

供求趋于平衡，业绩低于预期

江海股份3季报点评

报告关键点:

- 公司3季度业绩低于预期，毛利率出现下滑。
- 铝电解电容器市场供需趋于平衡，交货周期回归常态。
- 新能源用薄膜电容器等产品带来新增长，目前估值较为合理。

报告摘要:

- 公司3季度业绩低于预期，毛利率出现下滑:** 公司3季度实现营业收入2.95亿元，同比增长41.47%，环比小幅增长4.50%；同期归属上市公司股东的净利润为3,122.67万元，同比增长35.35%，环比下降7.96%。1-9月公司实现营业收入7.92亿元，同比上升37.35%，同期归属上市公司股东的净利润为8,428.12万元，同比上升35.25%。公司3季度以及1-9月EPS分别为0.20元和0.53元，低于我们之前的预期。3季度公司综合毛利率水平从2季度的22.00%下滑至20.67%，主要是由于公司高毛利的工业类产品（毛利率25%左右）受到全球经济环境影响，需求减缓所致。
- 铝电解电容器市场供需趋于平衡，交货周期回归常态:** 我们对铝电解电容器销售渠道的研究表明，目前市场整体处于供求较为平衡的状态，产品价格总体处于稳定的状态。其中工业类产品（家电和工业用变频电机、新能源等应用）由于全球经济的不确定，导致其需求减缓，加上2季度在市场供不应求的情况下，销售渠道备货较为充分，相关产品交货周期也从之前的20周下降到正常的8-12周左右，处于供求较为平衡的状态；而消费类产品（电视、照明等应用）则受到全球消费电子需求大幅下滑的影响，其库存仍处于较高水平，交货周期已经回落到8周以内。我们认为经过3季度库存的调整，4季度市场需求或略有恢复，但总体上仍将受到需求不振的影响。
- 新能源用薄膜电容器等产品带来新增长，目前估值较为合理:** 下半年以来公司的新投入的薄膜电容器产品开始送样试产，产品将主要应用于太阳能和风电逆变器领域。电容器是逆变器的主要元件之一，约占其成本的10%-15%，公司布局薄膜电容器设计生产，有望在满足现有逆变器客户需求的同时，进一步拓展新的客户和应用。鉴于市场需求的不确定性，我们下调公司2011年和2012年的EPS至0.72元和1.07元，目前股价对应PE为26倍和18倍，估值较为合理。6个月目标价格28.8元，对应2011年和2012年PE分别为40倍和27，维持买入-A评级。
- 风险提示:** 公司目前主要风险来自于铝电解电容器市场需求的不确定性，以及公司主要原材料、人工成本的大幅波动。

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	1,109.5	1,628.0	2,458.7
Growth(%)	13.0%	32.2%	36.6%	46.7%	51.0%
净利润	63.2	86.0	115.9	171.5	270.8
Growth(%)	27.8%	36.2%	34.7%	47.9%	57.9%
毛利率(%)	19.8%	20.6%	21.5%	22.0%	23.0%
净利润率(%)	10.3%	10.6%	10.4%	10.5%	11.0%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.72	1.07	1.69
每股净资产(元)	2.26	7.66	8.38	9.45	11.15
市盈率	48.8	35.8	26.6	18.0	11.4
市净率	8.5	2.5	2.3	2.0	1.7
净资产收益率(%)	17.2%	6.8%	8.7%	11.4%	15.1%
ROIC(%)	21.5%	25.9%	22.1%	30.0%	39.1%
EV/EBITDA	-	35.4	14.9	10.2	6.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

28.80元

期限: 6个月 上次预测: 32.80元

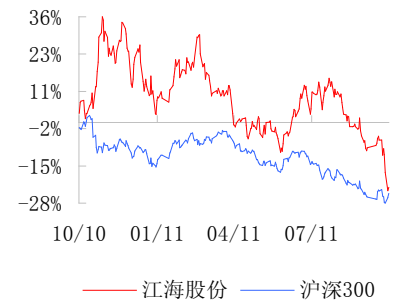
现价(2011年10月25日): 19.25元

报告日期:

2011-10-26

总市值(百万元)	3,080.00
流通市值(百万元)	770.00
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月最低/最高	18.46/34.87元
十大流通股东(%)	31.50%
股东户数	10,116

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(17.01)	(13.81)	2.11
绝对收益	(16.45)	(25.64)	(22.14)

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

冯令天

021-68765175
fengl@essence.com.cn

前期研究成果

江海股份: 新项目带来新增长

2011-08-24

江海股份: 业绩有望持续高速增长

2011-05-23

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-10-25
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	614.8	812.5	1,109.5	1,628.0	2,458.7	成长性					
减: 营业成本	493.2	645.1	871.0	1,269.8	1,893.2	营业收入增长率	13.0%	32.2%	36.6%	46.7%	51.0%
营业税费	0.3	1.1	2.6	3.3	4.9	营业利润增长率	52.4%	15.2%	63.5%	46.9%	57.5%
销售费用	19.3	24.8	35.5	52.1	78.7	净利润增长率	27.8%	36.2%	34.7%	47.9%	57.9%
管理费用	35.4	62.3	72.1	105.8	159.8	EBITDA 增长率	41.4%	18.6%	31.2%	43.2%	54.8%
财务费用	0.9	3.8	0.0	0.0	1.9	EBIT 增长率	41.1%	18.9%	56.7%	46.9%	58.4%
资产减值损失	1.9	1.0	2.8	5.6	8.3	NOPLAT 增长率	23.7%	35.6%	33.7%	47.9%	57.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	56.3%	9.1%	20.5%	26.1%
投资和汇兑收益	11.8	12.9	17.0	18.0	18.0	净资产增长率	21.3%	231.9%	9.5%	12.9%	17.8%
营业利润	75.7	87.2	142.6	209.4	329.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	10.9	1.0	3.0	2.0	毛利率	19.8%	20.6%	21.5%	22.0%	23.0%
利润总额	76.2	98.1	143.6	212.4	331.9	营业利润率	12.3%	10.7%	12.9%	12.9%	13.4%
减: 所得税	9.8	10.6	21.5	31.9	49.8	净利润率	10.3%	10.6%	10.4%	10.5%	11.0%
净利润	63.2	86.0	115.9	171.5	270.8	EBITDA/营业收入	16.4%	14.8%	14.2%	13.8%	14.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.5%	11.2%	12.9%	12.9%	13.5%
货币资金	80.5	725.6	804.3	861.5	954.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	99	79	55	37
应收帐款	146.9	212.4	277.7	416.5	622.2	流动营业资本周转天数	42	60	72	68	68
应收票据	21.7	18.9	32.5	42.8	68.4	流动资产周转天数	198	331	398	328	274
预付帐款	4.3	6.4	6.4	6.4	6.4	应收帐款周转天数	79	81	80	78	77
存货	119.1	154.0	210.4	305.0	456.0	存货周转天数	71	63	61	59	58
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	517	410	328
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	195	200	187	147	120
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%	8.7%	11.4%	15.1%
投资性房地产	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	ROA	9.8%	5.9%	7.2%	9.0%	11.4%
固定资产	203.9	242.1	246.7	252.4	255.4	ROIC	21.5%	25.9%	22.1%	30.0%	39.1%
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%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	677.4	1,486.5	1,702.5	2,003.7	2,477.8	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%	9.7%	9.7%	9.8%
应付帐款	135.5	173.7	236.9	343.7	513.7	偿债能力					
应付票据	17.5	22.5	30.6	44.5	66.5	资产负债率	43.0%	13.8%	17.6%	21.0%	24.7%
其他流动负债	12.3	-1.8	13.9	13.9	13.9	负债权益比	75.5%	16.0%	21.3%	26.5%	32.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.35	5.67	4.57	3.97	3.49
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	3.83	3.20	2.71
负债总额	291.3	205.3	299.3	419.9	611.8	利息保障倍数	86.15	23.91	5,558.75	32,649.16	176.19
少数股东权益	25.1	56.0	62.1	71.1	82.4	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	1,181.2	1,352.7	1,623.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	386.1	1,281.2	1,403.2	1,583.8	1,865.9	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	115.9	171.5	270.8	EPS(元)	0.39	0.54	0.72	1.07	1.69
加: 折旧和摊销	24.5	28.8	14.7	15.8	16.9	BVPS(元)	2.26	7.66	8.38	9.45	11.15
资产减值准备	1.9	1.0	2.8	5.6	8.3	PE(X)	48.8	35.8	26.6	18.0	11.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	2.5	2.3	2.0	1.7
财务费用	8.1	2.7	8.8	0.0	0.0	P/FCF	127.5	-18.7	42.4	64.0	37.9
投资收益	-11.8	-12.9	-17.0	-18.0	-18.0	P/S	5.0	3.8	2.8	1.9	1.3
少数股东损益	3.3	1.5	6.1	9.0	11.3	EV/EBITDA	-	35.4	14.9	10.2	6.3
营运资金的变动	-1.4	-142.6	-51.4	-128.6	-198.6	CAGR(%)	39.6%	47.7%	51.0%	52.5%	48.9%
经营活动产生现金流量	92.1	35.8	71.1	55.3	92.6	PEG	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-60.9	-83.9	0.7	1.9	1.9	ROIC/WACC	2.2	2.6	2.2	3.0	3.9
融资活动产生现金流量	-9.2	694.0	6.9	-0.0	-1.9	REP	-	3.0	1.8	1.1	0.6

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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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: 200123

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