



买入

19%

目标价格: 人民币 12.27

原评级: 持有 原目标价格: 人民币 15.56

002484.CH

价格: 人民币 10.31

目标价格基础: 25倍 2012年预测市盈率

板块评级: 中立

江海股份

环比业绩改善明显, 趋势有望延续

江海股份 2012 年上半年实现归属母公司净利润 4,496.70 万元, 同比下降 15.24%; 但从环比角度看, 2 季度公司实现归属母公司净利润 2,994.14 万元, 环比大涨 99.27%。公司的主营产品电容器已经实现同比正增长。我们认为下半年公司的主营业务恢复趋势将延续。基于以上判断, 我们小幅上调公司 2012 年-2014 年预测净利润至 1.02 亿元、1.31 亿元和 1.56 亿元。公司 2011 年权益分配实施后, 总股本由 1.60 亿股增加到 2.08 亿股, 基于 25 倍 2012 年预测市盈率, 我们对对应下调公司目标价至 12.27 元, 评级上调至买入。

本报告要点

- 上半年业绩小幅下降。
- 2 季度单季净利润环比大涨 99.27%。

主要催化剂/事件

- 电容器需求筑底, 逐季恢复。

支撑评级的要点

- 2012 年上半年公司营业收入小幅下降 2.44% 至 4.85 亿元, 主要是由于上半年需求趋缓所致。近产品分类来看, 公司的主营业务电容器已经实现同比正增长。2 季度的收入恢复趋势较明显, 营业收入环比增长 30.17%。
- 上半年总体毛利率小幅下降 1.54 个百分点, 但是 2 季度单季毛利率环比增长 2.15 个百分点。我们判断公司的电容器产能利用率在 2 季度出现了较好的环比恢复, 导致毛利率在 2 季度回升。
- 上半年销售费用率和管理费用率分别小幅上升 0.23 个百分点和 0.57 个百分点, 但 2 季度的两项费用率分别环比下降 0.60 个百分点和 1.33 个百分点。
- 公司 2 季度单季净利润环比实现 99.27% 的增长, 实现较好的环比恢复。我们认为, 随着需求的筑底回升下半年公司业绩恢复的趋势将持续。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18)	5	(17)	(51)
相对新华富时 A50 指数	(16)	8	(6)	(38)

发行股数(百万)	208
流通股(%)	62.50
流通股市值(人民币 百万)	1340
3 个月日均交易额(人民币 百万)	17
净负债率(%) (2012E)	
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
以 2012 年 8 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技: 电子元器件

李鹏

(8621) 2032 8313

nigel.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

评级面临的主要风险

- 需求恢复趋势中断。

估值

- 我们将公司 2012 年-2014 年预测净利润分别从 9,578.19 万元、1.30 亿元和 1.56 亿元小幅上调至 1.02 亿元、1.31 亿元和 1.56 亿元。公司 2011 年权益分配实施后, 总股本由 1.60 亿股增加到 2.08 亿股, 基于 25 倍 2012 年预测市盈率, 我们对对应将公司目标价由 15.56 元下调至 12.27 元, 评级上调至买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	812.5	1,036.7	1,149.1	1,357.2	1,692.1
变动(%)	32.2	27.6	10.8	18.1	24.7
净利润(人民币 百万)	86.0	104.5	102.1	130.7	155.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.414	0.502	0.491	0.628	0.749
变动(%)	(21.4)	21.4	(2.3)	28.0	19.2
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.599	0.813	0.974
调整幅度(%)	-	-	(18.0)	(22.7)	(23.1)
全面摊薄市盈率(倍)	24.9	20.5	21.0	16.4	13.8
每股现金流量(人民币)	4.5	3.5	3.0	3.0	3.0
价格/每股现金流量(倍)	2.3	2.9	3.5	3.4	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	6.9	9.1	7.4	6.4
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	2.9	2.9	1.3	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012 年上半年净利润同比下降，但环比大涨

江海股份 2012 年上半年实现归属母公司所有者净利润 4,496.70 万元，同比下降 15.24%，主要是由于当期营业收入小幅下降，同时毛利率小幅下降、销售及管理费用率上升所致：

1. 报告期公司实现营业收入 4.85 亿元，同比小幅下降 2.44%。从细分产品来看，上半年主营产品电容器已经实现小幅增长，上半年收入下降主要是由非主营加工费及螺旋式酚醛盖板同比下降造成。我们认为下半年主营产品类产品的收入有望继续恢复。
2. 报告期间毛利率小幅下降，主要是由于下游需求对比去年同期减缓，造成的毛利率下降，但总体降幅在我们预期之内。
3. 报告期销售和管理费用率分别上涨 0.23 个百分点和 0.57 个百分点。

图表 1. 江海股份 2012 年上半年财务数据

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化(%)
营业收入	497.52	485.35	(2.44)
营业成本	390.97	388.88	(0.54)
销售费用	16.97	17.67	4.11
管理费用	32.97	34.95	5.99
财务费用	(4.64)	(3.65)	(21.18)
营业利润	66.74	48.64	(27.12)
营业外收入	1.09	4.12	276.74
营业外支出	1.30	1.34	2.69
利润总额	66.53	51.42	(22.72)
所得税	8.68	6.24	(28.10)
净利润	57.85	45.17	(21.91)
少数股东权益	4.79	0.21	(95.68)
归属母公司净利润	53.05	44.97	(15.24)
比率 (%)			百分点变动
毛利率	21.41	19.88	(1.54)
销售费用率	3.41	3.64	0.23
管理费用率	6.63	7.20	0.57
财务费用率	(0.93)	(0.75)	0.18
营业利润率	13.42	10.02	(3.39)
所得税率	13.05	12.14	(0.91)
净利润率	10.66	9.26	(1.40)

资料来源：公司数据

图表 2. 江海股份 2012 年上半年销售收入按产品分

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化 (%)
电容器	407.09	408.88	0.44
加工费	64.78	59.01	(8.91)
螺旋式酚醛盖板	9.41	6.77	(28.03)
占比(%)			百分点变化
电容器	84.58	86.14	1.56
加工费	13.46	12.43	(1.03)
螺旋式酚醛盖板	1.95	1.43	(0.53)

资料来源：公司数据

公司公布中期分红预案，拟以截至 2012 年 6 月 30 日公司总股本 208,000,000 股为基数向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.5 元（含税）。

从2季度单季业绩指标来看,2季度公司实现归属母公司净利润2,994.14万元,同比小幅下降11.75%,但从环比角度看,净利润实现99.27%的增长。

1. 2季度营业收入为2.74亿元,环比增长30.17%。我们认为2季度开始,公司电容器产品的需求已经开始有所恢复,产能利用率相较1季度有了大幅提升。
2. 2季度环比毛利率增长2.15个百分点,我们认为产能利用率的回升是毛利率提升的主因。
3. 2季度的销售费用率和管理费用率分别环比下降0.60个百分点和1.33个百分点,随着销售规模的恢复,费用率也有所下降。

从环比角度来看,公司的产能利用率实现了较好的恢复,我们判断这一趋势有可能在下半年持续。

图表3.江海股份2012年2季度财务数据

(人民币, 百万)	2011年2季度	2012年1季度	2012年2季度	环比变化(%)	同比变化(%)
营业收入	282.11	210.87	274.48	30.17	(2.71)
营业成本	219.94	171.53	217.36	26.72	(1.17)
销售费用	7.95	8.38	9.28	10.68	16.70
管理费用	15.99	16.77	18.18	8.40	13.72
财务费用	(2.19)	(0.80)	(2.86)	258.65	30.50
营业利润	43.71	15.85	32.79	106.87	(24.99)
营业外收入	0.02	2.20	1.91	(13.13)	12,401.86
营业外支出	0.70	0.68	0.66	(3.33)	(6.66)
利润总额	43.02	17.37	34.05	95.97	(20.87)
所得税	5.63	2.31	3.94	70.67	(30.07)
净利润	37.39	15.07	30.11	99.85	(19.48)
少数股东权益	3.47	0.04	0.17	316.22	(95.18)
归属母公司净利润	33.93	15.03	29.94	99.27	(11.75)
比率(%)				环比百分点变化	同比百分点变化
毛利率	22.04	18.66	20.81	2.15	(1.23)
销售费用率	2.82	3.98	3.38	(0.60)	0.56
管理费用率	5.67	7.95	6.62	(1.33)	0.96
财务费用率	(0.78)	(0.38)	(1.04)	(0.66)	(0.26)
营业利润率	15.49	7.52	11.95	4.43	(3.55)
所得税率	13.09	13.28	11.56	(1.71)	(1.52)
净利率	12.03	7.13	10.91	3.78	(1.12)

资料来源: 公司数据

盈利预测及评级

公司预计2012年1-9月份归属母公司净利润同比增长-20%至10%。公司上半年业绩虽然小幅下降,但是从环比角度看,产能利用率与净利润均实现了较好的恢复,我们认为公司的业绩环比趋势将在下半年持续,由于去年下半年基数较低,公司的下半年业绩将有可能实现正增长。

基于以上判断我们小幅上调公司2012年-2014年预测净利润至1.02亿元、1.31亿元和1.56亿元。按公司2011年权益分配方案实施后,总股本由1.60亿股增加到2.08亿股,基于25倍2012年预测市盈率,我们对应下调公司目标价至12.27元,上调公司评级至**买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	812	1,037	1,149	1,357	1,692
销售成本	(645)	(825)	(924)	(1,076)	(1,348)
经营费用	(76)	(90)	(101)	(122)	(155)
息税折旧前利润	120	158	169	206	239
折旧及摊销	(29)	(36)	(45)	(47)	(49)
经营利润(息税前利润)	91	122	124	159	190
净利息收入/(费用)	(4)	7	0	(0)	(0)
其他收益/(损失)	11	(0)	1	1	1
税前利润	98	128	125	160	190
所得税	(11)	(17)	(16)	(21)	(25)
少数股东权益	(1)	(7)	(6)	(8)	(10)
净利润	86	105	102	131	156
每股收益(人民币)	0.41	0.50	0.49	0.63	0.75
每股股息(人民币)	0.30	0.30	0.13	0.17	0.20
收入增长(%)	32	28	11	18	25
息税前利润增长(%)	19	34	2	28	19
息税折旧前利润增长(%)	19	32	7	22	16
每股收益增长(%)	(21)	21	(2)	28	19

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	726	561	621	628	617
应收帐款	212	227	251	297	370
库存	154	193	216	252	315
其他流动资产	28	58	64	75	94
流动资产总计	1,119	1,038	1,152	1,252	1,396
固定资产	242	331	347	361	375
无形资产	26	25	23	21	20
其他长期资产	99	134	155	177	199
长期资产总计	367	489	525	560	593
总资产	1,486	1,527	1,677	1,811	1,989
应付帐款	147	128	143	167	209
短期债务	3	0	10	10	10
其他流动负债	48	27	22	28	38
流动负债总计	197	155	176	205	257
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8	8
股本	160	160	208	208	208
储备	1,121	1,204	1,286	1,391	1,516
股东权益	1,281	1,364	1,494	1,599	1,724
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,486	1,527	1,677	1,811	1,989
每股帐面价值(人民币)	6.16	6.56	7.18	7.69	8.29
每股有形资产(人民币)	6	6	7	8	8
每股净负债/(现金)(人民币)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	98	128	125	160	190
折旧与摊销	29	36	45	47	49
净利息费用	4	(7)	0	0	0
运营资本变动	7	(77)	(101)	(35)	(63)
税金	(11)	(17)	(16)	(21)	(25)
其他经营现金流	(92)	(28)	35	(51)	(63)
经营活动产生的现金流	36	35.92	87	101	89
购买固定资产净值	(84)	(157)	(60)	(60)	(61)
投资减少/增加	0	(0)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	2	3
投资活动产生的现金流	(84)	(157.29)	(58)	(58)	(58)
净增权益	814	32	48	0	0
其他融资现金流	(120)	(75)	(18)	(35)	(42)
融资活动产生的现金流	29	477	(2)	(2)	(2)
现金变动	646	(165)	60	7	(11)
期初现金	81	726	561	621	628

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	15.3	14.7	15.2	14.1
息税前利润率(%)	11.2	11.7	10.8	11.7	11.2
税前利润率(%)	12.1	12.4	10.9	11.8	11.3
净利率(%)	10.6	10.1	8.9	9.6	9.2
流动性					
流动比率(倍)	5.7	6.7	6.6	6.1	5.4
利息覆盖率(倍)	23.9	nm	nm	794.6	947.9
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)	4.9	5.5	5.3	4.9	4.2
估值					
市盈率(倍)	24.9	20.5	21.0	16.4	13.8
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	2.3	2.9	3.5	3.4	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	6.9	9.1	7.4	6.4
周转率					
存货周转天数	77.3	76.8	80.8	79.4	76.8
应收帐款周转天数	57.6	48.3	43.1	41.8	40.6
应付帐款周转天数	80.4	77.2	75.9	73.7	71.9
回报率					
股息支付率(%)	2.9	2.9	1.3	1.6	2.0
净资产收益率(%)	10.3	7.9	7.1	8.5	9.4
资产收益率(%)	7.5	7.0	6.7	7.9	8.7
已运用资本收益率(%)	10.1	9.7	8.6	10.2	11.3

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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刊载或转发的，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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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