

**买入****21%↑**

目标价格: 人民币 24.02

原目标价格: 人民币 14.56

002484.CH

价格: 人民币 19.77

目标价格基础: 37倍 2013年预测市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 上半年工业和消费类电容器营收占比6:4, 工业类占比提升使毛利率得到提升。
- 2季度开始下游尤其是工业类需求开始回暖, 预计下半年趋势将有所延续。

我们的观点有何不同?

- 产品结构变化与市场回暖是今年业绩增长的主要保障。
- 固态高分子电容、薄膜电容及超级电容是未来增长的新来源。

主要催化剂/事件

- 下游需求回暖。
- 新产品释放业绩。

股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	77	24	24	86
相对新华富时A50指数	91	19	39	85

发行股数(百万)	208
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,028
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债率(%) (2013E)	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
以2013年8月27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

江海股份**业绩超预期, 未来看点多**

江海股份上半年实现归属母公司净利润 6,034 万元, 同比增长 34.18%。产品结构中工业类电容器产品占比上升及成本下降是业绩超出我们此前预期的主要原因。我们预计下半年市场回暖趋势可能持续。我们 2013 年-2014 年净利润预测由此前的 1.20 亿元和 1.47 亿元上调至 1.35 亿元和 1.78 亿元, 并预计 2015 年净利润为 2.32 亿元。基于 37 倍 2013 年预测市盈率, 将目标价上调至 24.02 元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 公司上半年实现营业收入 5.11 亿元, 同比增长 5.29%。产品结构中的工业类占比提升, 我们估测上半年工业类产品和消费类产品占比约为 6:4。2 季度对比 1 季度产能利用率发生大幅提升, 工业类下游需求开始回暖。
- 上半年毛利率为 23.63%, 同比提升 3.75 个百分点。产品结构中工业类电容产品占比提升及成本下降拉升毛利率; 同时化成箔实现盈利。
- 上半年当期销售费用率和管理费用率均有小幅下降。
- 我们认为下半年市场回暖的趋势可能延续, 由于产品结构中工业类产品占比的提升, 全年业绩将实现较好增长。
- 在新产品方面的投入在未来一年中有望开始释放业绩, 固态高分子电容、薄膜电容及超级电容都是未来的新增长点。

评级面临的主要风险

- 需求回暖趋势中断;
- 新产品业绩释放慢于预期。

估值

- 我们将江海股份 2013 年-2014 年归属上市公司净利润预测由 1.20 亿元和 1.47 亿元上调至 1.35 亿元和 1.78 亿元, 并预计 2015 年净利润为 2.32 亿元。我们将公司目标价由 14.56 元上调至 24.02 元, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,036.7	965.5	1,197.3	1,658.4	2,103.4
变动(%)	27.6	(6.9)	24.0	38.5	26.8
净利润(人民币 百万)	104.5	97.8	135.1	177.7	232.4
全面摊薄每股收益(人民币)	0.502	0.470	0.649	0.855	1.113
变动(%)	21.4	(6.4)	38.7	31.6	30.2
先前预测每股收益(人民币)			0.578	0.706	
调整幅度(%)			12.3	21.0	
核心每股收益(人民币)	0.5	0.5	0.6	0.9	1.1
变动(%)	21.4	(6.4)	38.7	31.6	30.2
全面摊薄市盈率(倍)	39.4	42.1	30.4	23.1	17.8
核心市盈率(倍)	39.4	42.1	30.4	23.1	17.8
每股现金流量(人民币)	3.5	2.8	2.7	2.7	2.9
价格/每股现金流量(倍)	5.6	7.1	7.3	7.4	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	25.4	17.0	13.6	-
每股股息(人民币)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.5	0.3	0.4	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

结构变化和成本下降带来盈利增长

江海股份上半年实现归属母公司净利润 6,034 万元, 同比增长 34.18%。

1. 公司当期实现总营业收入 5.11 亿元, 同比增长 5.29%。产品结构中的工业类产比提升, 我们估测上半年工业类产品和消费类产品占比约为 6: 4。工业类电容器占比提升, 有利于盈利能力的提升。
2. 公司当期毛利率为 23.63%, 同比提升 3.75 个百分点。产品结构中工业类电容产品占比提升和成本下降拉升毛利率; 同时由于电价下调化成箔实现盈利。
3. 公司当期销售费用率和管理费用率均有微幅下降。

图表 1. 江海股份 2013 年上半年业绩指标

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变化(%)
营业收入	485.35	511.03	5.29
营业成本	388.88	390.26	0.35
销售费用	17.67	18.40	4.18
管理费用	34.95	36.67	4.92
财务费用	(3.65)	(4.37)	19.53
营业利润	48.64	72.17	48.38
营业外收入	4.12	5.04	22.46
营业外支出	1.34	0.71	(46.77)
利润总额	51.42	76.50	48.78
所得税	6.24	12.11	93.96
净利润	45.17	64.39	42.53
少数股东损益	0.21	4.05	1,856.58
归属母公司所有者净利润	44.97	60.34	34.18
比率(%)			同比百分点变化
毛利率	19.88	23.63	3.75
销售费用率	3.64	3.60	(0.04)
管理费用率	7.20	7.18	(0.03)
财务费用率	(0.75)	(0.85)	(0.10)
营业利润率	10.02	14.12	4.10
所得税率	12.14	15.83	3.69
净利润率	9.26	11.81	2.54

资料来源: 公司数据及中银国际

图表 2. 江海股份 2013 年上半年收入占比

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变化(%)
电容器	408.88	425.89	4.16
化成箔及加工费	59.01	66.03	11.89
螺旋式酚醛盖板	6.77	8.52	25.91
其他	10.69	10.59	(0.99)
总营业收入	485.35	511.03	5.29
占比(%)			同比百分点变化
电容器	84.24	83.34	(0.90)
化成箔及加工费	12.16	12.92	0.76
螺旋式酚醛盖板	1.39	1.67	0.27
其他	2.20	2.07	(0.13)
毛利率(%)			同比百分点变化
电容器	20.79	24.64	3.85
化成箔及加工费	9.82	14.64	4.82
螺旋式酚醛盖板	41.63	37.15	(4.48)
其他	0.27	0.28	0.02
总毛利率	19.88	23.63	3.75

资料来源: 公司数据及中银国际

2013年2季度江海股份实现单季净利润3,982万元, 环比和同比分别增长94.10%和33.00%。

1. 当期营业收入 2.9 亿元, 环比和同比分别增长 31.36%和 5.71%。2 季度电容器尤其是工业类电容器的产能利用率提升较快, 使营业收入环比出现好增长。
2. 当期毛利率为 24.23%, 环比提高 1.38 个百分点, 同比提升 3.42 个百分点。工业类电容器占比提升使整体毛利率得到拉升。
3. 2 季度单季销售和管理费用率均出现下降, 体现产能利用率提升后, 效率提升。

图表 3.江海股份 2013 年 2 季度业绩指标

(人民币, 百万)	2012 年 2 季度	2013 年 1 季度	2013 年 2 季度	环比变化 (%)	同比变化 (%)
营业收入	274.48	220.88	290.15	31.36	5.71
营业成本	217.36	170.42	219.85	29.00	1.15
销售费用	9.28	8.91	9.49	6.45	2.25
管理费用	18.18	18.41	18.26	(0.82)	0.44
财务费用	(2.86)	(1.23)	(3.14)	155.97	9.92
营业利润	32.79	24.47	47.70	94.91	45.47
营业外收入	1.91	1.78	3.26	82.76	70.26
营业外支出	0.66	0.30	0.42	40.31	(36.78)
利润总额	34.05	25.96	50.54	94.70	48.45
所得税	3.94	4.39	7.72	75.85	96.09
净利润	30.11	21.57	42.82	98.53	42.22
少数股东损益	0.17	1.05	3.00	184.95	1,696.29
归属母公司所有者净利润	29.94	20.52	39.82	94.10	33.00
比率 (%)				环比百分 点变化	同比百分 点变化
毛利率	20.81	22.85	24.23	1.38	3.42
销售费用率	3.38	4.04	3.27	(0.77)	(0.11)
管理费用率	6.62	8.33	6.29	(2.04)	(0.33)
财务费用率	(1.04)	(0.56)	(1.08)	(0.53)	(0.04)
营业利润率	11.95	11.08	16.44	5.36	4.49
所得税率	11.56	16.91	15.28	(1.64)	3.71
净利润率	10.91	9.29	13.72	4.44	2.82

资料来源: 公司数据

增长趋势有望持续, 新产品是未来关注点

我们认为, 上半年工业类电容器需求回升及化成箔开始盈利是公司上半年实现较好增长的主要来源。我们认为, 下半年市场需求回暖有望持续, 促进公司业绩进一步增长。同时宝鸡较低的电价也为化成箔盈利提供良好条件。

新产品方面, 公司去年持续到今年的研发有望今年下半年和明年上半年贡献业绩。目前, 薄膜电容器已有 5 家客户认定完毕, 现建有一条生产线, 批量订单已经开始, 并将在未来视情况扩产。预计下半年薄膜电容器生产有望达到盈亏平衡。江海股份还购买了日本 ACT 公司的超级电容专利技术, 下半年将开始组建生产线, 主要面向新能源、电动汽车及军工需求。我们建议, 下半年至明年重点关注公司薄膜电容器、固体高分子电容器进展。超级电容器将可能成为未来成长的动力。

上半年公司业绩高于我们此前预期, 我们将 2013 年-2014 年净利润预测由此前的 1.20 亿元和 1.47 亿元上调至 1.35 亿元和 1.78 亿元, 并预计 2015 年净利润为 2.32 亿元。基于 37 倍 2013 年预测市盈率, 将目标价上调至 24.02 元, 重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,037	966	1,197	1,658	2,103
销售成本	(825)	(769)	(916)	(1,280)	(1,619)
经营费用	(90)	(102)	(124)	(170)	(217)
息税折旧前利润	158	139	209	261	321
折旧及摊销	(36)	(44)	(51)	(53)	(54)
经营利润(息税前利润)	122	95	158	209	267
净利息收入/(费用)	7	11	0	0	1
其他收益/(损失)	(0)	9	1	1	3
税前利润	128	115	159	210	271
所得税	(17)	(15)	(20)	(27)	(34)
少数股东权益	(7)	(3)	(4)	(5)	(7)
净利润	105	98	135	178	232
核心净利润	105	98	135	178	232
每股收益(人民币)	0.50	0.47	0.65	0.85	1.11
核心每股收益(人民币)	0.50	0.47	0.65	0.85	1.11
每股股息(人民币)	0.30	0.06	0.08	0.11	0.14
收入增长(%)	28	(7)	24	39	27
息税前利润增长(%)	34	(22)	66	32	28
息税折旧前利润增长(%)	32	(12)	51	25	23
每股收益增长(%)	21	(6)	38	32	30
核心每股收益增长(%)	21	(6)	38	32	30

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	128	115	159	210	271
折旧与摊销	36	44	51	53	54
净利息费用	(7)	(11)	0	0	(1)
运营资本变动	(77)	(101)	(10)	(76)	(153)
税金	(17)	(15)	(20)	(27)	(34)
其他经营现金流	(28)	97	(123)	(83)	(2)
经营活动产生的现金流	35.92	129	57	77	135
购买固定资产净值	(157)	(110)	(60)	(61)	(62)
投资减少/增加	(0)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	(157.29)	(107)	(60)	(61)	(62)
净增权益	32	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(61)	(13)	(18)	(23)	(30)
其他融资现金流	(14)	9	0	0	0
融资活动产生的现金流	(43.32)	(4)	(18)	(23)	(30)
现金变动	(165)	19	(20)	(7)	43
期初现金	726	561	580	560	553
公司自由现金流	(115)	34	(3)	16	73
权益自由现金流	(115)	34	(3)	16	73

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	561	580	560	553	596
应收帐款	227	261	324	449	570
库存	193	193	229	321	406
其他流动资产	58	53	64	87	110
流动资产总计	1,038	1,087	1,178	1,410	1,681
固定资产	331	379	391	402	412
无形资产	25	39	37	34	32
其他长期资产	134	141	153	165	176
长期资产总计	489	560	580	600	620
总资产	1,527	1,647	1,758	2,010	2,301
应付帐款	128	150	179	251	317
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	27	41	48	63	77
流动负债总计	155	192	227	313	394
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	2	2	2	2
股本	160	208	208	208	208
储备	1,204	1,246	1,322	1,487	1,698
股东权益	1,364	1,454	1,530	1,695	1,906
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,527	1,647	1,758	2,010	2,301
每股帐面价值(人民币)	6.56	6.99	7.35	8.15	9.16
每股有形资产(人民币)	6	7	7	8	9
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

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.3	14.4	17.5	15.7	15.3
息税前利润率(%)	11.7	9.8	13.2	12.6	12.7
税前利润率(%)	12.4	11.9	13.3	12.6	12.9
净利率(%)	10.1	10.1	11.3	10.7	11.0
流动性					
流动比率(倍)	6.7	5.7	5.2	4.5	4.3
利息覆盖率(倍)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
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)	5.5	4.7	4.2	3.5	3.2
估值					
市盈率(倍)	39.4	42.1	30.4	23.1	17.8
核心业务市盈率(倍)	39.4	42.1	30.4	23.1	17.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	32.3	34.5	25.0	19.0	14.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	5.6	7.1	7.3	7.4	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	25.4	17.0	13.6	0.0
周转率					
存货周转天数	76.8	91.5	84.1	78.4	81.9
应收帐款周转天数	48.3	52.7	50.3	47.3	49.2
应付帐款周转天数	77.2	92.3	89.3	85.1	88.4
回报率					
股息支付率(%)	1.5	0.3	0.4	0.6	0.7
净资产收益率(%)	7.9	6.9	9.1	11.0	12.9
资产收益率(%)	7.0	5.2	8.1	9.7	10.8
已运用资本收益率(%)	9.7	7.5	10.6	12.9	14.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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