

证券研究报告

元件 III



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110014

推荐 (首次)

联系人: 秦媛媛
021-38565937
qinyy@xyzq.com.cn

江海股份 (002484)

工业类占比提高, 推动公司持续稳定增长

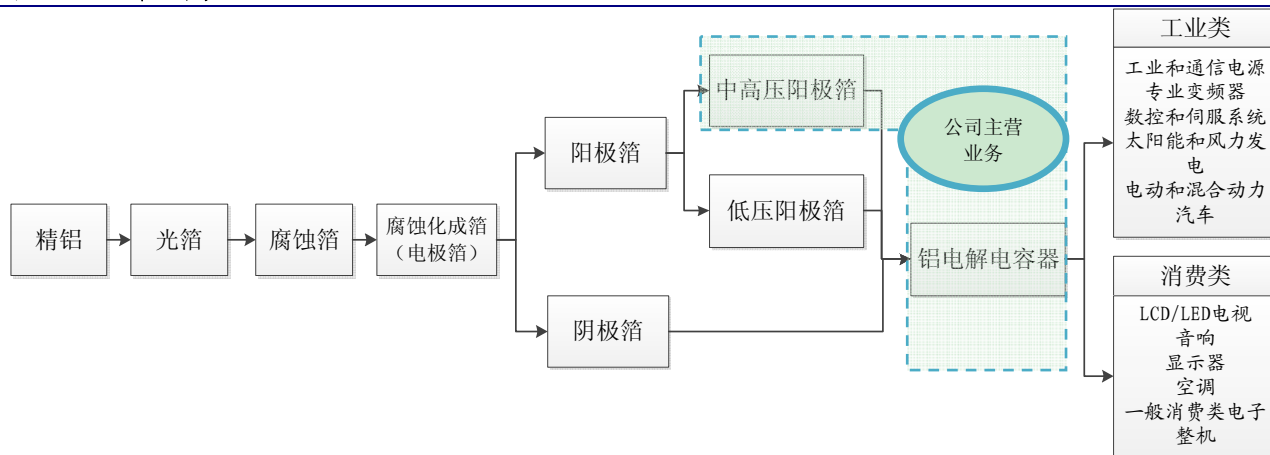
2011 年 7 月 23 日

投资要点

近期我们调研了江海股份, 与公司高管进行了较深入的沟通, 基本情况如下:

- **公司概况:** 公司主营业务为铝电解电容器生产, 处于产业链中游, 下游面向工业类和消费类两大应用。公司同时向上游材料延伸, 生产中高压阳极箔。2010 年营收 8.12 亿元, 电容器占比 88%, 中高压阳极箔占比 8%。电容器中工业类占比 43%, 消费类占比 57%。2011 年 1 季度公司实现营业收入 2.15 亿元, 同比增长 35.63%, 环比下降 8.75%; 归属于上市公司股东净利润 1913 万元, 同比增长 45.97%, 环比下降 19.40%, 每股收益为 0.12 元, 符合预期。

图 1、铝电解电容产业链



数据来源: 兴业证券研究所

- **成熟行业稳定增长, 面临结构性调整:** 铝电解电容作为应用广泛的电类基础元件, 已经发展到一个相对成熟的阶段, 行业稳定增长, 国内市场面临由低端向高端的结构性调整。

市场容量及增速: 2010 年国内市场容量 80 亿, 年增长 5%-8%; 全球 50 亿美元, 约 350 亿人民币, 年增速 5% 左右。铝电解电容器的下游消费行业主要有消费类电子产品、通讯、汽车、电力等行业。全球来看, 消费类电子行业占总消耗量的 44%, 是铝电解电容器的最大市场, 约 150 亿元; 其次是工业设备, 包括各类变频设备, 占 23% 左右, 约 83 亿元; 通讯、汽车等行业占 5%-7% 的比例; IT 占 13%, 约 45 亿元。工业类电容器无论在质量水平、技术水平还是规格上, 比消费类电容器要求都更高, 属高端应用。国内工业控制、汽车等高端应用 40 亿规模, 消费电子等中低端 40 亿规模。

结构性调整，高端化趋势：日本一直是该领域的领先者，行业前5位中占4席，并且占据了高端市场。国内厂商众多，市场分散，中低端自给率高，但供需缺口一直维持在27%左右，主要是高档产品依赖进口。近年来，下游升级，对高端产品的需求量加大，增速明显高于低端产品，推动国内向高端发展，结构性调整正在进行。

表 1、2007 年工业用铝电解电容排名

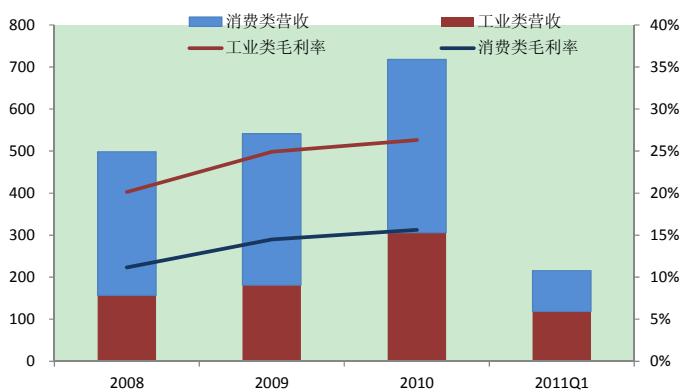
公司名称	地区	按工业用销售额排名	工业用铝电解电容销售额(百万美元)
chemi_con (NCC)	日本	1	451
nichicon	日本	2	184
Hitachi_AIC	日本	3	127
Rubycon	日本	4	95
CDE	美国	5	55
Epcos	德国	6	53
Rifa_bhc	瑞典	7	49
Jianghai	中国	8	45

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

- **龙头公司立足高端，优化产品结构：**江海正是顺应了向高端发展的这一行业趋势，在不断提高工业类电容占比的同时，优化产品结构。一方面致力于耐高压、大容量、高可靠性，推出更好的产品以提升单价，另一方面加强高单价、高毛利产品量的提升。化成箔自给率的提高，亦有助于整体毛利率的提升。

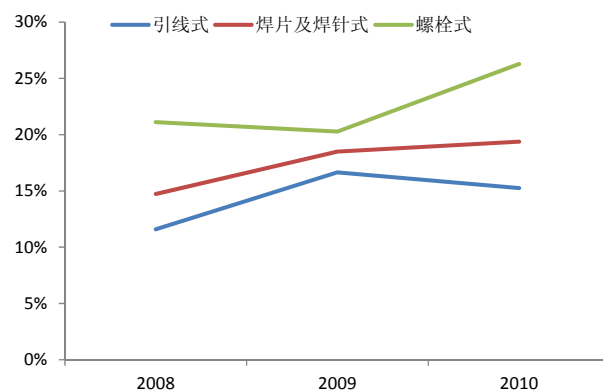
工业类电容比例不断提高，成为增长动力：在走向高端的进程中，江海是先行者。早在上世纪 90 年代公司即已未雨绸缪，到 2002 年正式由消费类向工业类转型。近年来工业类电容占比不断提高，2008 年 31.4%，目前已经超过 50%，并将进一步提升。公司拥有一批高端客户群。高压变频器领域前十大厂商已有 9 个是公司的客户，其中占西门子采购额达 80%，而有些客户只占 10-20%，公司在既有客户中的份额提升仍有较大空间。加之日震之后下游客户为规避风险，改变单纯日系厂商的供应体系，转向江海的趋势明显，加快了公司开拓新客户、提升份额的进程，并助推工业类电容比例的提高。

图 2、2008-2011Q1 营收结构及毛利率（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、2008-2010 产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

产品结构优化，提升单价及毛利：按电解质的不同，铝电解电容器可分为液态铝电解电容器和固态铝电解电容器。液态铝电解电容器按引出方式的不同可分为引线式、焊片及焊针式、螺栓式三种。公司引线式电容器用于工业类产品的比例约占 13% 左右；焊片式电容器用于工业类产品的比例约占 45% 左右；螺栓式电容器一般用于工业类产品，用于消费类产品的比例约占 5%。公司产品战略明确：对于引线式这类低端产品，维持现有规模，并辅以 OEM 方式满足客户需求。对于焊片式及螺旋式则大幅扩产，提高工业类产品比例。募投项目分别新增年产能 1800 万只、120 万只（原产能分别为 1200 万只、84 万只）。

产能已经逐步释放，预计年底完全达产。在扩大工业类产能的同时，优化产品结构。一方面推出更高性能的产品以提升单价，另一方面加大高单价、高毛利产品的出货量，提高产品毛利率。尤其螺栓式电容器毛利率提升明显（图3），随着募投项目产能释放，今年将提升至29%-35%。

化成箔自给率提高，提升总体毛利：铝电解电容原材料占总成本86%，而其中化成箔占原材料成本70%。由于高端产品对于化成箔的消耗比低端产品大得多，随着高端产品比重的加大，公司对于化成箔的需求也越来越大。公司现有化成箔产能300万平米/年，自给率30%。在内蒙古和陕西两地的生产线建设项目将分别新增化成箔产能300万平米/年、660万平米/年，有利于提升原材料自给率，进而提升整体毛利率。

- **盈利预测与投资建议：**铝电解电容作为基础元件，应用广泛，行业增长稳定。江海作为国内龙头，在行业结构调整的大势下，较早的向工业类电容器转型。拥有全线产品生产能力及高端客户群，产品发展战略明确，通过提升工业类电容比例、产品结构优化、原材料自给率提高，提升总体毛利率。我们看好公司的持续、稳定的增长能力。预测公司2011年至2013年公司每股收益分别为0.75、1.05、1.39元，给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1119	1215	1740	2400
货币资金	726	667	958	1322
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	212	289	415	573
其他应收款	1	1	2	2
存货	154	210	299	414
非流动资产	367	550	622	620
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	50	53	53	53
投资性房地产	8	8	8	8
固定资产	242	410	499	526
在建工程	40	56	42	17
油气资产	0	0	0	0
无形资产	26	22	19	15
资产总计	1486	1765	2362	3020
流动负债	197	414	889	1384
短期借款	3	159	531	899
应付票据	23	31	45	62
应付账款	147	200	287	397
其他	25	24	25	27
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	8	8	8	8
负债合计	205	422	896	1392
股本	160	160	160	160
资本公积	859	859	859	859
未分配利润	180	228	330	467
少数股东权益	56	58	61	65
股东权益合计	1281	1343	1466	1628
负债及权益合计	1486	1765	2362	3020

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	86	120	168	222
折旧和摊销	29	19	26	30
资产减值准备	3	-2	3	4
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	3	15	32
投资损失	-13	-13	-14	-15
少数股东损益	1	2	3	4
营运资金的变动	74	89	134	172
经营活动产生现金流量	29	39	67	105
投资活动产生现金流量	-53	-192	-84	-13
融资活动产生现金流量	666	94	309	-46
现金净变动	643	-59	291	46
现金的期初余额	81	726	667	958
现金的期末余额	723	667	958	1004

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	812	1111	1596	2203
营业成本	645	868	1233	1707
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	25	33	48	66
管理费用	62	83	120	154
财务费用	4	3	15	32
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	13	13	14	15
营业利润	87	135	191	255
营业外收入	11	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	98	140	196	260
所得税	11	18	25	34
净利润	88	122	171	226
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	86	120	168	222
EPS (元)	0.54	0.75	1.05	1.39

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	32.2%	36.8%	43.7%	38.0%
营业利润增长率	15.2%	54.8%	41.6%	33.5%
净利润增长率	36.2%	39.1%	40.1%	32.7%
盈利能力(%)				
毛利率	20.6%	21.9%	22.7%	22.5%
净利率	10.6%	10.8%	10.5%	10.1%
ROE	7.0%	9.3%	11.9%	14.2%

偿债能力(%)

资产负债率	13.8%	23.9%	38.0%	46.1%
流动比率	5.67	2.93	1.96	1.73
速动比率	4.86	2.41	1.61	1.43

营运能力(次)

资产周转率	0.75	0.68	0.77	0.82
应收帐款周转率	4.50	4.41	4.54	4.46

每股资料(元)

每股收益	0.54	0.75	1.05	1.39
每股经营现金	0.22	0.24	0.42	0.66
每股净资产	7.66	8.03	8.78	9.77

估值比率(倍)

PE	51.25	36.84	26.30	19.82
PB	3.60	3.43	3.14	2.82

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。