

江海股份 (002484.SZ)

器件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

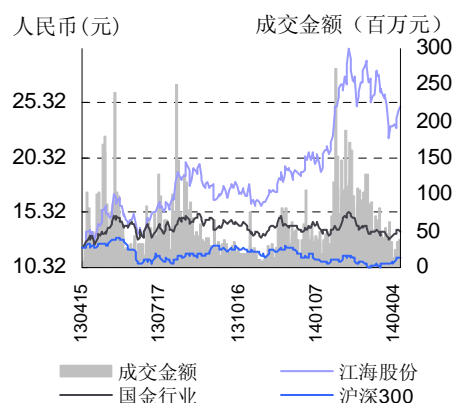
市价(人民币): 25.44元

三大产品群成型, 业绩高增长可期

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)	187.53
总市值(百万元)	51.94
年内股价最高最低(元)	30.30/12.34
沪深300指数	2268.61
中小板指数	6391.72



相关报告

- 《产品结构调整成本下降,业绩符合预期》, 2014.3.3
- 《产品梯队合理,垂直一体化渐成》, 2013.10.25
- 《产品结构调整与产业链整合提升毛利水平》, 2013.4.21

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

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

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.470	0.621	0.855	1.127	1.492
每股净资产(元)	6.52	7.02	7.67	8.25	9.54
每股经营性现金流(元)	0.62	0.68	1.02	0.86	1.08
市盈率(倍)	23.72	32.54	29.75	22.58	17.05
行业优化市盈率(倍)	43.23	69.90	68.87	68.87	68.87
净利润增长率(%)	-6.42%	32.11%	37.68%	31.78%	32.44%
净资产收益率(%)	7.21%	8.85%	11.14%	13.66%	15.64%
总股本(百万股)	208.00	208.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩情况

- 江海股份发布 2013 年年报, 公司 2013 年实现营业收入和归属于母公司股东净利润分别为 11.09 亿元和 1.29 亿元, 同比分别增长 14.85% 和 32.11%。EPS 为 0.62 元, 增长 32%, ROE 为 9.09%, 比上年提高 1.67%, 业绩符合预期。利润分配方案为每 10 股转增 6 股派现 1.5 元。

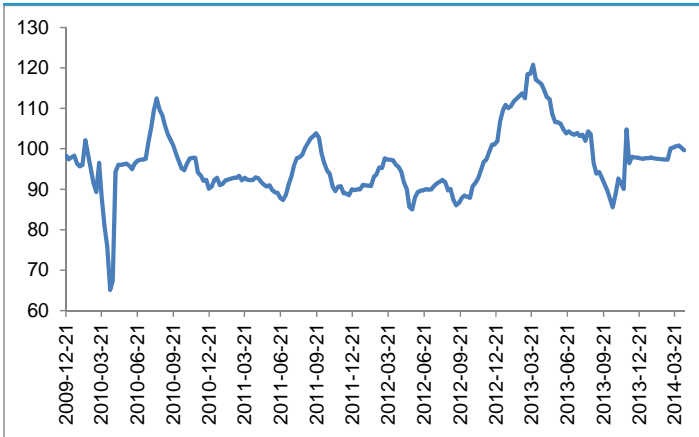
经营分析

- 收入稳定增长, 毛利率提升, 业绩高增长:** 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 15%, 重回正增长。公司 2013 年的综合毛利率提升至历史最高的 23.77%。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。我们预计毛利率将稳中略升, 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, 低毛利的消费类预计有恢复性的增长, 会降低毛利率; 另一方面上游拓展至腐蚀箔, 供应链内化的效应继续释放、高毛利的新产品投产可以降低成本提高毛利率。二者相抵我们预计毛利将稳中略升。
- 产品布局合理拥有优质客户, 今后几年 30% 成长可期:** 变频技术乃大势所趋, 公司目前业绩主力铝电解电容仍将高增长; 公司还布局了薄膜电容和超级电容等新产品, 形成良好的产品梯队。电动汽车的发展将使薄膜电容和超级电容的需求快速增长。薄膜电容预计今年对业绩有正贡献, 超级电容预计今年试产明年贡献利润。拥有优质产品梯队布局的同时公司积累了三星、西门子等众多优质客户, 可为现有产品带来稳定需求, 将来新产品也有望在这些客户中导入。我们预计公司今后几年 30% 左右的收入和利润增长可期。
- 公司战略思路清晰, 世界前三的愿景有望实现:** 横向——公司铝电解电容、薄膜电容、超级电容三大产品群的构想已经基本成型, 并尝试涉足储能领域(收购 Volta 股权)。纵向——公司实施短产业链一体化, 往上游延伸至化成箔领域, 可以显著降低成本提高盈利水平。

维持“增持”评级

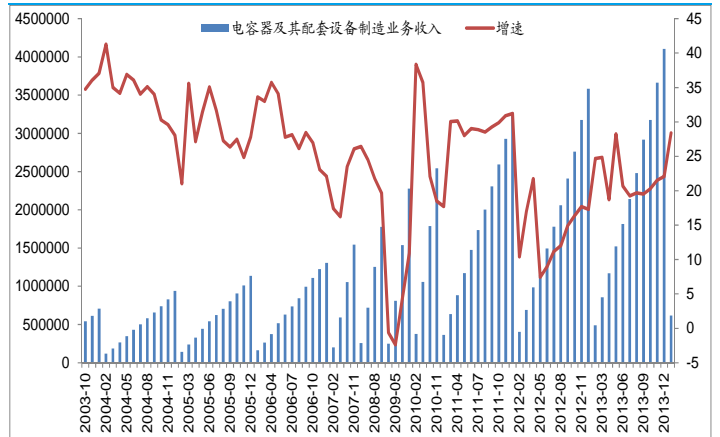
- 暂不考虑并表范围变化带来的影响(托普公司规模小, 影响不大), 我们维持盈利预测不变, 预计 2014-2016 年, 公司净利润分别为 1.78、2.34 和 3.10 亿元, 同比分别增长 37.68%、31.78% 和 32.44%, EPS 为 0.855、1.127 和 1.492 元(分红转增摊薄前)。目前股价对应 PE 为 29.75、22.58 和 17.05 倍, 维持“增持”评级。

图表1: 华强北电容器价格指数

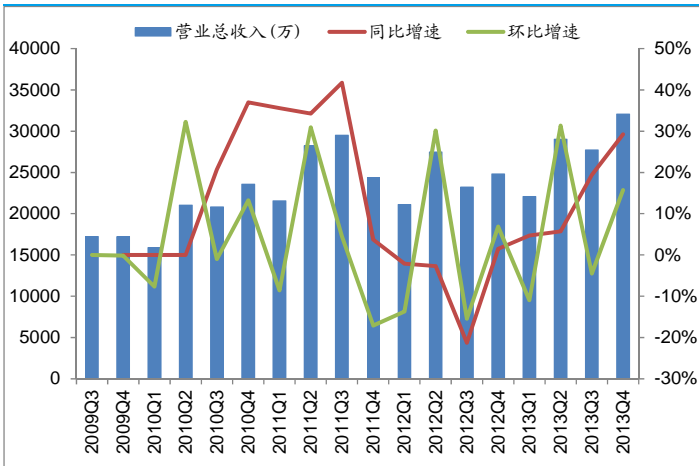


来源: 国金证券研究所、华强北、国家统计局

图表2: 电容器及其配套设备收入和增速 (单位: 万元)

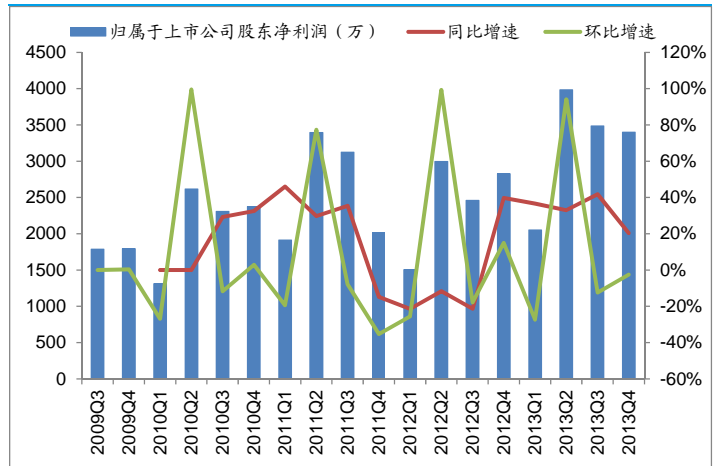


图表3: 单季度营业收入

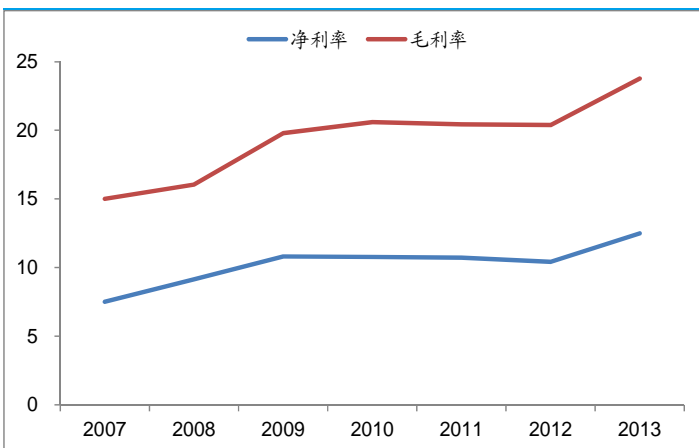


来源: 国金证券研究所

图表4: 单季度净利润

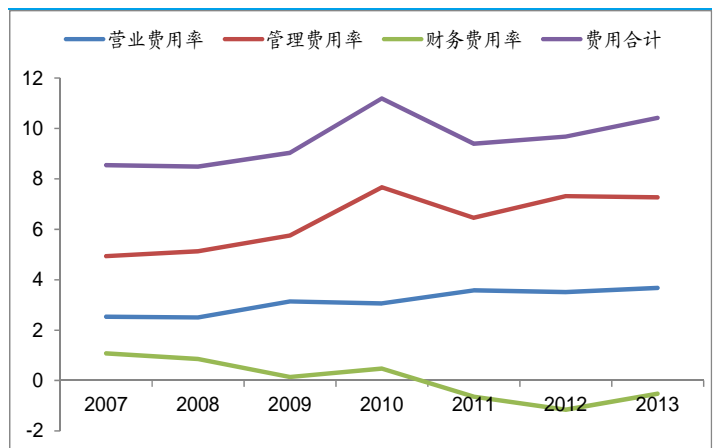


图表5: 公司的毛利率净利率

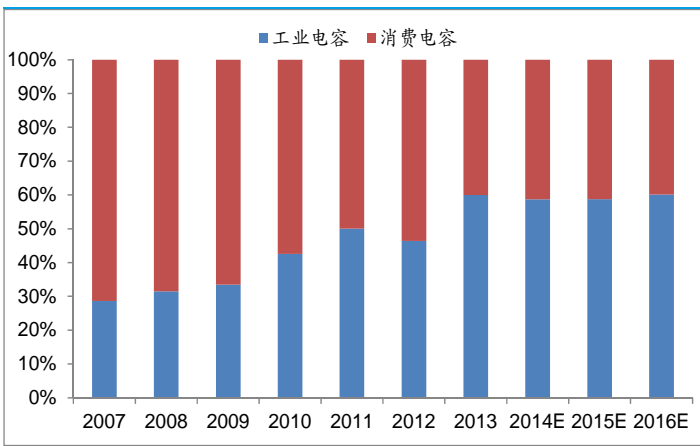


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表6: 公司的三项费用率

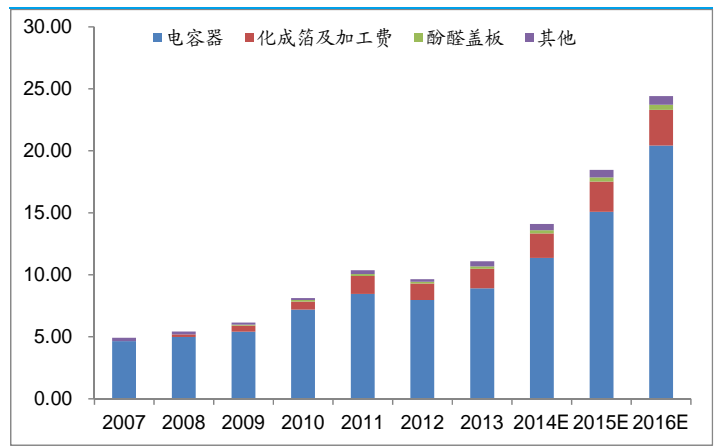


图表7: 工业电容和消费电容比例



来源: 国金证券研究所 (注: 暂未考虑子公司托普 60%股权出售后不再并表带来的影响)

图表8: 主要产品类别收入情况



图表9: 公司销售预测

项目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电容器						
销售收入 (百万)	845.11	797.57	890.35	1137.26	1507.89	2043.28
增长率	17.72%	-5.63%	11.63%	27.73%	32.59%	35.51%
毛利率	21.28%	21.84%	22.87%	23.35%	23.55%	24.24%
收入占比	81.52%	82.61%	80.29%	80.65%	81.75%	83.74%
化成箔及加工费						
销售收入 (百万)	144.18	131.16	157.91	197.30	243.58	286.90
增长率	120.74%	-9.03%	20.40%	24.95%	23.45%	17.79%
毛利率	13.39%	8.37%	28.86%	30.65%	30.75%	30.66%
收入占比	13.91%	13.58%	14.24%	13.99%	13.21%	11.76%
酚醛盖板						
销售收入 (百万)	17.15	14.25	19.49	25.47	32.94	39.94
增长率	34.11%	-16.93%	36.75%	30.71%	29.33%	21.25%
毛利率	52.56%	46.50%	50.82%	51.67%	51.30%	49.99%
收入占比	1.65%	1.48%	1.76%	1.81%	1.79%	1.64%
其他						
销售收入 (百万)	30.28	22.54	41.13	50.00	60.00	70.00
增长率	83.76%	-25.54%	82.45%	21.55%	20.00%	16.67%
毛利率	12.51%	22.46%	10.82%	20.00%	16.67%	14.29%
收入占比	2.92%	2.33%	3.71%	3.55%	3.25%	2.87%
销售总收入 (百万)	1036.73	965.52	1108.88	1410.03	1844.41	2440.13
销售总成本 (百万)	824.81	768.65	845.31	1060.89	1387.53	1826.91
毛利	211.91	196.87	263.56	349.14	456.88	613.22
毛利率	20.44%	20.39%	23.77%	24.76%	24.77%	25.13%

来源: 国金证券研究所,公司公告 (注: 暂未考虑子公司托普 60%股权出售后不再并表带来的影响)

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,037	966	1,109	1,410	1,844	2,440	货币资金	561	580	543	653	620	704
增长率		-6.9%	14.8%	27.2%	30.8%	32.3%	应收款项	267	303	347	382	500	662
主营业务成本	-825	-769	-845	-1,061	-1,388	-1,827	存货	193	193	220	262	342	450
%销售收入	79.6%	79.6%	76.2%	75.2%	75.2%	74.9%	其他流动资产	17	12	12	13	16	20
毛利	212	197	264	349	457	613	流动资产	1,038	1,087	1,121	1,310	1,478	1,836
%销售收入	20.4%	20.4%	23.8%	24.8%	24.8%	25.1%	%总资产	68.0%	66.0%	61.8%	65.8%	67.2%	71.0%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-6	-7	-10	长期投资	71	69	100	101	100	100
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	392	448	507	519	552	574
营业费用	-37	-34	-41	-49	-65	-85	%总资产	25.7%	27.2%	27.9%	26.1%	25.1%	22.2%
%销售收入	3.6%	3.5%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	25	39	83	59	67	76
管理费用	-67	-71	-81	-103	-129	-171	非流动资产	489	560	694	680	721	751
%销售收入	6.5%	7.3%	7.3%	7.3%	7.0%	7.0%	%总资产	32.0%	34.0%	38.2%	34.2%	32.8%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	105	88	138	191	256	347	资产总计	1,527	1,647	1,816	1,990	2,199	2,587
%销售收入	10.1%	9.2%	12.4%	13.6%	13.9%	14.2%	短期借款	0	0	55	0	0	0
财务费用	7	11	6	10	13	13	应付款项	165	194	200	250	327	431
%销售收入	-0.6%	-1.2%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	-10	-2	-3	37	36	34
资产减值损失	1	-5	-1	0	0	0	流动负债	155	192	252	287	363	464
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	3	3	3	4
投资收益	16	12	13	13	15	15	其他长期负债	8	2	9	0	0	0
%税前利润	12.7%	10.0%	8.4%	5.9%	5.2%	3.9%	负债	163	194	263	290	366	468
营业利润	128	106	156	215	284	376	普通股股东权益	1,270	1,357	1,460	1,596	1,715	1,984
营业利润率	12.4%	11.0%	14.1%	15.2%	15.4%	15.4%	少数股东权益	95	97	93	104	118	135
营业外收支	0	9	5	5	5	5	负债股东权益合计	1,527	1,647	1,816	1,990	2,199	2,587
税前利润	128	115	161	220	289	381	比率分析						
利润率	12.4%	11.9%	14.5%	15.6%	15.7%	15.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-17	-15	-23	-31	-40	-53	每股指标						
所得税率	13.4%	12.7%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.653	0.470	0.621	0.855	1.127	1.492
净利润	111	101	139	189	248	327	每股净资产	7.936	6.524	7.017	7.672	8.247	9.539
少数股东损益	7	3	10	11	14	17	每股经营现金净流	0.224	0.620	0.678	1.023	0.863	1.081
归属于母公司的净利润	104	98	129	178	234	310	每股股利	0.375	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200
净利率	10.1%	10.1%	11.6%	12.6%	12.7%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.23%	7.21%	8.85%	11.14%	13.66%	15.64%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.84%	5.94%	7.11%	8.94%	10.66%	12.00%
净利润	111	101	139	189	248	327	投入资本收益率	6.64%	5.31%	7.36%	9.66%	11.98%	14.07%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	36	49	54	65	77	90	主营业务收入增长率	27.60%	-6.87%	14.85%	27.16%	30.81%	32.30%
非经营收益	-9	-10	-7	-12	-20	-20	EBIT增长率	32.15%	-15.44%	55.88%	38.71%	33.80%	35.73%
营运资金变动	-101	-10	-44	-29	-126	-173	净利润增长率	21.43%	-6.42%	32.11%	37.68%	31.78%	32.44%
经营活动现金净流	36	129	141	213	179	225	总资产增长率	2.73%	7.88%	10.22%	9.59%	10.50%	17.67%
资本开支	-157	-110	-73	-49	-113	-115	资产管理能力						
投资	0	3	-101	-1	0	0	应收账款周转天数	77.2	92.3	90.7	85.0	85.0	85.0
其他	0	0	0	13	15	15	存货周转天数	76.8	91.5	89.1	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-157	-107	-174	-37	-98	-100	应付账款周转天数	60.8	66.1	64.7	65.0	65.0	65.0
股权募资	32	0	0	0	-73	0	固定资产周转天数	116.4	143.3	160.1	131.9	108.0	83.3
债权募资	-3	9	23	-63	0	1	偿债能力						
其他	-67	-12	-35	-2	-42	-42	净负债/股东权益	-41.12%	-39.91%	-31.27%	-38.25%	-33.64%	-33.02%
筹资活动现金净流	-38	-3	-12	-66	-115	-41	EBIT利息保障倍数	-15.7	-7.9	-23.8	-18.4	-19.7	-25.8
现金净流量	-159	19	-46	110	-34	84	资产负债率	10.66%	11.75%	14.50%	14.58%	16.63%	18.10%

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	1	2	4	8
增持	0	0	1	1	2
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.33	2.00	1.77	1.58

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 2012-05-10	增持	12.93	20.50 ~ 20.50
2 2013-03-29	买入	12.53	17.00 ~ 19.00
3 2013-04-21	买入	13.58	16.00 ~ 18.00
4 2013-10-25	买入	17.03	21.00 ~ 22.00
5 2014-03-03	增持	27.24	N/A

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。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD