

## 江海股份 (002484)

增持/维持评级

股价: RMB20.57

### 分析师

卢山  
SAC 执业证书编号:s1000511060001  
0755-82125092  
lushan@mail.htlhsc.com.cn

李欣  
SAC 执业证书编号:S1000511120002  
(0755)8212 5064  
lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

# 一体两翼，稳步推进

- 公司 11 年收入、归属上市公司股东净利润为 10.4 亿、1.04 亿元，分别同比增长 27.6%、21.4%。
- 产品和客户结构优化趋势明显。毛利率较高的工业类电容器占比从 2010 年的 42.6% 提升到 50.1%，同时，因为自产材料比重提高、部分产品提价及降低成本，工业类、消费类电容器毛利率都比上年有所提高，综合毛利率从 20.2% 提高到 21.3%。客户结构进一步优化，日立、三星等国际知名公司在公司营收中的占比都超过了 8%。根据我们的调研，公司在全球主要工控设备厂商的采购比重都在加大。
- 我们认为，公司的发展策略是一体两翼、稳中求进。“一体”即电解电容，下游应用稳定，技术较为成熟，公司在这一领域能够获得高于市场增速的成长率，其路径是，通过工艺积累不断向高电压、大容量的工业电容器和工艺难度较高（如外形特殊）的消费电容器领域扩张产品线，同时通过在电力优惠地区自建化成箔等方式降低成本，提高市场占有率。
- “两翼”是在高压、低压两个领域拓展蓝海。由于材料和结构原理上的限制，电解电容的耐受电压难以突破 1000V，而在风电变流器等领域，高压电容器有相当的市场空间，薄膜电容器能够满足高压的要求。公司目前高压薄膜电容器项目进展顺利，预计今后几年将成为公司的重要增长极。
- 低压方面，高分子固态电容器有内阻低、吸收纹波能力强、稳定性好等难以替代的优势。随着 ultrabook 等移动终端对低功耗要求的提升，低电压、大电流将成为芯片供电的发展趋势，高分子电容器的优势会更加显著。公司依托在电解电容领域的技术优势，在高压电容领域已经取得了显著的技术突破，但因为是新产品，需要一定时间的产品导入期。
- 我们预测，公司 2011-2013 年收入分别为 10.4 亿、13.3 亿、17.4 亿元，当前股本摊薄 EPS 为 0.65 元、0.84 元、1.09 元，对应 PE 为 30.1 倍、23.5 倍、18.0 倍，维持增持评级。
- 风险提示。原材料价格上涨，变频器等下游产品复苏低于预期。

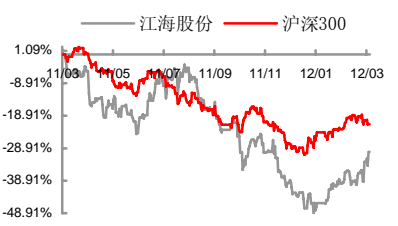
### 相关研究

- 《把握行业发展大趋势》
- 《投资新项目支撑未来持续增长》

### 基础数据

总股本 (百万股)	160
流通 A 股 (百万股)	160
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,291

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1037	1328	1742	2326
(+/-%)	27.6%	28.1%	31.2%	33.5%
归属母公司净利润(百万元)	104.5	134.1	174.4	220.5
(+/-%)	21.4%	28.4%	30.0%	26.5%
EPS(元)	0.65	0.84	1.09	1.38
P/E(倍)	30.1	23.5	18.0	14.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1038	1404	1895	2473	<b>营业收入</b>	1037	1328	1742	2326
现金	561	784	1088	1393	营业成本	825	1054	1387	1838
应收账款	227	310	398	535	营业税金及附加	3	3	4	6
其他应收款	4	3	4	6	营业费用	37	49	64	85
预付账款	16	17	24	32	管理费用	67	89	98	137
存货	193	247	325	431	财务费用	-7	-10	0	12
其他流动资产	38	43	56	76	资产减值损失	-1	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	489	544	616	685	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	62	54	56	56	投资净收益	16	15	16	15
固定资产	331	418	505	586	<b>营业利润</b>	128	158	206	263
无形资产	25	22	19	16	营业外收入	2	5	5	5
其他非流动	72	50	36	27	营业外支出	2	1	2	2
<b>资产总计</b>	1527	1947	2511	3158	<b>利润总额</b>	128	162	210	266
<b>流动负债</b>	155	434	815	1231	所得税	17	22	27	35
短期借款	0	173	499	822	<b>净利润</b>	111	140	182	231
应付账款	128	201	256	337	少数股东损益	7	6	8	11
其他流动负	27	59	60	72	<b>归属母公司净利润</b>	104.5	134.1	174.4	220.5
<b>非流动负债</b>	8	9	8	8	<b>EBITDA</b>	158	169	232	307
长期借款	0	0	0	0	当前股本摊薄 EPS	0.65	0.84	1.09	1.38
其他非流动	8	9	8	8					
<b>负债合计</b>	163	443	824	1240					
少数股东权益	95	101	109	120	<b>主要财务比率</b>				
股本	160	160	160	160	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	859	859	859	859	<b>成长能力</b>				
留存收益	251	385	559	780	营业收入	27.6%	28.1%	31.2%	33.5%
归属母公司股东权	1270	1404	1578	1799	营业利润	47.2%	23.3%	30.2%	27.8%
<b>负债和股东权</b>	1527	1947	2511	3158	归属于母公司净利	21.4%	28.4%	30.0%	26.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.4%	20.7%	20.4%	21.0%
					净利率(%)	10.1%	10.1%	10.0%	9.5%
					ROE(%)	8.2%	9.6%	11.0%	12.3%
					ROIC(%)	14.3%	15.2%	17.2%	18.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	10.7%	22.7%	32.8%	39.3%
					净负债比率(%)	0.00%	39.14	60.59	66.34
					流动比率	6.70	3.24	2.32	2.01
					速动比率	5.43	2.65	1.91	1.65
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.69	0.76	0.78	0.82
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	6.01	6.40	6.06	6.20
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.84	1.09	1.38
					每股经营现金流(最新)	0.22	0.57	0.41	0.50
					每股净资产(最新摊)	7.94	8.77	9.86	11.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E(当前摊薄)	30.1	23.5	18.0	14.3
					P/B	2.48	2.24	1.99	1.75
					EV/EBITDA	17	15	11	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。