

江海股份 (002484.SZ) 器件行业

评级: 增持 下调评级

公司点评

陈平
联系人
(8621)61038285
chenping@gjzq.com.cn

程兵
分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)60230210
chengb@gjzq.com.cn

产品结构调整成本下降, 业绩符合预期

事件

- 江海股份于2014年2月24日晚间发布业绩快报, 公司2013年实现营业收入、营业利润和归属于母公司股东净利润分别为10.60亿元、1.57亿元和1.30亿元, 同比分别增长9.83%、47.89%和33.31%。EPS为0.6267元, 增长33.31%, ROE为9.16%, 比上年提高1.74%。业绩快报符合此前预告的20-50%增速的区间, 也符合我们的预期。

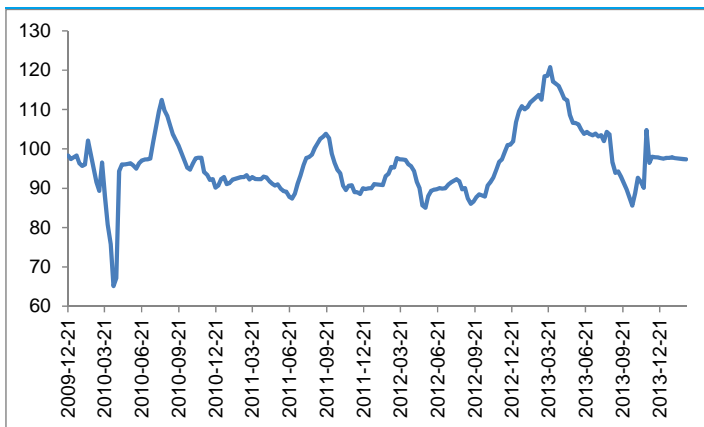
评论

- **收入稳定增长, 成本下降明显:** 电容行业自2012年下半年开始回暖, 并持续至2013年。公司2013年收入年增10%, 重回正增长。由于公司的主要成本平均电费价格有明显的下降(预计降幅在10%-15%左右), 公司的营业利润增长远高于收入增长。
- **毛利率稳步提升, 预计今年将保持稳定:** 我们预计公司2013年的综合毛利率提升至23%左右, 毛利率提升的主要原因有三点: 1、主要成本平均电费价格下降; 2、高毛利的工业类产品收入占比的提升, 工业类占比60%以上。3、主要原材料化成箔自供比例的提升。我们预计毛利率将保持稳定, 原因在于一方面公司部分产品有略降低价格应对日本竞品的需要, 会降低毛利率, 一方面上游拓展至腐蚀箔, 供应链进一步内化可以降低成本提高毛利率, 二者相抵我们预计毛利将基本稳定。
- **产品结构调整, 工业类比重上升:** 公司根据市场情况对产品结构做了一定的调整, 高毛利率(平均毛利率25%)的工业类产品表现较好, 我们预计工业类收入同比增长约为60%, 收入占比持续提高; 而低毛利率的(平均毛利率15%)的消费类产品收入预计有15%左右的下降, 收入占比也相应继续下降。我们预计2014年消费类产品应能取得正增长, 但增速可能略低于工业类产品, 因而工业类比重有进一步小幅提升的可能。
- **产品布局合理, 把握当下着眼未来:** 铝电解电容是公司目前的业绩主力。公司还布局了薄膜电容和超级电容等先进的新产品, 形成良好的产品梯队布局。薄膜电容预计今年对业绩有正贡献, 超级电容预计明年试产后年贡献业绩, 其中超级电容部分实验产品已经送给相关汽车厂商试验验证。拥有优质产品梯队布局的同时公司积累了三星、西门子等许多优质客户, 可以为现有产品带来稳定需求, 将来的新产品也有望在这些客户中导入。
- **产业链垂直一体化战略清晰:** 垂直一体化可以降低成本和保证关键原材料的供给。公司围绕电容向上下拓展, 现已基本达成化成箔自给的要求(目标70%)。公司2013年收购荣生电子60%的股权, 再向上延伸至腐蚀箔(目标100%自给)。公司近期还收购了Volta部分股权, 虽然短期不贡献业绩, 但此次收购将来可能使公司在电极材料、超级电容方面取得较大突破。电容产业有从日本向中国大陆转移的趋势, 垂直整合将使公司以更加明显的成本优势承接产业转移, 完成对日本产品的替代, 达到世界前三的目标。

投资建议

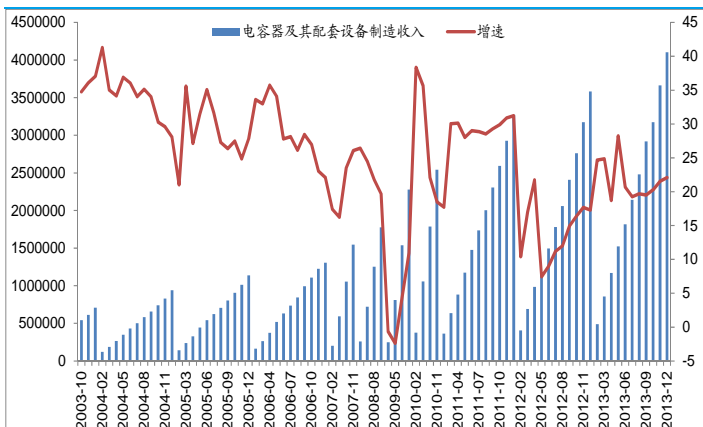
- **盈利预测不变, 下调至增持评级:** 我们维持2014、2015年EPS0.86、1.14元的盈利预测不变, 同比增幅分别为37.66%和31.86%。市场对新能源汽车和超级电容的高度关注使公司估值明显提升, 股价大幅上涨, 目前股价对应2013和2014年的EPS的估值分别为43.92和32.17倍, 估值较高, 我们将其评级下调至增持。我们预计市场对新能源汽车、汽车电子、超级电容的关注度将持续, 并且公司是最有可能量产超级电容产品的A股上市公司。公司布局合理, 一体化思路清晰, 长期来看, 我们继续看好公司的业绩增长。

图表1: 华强北电容器价格指数

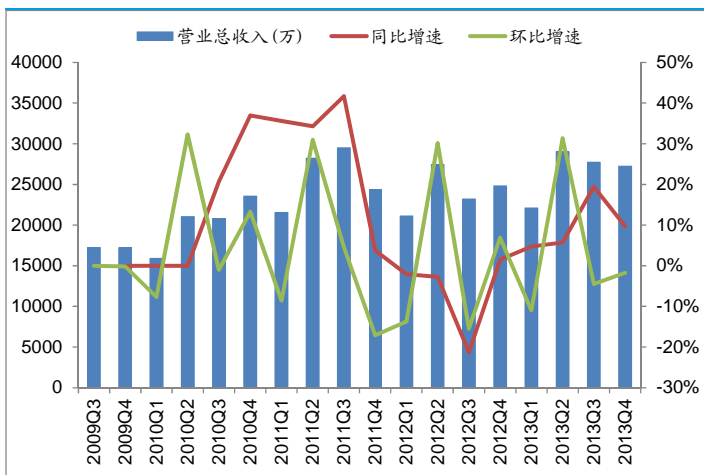


来源: 国金证券研究所、华强北、国家统计局

图表2: 电容器及其配套设备收入和增速 (单位: 万元)

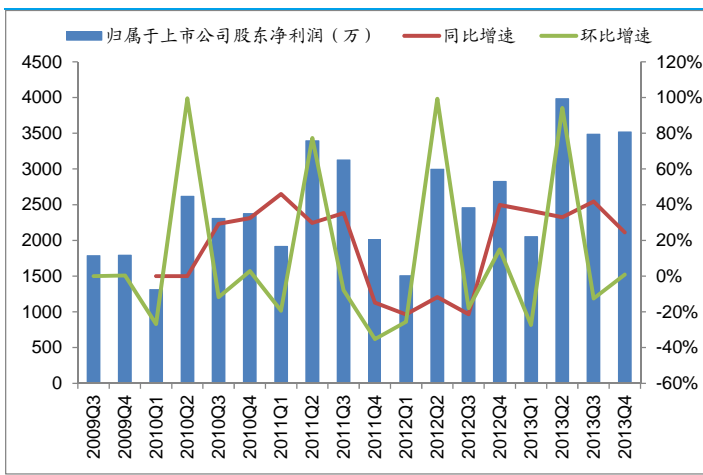


图表3: 单季度营业收入

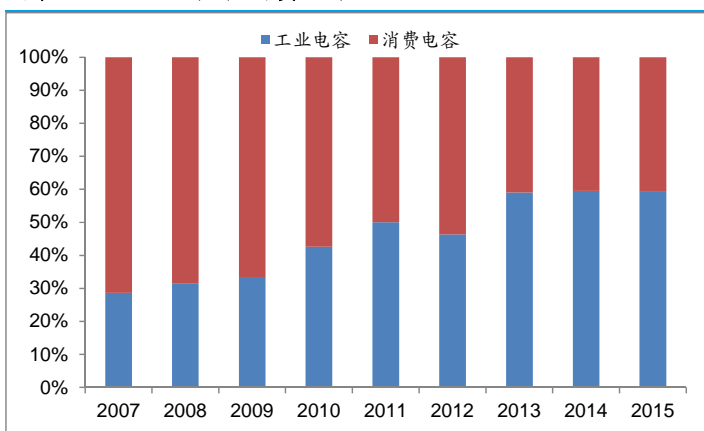


来源: 国金证券研究所

图表4: 单季度净利润

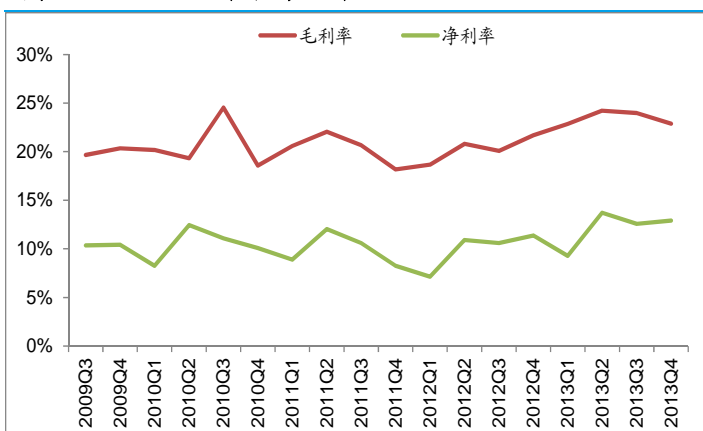


图表5: 工业电容和消费电容比例



来源: 国金证券研究所

图表6: 综合毛利率和净利率



图表7: 公司销售预测

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
电容器					
销售收入(百万)	845.11	797.57	872.38	1030.05	1287.50
增长率	17.72%	-5.63%	9.38%	18.07%	24.99%
毛利率	21.28%	21.84%	22.87%	24.28%	24.04%
收入占比	81.52%	82.61%	82.26%	80.25%	81.57%
化成箔及加工费					
销售收入(百万)	144.18	131.16	150.04	199.50	231.00
增长率	120.74%	-9.03%	14.40%	32.96%	15.79%
毛利率	13.39%	8.37%	16.69%	14.79%	22.08%
收入占比	13.91%	13.58%	14.15%	15.54%	14.63%
酚醛盖板					
销售收入(百万)	17.15	14.25	18.05	24.02	29.96
增长率	34.11%	-16.93%	26.68%	33.05%	24.75%
毛利率	52.56%	46.50%	41.83%	45.87%	49.93%
收入占比	1.65%	1.48%	1.70%	1.87%	1.90%
其他					
销售收入(百万)	30.28	22.54	20.00	30.00	30.00
增长率	83.76%	-25.54%	-11.29%	50.00%	0.00%
毛利率	12.51%	22.46%	50.00%	33.33%	33.33%
收入占比	2.92%	2.33%	1.89%	2.34%	1.90%
销售总收入(百万)	1036.73	965.52	1060.47	1283.57	1578.46
销售总成本(百万)	824.81	768.65	818.40	983.00	1193.00
毛利	211.91	196.87	242.07	300.57	385.46
毛利率	20.44%	20.39%	22.83%	23.42%	24.42%

来源: 国金证券研究所,公司公告

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	1,060	1,284	1,578	货币资金	726	561	580	688	708	778
增长率		27.6%	-6.9%	9.8%	21.0%	23.0%	应收款项	231	267	303	288	348	428
主营业务成本	-645	-825	-769	-818	-983	-1,193	存货	154	193	193	179	215	261
%销售收入	79.4%	79.6%	79.6%	77.2%	76.6%	75.6%	其他流动资产	8	17	12	27	31	38
毛利	167	212	197	242	301	385	流动资产	1,119	1,038	1,087	1,182	1,303	1,505
%销售收入	20.6%	20.4%	20.4%	22.8%	23.4%	24.4%	%总资产	75.3%	68.0%	66.0%	66.6%	66.8%	68.6%
营业税金及附加	-1	-3	-4	-4	-4	-4	长期投资	57	71	69	70	69	69
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产	282	392	448	473	519	554
营业费用	-25	-37	-34	-37	-39	-47	%总资产	19.0%	25.7%	27.2%	26.6%	26.6%	25.2%
%销售收入	3.1%	3.6%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	无形资产	26	25	39	48	57	66
管理费用	-62	-67	-71	-77	-83	-95	非流动资产	367	489	560	593	647	691
%销售收入	7.7%	6.5%	7.3%	7.3%	6.5%	6.0%	%总资产	24.7%	32.0%	34.0%	33.4%	33.2%	31.4%
息税前利润 (EBIT)	79	105	88	123	175	239	资产总计	1,486	1,527	1,647	1,775	1,950	2,196
%销售收入	9.7%	10.1%	9.2%	11.6%	13.6%	15.2%	短期借款	3	0	0	0	0	0
财务费用	-4	7	11	13	14	15	应付款项	198	165	194	194	227	276
%销售收入	0.5%	-0.6%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	其他流动负债	-4	-10	-2	34	35	34
资产减值损失	-1	1	-5	0	0	0	流动负债	197	155	192	228	262	309
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	13	15	15	其他长期负债	8	8	2	0	0	0
%税前利润	13.1%	12.7%	10.0%	8.4%	7.2%	5.5%	负债	205	163	194	228	262	310
营业利润	87	128	106	149	204	270	普通股股东权益	1,225	1,270	1,357	1,446	1,584	1,779
营业利润率	10.7%	12.4%	11.0%	14.1%	15.9%	17.1%	少数股东权益	56	95	97	101	104	107
营业外收支	11	0	9	5	5	5	负债股东权益合计	1,486	1,527	1,647	1,775	1,950	2,196
税前利润	98	128	115	154	209	275	比率分析						
利润率	12.1%	12.4%	11.9%	14.6%	16.3%	17.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-11	-17	-15	-20	-27	-35	每股指标						
所得税率	10.8%	13.4%	12.7%	13.0%	12.8%	12.8%	每股收益	0.538	0.653	0.470	0.627	0.863	1.138
净利润	88	111	101	134	182	240	每股净资产	7.658	7.936	6.524	6.951	7.614	8.551
少数股东损益	1	7	3	4	3	3	每股经营现金净流	0.224	0.224	0.620	0.864	0.764	1.015
归属于母公司的净利润	86	104	98	130	179	237	每股股利	0.375	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200
净利率	10.6%	10.1%	10.1%	12.3%	14.0%	15.0%	回报率						
							净资产收益率	7.02%	8.23%	7.21%	9.02%	11.33%	13.30%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.79%	6.84%	5.94%	7.34%	9.20%	10.78%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	投入资本收益率	5.50%	6.64%	5.31%	6.94%	9.03%	11.07%
净利润	88	111	101	134	182	240	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	32.15%	27.60%	-6.87%	9.83%	21.04%	22.97%
非现金支出	30	36	49	52	64	77	EBIT增长率	18.56%	32.15%	-15.44%	39.42%	41.75%	37.00%
非经营收益	-5	-9	-10	-16	-20	-20	净利润增长率	36.20%	21.43%	-6.42%	33.31%	37.66%	31.86%
营运资金变动	-77	-101	-10	10	-67	-85	总资产增长率	119.44%	2.73%	7.88%	7.75%	9.85%	12.62%
经营活动现金净流	36	36	129	180	159	211	资产管理能力						
资本开支	-84	-157	-110	-82	-113	-115	应收账款周转天数	80.4	77.2	92.3	85.0	85.0	85.0
投资	0	0	3	-1	0	0	存货周转天数	77.3	76.8	91.5	80.0	80.0	80.0
其他	0	0	0	13	15	15	应付账款周转天数	72.5	60.8	66.1	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-84	-157	-107	-70	-98	-100	固定资产周转天数	108.8	116.4	143.3	142.8	132.0	112.9
股权募资	814	32	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-52	-3	9	-2	0	1	净负债/股东权益	-56.39%	-41.12%	-39.91%	-44.51%	-41.93%	-41.21%
其他	-71	-67	-12	0	-42	-42	EBIT利息保障倍数	20.8	-15.7	-7.9	-9.4	-12.1	-15.6
筹资活动现金净流	691	-38	-3	-2	-42	-41	资产负债率	13.81%	10.66%	11.75%	12.87%	13.46%	14.14%
现金净流量	643	-159	19	108	19	70							

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-02-28	增持	14.02	23.25 ~ 23.25
2	2012-05-10	增持	12.93	20.50 ~ 20.50
3	2013-03-29	买入	12.53	17.00 ~ 19.00
4	2013-04-21	买入	13.58	16.00 ~ 18.00
5	2013-10-25	买入	17.03	21.00 ~ 22.00

来源：国金证券研究所



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。

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: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
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: 518000
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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD