

调研快报

市场需求强劲，产品结构调整提升毛利率水平

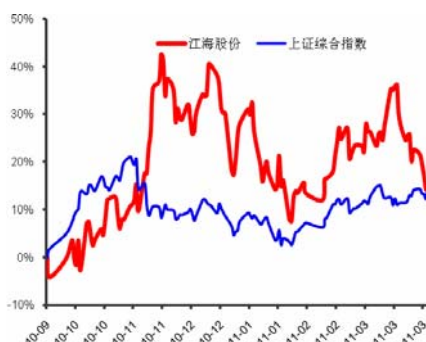
电子元器件

2011 年 04 月 11 日

——江海股份（002484）调研纪要

评 级：推荐

公司最近 52 周走势：



相关报告：

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

熊云彩

电 话：021-38991500-791

Email: xiongye@glsc.com.cn

卢文汉

电话：0510-82833217

Email: luwh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：

我们于近期调研了江海股份，调研的信息与观点如下：

点评：

日本地震影响竞争对手产能，为公司带来正面影响。公司的主要竞争对手有三家在日本（chemicon，日立 AIC，Nichicon），日本地震的破坏加上震后的限电措施约影响日本厂商 30% 的产能。由于日本同行受到地震冲击较大，不少潜在的客户（如富士电机、松下变频等）加速了对公司的认证进程，使得公司在国际大客户的拓展上成果显著。

铝电解电容器市场需求强劲。市场对铝电解电容器的需求仍非常强劲，尤其是来自变频器、新能源、轨道交通、变频家电的需求增长很快，未来空间十分广阔。目前公司的产能利用率基本上已达到极限，产品处在供不应求的状态，不论是消费类电容器还是工业用电容器在今年 1 季度价格都有所调整，各类别的电容器价格上涨幅度在 2%-10% 之间。

公司产能扩张情况较为稳健，到 8 月底工业类产品产能将增长 50%。公司产能的扩张主要体现在工业类电容器方面，工业类电容器生产线的扩张周期：设备采购时间 4-6 个月，调试时间 1 个月。公司在去年 9 月份 IPO 成功后就开始扩张产能，新的设备将在 7 月底到位，加上一个月的调式时间，8 月底工业类电容器的产能将增加 50%。

产品结构调整将较大幅度的提高公司的毛利率。公司产品结构的调整体现在两个方面：一方面是毛利率较高的工业类产品占比不断提升，2010 年工业类产品收入占比约 43%，在 2011 年将会达到 50% 以上；另一方面，消费类产品的结构也在进行调整，公司逐步退出低毛

利的低端产品，主要做用在变频家电、LED 灯等毛利率较高的产品，消费类产品的毛利率有望提升 2-3 个百分点。

化成箔项目进展顺利，原材料自给率的提高将有助于降低公司的成本。为保障原材料供给和降低成本，公司先后在内蒙古乌兰察布和陕西宝鸡建设高压化成箔项目和中高压化成箔项目，公司将化成箔项目放在这两个地区主要是因为化成箔是高耗能产业，这两个地区的电价较低的原因。公司 2010 年化成箔毛利大幅低于预期的原因是内蒙古对电价进行了调整，误将化成箔划入限制性产业，提高了公司的用电价格（目前价格为 0.52 元每度，公司化成箔价格年初也上调了 10%）。在经过与当地政府的沟通后，电价有望在 5 月份下调到 0.38 元左右，化成箔毛利率水平有望恢复到较高水平。陕西宝鸡项目将在年底投产 24 条生产线，明年上半年完成 40 条生产线的建设，进展速度将快于内蒙的项目。目前，公司化成箔自给率不到 20%，在今年年底将达到 40%，明年上半年将达到 50%，化成箔自给率的提高将显著提升公司的毛利率水平。

公司将在年底推出高压薄膜电容器产品。铝电解电容器目前只能做到 650 伏左右，在对环境要求苛刻或电压更高的使用领域，高压薄膜电容器的性能要好于铝电解电容器，公司已经在薄膜电容器领域进行了多年的技术储备，计划在年底将相关产品推向市场。公司计划只做工业类薄膜电容器产品，其下游客户与铝电解电容器客户基本相同，公司可以利用现有的销售渠道销售高压薄膜电容器产品。

给予“推荐”评级。预测公司 2011 到 2013 年的 EPS 分别为 0.89 元、1.10 元和 1.40 元（不考虑薄膜电容器等新产品情况），由于市场需求强劲，公司产品未来几年增长有保障，随着公司对产业链上游的布局，公司竞争力将进一步增强，未来还将进入薄膜电容器领域，我们看好公司长期的成长能力。目前给予 35-40 倍 PE，6 个月目标价为 31.2-35.6 元，给予公司“推荐”评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/04/08				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	614.80	812.48	1,099.09	1,448.23	1,875.59	现金	80.55	725.60	646.11	572.66	509.47
YOY(%)	13.0%	32.2%	35.3%	31.8%	29.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	493.15	645.11	828.46	1,103.81	1,431.17	应收款项净额	168.69	231.35	301.12	396.77	513.86
营业税金及附加	0.26	1.10	1.54	2.03	2.63	存货	119.05	154.02	191.20	255.56	332.50
销售费用	19.26	24.82	32.97	43.45	56.27	其他流动资产	4.29	8.33	11.27	14.85	19.23
占营业收入比(%)	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	流动资产总额	372.58	1,119.30	1,149.70	1,239.84	1,375.06
管理费用	35.37	62.31	83.53	110.07	142.55	固定资产净值	205.75	244.11	337.33	392.24	450.86
占营业收入比(%)	5.8%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%	减: 资产减值准备	(1.85)	(1.98)	(2.74)	(3.18)	(3.66)
EBIT	66.76	79.14	151.55	187.83	241.95	固定资产净额	203.90	242.13	334.59	389.06	447.20
财务费用	0.89	3.81	0.00	(2.19)	(1.95)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.1%	0.5%	0.0%	-0.2%	-0.1%	在建工程	23.67	40.19	19.20	30.70	33.33
资产减值损失	(1.93)	(1.01)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.76	12.89	12.00	12.00	12.00	固定资产总额	227.57	282.32	353.79	419.76	480.53
营业利润	75.69	87.22	163.55	202.03	255.90	无形资产	27.71	25.99	24.95	23.91	22.87
营业外净收入	0.51	10.90	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	40.94	49.82	58.70	67.58	76.46
利润总额	76.20	98.12	163.55	202.03	255.90	其他长期资产	8.59	9.03	9.03	9.03	9.03
所得税	9.76	10.61	17.99	22.22	28.15	资产总额	677.39	1,486.46	1,596.17	1,760.12	1,963.95
所得税率(%)	12.8%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	循环贷款	55.00	3.08	0.00	0.00	0.00
净利润	66.44	87.51	145.56	179.80	227.75	应付款项	127.45	169.00	209.80	280.42	364.84
占营业收入比(%)	10.8%	10.8%	13.2%	12.4%	12.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(3.26)	(1.47)	(2.45)	(3.03)	(3.83)	其他流动负债	93.86	25.40	31.82	42.46	55.20
归属母公司净利润	63.17	86.05	143.11	176.78	223.91	流动负债	276.31	197.48	241.62	322.88	420.04
YOY(%)	27.8%	36.2%	66.3%	23.5%	26.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.53	0.54	0.89	1.10	1.40	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	15.00	7.79	0.58	(6.63)	(13.84)
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	291.31	205.27	242.20	316.25	406.20
成长能力						少数股东权益	25.12	55.98	57.21	58.72	60.64
营业收入	13.0%	32.2%	35.3%	31.8%	29.5%	股东权益	360.96	1,225.21	1,296.77	1,385.16	1,497.11
营业利润	52.4%	15.2%	87.5%	23.5%	26.7%	负债和股东权益	677.39	1,486.46	1,596.17	1,760.12	1,963.95
净利润	27.8%	36.2%	66.3%	23.5%	26.7%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	19.8%	20.6%	24.6%	23.8%	23.7%	税后利润	63.17	86.05	143.11	176.78	223.91
净利率(%)	10.8%	10.8%	13.2%	12.4%	12.1%	加: 少数股东损益	2.53	0.42	1.23	1.51	1.92
ROE(%)	17.5%	7.0%	11.0%	12.8%	15.0%	公允价值变动	1.93	1.01	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.3%	5.8%	9.0%	10.0%	11.4%	折旧和摊销	0.00	0.00	28.81	34.63	39.79
偿债能力						营运资金的变动	6.20	-136.10	-69.13	-89.10	-107.97
流动比率	1.35	5.67	4.76	3.84	3.27	经营活动现金流	73.83	-48.62	104.02	123.82	157.65
速动比率	0.92	4.89	3.97	3.05	2.48	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	43.0%	13.8%	15.2%	18.0%	20.7%	长期股权投资	-10.99	-8.88	-8.88	-8.88	-8.88
营运能力						固定资产投资	0.00	-53.87	-100.00	-100.00	-100.00
总资产周转率	90.8%	54.7%	68.9%	82.3%	95.5%	投资活动现金流	-10.99	-62.75	-108.88	-108.88	-108.88
应收账款周转天数	100.15	103.93	100.00	100.00	100.00	股权融资	0.00	813.74	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	88.07	87.00	87.00	87.00	87.00	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.53	0.54	0.89	1.10	1.40	股利分配	-14.19	-61.68	-71.56	-88.39	-111.96
每股净资产	3.01	7.66	8.10	8.66	9.36	计入循环贷款前融	-14.19	752.06	-71.56	-88.39	-111.96
估值比率						循环贷款的增加(	-5.08	66.04	-3.08	0.00	0.00
P/E	53.3	52.2	31.4	25.4	20.0	融资活动现金流	-33.46	756.42	-74.64	-88.39	-111.96
P/B	9.3	3.7	3.5	3.2	3.0	现金净变动额	29.38	645.05	-79.49	-73.45	-63.11

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。