

江海股份 (002484.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

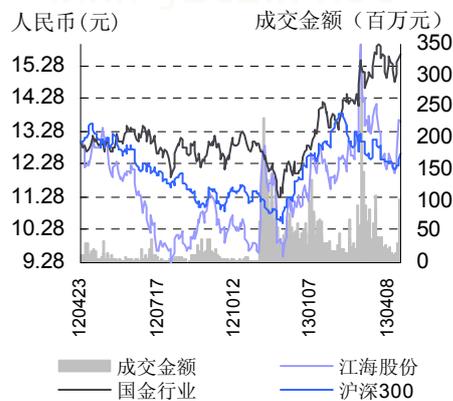
公司研究简报

市价(人民币): 13.55元
目标(人民币): 16.00-18.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 52.00
总市值(百万元) 28.18
年内股价最高最低(元) 15.94/9.28
沪深300指数 2533.83
中小板指数 5258.57



相关报告

- 《13年需求好转迎来业绩反转》，2013.3.29
- 《工业电容繁荣与业绩拐点构筑公司投资价值》，2012.5.10

马鹏清 联系人
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

邵洁 联系人
(86216)61038220
shaojie@gjzq.com.cn

产品结构调整与产业链整合提升毛利水平

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.653	0.470	0.640	0.841	1.131
每股净资产(元)	7.94	6.52	7.03	7.48	8.48
每股经营性现金流(元)	0.22	0.62	0.69	0.58	0.75
市盈率(倍)	25.85	23.72	19.01	14.47	10.76
行业优化市盈率(倍)	40.25	43.23	53.71	53.71	53.71
净利润增长率(%)	21.43%	-6.42%	36.17%	31.35%	34.46%
净资产收益率(%)	8.23%	7.21%	9.10%	11.24%	13.33%
总股本(百万股)	160.00	208.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司公布13年1季报, 实现收入220.87百万元, 同比增长4.74%, 归属母公司净利润20.52百万元, 同比36.54%, 实现EPS0.0986元。
- 产品结构优化, 毛利水平提升: 1季度公司毛利率为22.84%, 明显好于去年同期18.66%的毛利水平, 也是上市以来历史同期最高水平, 一方面毛利较高的固态铝电解电容占比提升, 另一方面公司增加了化成箔等原料的自给水平, 成本得到进一步的控制;
- 13年公司或迎来业绩反转: 1) 日本地震后高端铝电解电容产能逐渐向国内转移, 公司铝电解电容技术先进, 有望持续增长; 2) 公司已经通过国内外主要UPS、变频器、工业和通讯电源等工业领域客户的认证, 订单有望放量; 3) 公司去年下半年化成箔新产能释放, 年内成本控制相对得利; 4) 薄膜电容业务逐步完成客户认证, 预计13年开始贡献利润;

投资建议

- 我们预计公司13-15年EPS分别为0.64元, 0.84元, 1.13元, 分别增长36.17%, 31.25%, 34.52%, 目前股价对应21.2X13PE, 看好需求改善带来的业绩反转, 给予“买入”评级。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月16-18元目标价位, 相当于25-28x13PE。

风险

- 经济持续低迷影响下游需求, 电价与上游材料出现较大幅度上涨。

整体毛利水平提升

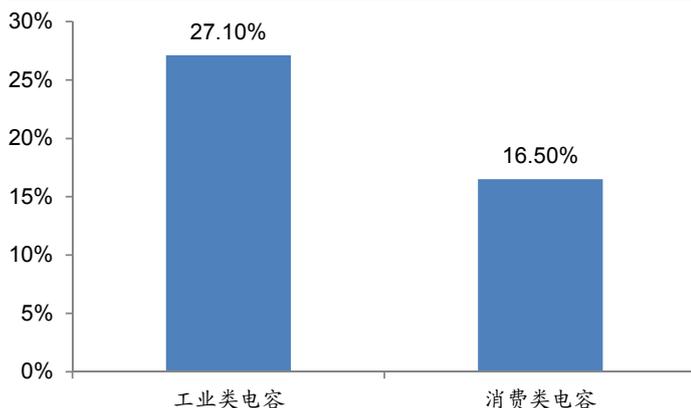
- 公司 1 季度实现营收 220.88 百万元，同比增长 4.75%，而成本方面没有增长反而小幅下降 0.6%；毛利率达到 22.84%，超过去年同期 18.66%毛利水平，是上市以来历史同期最高水平。一方面毛利较高的固态铝电解电容等工业电容占比提升，另一方面公司增加了化成箔等原料的自给水平，成本得到进一步的控制。
- 工业用电解电容毛利在 25%以上，要高于消费电容 16%左右的毛利水平，考虑到经济上相对较为疲弱，增量可能主要来自于募投项目的固态铝电解电容生产线的产能释放。
- 去年下半年，公司化成箔新产线投产，很大程度上提升了化成箔的自给水平，由于化成箔占到铝电解电容成本的 70%，该部分原料自给率的提升能够有效的控制产品的成本。

图表1：公司单季度经营情况

江海股份	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业收入	215.40	282.11	294.80	244.40	210.87	274.48	232.07	248.09	220.88
季度同比	35.63%	34.30%	41.73%	3.73%	-2.11%	-2.71%	-21.28%	1.51%	4.75%
季度环比	-8.57%	30.97%	4.50%	-17.10%	-13.72%	30.17%	-15.45%	6.90%	-10.97%
毛利率	20.60%	22.04%	20.66%	18.18%	18.66%	20.81%	20.08%	21.68%	22.84%
营业费用率	4.19%	2.82%	3.59%	3.90%	3.97%	3.38%	3.43%	3.34%	4.03%
管理费用率	7.89%	5.67%	5.77%	6.94%	7.95%	6.62%	6.93%	7.90%	8.33%
财务费用率	-1.14%	-0.78%	-0.69%	0.00%	-0.38%	-1.04%	-0.59%	-2.47%	-0.56%
净利润	19.13	33.93	31.23	20.20	15.03	29.94	24.57	28.24	20.52
季度同比	45.97%	29.79%	35.37%	-14.88%	-21.42%	-11.75%	-21.33%	39.80%	36.53%
季度环比	-19.40%	77.37%	-7.95%	-35.32%	-25.59%	99.20%	-17.94%	14.94%	-27.34%
净利润率	8.88%	12.03%	10.59%	8.27%	7.13%	10.91%	10.59%	11.38%	9.29%

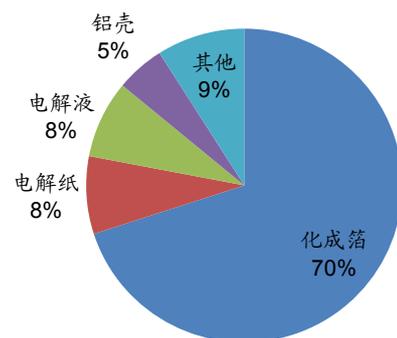
来源：国金证券研究所，iFind

图表2：工业类电容毛利明显高于消费类电容



来源：国金证券研究所，公司公告

图表3：铝电解电容成本构成



13 年业绩有望反转

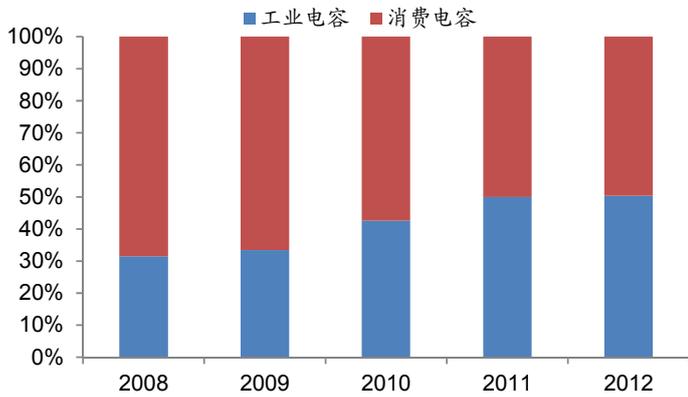
高端铝电解电容承接日本产能转移，客户认证或迎来订单放量

- 尽管日本厂商依然主导中高端铝电解电容市场，但日本地震之后，下游客户开始寻求日本以外的铝电解电容供应商，加上日本本土关闭核电造成电

能紧张进一步加快了中高端市场的进口替代。公司跻身国际一流高端铝电解电容制造商，随着高端工业品如 600V 高压产品的技术逐渐成熟，公司将率先享受工业应用增量市场带来的进口替代空间。

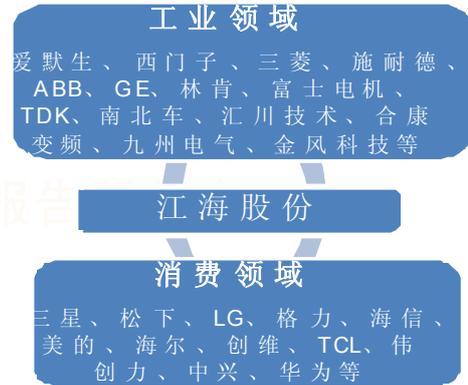
- 公司已经通过国内外主要 UPS、变频器、工业和通讯电源等工业领域客户的认证，尤其是在变频器领域几乎囊括所有重要厂商，积累了丰富的客户资源，包括艾默生、西门子、三菱、施耐德、ABB、GE、林肯、富士电机、TDK、汇川技术、合康变频和九州电气等。

图表4：公司工业电容占比持续提升



来源：国金证券研究所，公司公告

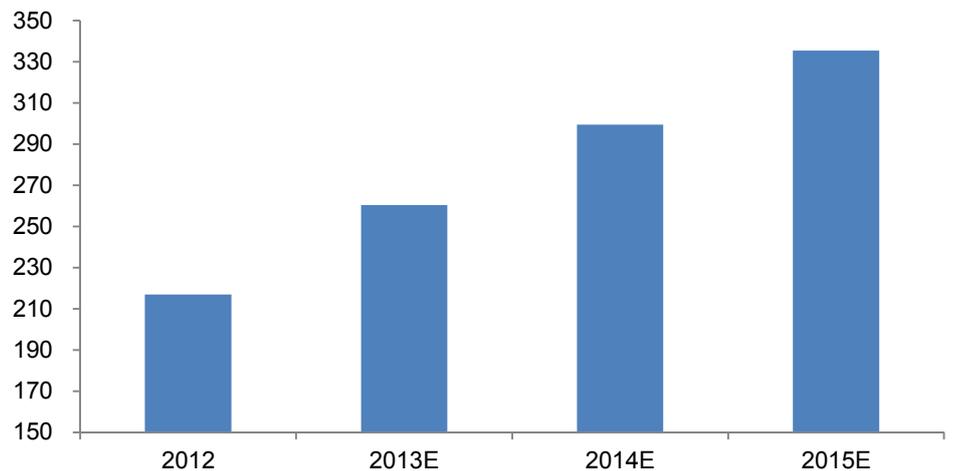
图表5：公司主要客户



化成箔项目提升公司产业链整合程度

- 去年下半年化成箔新项目投产，很大程度上缓解了成本方面的压力。今年随着产能的继续释放以及翘尾因素，成本控制更加显著，未来公司有望继续延续向上游产业链整合战略，加大对于成本的控制，提升整体毛利水平。

图表6：预计化成箔销量情况



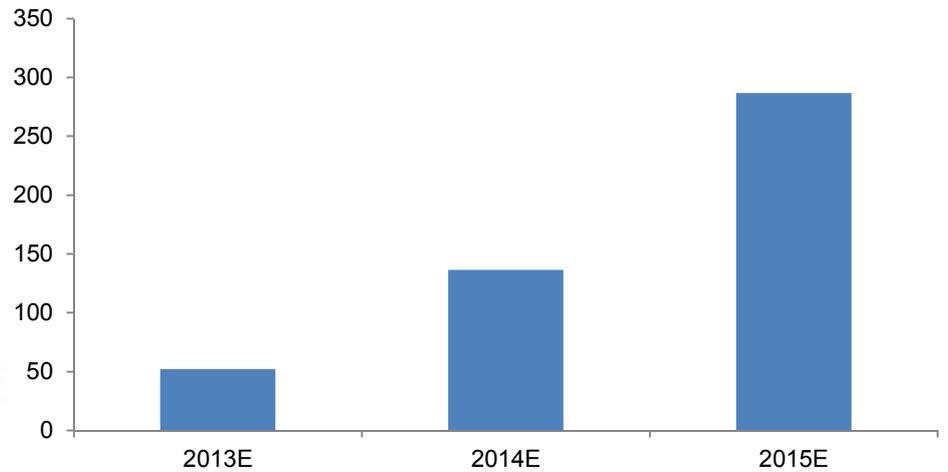
来源：国金证券研究所

薄膜电容有望年内贡献利润

- 长期来看，薄膜电容器将是公司未来重点发展的业务方向。薄膜电容器单价通常在 500 元以上，明显高于现有售价水平，量产后毛利或达到 30% 左右。公司计划投产 10 条高压薄膜电容器生产，达产后年产能达到 100 万

只左右。目前约有条生产线建成，但目前尚处于送样阶段，预计 13 年将贡献约 5200 万元左右的收入，未来有望进一步释放。

图表7: 薄膜电解电容收入贡献预计



来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.64 元，0.84 元，1.13 元，分别增长 36.17%，31.25%，34.52%，目前股价对应 21.2X13PE，看好需求改善带来的业绩反转，给予“买入”评级。
- 我们给予公司未来 6-12 个月 16-18 元目标价位，相当于 25-28x13PE。

风险提示

- 经济持续低迷影响下游需求，电价与上游材料出现较大幅度上涨。。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表8: 公司销售预测

项目	2012	2013E	2014E	2015E
电容				
销售收入	797.29	1,103.28	1,408.82	1,793.63
YoY	-5.7%	38.4%	27.7%	27.3%
毛利率	21.8%	22.8%	23.1%	23.3%
收入占比	85.0%	85.8%	86.4%	87.5%
化成箔				
销售收入	126.25	163.63	197.58	227.93
YoY	-12.4%	29.6%	20.8%	15.4%
毛利率	8.4%	8.5%	8.3%	8.2%
收入占比	13.5%	12.7%	12.1%	11.1%
螺旋式酚醛盖板				
销售收入	14.99	19.27	23.42	28.19
YoY	-12.6%	28.5%	21.5%	20.4%
毛利率	46.5%	52.5%	52.0%	52.0%
收入占比	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
主营业务收入				
YoY	-6.7%	37.0%	26.7%	25.8%
主营业务毛利率	20.4%	21.5%	21.8%	22.0%

来源: 国金证券研究所,公司公告

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	812	1,037	966	1,286	1,630	2,050	货币资金	726	561	580	700	735	863
增长率		27.6%	-6.9%	33.2%	26.7%	25.8%	应收款项	231	267	303	331	418	525
主营业务成本	-645	-825	-769	-1,012	-1,280	-1,593	存货	154	193	193	216	270	336
%销售收入	79.4%	79.6%	79.6%	78.7%	78.5%	77.7%	其他流动资产	8	17	12	17	19	23
毛利	167	212	197	274	350	456	流动资产	1,119	1,038	1,087	1,265	1,442	1,746
%销售收入	20.6%	20.4%	20.4%	21.3%	21.5%	22.3%	%总资产	75.3%	68.0%	66.0%	69.4%	72.9%	77.4%
营业税金及附加	-1	-3	-4	-4	-5	-5	长期投资	57	71	69	70	69	69
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	282	392	448	437	407	374
营业费用	-25	-37	-34	-45	-55	-69	%总资产	19.0%	25.7%	27.2%	24.0%	20.6%	16.6%
%销售收入	3.1%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	无形资产	26	25	39	48	57	66
管理费用	-62	-67	-71	-89	-108	-133	非流动资产	367	489	560	558	536	511
%销售收入	7.7%	6.5%	7.3%	6.9%	6.7%	6.5%	%总资产	24.7%	32.0%	34.0%	30.6%	27.1%	22.6%
息税前利润 (EBIT)	79	105	88	136	182	250	资产总计	1,486	1,527	1,647	1,823	1,978	2,258
%销售收入	9.7%	10.1%	9.2%	10.6%	11.2%	12.2%	短期借款	3	0	0	0	0	0
财务费用	-4	7	11	13	15	17	应付款项	198	165	194	240	296	364
%销售收入	0.5%	-0.6%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	-4	-10	-2	17	18	15
资产减值损失	-1	1	-5	0	0	0	流动负债	197	155	192	257	313	379
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	13	16	12	10	10	10	其他长期负债	8	8	2	0	0	0
%税前利润	13.1%	12.7%	10.0%	6.2%	4.8%	3.6%	负债	205	163	194	257	313	380
营业利润	87	128	106	160	207	276	普通股股东权益	1,225	1,270	1,357	1,463	1,556	1,765
营业利润率	10.7%	12.4%	11.0%	12.4%	12.7%	13.5%	少数股东权益	56	95	97	103	108	113
营业外收支	11	0	9	1	1	1	负债股东权益合计	1,486	1,527	1,647	1,823	1,978	2,258
税前利润	98	128	115	161	208	277	比率分析						
利润率	12.1%	12.4%	11.9%	12.5%	12.7%	13.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-11	-17	-15	-22	-28	-37	每股指标						
所得税率	10.8%	13.4%	12.7%	13.4%	13.4%	13.4%	每股收益	0.538	0.653	0.470	0.640	0.841	1.131
净利润	88	111	101	139	180	240	每股净资产	7.658	7.936	6.524	7.035	7.483	8.483
少数股东损益	1	7	3	6	5	5	每股经营现金净流	0.224	0.224	0.620	0.695	0.576	0.748
归属于母公司的净利润	86	104	98	133	175	235	每股股利	0.000	0.375	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	10.6%	10.1%	10.1%	10.4%	10.7%	11.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.02%	8.23%	7.21%	9.10%	11.24%	13.33%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.79%	6.84%	5.94%	7.30%	8.84%	10.42%
净利润	88	111	0	139	180	240	投入资本收益率	5.50%	6.64%	5.31%	7.54%	9.46%	11.52%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	30	36	0	33	36	37	主营业务收入增长率	32.15%	27.60%	-6.87%	33.21%	26.72%	25.77%
非经营收益	-5	-9	0	-9	-11	-11	EBIT增长率	18.56%	32.15%	-15.44%	54.27%	33.31%	37.36%
营运资金变动	-77	-101	0	-19	-85	-111	净利润增长率	36.20%	21.43%	-6.42%	36.17%	31.35%	34.46%
经营活动现金净流	36	36	0	145	120	156	总资产增长率	119.44%	2.73%	7.88%	10.65%	8.49%	14.15%
资本开支	-84	-157	-110	-32	-13	-12	资产管理能力						
投资	0	0	3	-1	0	0	应收账款周转天数	80.4	77.2	92.3	80.0	80.0	80.0
其他	0	0	0	10	10	10	存货周转天数	77.3	76.8	91.5	78.0	77.0	77.0
投资活动现金净流	-84	-157	-107	-23	-3	-2	应付账款周转天数	72.5	60.8	66.1	65.0	65.0	64.0
股权募资	814	32	0	0	-55	0	固定资产周转天数	108.8	116.4	143.3	115.6	87.8	64.3
债权募资	-52	-3	9	-2	0	1	偿债能力						
其他	-71	-67	-12	0	-27	-27	净负债/股东权益	-56.39%	-41.12%	-39.91%	-44.72%	-44.19%	-45.92%
筹资活动现金净流	691	-38	-3	-2	-82	-26	EBIT利息保障倍数	20.8	-15.7	-7.9	-10.3	-12.2	-15.1
现金净流量	643	-159	-110	120	35	128	资产负债率	13.81%	10.66%	11.75%	14.09%	15.85%	16.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	8
增持	0	2	2	5	15
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.73	1.75	1.73

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-24	增持	20.47	30.90 ~ 30.90
2 2011-10-26	增持	15.06	24.50 ~ 24.50
3 2012-02-28	增持	13.88	23.25 ~ 23.25
4 2012-05-10	增持	12.80	20.50 ~ 20.50
5 2013-03-29	买入	12.48	17.00 ~ 19.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net