

# 江海股份 (002484.SZ) 元件行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

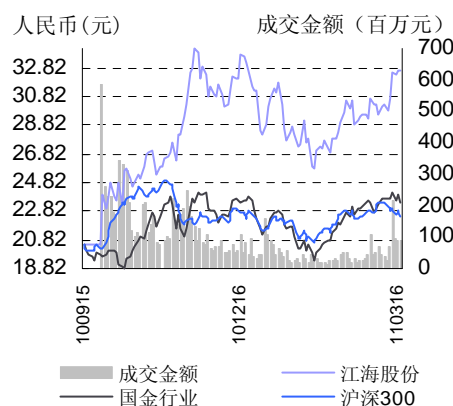
市价(人民币): 32.65元

目标(人民币): 28.20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)	32.00
总市值(百万元)	5,224.00
年内股价最高最低(元)	34.19/20.50
沪深300指数	3197.10
中小板指数	7359.28



## 相关报告

1.《募投项目助推公司业绩高增长》，2010.9.22

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130208120262  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋 联系人  
(8621)61357589  
shenj@gjzq.com.cn

## 新能源市场繁荣带来业绩超预期

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.412	0.526	0.538	0.721	0.941
每股净资产(元)	2.47	3.01	7.55	8.04	8.85
每股经营性现金流(元)	0.43	0.77	0.42	0.32	0.60
市盈率(倍)	N/A	N/A	46.67	34.86	26.70
行业优化市盈率(倍)	20.09	44.38	44.38	44.38	44.38
净利润增长率(%)	30.50%	27.83%	36.31%	33.89%	30.58%
净资产收益率(%)	16.65%	17.50%	7.13%	8.96%	10.63%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 江海股份 2010 年实现营业收入 81248.07 万元, 比上年同期增长 32.15%; 归属于母公司股东的净利润 8604.52 万元, 比上年增长 36.20%, 每股收益 0.66 元, 高于我们和市场的预期。

### 经营分析

- **公司收入大幅增长, 受益于节能减排、风电、太阳能发电和轨道交通等市场的发展:** 1、消费类主要受益于变频空调的爆发增长, 目前国内变频空调渗透率还不到 30%, 未来增速将超过 60%; 2、工业类受益于工业变频、新能源、轨道机车、工业电源强劲需求, 太阳能、风能前景最为看好, 是公司主要增长点, 权威机构预测未来太阳能装机容量年增 50%以上。
- **公司毛利率稳中有升, 得益于产品结构大幅调整:** 公司全年综合毛利率为 19.98%, 提高了近 0.8 个百分点, 其中化成箔因内蒙电费的涨价, 毛利率大幅下降 10 个百分点至 11.84%; 电容器则通过大幅提高工业类产品比重, 在克服了原材料和人工工资上涨的影响后, 仍提高了 2 个百分点。
- **公司将会长期受益于日本地震带来的订单转移:** 受日本地震影响, 公司的主要竞争对手 Nichicon、Rubicon、chemi-con 均停止部分生产, 这势必加速公司获得更多订单; 另外由于公司与这些企业技术差距较小, 因此即使日后日本企业产能恢复, 这些订单也将不会再全部回流。
- **公司稳健扩张战略保持长期增长, 逆境中体现价值:** 1、稳健扩张有利于保证产品质量, 实现公司长期发展; 2、有利于控制经营风险, 在逆境中体现公司价值; 3、使公司发展适合行业长期供需格局; 4、有利于降低客户采购风险、以及客户、行业依赖风险, 并使产能真实反映有效需求。

### 上调盈利调整

■ 我们上调江海股份的盈利预测, 预测 2011-12 年实现净利润 1.15 和 1.50 亿元, 同比分别增长 33.89%和 30.58%, EPS 分别为 0.72 和 0.94 元。

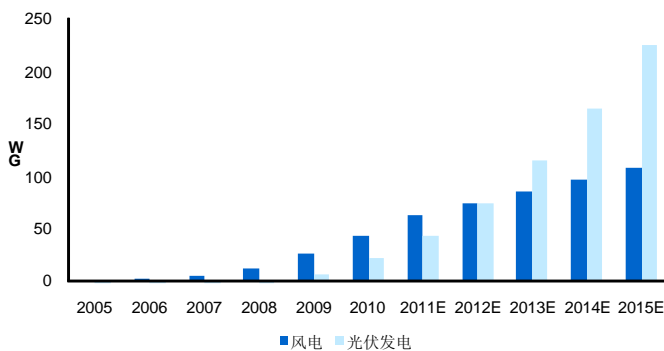
### 投资建议

■ 我们认为公司业绩未来两年有望保持复合 30%以上的增速, “十二五”节能减排和新能源战略将成为确保公司业绩持续高成长的核心动力; 给予公司未来 12 个月 28.2 元目标价, 相当于 30X12PE, 维持“持有”评级。

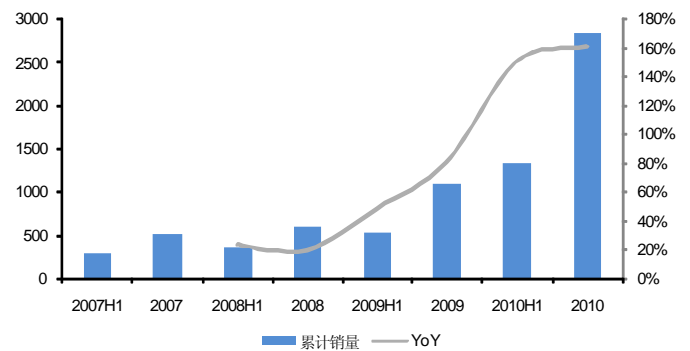
## 节能减排、新能源背景下，铝电解电容器市场向好

- 消费类整体平稳，主要受益于变频空调的爆发增长。
  - 变频电机平均节能 30%以上，作为节能减排的有效手段，在空调、铁路、轨道交通、冶金、机械等领域得到广泛应用。过去几年国内变频器安装容量保持着 20%左右的增长速度，目前变频产品的渗透入还很低，未来发展空间广阔。
  - 2008 年空调能效标准实施后，变频空调迅速发展，2009 年和 2010 年上半年同比增长 128%，137%。由于目前渗透率还不到 30%，未来仍将维持高速增长。
- 工业类受益于工业变频、新能源、轨道机车、工业电源强劲需求。
  - 面对能源危机和环境污染，以风力、太阳能为代表的绿色可再生能源作为战略性新兴产业，获得了大力发展，增长迅速。根据全球风能理事会的报告，全球风电装机容量连续 10 年实现 30%的增长，2009 年达到 157.9 GW，中国风电装机容量连续 5 年实现 100%的增长；据 iSuppli 预测，2014 年全球太阳能聚热发电 (CSP) 装机容量将达到 10.8GW，相比 2009 年增长 36 倍。另外，2014 年的光伏发电 (PV) 装机容量将为 45.2GW，相比 2009 年增长 5.5 倍。
  - 铁路和轨道交通也是变频电机的重要应用领域。2020 年前我国将建成 12000 公里客运专线，国务院批复的投资额已经达到 2 万亿元。另外在 2015 年前我国将在 15 个城市规划建设 1700 公里的城市轨道交通，总投资超过 6000 亿元。

图表1：我国风电、太阳能发电装机容量预测



图表2：国内变频空调的累积销量及增速



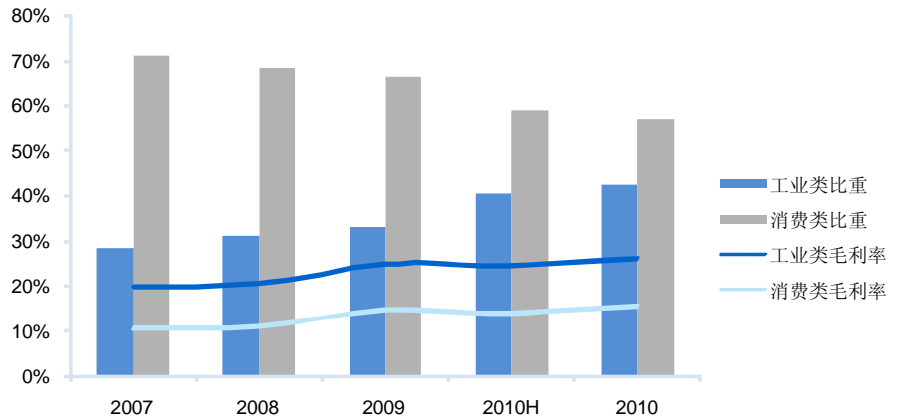
来源：国金证券研究所整理

## 公司产品结构调整，毛利率稳中提升

- 公司不断提升工业类电容器比重，并增加化成箔的供给能力，即使面对原材料涨价和人工工资上升的不利影响，毛利率仍然上涨了 0.8 个百分点。
  - 不同类铝电解电容器的毛利率明显不同：工业类高于消费类；螺栓式和焊片式高于引线式；自产类也超越了 OEM 类。
  - 工业类电容器募投项目将继续提升工业类、自产类、螺栓式+焊片式铝电解电容器的比重。其中工业类比重将由目前的 41% 上升至近 60%。
- 未来有助于毛利率将稳提升的有力因素有以下几点：
  - 有利因素：1、工业类比重将继续提升，从目前 49% 提升至 60%；2、宝鸡、内蒙化成箔产线逐步投产，公司未来自供化成箔比重有望达到 80%；3、前期原材料价格过快上涨的趋势不可持续；4、电容器、化成箔价格上涨，传导部分成本上升；5、不断推出新产品（一般产品周期 5 年），提高议价能力。

- 同样，公司也存在可能导致毛利率下降的不利因素：
  - 1、人民币升值导致出口产品价格下降；2、电费占化成箔成本的50~60%，内蒙取消优惠电价影响大（从3.7元优惠价涨到5.2元一般工业电价，但行业协会已和发改委沟通，化成箔虽然本身高耗能，但下游为国家扶持的节能减排和新能源行业，明年上半年会有所改善）；3、人工成本上升明显，今年涨工资两次各10%左右；4、电容器行业壁垒低、属于成熟的完全竞争行业，长期价格水平将下降。

图表3：公司产品毛利率及收入比重



来源：国金证券研究所整理

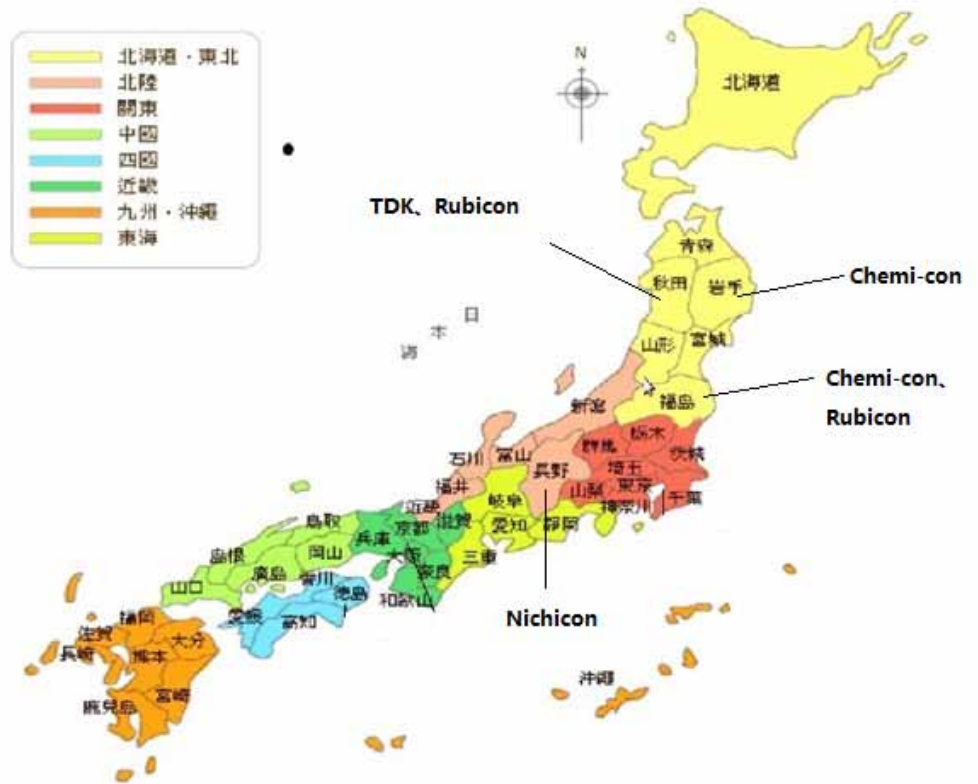
### 公司将实现高于行业的30%左右增长

- 增长动力强劲：消费类产品受益于变频空调超60%的爆发增长；工业类产品受益于国家节能减排、新能源战略带来的工业变频、新能源、轨道机车、工业电源的强劲需求。
- 将获得高于行业增长：1、相比主要竞争对手公司基数小，增长动力足；2、享受进口替代机遇和巨大的新增市场；3、具有价格、成本及技术、品牌优势；4、公司专注的高端市场增幅高于行业平均。
- 毛利率稳定：公司工业类比重上升、化成箔自有供应加大、产品创新提升议价能力等有利因素可抵御人民币升值、成本上升。

### 日本地震促电解电容器产能转移，江海是直接受益者

- 江海股份将会长期受益于日本地震带来的铝电解电容器的订单转移。
  - 受地震影响，日本多处铝电解电容器工厂受到影响。日本主要铝电解电容器厂商 Nichicon、Rubicon、chemi-con 等大都集中于受日本地震影响的福岛及周边地区，如 Nichicon 位于长野、穗高町、Ohmachi 和富田的四处生产工厂、Rubicon 位于秋田和福岛的两处工厂、Chemi-con 位于福岛县和岩手县的多处工厂均受到影响，这些工厂都有生产薄膜电容。在地震与核辐射双重打击下，这些厂商短期内难以恢复产能，将对国内厂商形成直接利好。
  - 江海股份将长期受益于地震带来的订单转移。江海股份与 Nichicon、Rubicon、chemi-con 是直接竞争对手，技术差距很小。日本企业的产能缩减势必加速公司获得更多订单，而且即使日后日本产能恢复，这些订单也将不会全部回流。

图表4: 日本主要电容器厂商分布图



来源: 国金证券研究所整理

### 稳健扩张战略保持公司长期增长，逆境中体现价值

- 很多投资者觉得公司产能扩张太过保守，我们觉得稳健的扩张战略可保持公司长期增长，在未来行业逆境时更加体现其策略价值。
  - 公司重视产品质量，追求长期发展：以公司目前的工艺管理和质量控制水平，过快扩张会影响产品的稳定性、可靠性和一致性；而工业类应用对产品要求很高，一旦出现问题，必将损害公司品牌形象。
  - 公司严控经营风险，体现逆境价值：公司根据市场需求增长，合理投资，逐步扩产，严控经营风险，一旦行业需求下滑，可避免发生巨额沉没成本。08、09 年全球铝电解电容器需求下滑，公司仍实现增长，正体现了公司稳健扩展政策的价值；而 KEMET 案例又是一大佐证，过去 KEMET 因为过度并购无法及时消化产能，面临破产。
  - 公司考虑行业长期供需格局：目前铝电解电容器市场大幅增长主要受益于新能源、变频器市场投资，但作为高度成熟以及基础元件市场，长期增长比将趋缓；而目前主要竞争对手 Chemi\_con、Nichicon、Epcos 等均大幅扩产，未来行业或出现供应过剩。
  - 公司在行业过热时保持理性：首先公司在订单应接不暇时仍然注意尽量分散客户，分散市场，控制单一客户与单一应用领域的依赖风险，并将大客户的采购量占比保持合理水平，降低客户采购风险；其次公司充分认识到目前需求含有水分，下游客户由于担心目前供应紧张局面，于是超额下单。

### 上调公司盈利预测，维持“持有”评级

- 我们上调江海股份的盈利预测，预测 2011-12 年实现净利润 1.15 和 1.50 亿元，同比分别增长 33.89%和 30.58%，EPS 分别为 0.72 和 0.94 元。
- 我们认为公司业绩未来两年有望保持复合 30%以上的增速，“十二五”节能减排和新能源战略将成为确保公司业绩持续高成长的核心动力；给予公司未来 12 个月 28.2 元目标价，相当于 30X12PE，维持“持有”评级。

图表5：江海股份销售收入及毛利率预测

项 目	2010	2011E	2012E
<b>引线式</b>			
销售收入（百万元）	145.00	118.95	101.27
增长率（YOY）	-33.92%	-17.97%	-14.86%
毛利率	15.26%	15.00%	14.70%
占总销售额比重	17.84%	11.82%	7.41%
<b>焊片式</b>			
销售收入（百万元）	380.73	431.43	587.47
增长率（YOY）	48.92%	13.32%	36.17%
毛利率	19.38%	20.17%	20.61%
占总销售额比重	46.85%	42.88%	43.01%
<b>螺栓式</b>			
销售收入（百万元）	252.95	312.25	489.58
增长率（YOY）	285.41%	23.44%	56.79%
毛利率	26.28%	28.45%	25.18%
占总销售额比重	31.13%	31.03%	35.85%
<b>固体铝电解电容器</b>			
销售收入（百万元）	7.43	74.98	106.05
增长率（YOY）	53.58%	908.49%	41.45%
毛利率	18.92%	19.00%	19.00%
占总销售额比重	0.91%	7.45%	7.77%
<b>化成箔</b>			
销售收入（百万元）	26.52	68.64	81.37
增长率（YOY）	-46.38%	158.81%	18.54%
毛利率	11.84%	13.00%	15.00%
占总销售额比重	3.26%	6.82%	5.96%
销售总收入（百万元）	812.64	1006.25	1365.75
销售总成本（百万元）	645.71	789.38	1074.17
毛利（百万元）	166.94	216.87	291.58
平均毛利率	20.54%	21.55%	21.35%

来源：国金证券研究所整理

图表6: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	544	615	813	1,006	1,366
增长率	10.4%	13.0%	32.2%	23.8%	35.7%
主营业务成本	-457	-493	-646	-789	-1,074
% 销售收入	83.9%	80.2%	79.5%	78.4%	78.7%
毛利	87	122	167	217	292
% 销售收入	16.1%	19.8%	20.5%	21.6%	21.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-14	-19	-24	-30	-41
% 销售收入	2.5%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-28	-35	-62	-86	-109
% 销售收入	5.1%	5.8%	7.6%	8.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	46	67	80	101	141
% 销售收入	8.4%	10.9%	9.9%	10.0%	10.3%
财务费用	-5	-1	7	13	14
% 销售收入	0.8%	0.1%	-0.9%	-1.3%	-1.0%
资产减值损失	0	-2	-10	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	12	10	10	10
% 税前利润	15.7%	15.4%	10.2%	7.5%	5.8%
营业利润	50	76	87	123	164
营业利润率	9.1%	12.3%	10.7%	12.3%	12.0%
营业外收支	8	1	11	10	10
税前利润	58	76	98	133	174
利润率	10.6%	12.4%	12.1%	13.3%	12.7%
所得税	-8	-10	-11	-17	-22
所得税率	13.9%	12.8%	10.8%	12.5%	12.5%
净利润	50	66	88	117	152
少数股东损益	0	3	1	1	1
归属于母公司的净利润	49	63	86	115	151
净利率	9.1%	10.3%	10.6%	11.5%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	50	66	88	117	152
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	18	26	41	43	56
非经营收益	1	-8	-20	-20	-20
营运资金变动	-16	7	-41	-89	-91
经营活动现金净流	52	92	68	50	96
资本开支	-63	-64	-142	-64	-20
投资	4	1	-1	0	0
其他	6	2	10	10	10
投资活动现金净流	-53	-61	-133	-54	-10
股权募资	0	0	781	-15	0
债权募资	15	0	-70	0	1
其他	-8	-8	-57	-21	-21
筹资活动现金净流	6	-8	654	-36	-20
现金净流量	5	23	589	-39	67

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	51	81	670	630	697
应收款项	134	169	207	284	385
存货	114	119	142	195	265
其他流动资产	6	4	8	10	13
流动资产	305	373	1,027	1,118	1,359
% 总资产	53.8%	55.0%	70.6%	70.9%	75.8%
长期投资	38	49	50	49	49
固定资产	195	228	342	372	343
% 总资产	34.4%	33.6%	23.6%	23.6%	19.1%
无形资产	27	28	32	36	40
非流动资产	263	305	427	459	434
% 总资产	46.2%	45.0%	29.4%	29.1%	24.2%
资产总计	568	677	1,453	1,577	1,793
短期借款	55	55	0	0	0
应付款项	101	153	176	215	293
其他流动负债	80	68	35	39	45
流动负债	236	276	211	254	338
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	15	0	0	0
负债	250	291	211	254	339
普通股股东权益	297	361	1,207	1,287	1,417
少数股东权益	21	25	27	28	29
负债股东权益合计	568	677	1,445	1,569	1,785

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.412	0.526	0.538	0.721	0.941
每股净资产	2.474	3.008	7.545	8.042	8.853
每股经营现金净流	0.432	0.768	0.424	0.315	0.603
每股股利	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率					
净资产收益率	16.65%	17.50%	7.13%	8.96%	10.63%
总资产收益率	8.70%	9.33%	5.96%	7.35%	8.43%
投入资本收益率	10.51%	13.19%	5.80%	6.70%	8.51%
增长率					
主营业务收入增长率	10.35%	13.02%	32.18%	23.82%	35.73%
EBIT增长率	23.85%	46.43%	20.19%	25.57%	39.76%
净利润增长率	30.50%	27.83%	36.31%	33.89%	30.58%
总资产增长率	3.70%	19.26%	114.54%	8.53%	13.70%
资产管理能力					
应收账款周转天数	86.3	78.8	80.0	90.0	90.0
存货周转天数	91.2	86.3	80.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	65.1	66.8	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	111.6	121.1	88.8	109.5	85.1
偿债能力					
净负债/股东权益	1.20%	-6.62%	-54.27%	-47.93%	-48.12%
EBIT利息保障倍数	9.9	75.1	-11.5	-7.5	-10.2
资产负债率	43.97%	43.01%	14.62%	16.20%	18.99%

**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
强买	0	0	5	7	8
买入	0	0	0	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.14	1.20

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**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：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室