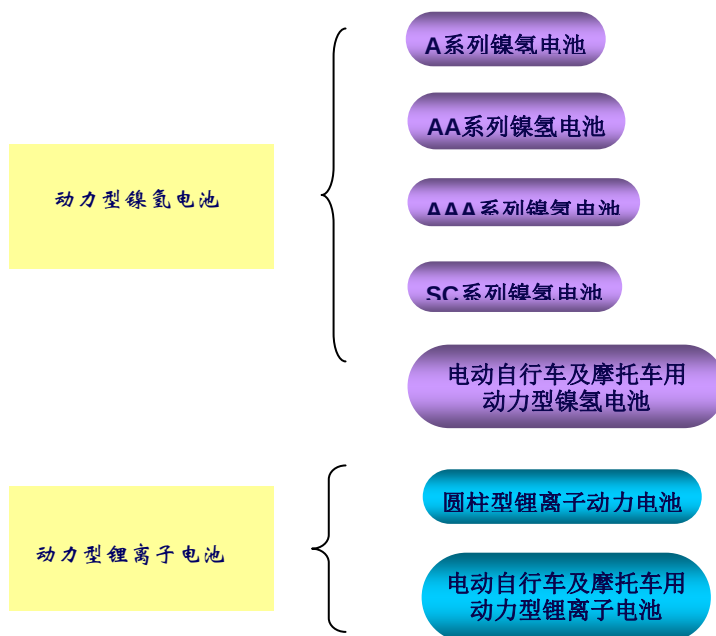
公司目前已经具备了批量生产镍氢电池和试生产锂电池的能力，当前镍氢电池产量 6500 万节，未来将扩张到 3 亿节，我们认为之所以公司产能快速增长源自公司产品高品质带来的市场需求。

图 19：电池公司收入三年复合增长 14%，2010 年收入创新高



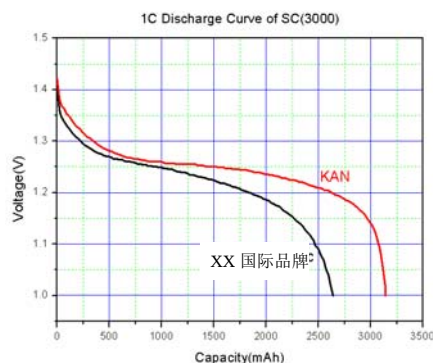
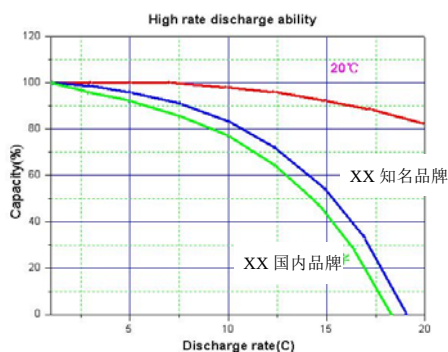
资料来源：东方证券研究所

图 20：公司未来将具备各类电池系列化生产能力

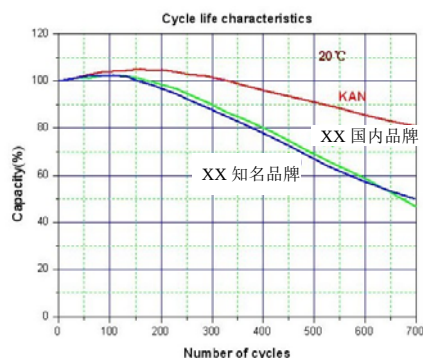
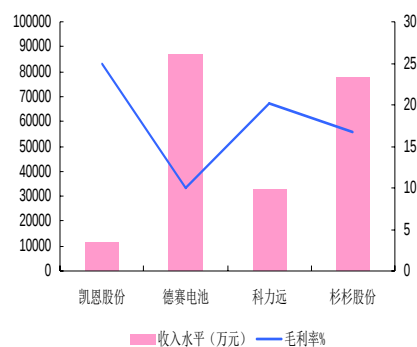


资料来源：东方证券研究所

我们认为公司电池能够保持快速增长主要源自其优异品质，我们通过电池容量，放电倍率和循环寿命三大指标进行对比可以发现，凯恩公司的产品制造水平在业内处于领先地位，其部分指标甚至高于国际知名品牌。

图 21：电池放电能力国际领先

电池高倍率放电能力国内领先


资料来源：东方证券研究所

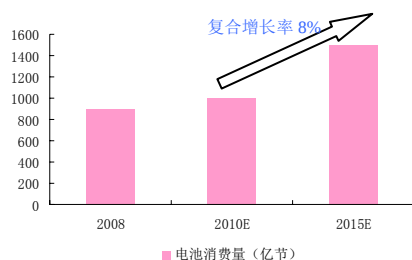
图 22：循环寿命凯恩也处于国内领先水平

公司电池毛利率较其他同类公司高


资料来源：东方证券研究所

3.2 结论：电池产品具备国际竞争力，成长可期

未来电池国际需求 2015 年达到 1500 亿节水平，相比 2008 年年均增长 8%，基于公司产品具备价格优势和优异产品质量，我们认为公司不断投产的产能由较为坚实的需求支撑，当前公司电池产品主要用于出口，销售 57 个国家地区，08 年出口电池占比达到 62% 水平，我们认为随着未来国内锂电池和镍氢电池应用的进一步发展，凯恩电池产品的国内外销售仍将同步保持大幅增长。

图 23：电池国际需求量保持 8% 增长



资料来源：东方证券研究所

图 24：公司电池产品具备较强的国际竞争力，行销全世界各国



资料来源：东方证券研究所

四 制约股价负面因素已经基本散去

我们认为之所以日本 NKK 和中国 KAN 两家企业在二级市场的表现差异较大的主要原因在于前期存在制约公司估值水平发挥的因素。如大股东实际控制人王白浪 2010 年 4 月的大规模减持，以及 2010 年 6 月份出现的一些媒体负面报道，这些使得投资人充满疑虑。

但我们认为经过 1 年的沉淀，公司前期的这些负面要素已经基本消失，我们预计公司大股东继续减持的可能性不大，此外，前期媒体的一些负面新闻报道影响也在逐渐消散。

4.1 媒体负面报道业已澄清

前期经济观察报 6 月针对公司历史上改制过程中的一些问题进行报道，经过浙江证监局的核查，没有发现公司历史上有违规问题

(<http://finance.sina.com.cn/stock/s/20100729/10388385877.shtml>)，而且更为重要的是，除去大股东减持股份外，媒体报道的负面新闻基本上集中在 2005 年之前，我们认为历史事件来对公司价值的影响较小，因为历史事件对公司的影响已经完全反映在股价中，对公司未来的价值和现金流没有任何影响。

另一方面，公司 2011 年 9 月公告增发获得证监会有条件通过，这也侧面表明了监管层对公司历史问题没有任何意见。

4.2 大股东继续减持可能不大

另外投资者可能关注于前期大股东减持对公司的负面影响。公司大股东王白浪自 3 月以来累计减持 2600 万股，持股比例降至 21%，但我们认为未来大股东减持压力将大幅下降，首先公司大股东目前持股 4100 万股，其中质押 3500 万股，还有 600 万股为收购凯恩电池公司时承诺锁定股份，这和公司大股东持有数大致相同，因此客观上继续减持可能性小。

此外，我们认为大股东减持的目的在于为集团项目投资筹措资金，减持股份实际上是一种融资手段，当前大股东持股比例已经降至 21% 水平，若此次增发成功，其持股比例将下降到 17% 左右，因此如果希望保持一定的控股地位，主观上我们认为大股东不会具有继续减持的动力。

五 增发项目锁定公司未来 3 年成长

公司 2011 年 9 月公告修改增发预案，不超过 5000 万股股票，同时，增发价格为 12.30 元，融资所得资金将投入 1.1 万吨电气用纸，1.4 万吨滤纸项目和增资实施锂离子电池项目。预计融资在 4.8 亿元。

和前一次增发方案比较，我们注意到此次增发大部分的资金用于电解纸等纸项目和锂离子电池的生产，而前一次增发方案公司主要用于镍氢电池的扩产和动力电池组的生产，我们认为，公司这次增发切切实实地找到了公司未来的增长所在，按照目前电容器供不应求的状况，未来扩产后的需求能够得到保障，从而锁定了公司未来 3 年的增长空间。

我们预计公司增发项目将于 2012 年下半年逐渐投产达产，未来公司盈利预测我们将视增发进程调整。

六 盈利与估值

由于公司增发项目尚未完成，因此我们不考虑未来增发带来的增长和股本摊薄的问题，我们仅根据公司在建工程中技术改造后增加的产能和产量进行预计，我们预测 2011，2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.69，0.92 和 0.97 元。

我们从国际、国内产业链的视角看，见前文，我们认为公司目前估值具备安全边际，按照电容器产业链上其他公司估值水平看，其他公司均超过 30X，因此，我们给予公司 2011 年 30 倍 PE 估值（参看表 7），对应目标价为 20.8 元，首次给予公司买入评级。

附表：凯恩股份三表分拆
资产负债表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	668	724	1,155	1,470
现金	114	127	298	457
应收账款	150	164	239	279
其他应收款	81	88	129	150
预付账款	36	39	56	68
存货	256	274	401	483
其他	32	32	32	32
非流动资产	523	657	699	741
固定资产	464	590	625	661
无形资产	40	48	54	61
其他	19	19	19	19
资产总计	1,192	1,381	1,853	2,211
流动负债	536	596	860	1,024
短期借款	347	381	554	647
应付账款	87	93	137	165
其他	101	122	170	212
非流动负债	113	126	182	214
长期借款	105	115	168	196
其他	8	11	14	18
负债合计	649	722	1,042	1,238
少数股东权益	61	72	86	101
股本	195	195	195	195
资本公积	45	45	45	45
留存收益	242	347	486	633
归属母公司股东权益	543	659	812	974
负债和股东权益	1,192	1,381	1,853	2,211

现金流量表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	128	188	95	188
净利润	114	146	192	204
折旧摊销	54	53	51	56
财务费用	26	17	26	28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-75	-34	-193	-114
其他	9	5	19	14

利润表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	820	899	1,307	1,528
营业成本	546	586	856	1,033
营业税金及附加	5	5	8	9
营业费用	35	40	59	69
管理费用	75	90	131	153
财务费用	27	17	26	28
资产减值损失	12	3	16	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	121	158	212	226
营业外收入	7	14	14	14
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	126	172	226	240
所得税	11	26	34	36
净利润	114	146	192	204
少数股东损益	8	11	14	15
归属于母公司净利润	106	135	178	189
EBITDA	179	244	305	329
EPS（元）	0.54	0.69	0.92	0.97

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.1%	9.6%	45.4%	16.9%
营业利润	42.5%	14.3%	44.0%	9.6%
归属于母公司净利润	73.3%	27.9%	31.7%	6.1%
获利能力				
毛利率	33.4%	34.9%	34.5%	32.4%
净利率	13.9%	16.3%	14.7%	13.4%
ROE	19.5%	20.5%	22.0%	19.4%
ROIC	8.5%	11.1%	11.1%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	54.4%	52.3%	56.2%	56.0%
负债权益比率	119.5%	109.6%	128.4%	127.1%
流动比率	1.25	1.22	1.34	1.44
速动比率	0.64	0.64	0.77	0.87
营运能力				

投资活动现金流	-96	-189	-109	-109	总资产周转率	0.72	0.70	0.81	0.75
资本支出	-61	-189	-109	-109	应收账款周转率	4.18	3.72	4.22	3.83
长期投资	743	0	0	0	应付账款周转率	3.51	4.40	5.05	4.65
其他	-778	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-22	13	186	80	每股收益	0.54	0.69	0.92	0.97
借款增减	84	43	225	122	每股经营现金流	0.66	0.97	0.49	0.97
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	2.79	3.38	4.17	5.00
资本公积增加	2	0	0	0	估值比率				
其他	-108	-30	-40	-42	P/E	25.2	19.6	14.9	14.0
现金增加额	10	12	172	159	P/B	4.9	4.0	3.3	2.7
					EV/EBITDA	17.8	13.3	11.1	10.4

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

分析师声明

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