

新项目带来新增长

江海股份中报点评

报告关键点:

- 上半年归属上市公司净利润同比增长35%，略低于预期。
- 超募资金投资项目带来新的增长点。
- 募投项目下半年开始释放业绩，毛利有望持续提升。
- 风险来自全球电子元器件行业景气度

报告摘要:

- 公司上半年由于营业外收入的减少、所得税率上升导致业绩略低于预期:** 公司实现归属于上市公司股东的净利润5,305.45万元,同比增长35.19%;实现EPS0.332元,略低于预期。2季度公司实现营业利润4,371.13万元,环比大幅增长90.00%,同比大幅增长69.38%;同期毛利率继1季度之后继续上升,达到了22.04%,使得公司上半年综合毛利率上升为21.4%,成为近年来的历史新高。
- 超募资金投资项目带来新的增长点:** 公司宣布使用超募资金投入“平板电视和变频空调用铝电解电容器技改扩产项目”和“建设研发、营销、行政中心项目”,以及投资设立专注于高压大容量薄膜电容器设计、生产、销售的“南通新江海动力电子有限公司”,我们认为这三个项目都将给公司长期发展带来新的增长点。
- 募投项目下半年开始释放业绩,毛利有望持续提升:** 公司“工业类电容器技改扩产项目”预计在2011年7月1日达到项目可使用状态,将在下半年更多的释放高毛利率的工业类铝电解电容器产能,使工业类铝电解电容器的销售收入占比将达到60%。同时,公司投资于宝鸡的“中压化成箔”项目,其1期24条生产线有望在9月前完成调试,届时公司化成箔的自给率将上升到50%左右也将帮助公司提高综合毛利率水平。
- 维持买入-A评级:** 预计2011年和2012年的EPS分别至0.802元和1.206元(同比增长率分别为49%和50%)。对应2011年34倍PE,2012年22倍PE,鉴于公司明确的高成长性,维持买入-A评级,6个月目标价格32.8元,对应2011年41倍PE,2012年27倍PE。
- 电子行业增速放缓是公司的主要风险:** 2011年3季度和4季度电子元器件市场呈现出旺季不旺的迹象,这成为下半年公司业绩释放最大的风险。其他诸如劳动力成本,原材料价格的上涨,以及新产品导入也给公司业绩带来一定的风险。

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	1,189.2	1,801.1	2,458.7
Growth(%)	13.0%	32.2%	46.4%	51.5%	36.5%
净利润	63.2	86.0	128.4	192.9	259.4
Growth(%)	27.8%	36.2%	49.2%	50.3%	34.5%
毛利率(%)	19.8%	20.6%	22.6%	23.0%	23.0%
净利润率(%)	10.3%	10.6%	10.8%	10.7%	10.6%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.802	1.206	1.62
每股净资产(元)	2.26	7.66	8.46	9.67	11.29
市盈率	69.8	51.2	34.3	22.8	17.0
市净率	12.2	3.6	3.3	2.9	2.4
净资产收益率(%)	17.2%	6.8%	9.5%	12.5%	14.3%
ROIC(%)	21.5%	25.9%	24.5%	32.8%	35.5%
EV/EBITDA	-	35.4	21.9	14.7	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

32.80元

期限: 6个月 上次预测: 32.80元

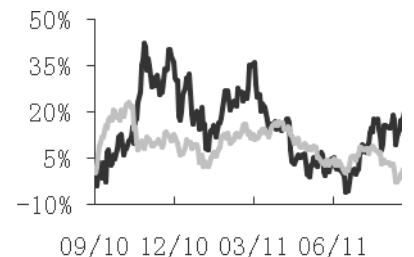
现价(2011年08月23日): 27.55元

报告日期:

2011-08-24

总市值(百万元)	4,408.00
流通市值(百万元)	1,102.00
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月最低/最高	21.72/34.87元
十大流通股股东(%)	20.14%
股东户数	13,433

12个月股价表现



09/10 12/10 03/11 06/11

— 江海股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.80	17.68	19.71
绝对收益	3.75	10.90	16.59

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: 业绩有望持续高速增长

2011-05-23

1. 上半年归属上市公司净利润同比增 35%，略低于预期

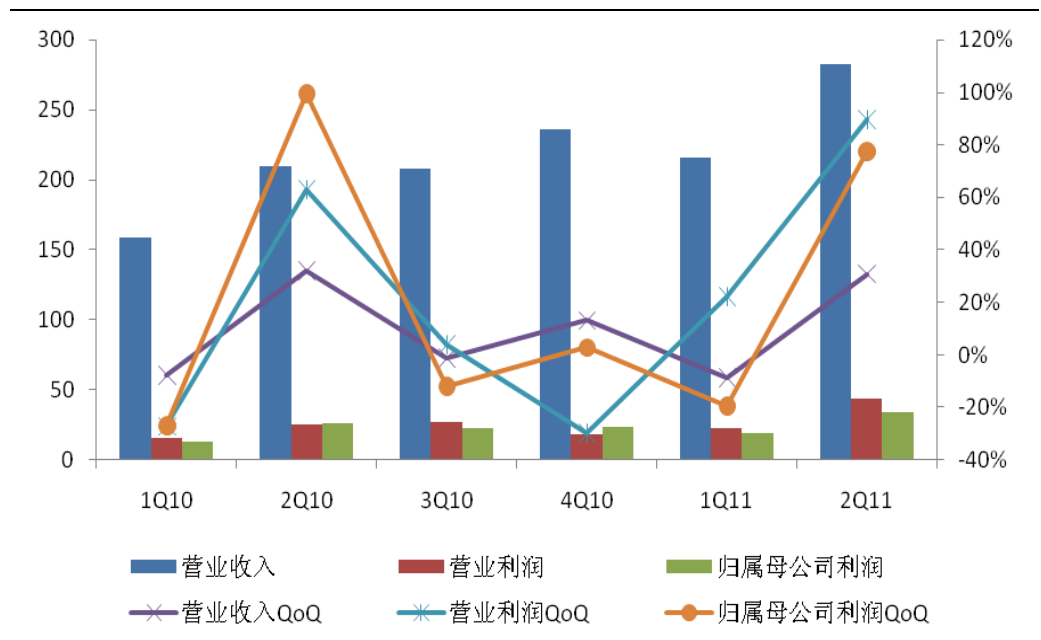
江海股份近日公布其 2011 年上半年业绩，公司实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 34.87%；公司实现利润总额 6,653.33 万元，同比增长 45.12%；实现净利润 5,784.88 万元，同比增长 42.41%。

2011年上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润5,305.45万元，同比增长35.19%；上半年公司实现EPS0.332元，略低于我们的预期。

1.1. 2 季度收入，毛利率保持上升，上半年营业利润同比大增 60%

公司2季度实现营业收入2.82亿元，环比增长31.00%，同比增长34.27%；2季度江海股份实现营业利润4,371.13万元，环比大幅增长90.00%，同比大幅增长69.38%；同期归属母公司所有的净利润为3,392.65万元，环比增长77.49%，同比增长29.89%。

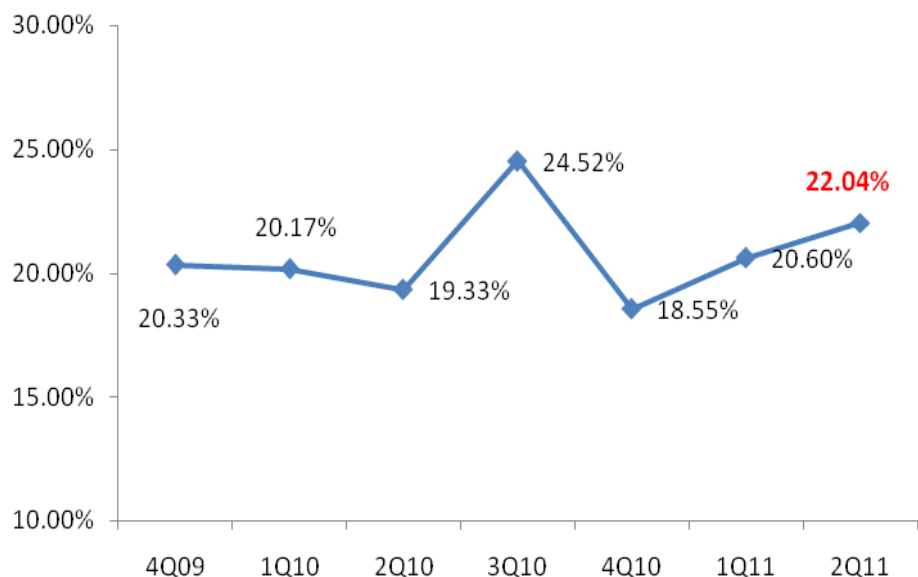
图 1 公司近期营业收入、营业利润、净利润情况及环比（百万元，%）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司2季度营业利润大幅上升的主要原因来自于公司毛利率水平的提高。公司2季度的毛利率继1季度之后继续上升，达到了22.04%，使得公司上半年综合毛利率上升为21.4%，成为近年来的历史新高。我们认为，日本地震之后铝电解电容器产品的提价，以及公司产品结构向高毛利的工业类产品倾斜都有利于公司毛利率的持续走高。

图 2 公司近期毛利率 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 营业外收入的减少、所得税率上升导致业绩低于预期

公司上半年业绩之所以低于预期，主要是由于相比去年同期，公司收到政府的补贴大幅减少，导致营业外收入的减少；同时公司的所得税率由 2010 年上半年的 11.35% 上升到 2011 年同期的 13.08% 也给公司业绩带来压力。我们认为，两项影响约导致公司净利润下降 10% 左右，是公司上半年业绩不达预期的主要原因。

2. 超募资金投资项目带来新的增长点

公司同时宣布使用超募资金投入“平板电视和变频空调用铝电解电容器技改扩产项目”和“建设研发、营销、行政中心项目”，以及投资设立专注于高压大容量薄膜电容器设计、生产、销售的“南通新江海动力电子有限公司”。我们认为这三个项目都将给公司长期发展带来新的增长点。

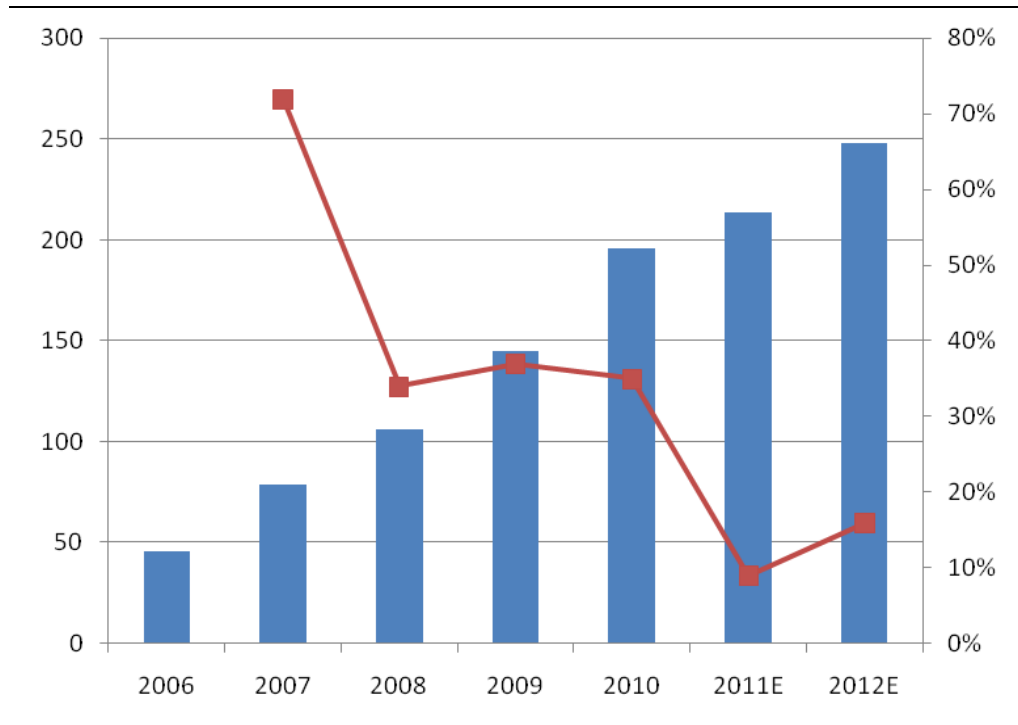
2.1. 平板电视和变频空调用铝电解电容器需求量很大，毛利率较高

公司将使用超募资金 9,500 万元，投入“平板电视和变频空调用铝电解电容器技改扩产项目”，该项目自 2011 年 9 月开始实施，计划建设周期为 18 个月。该项目达产后，将使现有的项目产品的产能扩大一倍，即焊片式产品月产达到 500 万只、引线式大体积产品月产能达到 800 万只，每年平均实现税后利润 3,470 万元，其销售利润率预计为 11.26%。

我们了解到，公司目前应用于 LCD/LED 平板电视的产品主要的客户包括了三星，LG 等国际知名厂商。由于专门适用于超薄 LCD/LED 液晶平板电视的“笔型”铝电解电容器要求直径小，长度大，之前仅有日本 Rubycon 等领先的厂商能够生产，而目前公司生产的该类产品能够有效的替代、或部分替代日本产品，因此受到了广泛的市场欢迎。

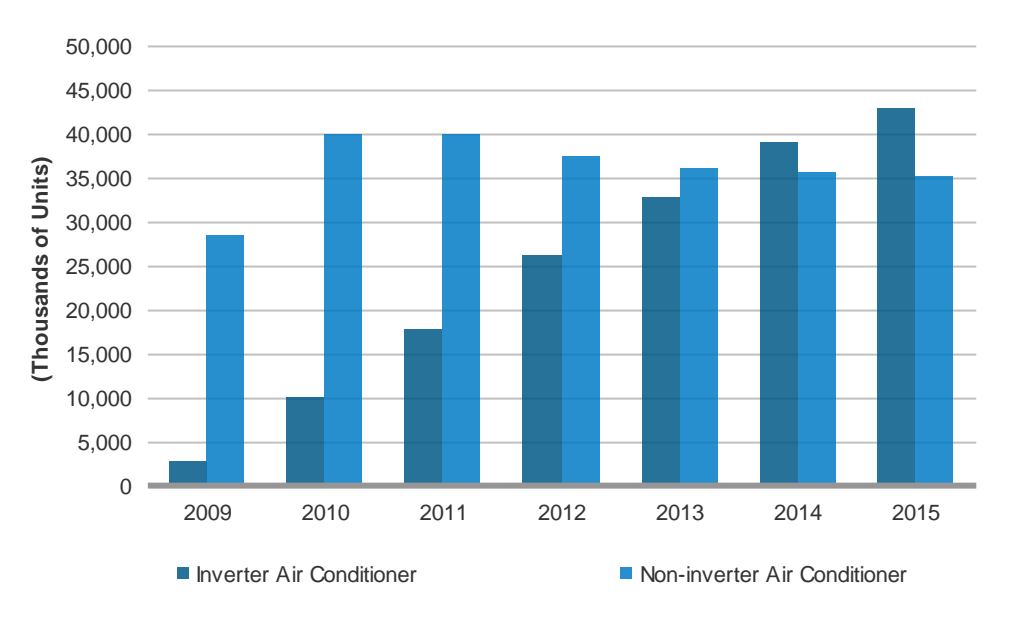
同时，我们也了解到，鉴于目前我国和全球变频空调的需求量的快速提升，变频空调用铝电解电容的需求也水涨船高，来自变频空调的需求占公司消费类铝电解电容器需求约 60%-70%；且由于变频空调对于电子元器件的要求较高，公司用于变频空调的产品，其毛利率水平高于公司综合毛利率。

图 3 全球LCD电视出货 (百万台, %)



数据来源: Gartner 安信证券研究中心

图 4 我国近年空调出货以及预测 (千台, 变频及非变频空调)



数据来源: iSuppli 安信证券研究中心

可见, 该项目的实施, 不但将帮助公司提升市场占有率, 进而提升公司收入水平; 而且还将帮助公司提升毛利率水平。

2.2. 设立新江海动力电子有限公司, 专注高端薄膜电容器配套

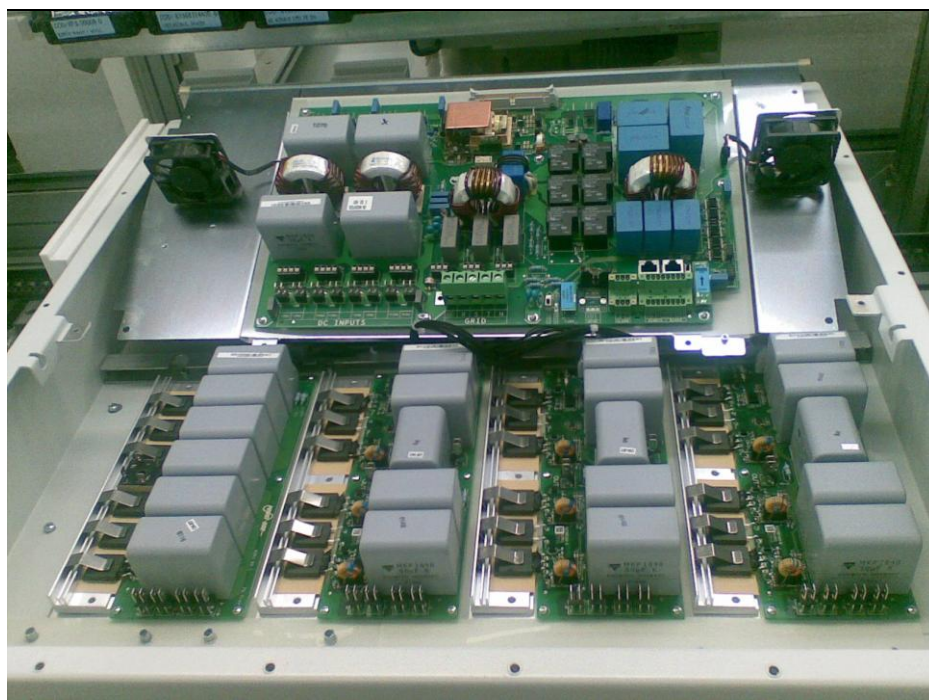
公司同时决定投资超募资金2亿元, 设立全资子公司“南通新江海动力电子有限公司”,

专门负责研发、生产、销售高压大容量薄膜电容器。公司计划组建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的生产能力。该项目计划的建设期为30个月，项目达产后，平均税后利润预计为6,641万元，销售利润率14%，销售毛利率高达29%，大大高于公司目前21.4%的综合毛利率。

变频器是公司目前主要的产品应用之一，其占公司工业类铝电解电容器收入的比重约为30%-40%；其中，新能源DC-Link电路中应用也是公司无法忽视的市场。我们了解到，目前电容器的成本约占太阳能逆变器和风能变频器总成本的10%-15%，而仅我国太阳能逆变器市场就有望在2015年达到100亿元的规模，其市场十分诱人。

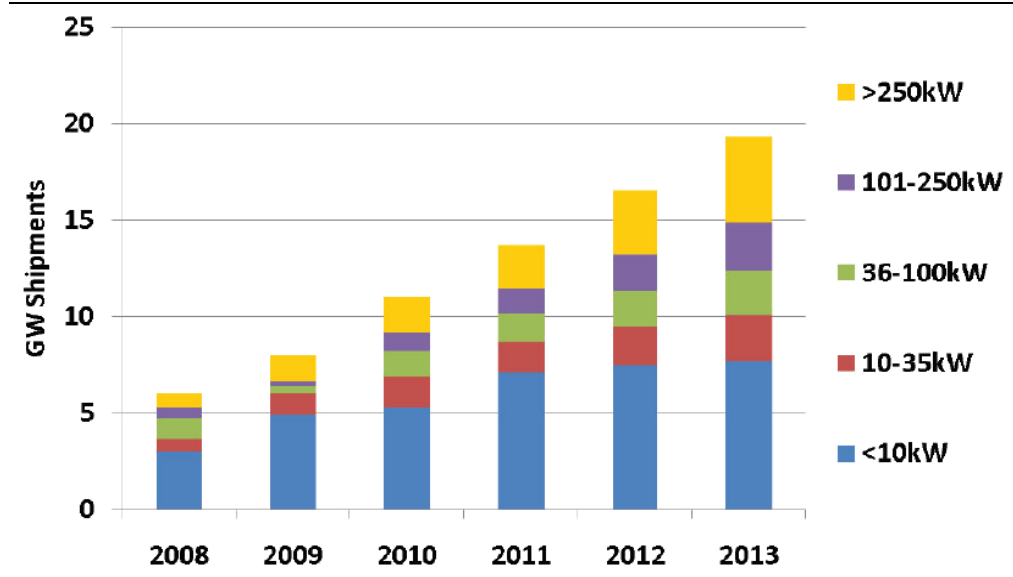
目前公司产品已经被多家风能变频器和太阳能变频器厂商所采用，但是，由于铝电解电容器存在着固有的可靠性、寿命等劣势，部分新能源厂商不得不在其高端产品中选择较贵的薄膜电容器作为其解决方案。我们认为公司接入薄膜电容器的设计、生产和销售，主要是为了和其优势的铝电解电容器相互配合，适应不同新能源客户的需求，帮助提高公司配套能力。

图 5 10KW 光伏逆变器样机（灰色部分为薄膜电容器）



数据来源：PowerOne，安信证券研究中心

图 6 全球太阳能装机需求及其对各类功率产品的需求



数据来源: PowerOne, 安信证券研究中心

2.3. 研发、营销、行政中心建设确保公司技术领先, 帮助公司提高效率

公司同时决定投资超募资金4,940万元,建设研发、营销、行政中心,计划建设期约为自2011年9月起的18个月。

目前公司拥有省级工程技术研究中心、企业技术中心,设有国家级博士后科研工作站,已连续19年列国内同行销售收入第一。但由于受公司现有的研发、营销等硬件条件限制,目前无法满足公司进一步的研发、营销需求。公司新的研发、营销、行政中心项目建成后,将承担公司总部的功能,有利于引进国内外高端人才,开展技术交流,展示公司良好形象,提高公司决策层、各职能部门的沟通效率,提升研发、服务和管理能力,降低公司运营成本,进一步增强公司的可持续发展能力。

3. 投资建议和风险提示

3.1. 募投项目下半年开始释放业绩, 毛利有望持续提升

公司中报显示,其上市募投项目“工业类电容器技改扩产项目”目前的投资进度为57.82%,上半年实现效益602.96万元;整个项目预计在2011年7月1日达到项目可使用状态,这就意味着公司有望在下半年更多的释放工业类铝电解电容器产能。截止2011年上半年,公司工业类铝电解电容器的销售收入占比约为48.56%,较2010年同期上涨7.63个百分点,公司预计今年其工业类铝电解电容器的销售收入占比将达到60%,这也说明下半年公司工业类铝电解电容器的销售收入有望实现快速增长。

鉴于公司工业类铝电解电容器的毛利率水平要大大高于消费类铝电解电容器(27.67% VS 15.47%),其产能的增加无疑将帮助公司进一步提升毛利率水平。同时,公司前期利用超募资金投资于宝鸡的“中压化成箔”项目,其1期24条产线有望在9月前完成调试,届时公司化成箔的自给率将上升到50%左右;该项目1期的投产,除了帮助公司稳定主要原材料的供应和质量,无疑也将帮助公司提高综合毛利率水平。

综上所述,鉴于公司上半年的运营情况,我们对公司2011年的营业外收入、所得税项目等进行了一定的调整后,略微下调公司2011年和2012年的EPS分别至0.802元和1.206元(同比增长率分别为49%和50%)。对应2011年34倍PE,2012年22倍PE,鉴于公司明确的高成长性,维持买入-A级评级,6个月目标价格32.8元,对应2011年41倍PE,2012年27倍PE。

3.2. 电子行业增速放缓是公司的主要风险

我们了解到，2011年3季度和4季度全部电子元器件市场的增长可能低于市场预期，呈现出旺季不旺的端倪。在消费电子没有需求热点，以及渠道较高库存的压力下，各类应用都呈现出放缓的迹象，这成为下半年公司业绩释放最大的风险。其他诸如劳动力成本，原材料价格的上涨，以及新产品导入也给公司业绩带来一定的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-8-23
						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	1,189.2	1,801.1	2,458.7	成长性					
减: 营业成本	493.2	645.1	920.4	1,386.9	1,893.2	营业收入增长率	13.0%	32.2%	46.4%	51.5%	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%	75.8%	50.3%	33.9%
销售费用	19.3	24.8	38.1	57.6	78.7	净利润增长率	27.8%	36.2%	49.2%	50.3%	34.5%
管理费用	35.4	62.3	90.4	136.9	186.9	EBITDA 增长率	41.4%	18.6%	40.2%	46.6%	32.8%
财务费用	0.9	3.8	0.1	0.1	1.7	EBIT 增长率	41.1%	18.9%	68.5%	50.3%	34.6%
资产减值损失	1.9	1.0	3.5	6.5	6.6	NOPLAT 增长率	23.7%	35.6%	48.0%	50.3%	33.8%
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	17.0	18.0	18.0	净资产增长率	21.3%	231.9%	10.5%	14.3%	16.7%
营业利润	75.7	87.2	153.3	230.4	308.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	10.9	2.0	3.0	2.0	毛利率	19.8%	20.6%	22.6%	23.0%	23.0%
利润总额	76.2	98.1	155.3	233.4	310.6	营业利润率	12.3%	10.7%	12.9%	12.8%	12.6%
减: 所得税	9.8	10.6	20.2	30.3	40.4	净利润率	10.3%	10.6%	10.8%	10.7%	10.6%
净利润	63.2	86.0	128.4	192.9	259.4	EBITDA/营业收入	16.4%	14.8%	14.1%	13.7%	13.3%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.5%	11.2%	12.9%	12.8%	12.6%
货币资金	80.5	725.6	799.4	856.9	978.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	99	74	50	37
应收账款	146.9	212.4	297.6	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	376	307	281
预付账款	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	222.3	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	381	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%	12.5%	14.3%
投资性房地产	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5	ROA	9.8%	5.9%	7.8%	9.8%	10.8%
固定资产	203.9	242.1	246.7	252.4	255.4	ROIC	21.5%	25.9%	24.5%	32.8%	35.5%
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	1,731.7	2,076.0	2,502.5	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%
应付账款	135.5	173.7	250.4	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%	32.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.35	5.67	4.43	3.80	3.53
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	3.04	2.75
负债总额	291.3	205.3	315.4	456.6	612.8	利息保障倍数	86.15	23.91	2,440.65	2,952.26	179.16
少数股东权益	25.1	56.0	62.7	72.9	83.7	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	1,193.6	1,386.5	1,645.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	386.1	1,281.2	1,416.3	1,619.4	1,889.6	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	128.4	192.9	259.4	EPS(元)	0.39	0.54	0.80	1.21	1.62
加: 折旧和摊销	24.5	28.8	14.7	15.8	16.9	BVPS(元)	2.26	7.66	8.46	9.67	11.29
资产减值准备	1.9	1.0	3.5	6.5	6.6	PE(X)	69.8	51.2	34.3	22.8	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.2	3.6	3.3	2.9	2.4
财务费用	8.1	2.7	8.8	0.1	0.1	P/FCF	182.5	-26.8	65.8	93.0	39.7
投资收益	-11.8	-12.9	-17.0	-18.0	-18.0	P/S	7.2	5.4	3.7	2.4	1.8
少数股东损益	3.3	1.5	6.8	10.2	10.8	EV/EBITDA	-	35.4	21.9	14.7	10.7
营运资金的变动	-1.4	-142.6	-70.2	-151.8	-155.7	CAGR(%)	45.1%	45.6%	39.3%	34.2%	35.3%
经营活动产生现金流量	92.1	35.8	66.1	55.7	121.7	PEG	1.5	1.1	0.9	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-60.9	-83.9	0.7	1.9	1.9	ROIC/WACC	2.1	2.6	2.5	3.3	3.6
融资活动产生现金流量	-9.2	694.0	6.9	-0.1	-1.7	REP	-	3.0	2.4	1.4	1.1

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
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@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