

2011年8月24日

江海股份

上半年稳定增长，扩产增业绩动力

A
买入

002484.SZ - 人民币 27.55

目标价格: 人民币 34.21 (▲37.34)

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	4	12	-
相对新华富时A50指数(%)	(1)	11	21	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	62.50
流通股市值(人民币 百万)	2,755
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
亿威投资有限公司	37.50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

江海股份2011年上半年录得归属母公司净利润5,305.5万元, 同比上升35.2%, 主要受益于工业类电容器产品热销。公司预计2011年1-9月归属母公司净利润同比上升30%-50%。公司公告平板电视和变频空调用电容器生产线扩能技改项目, 满足产能瓶颈。我们看好公司由工业类产品占比上升带来的产品结构变动及扩产带来的业绩推动。我们预计2011-13年公司母公司净利润分别为1.3亿元、2.2亿元和3.1亿元, 我们下调公司目标价至34.21元, 维持**买入**评级。

中报要点

- 江海股份2011年上半年录得归属母公司净利润5,305.5万元, 同比上升35.2%, 主要受益于工业类电容器需求攀升及由此带来的毛利率提升。
- 单就2季度来看, 公司2011年2季度实现归属母公司净利润3,392.7万元, 环比和同比分别增长77.4%和29.8%, 同时销售和管理费用率也出现环比下降。
- 公司公告拟使用超募资金9,500万进行平板电视和变频空调用电容器生产线扩能技改项目, 达产后焊针和引线式产品将分别新增产能250万只/月和400万只/月, 为2012-13年业绩增长提供推动力。公司还公告设立南通新江海动力电子有限公司, 拟使用超募资金2亿元, 形成年产100万只的高压大容量薄膜电容器。
- 公司预计2011年1-9月归属母公司净利润同比上升30%-50%。

估值

- 我们继续看好公司工业类产品结构高端化进程及产能承接带来的效应, 预计下半年及明年将有更多产能转移效应。我们预计2011-13年公司母公司净利润分别为1.3亿元、2.2亿元和3.1亿元, 基于25倍2012年预测市盈率, 我们将公司目标价由37.34元下调至34.21元, 维持**买入**评级。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	614.8	812.5	1,084.4	1,826.5	2,459.7
变动(%)	n.a	32.2	33.5	68.4	34.7
净利润(人民币 百万)	63.2	86.0	125.1	218.9	310.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.782	1.368	1.943
变动(%)	n.a	2.2	45.4	75.0	42.0
市场预期每股收益(人民币)			0.822	1.170	1.601
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.868	1.343	1.942
调整幅度(%)			(9.9)	7.9	0.0
核心每股收益(人民币)	0.5	0.5	0.8	1.4	1.9
变动(%)	n.a	2.2	45.4	75.0	42.0
全面摊薄市盈率(倍)	52.3	51.2	35.2	20.1	14.2
核心市盈率(倍)	52.3	51.2	35.2	20.1	14.2
每股现金流量(人民币)	0.2	4.0	(0.3)	(0.5)	0.2
价格/每股现金流量(倍)	150.3	6.8	(90.6)	(59.4)	144.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.5	30.6	20.4	12.7	9.2
每股股息(人民币)	0.1	0.4	0.2	0.4	0.5
股息率(%)	0.4	1.4	0.8	1.3	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

半年报体现稳定高速增长趋势

江海股份 2011 年上半年录得归属母公司净利润 5,305.5 万元，同比上升 35.2%。公司归属母公司净利润上升主要原因为：

- 报告期营业收入同比上升 34.9%，达到 4.98 亿元，主要受益于工业类电容器需求上升及以变频空调为代表的消费类电容器需求上升。
- 报告期毛利率稳步上升 1.7 个百分点，达到 21.4%，主要系报告期工业类等高毛利率产品占比大幅上升所致。
- 公司当期管理费用率和销售费用率分别上升 0.9% 和 0.3%，主要系在报告期中由于研发费用上升及销售上升引起的费用上升。
- 公司当期财务费用减少，主要是由于募集资金带来存款收入。

图表 2. 半年报业绩指标

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动(%)
营业收入	368.9	497.5	34.9
毛利	72.6	106.5	46.7
销售费用	9.4	17.0	80.2
管理费用	23.2	33.0	42.4
财务费用	3.2	(4.6)	(243.7)
营业利润	41.6	66.7	60.4
归属母公司净利润	39.2	53.1	35.2

比率(%)	百分点变动		
毛利率	19.7	21.4	1.7
销售费用率	2.6	3.4	0.9
管理费用率	6.3	6.6	0.3
财务费用率	0.9	(0.9)	(1.8)
营业利润率	11.3	13.4	2.1
净利润率	10.6	10.7	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

就公司 2 季度单季业绩表现来看，公司 2011 年 2 季度实现归属母公司净利润 3,392.7 万元，环比和同比分别增长 77.4% 和 29.8%。

- 公司当季实现营业收入 2.8 亿元，环比和同比分别增长 31.0% 和 34.3%；
- 当季销售和管理费用率分别环比下降 1.37 和 2.22 个百分点，公司 2 季度的管理效率比 1 季度有了较大提升。

从环比来看，公司的业绩稳定高速增长趋势更为明显，主要受益于工业类产品需求快速增长，公司的毛利率也稳步上升。

图表 3.2 季度单季业绩指标

(人民币, 百万)	2010年 2季度	2011年 1季度	2011年 2季度	环比(%)	同比(%)
营业收入	210.06	215.40	282.11	30.97	34.30
毛利	40.61	44.37	62.17	40.13	53.12
销售费用	5.21	9.02	7.95	(11.80)	52.63
管理费用	10.59	16.99	15.99	(5.90)	50.91
财务费用	2.22	(2.45)	(2.19)	(10.51)	(198.40)
营业利润	25.78	23.03	43.71	89.79	69.54
归属母公司净利润	26.14	19.13	33.93	77.37	29.79
比率(%)				百分点 变动	百分点 变动
毛利率	19.33	20.60	22.04	1.44	2.71
销售费用率	2.48	4.19	2.82	(1.37)	0.34
管理费用率	5.04	7.89	5.67	(2.22)	0.62
财务费用率	1.06	(1.14)	(0.78)	0.36	(1.83)
营业利润率	12.27	10.69	15.49	4.80	3.22

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

扩产进一步填补产能缺口

公司公告拟使用超募资金 9,500 万进行平板电视和变频空调用电容器生产线扩能技改项目，以满足现在的产能瓶颈。

此次扩产将集中在焊针式产品和引线式产品，预计扩产后分别新增 250 万只/月和 200 万只/月，将主要用于满足平板电视和变频空调需求。

扩产项目建设周期为 18 个月，即 2011 年 9 月至 2013 年 3 月，我们判断，扩产项目的产能将会根据市场情况陆续释放。

同时公司公告设立南通新江海动力电子有限公司，拟使用超募资金 2 亿元，计划组建 10 条高压薄膜电容器生产线，形成年产 100 万只的高压大容量薄膜电容器；该项目的建设期为 30 个月。

下调 2011 年盈利预期，维持买入评级

公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有的净利润与上年同期同比增长 30%-50%，略低于我们先前预期，主要是因为产能尚存在一定的不足。

公司下一步扩产计划将有效解决产能缺口问题，我们对盈利预测进行如下调整。

- 我们下调 2011 年全年营业收入至 10.8 亿元；我们分别上调 2012-13 年营业收入至 18.3 亿和 24.6 亿来反映公司扩产对于营业收入的贡献。
- 我们小幅上调 2011 年公司整体毛利率，来反映工业电容器在公司产品结构中占比的迅速上升。

我们预计公司 2011-13 年分别实现归属母公司净利润 1.3 亿元、2.2 亿元和 3.1 亿元。基于 25 倍 2012 年预测市盈率我们下调公司目标价至 34.21 元，维持**买入**评级。

图表 4.盈利预测调整

(人民币, 百万)	2011 年 (新)	2011 年 (旧)	2012 年 (新)	2012 年 (旧)	2013 年 (新)	2013 年 (旧)
营业收入	10.84	12.57	18.26	17.88	24.60	24.58
毛利	2.40	2.74	4.20	4.11	5.90	5.90
销售费用	0.33	0.38	0.55	0.54	0.71	0.71
管理费用	0.74	0.85	1.24	1.22	1.67	1.67
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.49	1.65	2.61	2.56	3.70	3.70
归属母公司净利润	1.25	1.39	2.19	2.15	3.11	3.11
比率(%)						
毛利率	22.2	21.8	23.0	23.0	24.0	24.0
销售费用率	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9
管理费用率	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
财务费用率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润率	13.7	13.1	14.3	14.3	15.1	15.1
净利润率	11.5	11.1	12.0	12.0	12.6	12.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	615	812	1,084	1,826	2,460
销售成本	(493)	(645)	(844)	(1,406)	(1,870)
经营费用	(45)	(76)	(92)	(159)	(219)
息税折旧前利润	101	121	183	299	412
折旧及摊销	(24)	(30)	(35)	(38)	(41)
经营利润(息税前利润)	77	91	149	261	371
净利息收入(费用)	(1)	(4)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	1	11	1	1	1
税前利润	76	98	150	262	371
所得税	(10)	(11)	(18)	(31)	(45)
少数股东权益	(3)	(1)	(6)	(11)	(16)
净利润	63	86	125	219	311
核心净利润	63	86	125	219	311
每股收益(人民币)	0.53	0.54	0.78	1.37	1.94
核心每股收益(人民币)	0.53	0.54	0.78	1.37	1.94
每股股息(人民币)	0.12	0.39	0.21	0.37	0.52
收入增长(%)	n.a	32	33	68	35
息税前利润增长(%)	n.a	19	63	75	42
息税折旧前利润增长(%)	n.a	19	52	63	38
每股收益增长(%)	n.a	2	45	75	42
核心每股收益增长(%)	n.a	2	45	75	42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	81	726	677	603	633
应收帐款	146	212	283	476	641
库存	119	154	201	336	446
其他流动资产	27	28	50	82	110
流动资产总计	373	1,119	1,211	1,497	1,830
固定资产	204	242	269	293	313
无形资产	28	26	24	23	21
其他长期资产	73	99	116	138	160
长期资产总计	305	367	409	453	493
总资产	677	1,486	1,620	1,949	2,324
应付帐款	110	147	192	319	425
短期债务	55	3	3	3	3
其他流动负债	111	48	35	62	85
流动负债总计	276	197	230	385	512
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	8	8	8	8
股本	120	160	160	160	160
储备	266	1,121	1,222	1,397	1,643
股东权益	386	1,281	1,382	1,557	1,803
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	677	1,486	1,620	1,949	2,324
每股帐面价值(人民币)	3.22	8.01	8.64	9.73	11.27
每股有形资产(人民币)	3	8	8	10	11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0)	(5)	(4)	(4)	(4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	76	98	150	262	371
折旧与摊销	24	30	35	38	41
净利息费用	1	4	0	0	0
运营资本变动	(53)	(76)	(86)	(85)	(18)
税金	(10)	(11)	(18)	(31)	(45)
其他经营现金流	53	(10)	(37)	(140)	(178)
经营活动产生的现金流	92	35	43	43	172
购买固定资产净值	(65)	(84)	(60)	(60)	(60)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	2	2	2
投资活动产生的现金流	(61)	(84)	(58)	(58)	(58)
净增权益	0	814	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(14)	(62)	(34)	(59)	(84)
其他融资现金流	5	(58)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(9)	694	(34)	(59)	(84)
现金变动	22	645	(49)	(74)	31
期初现金	49	81	726	677	603
公司自由现金流	30	(53)	(15)	(15)	114
权益自由现金流	30	(53)	(15)	(15)	114

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.4	14.8	16.9	16.4	16.7
息税前利润率(%)	12.5	11.2	13.7	14.3	15.1
税前利润率(%)	12.4	12.1	13.8	14.3	15.1
净利率(%)	10.3	10.6	11.5	12.0	12.6
流动性					
流动比率(倍)	1.3	5.7	5.3	3.9	3.6
利息覆盖率(倍)	86.1	23.9	696.8	1,221.9	1,736.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	4.9	4.4	3.0	2.7
估值					
市盈率(倍)	52.3	51.2	35.2	20.1	14.2
核心业务市盈率(倍)	52.3	51.2	35.2	20.1	14.2
目标价对核心业务	65.0	63.6	43.7	25.0	17.6
市盈率(倍)					
市净率(倍)	8.6	3.4	3.2	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	150.3	6.8	(90.6)	(59.4)	144.5
企业价值/息税折旧前	32.5	30.6	20.4	12.7	9.2
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	n.m	77.3	76.9	69.7	76.3
应收帐款周转天数	196.5	201.2	224.5	151.8	153.5
应付帐款周转天数	86.8	80.4	83.2	75.8	82.9
回报率					
股息支付率(%)	0.4	1.4	0.8	1.3	1.9
净资产收益率(%)	16.4	10.3	9.4	14.9	18.5
资产收益率(%)	9.9	7.5	8.4	12.9	15.3
已运用资本收益率(%)	17.2	10.1	11.1	17.7	22.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371