

2011年3月18日

江海股份

年报符合预期，地震将加速产能转移

江海股份 2010 年度录得归属母公司净利润 8,604.5 万元，同比增长 36.2%，符合我们预期。公司年报公布向全体股东按每 10 股派发现金红利 3.75 元(含税)。我们预计，在日本大地震的影响下，日本企业将加速向中国大陆地区转移产能的步伐，我们看好江海股份作为本土铝电解电容器龙头的产能承接能力，预计未来几年公司业绩将维持高速增长。我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 1.4 亿元、2.2 亿元和 3.1 亿元。我们上调公司目标价至 37.34 元，维持买入评级。

年报要点

- 江海股份 2010 年录得销售收入 8.1 亿元，同比增长 32.2%；公司录得归属母公司净利润 8,604.5 万元，同比增长 36.2%。
- 公司年报公布向全体股东按每 10 股派发现金红利 3.75 元回馈股东。
- 我们认为日本大地震将利好江海股份。大地震将促使日本企业重新考虑产业分布，加速产能向中国大陆地区转移。我们看好江海股份的产能承接能力，预计公司产能在 2011-13 年将会有大幅提升，承接更多产能，带动业绩快速增长。

估值

- 我们看好公司的产品结构高端化进程及产能承接带来的效应，预测 2011-13 年归属于母公司净利润分别为 1.4 亿元、2.2 亿元和 3.1 亿元。我们将公司目标价由 35.63 元上调至 37.34 元，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	615	812	1,257	1,788	2,458
变动(%)	-	32	55	42	37
净利润(人民币 百万)	63	86	139	215	311
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.868	1.343	1.942
变动(%)	-	2.2	61.5	54.6	44.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.838	1.027	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.848	1.298	-
调整幅度(%)	-	-	2.4	3.5	NA
核心每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.868	1.343	1.942
变动(%)	-	2.2	61.5	54.6	44.6
全面摊薄市盈率(倍)	62.0	60.7	37.6	24.3	16.8
核心市盈率(倍)	62.0	60.7	37.6	24.3	16.8
每股现金流量(人民币)	0.77	0.22	0.06	0.61	1.01
价格/每股现金流量(倍)	42.5	149.6	516.5	54.0	32.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.5	37.3	22.9	15.7	11.1
每股股息(人民币)	0.118	0.385	0.234	0.363	0.524
股息率(%)	0.4	1.2	0.7	1.1	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

A
买入

002484.SZ - 人民币 32.65

目标价格: 人民币 37.34 (▲35.63)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	6	7	(3)	-
相对新华富时	4	9	(2)	-
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,306
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
亿威投资有限公司	37.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

2010 年业绩符合预期

江海股份录得 2010 年归属母公司净利润 8,604.5 万元，同比增长 36.2%，符合我们预期。公司 2010 年实现销售收入 8.1 亿元，同比增长 32.2%。报告期内公司毛利率提高了 81.3 个基点，主要是由于高端产品占比的上升。公司的销售费用率和管理费用率分别上涨 191.6 和 32.4 个基点，主要是由于公司在报告期拓宽市场渠道、开拓新客户及发行费用计入当期损益，我们预计公司在 2011 年费用率会有所下降。

图表 2. 年报业绩指标

(人民币, 百万元)	2010 年 预测	2010 年 实际	2009 年	实际与预测的 差别(%/基点)	同比 (%/基点)
营业收入	808.2	812.5	614.8	0.5	32.2
毛利	177.9	167.4	121.6	(5.9)	37.6
销售费用	21.8	24.8	19.3	13.7	28.9
管理费用	60.6	62.3	35.4	2.8	76.2
财务费用	5.0	3.8	0.9	(23.1)	328.3
归属母公司净利润	85.4	86.0	63.2	0.7	36.2
比率(%)					
毛利润	22.0	20.6	19.8	(141.5)	81.3
销售费用率	2.7	3.1	3.1	35.5	(7.8)
管理费用率	7.5	7.7	5.8	16.9	191.6
财务费用率	0.6	0.5	0.1	(14.4)	32.4
净利润率	10.6	10.6	10.3	1.8	31.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

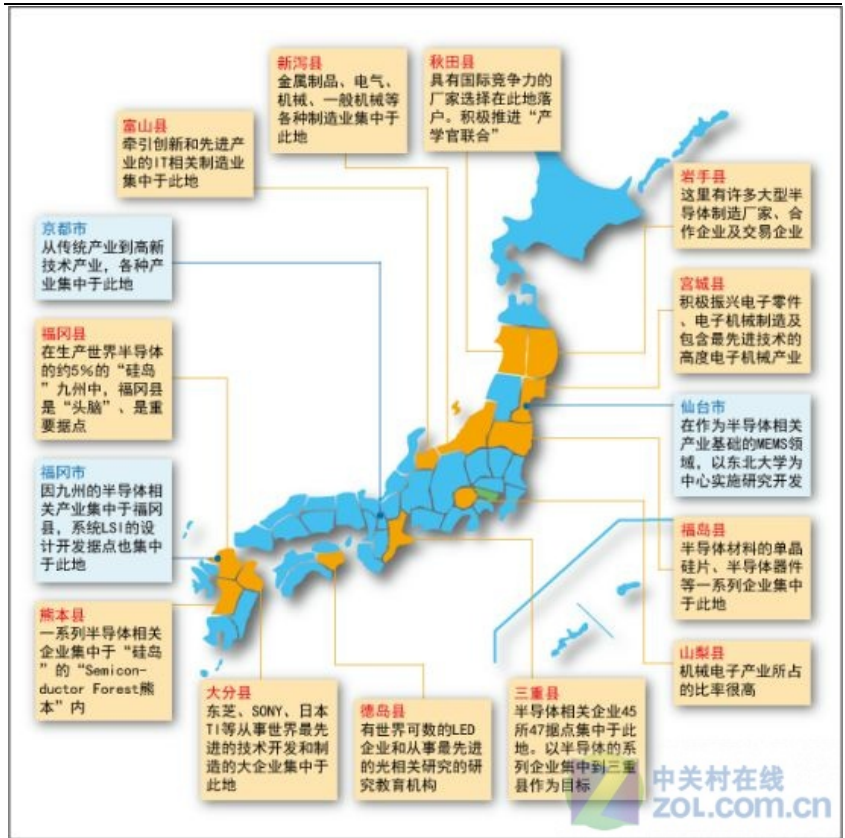
大地震利好江海股份

2011 年 3 月 11 日，日本发生里氏 9.0 级大地震，震中距离仙台市 180 公里，地震随即引起海啸，地震和海啸对宫城县和岩手县造成极大破坏。日本电子类生产企业遭受地震和海啸巨大影响，其中索尼已经关闭多座工厂，东芝厂房虽然未受大规模损坏，但是由于电力和物流受到影响，其生产也一度出现中断。

目前全球高端铝电解电容器生产厂商多在日本，韩国、台湾及中国大陆在技术及高端铝电解电容器生产上仍然落后于日本。以工业类铝电解电容器生产厂商来看，全球前四大工业类铝电解电容器生产厂商生产集散地都在宫城县附近，受地震影响较为明显。

在化成箔方面，日本一直是高端化成箔的重要产出国，日本地震将直接影响到高端化成箔的全球供应态势。

图表 3. 日本大地震形势图



资料来源：中关村在线

图表 4. 2007 年全球工业类铝电解电容器销售排行

公司	国家	工业用铝电解销售额(百万美元)
chemi_con (NCC)	日本	450.92
nichicon	日本	183.69
Hitachi_AIC	日本	127.48
Rubycon	日本	94.56
CDE	美国	55.00
Epcos	德国	52.84
Rifa_bhc	瑞典	48.76
Jianghai (本公司)	中国	45.25

资料来源：电子元器件行业协会

同时，由于日本开始实行分时限电的措施，工业用电紧张，将对铝电解电容器和化成箔生产企业的能源供应造成压力。

从短期来看，我们认为，地震有可能带来部分订单从日本外流。基于江海股份和日立 AIC 多年保持良好的合作关系，而且江海股份在高端工业电容是国内技术上最接近日本的厂商，有可能承接日本短期转移订单。据我们了解，日立方面正在评估地震造成的损失，衡量下一步应对措施。

从长期来看，我们认为，地震带来的影响更为深远。日本大地震有可能使日本电子类生产企业对于产业布局的重新考量。基于安全和稳定性方面的考虑，日本企业极有可能加速产业向外转移的步伐。尤其是在铝电解电容器和电极箔方面，由于环境和能耗方面的考虑，日本企业早已经开始在中国大陆地区建厂并寻求合作伙伴。

由于大地震导致的核泄漏危机愈演愈烈，将有可能导致产业群周边地区环境破坏，并对企业的生产造成永久的伤害。而日本受灾地区的电能供应约占全国电能供应 10%，如果核电站不能恢复，并且日本政府从政策上对核电进行调整，那么中期能源供应也成为日本企业不得不考虑的因素。因此日本企业会加快步伐寻求产能输出。

我们认为地震后，这一产业转移将加速，也将直接导致国内相关企业受益。江海股份作为中国本土铝电解电容器的龙头企业，是承接产能输出的首选。

我们看好江海股份后续承接产能的能力，并判断从 2012 年开始，公司产能有可能进一步加速扩大，带来业绩的持续高增长。

我们预计 2011-13 年江海股份将持续受益日本企业产能转移及由此带来的产品高端化效应。我们预测 2011-13 年江海股归属于母公司净利润分别为 1.4 亿元、2.2 亿元和 3.1 亿元，上调目标价至 37.34 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	615	812	1,257	1,788	2,458
销售成本	(493)	(645)	(983)	(1,377)	(1,869)
经营费用	(21)	(47)	(74)	(117)	(178)
息税折旧前利润	101	121	200	294	412
折旧及摊销	(24)	(30)	(35)	(38)	(41)
经营利润	77	91	165	256	371
净利息收入/(费用)	(1)	(4)	0	0	0
其他收益/(损失)	1	11	1	1	1
税前利润	76	98	166	257	371
所得税	(10)	(11)	(20)	(31)	(45)
少数股东权益	(3)	(1)	(7)	(11)	(16)
净利润	63	86	139	215	311
核心净利润	63	86	139	215	311
每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.868	1.343	1.942
核心每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.868	1.343	1.942
每股股息(人民币)	0.118	0.385	0.234	0.363	0.524
收入增长(%)	NA	32	55	42	37
息税前利润增长(%)	NA	19	82	55	45
息税折旧前利润增长(%)	NA	19	66	47	40
每股收益增长(%)	NA	2	61	55	45
核心每股收益增长(%)	NA	2	61	55	45

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	81	726	640	621	641
应收帐款	146	212	328	466	641
库存	119	154	235	329	446
其他流动资产	27	28	57	80	110
流动资产总计	373	1,119	1,260	1,496	1,838
固定资产	204	242	269	293	313
无形资产	28	26	24	23	21
其他长期资产	73	99	116	138	160
长期资产总计	305	367	409	453	493
总资产	677	1,486	1,669	1,949	2,331
应付帐款	110	147	223	313	424
短期债务	55	3	3	3	3
其他流动负债	111	48	42	61	85
流动负债总计	276	197	268	377	512
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	8	8	8	8
股本	120	160	160	160	160
储备	266	1,121	1,233	1,405	1,651
股东权益	386	1,281	1,393	1,565	1,811
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	677	1,486	1,669	1,949	2,331
每股帐面价值(人民币)	3.22	8.01	8.71	9.78	11.32
每股有形资产(人民币)	2.99	7.85	8.56	9.64	11.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.21)	(4.52)	(3.98)	(3.86)	(3.99)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	76	98	166	257	371
折旧与摊销	24	30	35	38	41
净利息费用	3	4	0	0	0
运营资本变动	(53)	(76)	(86)	(85)	(18)
税金	1	(1)	0	0	0
其他经营现金流	40	(20)	(105)	(113)	(233)
经营活动产生的现金流	92	35	10	97	162
购买固定资产净值	(65)	(84)	(60)	(60)	(60)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	2	2	2
投资活动产生的现金流	(61)	(84)	(58)	(58)	(58)
净增权益	0	814	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(14)	(62)	(38)	(58)	(84)
其他融资现金流	5	(58)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(9)	694	(38)	(58)	(84)
现金变动	22	645	(85)	(19)	20
期初现金	49	81	726	640	621
公司自由现金流	30	(53)	(48)	39	104
权益自由现金流	30	(53)	(48)	39	104

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.4	14.8	15.9	16.5	16.8
息税前利润率(%)	12.5	11.2	13.1	14.3	15.1
税前利润率(%)	12.4	12.1	13.2	14.4	15.1
净利率(%)	10.3	10.6	11.1	12.0	12.6
流动性					
流动比率(倍)	1.3	5.7	4.7	4.0	3.6
利息覆盖率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
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)	0.9	4.9	3.8	3.1	2.7
估值					
市盈率(倍)	62.0	60.7	37.6	24.3	16.8
核心业务市盈率(倍)	62.0	60.7	37.6	24.3	16.8
目标价对应核心业务	70.9	69.4	43.0	27.8	19.2
市盈率(倍)					
市净率(倍)	10.1	4.1	3.7	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	42.5	149.6	516.5	54.0	32.2
企业价值/息税折旧前	38.5	37.3	22.9	15.7	11.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	n.a.	77.3	72.2	74.7	75.7
应收帐款周转天数	86.8	80.4	78.3	81.0	82.2
应付帐款周转天数	65.3	57.6	53.7	54.7	54.7
回报率					
股息支付率(%)	22.5	71.7	27.0	27.0	27.0
净资产收益率(%)	16.4	10.3	10.4	14.5	18.4
资产收益率(%)	9.9	7.5	9.2	12.5	15.2
已运用资本收益率(%)	17.2	10.1	12.3	17.3	21.9

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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告中提及的任何證券(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