

2019年3月14日

凯普松国际 (469.HK)，业绩迎来拐点，进军车载电容

2018年1-6月实现收入5.66亿元，同比增长23.38%；股东应占溢利为0.19亿元，公司业绩扭亏为盈，实现自2007年上市以来最好的业绩。业绩增长主要是因为新开发的固态电容、高压电容及充电桩产品陆续出货致业绩增加；下半年公司各产品价格上调10%，业绩具备较好的弹性。公司电容器产品主要运用于手机充电设备、汽车电容、充电桩、家电、无人机等电子产品。主要客户包括富士康、三星、松下、格力电器及各大汽车厂商。公司产品研发方向主要聚焦于变频器、伺服控制器、通讯基站及通讯终端产品充电器、车载电子应用等高端应用。受行业高景气带来的业绩改善以及进入高端的车载市场是公司主要的看点。

投资亮点

- **主营铝电解电容器，拥有核心技术。**1980年，在台湾注册设立台湾丰宾电子工业股份有限公司。1993年，于深圳光明买地设厂，生产铝电解电容器，2007年于港交所上市。公司电容器产品主要运用于手机充电设备、汽车电容、充电桩、家电、无人机等电子产品。主要客户包括富士康、三星、松下、格力电器及各大汽车厂商。公司掌握铝电解电容核心技术。
- **进军车载电容高端市场，业绩潜力巨大。**公司已经掌握了电容行业三大关键核心技术，拥有高稳定性的电化学工艺、铝箔的腐蚀和化成技术、智能化的生产和管控。车载电容市场是一片蓝海，随着电动汽车及无人驾驶的发展，车载电容市场需求巨大，并且车载电容与传统消费电容技术壁垒较高，该领域主要由日企占领。公司是国内少数可以和日企较量的企业之一。
- **高股息显现公司对未来业绩增长的信心。**2018年12月14日，公司宣布，根据股息政策，从截至2018年12月31日止财政年度起，公司可向其股东宣派及派付不少于纯利的20%作为股息，不管是中期或末期股息。公司上半年实现股东应占溢利1900万元，同比扭亏为盈，主业高景气带来业绩大幅改善。高股息政策显现公司管理层对未来业绩成长的信心。
- **投资建议：**17年EPS为-0.02港元，预计18年EPS为0.09港元，现价0.57港元对应18年PE分别为6.3倍。参考同行业可比公司估值，给予公司18年8倍PE，目标价为0.72港元，给予“买入”评级，强烈推荐。

目标价: \$0.72 港元

现价: \$0.57 港元

潜在收益: 26.31%

股票资料

H股在外流通数目: 845 百万

H股市值: 4 亿港元

主席: 林金村

| 人民币 (百万) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-------------|---------|--------|-------|--------|
| 销售 | 849 | 946 | 1,069 | 1,187 |
| 按年增长 | -14.15% | 11.42% | 13% | 12.08% |
| 净利润 | 3 | 14 | -2 | 69 |
| 按年增长 | 100% | 366% | -114% | 355% |
| 在外流通数目 (百万) | 845 | 845 | 845 | 845 |
| 每股盈利 (港元) | 0.003 | 0.02 | -0.02 | 0.09 |
| 市盈率 (倍) | 148 | 22.25 | - | 4.94 |
| 市帐率 (倍) | 0.58 | 0.59 | 0.62 | 0.5 |

数据来源: 彭博信息, 邦盟匯駿基金管理有限公司预测

一、公司背景

凯普松国际（HK:469），1980年，在台湾注册成立台湾丰宾电子工业股份有限公司。1993年，于深圳光明买地设厂，生产铝电解电容器，2007年于港交所上市。公司电容器产品主要运用于手机充电设备、汽车电容、充电桩、家电、无人机等电子产品。主要客户包括富士康、三星、松下、格力电器及各大汽车厂商。公司产品研发方向主要聚焦于变频器、伺服控制器、通讯基站及通讯终端产品充电器、车载电子应用等高端应用。

图 1：公司旗下丰宾电子



资料来源：第一电动网

图 2：主要产品铝电解电容器



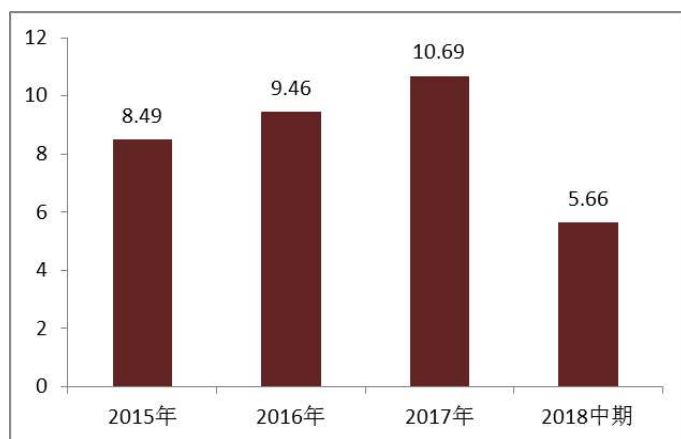
资料来源：第一电动网

二、财务状况

公司产品主要为铝电解电容器和铝箔。2018年1-6月，公司实现收入为5.66亿元，同比增长23.38%；其中铝电解电容器销售收入为5.59亿元，同比上涨24.28%，是因为新开发的固态电容、高压电容及充电桩产品陆续出货致业绩增加；铝箔的销售收入为0.07亿元，同比下降21.67%，是因为铝箔市场供不应求。铝箔是生产铝电解电容器的主要原材料，公司生产的铝箔主要供应内部使用，导致对外销售收入减少。2018年上半年，公司实现股东应占溢利为0.19亿元，同比扭亏为盈，盈利能力达到上市以来的最高水平，综合毛利率从去年同期的23.28%上升至本期的26.78%。

图 1:2015-2018Q3 收入变化

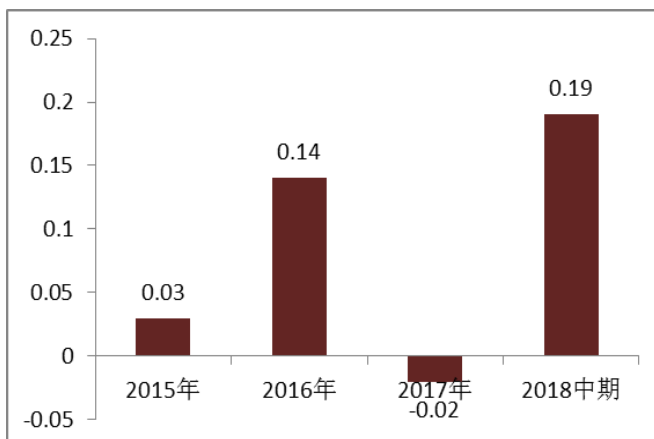
单位：亿元



资料来源：公司公告

图 2:2015-2018Q3 净利变化

单位：亿元

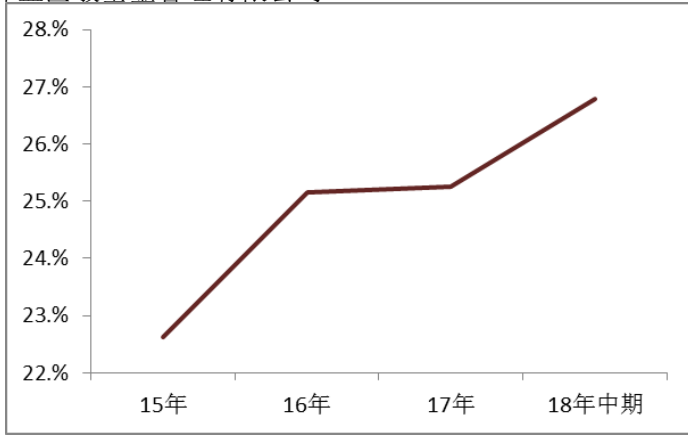


资料来源：公司公告

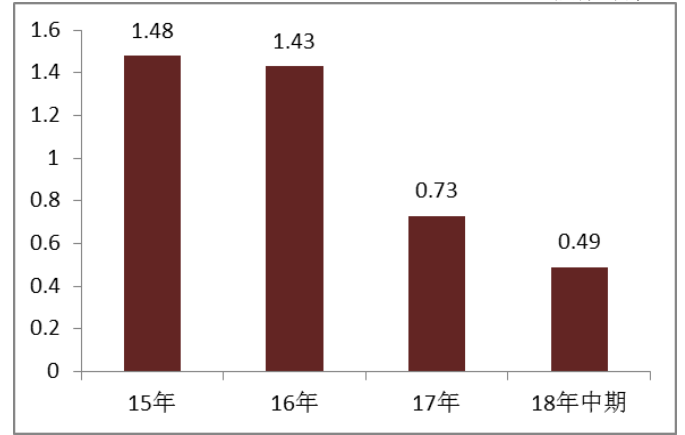
图 3：2013-2018 中期综合毛利率变化

图 4：2015-2018Q3 经营现金流变化

单位：亿元



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

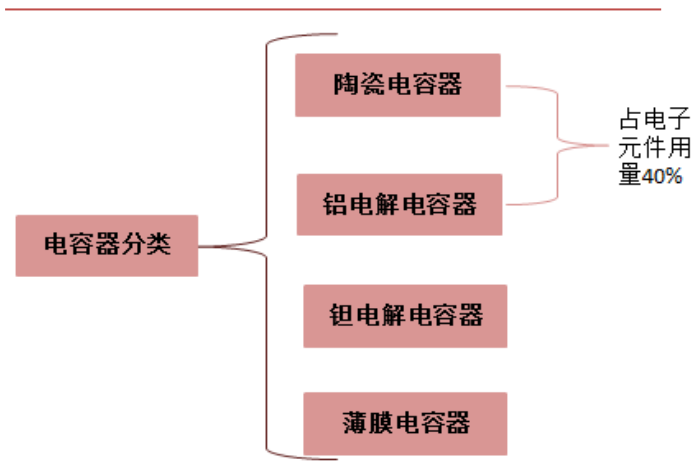
分产品来看，2018上半年度铝质电解电容器实现收入 5.59 亿元，收入占比约为 98.76%；铝箔产品收入为 0.07 亿元，收入占比为 1.24%；2018上半年度铝质电解电容器实现分部溢利 0.45 亿元，分部溢利占比约为 78.94%；铝箔产品实现分部溢利为 0.12 亿元，分部溢利占比为 21.06%；公司铝电解电容器为第一大产品，贡献了大部分收益，铝电解电容产品的价格上涨对公司的业绩弹性较大。

三、铝电解电容器

电容器是世界三大被动电子元器件（电阻器、电容器及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，用途广泛、用量最大，约占全部电子元件用量的 40%。可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器、薄膜电容器等，其中陶瓷电容器（MLCC）和铝电解电容器应用最普遍。铝电解电容器因性能上乘、价格低廉、用途广泛，近年来在世界范围内得到很大发展，其产值约占整个电容器市场的三分之一。电容器下游应用于消费性电子、信息技术、工业设备、能源领域、汽车电子和通信等领域，其中消费电子与信息技术领域的应用最为普遍。根据 Paumanok Publications，2017 年电容器的下游应用领域中，消费性电子和信息技术领域的市场份额共达 57%，

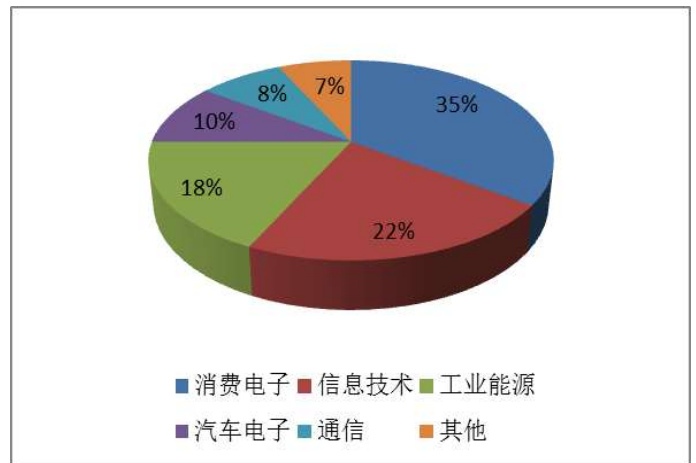
在下游消费电子需求的推动下，铝电解电容器的需求量和销售规模呈逐年稳步上升态势。2010 年全球铝电解电容器的需求量约为 2436 亿只，2017 年上升至 2872 亿只；2010 年全球铝电解电容器销售规模约为 69.6 亿美元，2017 年上升至 82.1 亿美元。

图 5：电容器分类



资料来源：电子世界

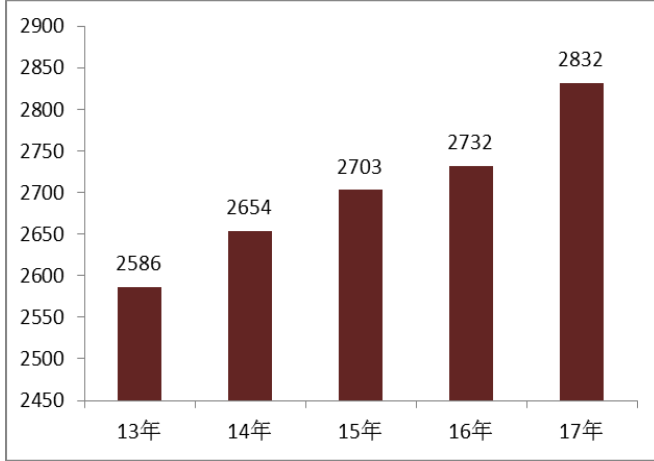
图 6：2017 年电容器下游应用领域及占比



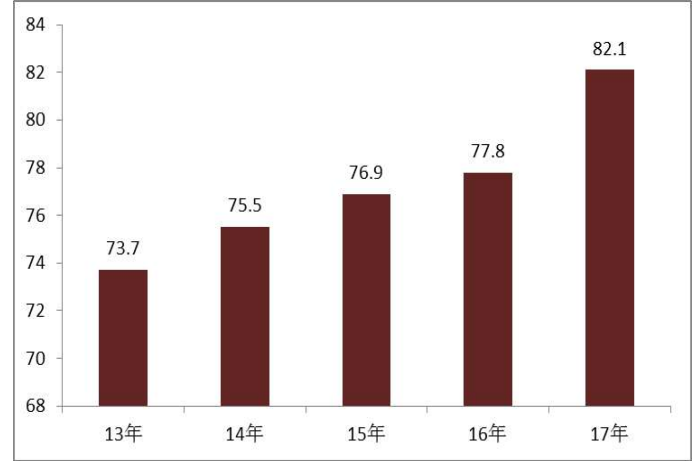
资料来源：Paumanok Publications

图 7：全球铝电解电容器需求量 单位：亿只

图 8：全球铝电解电容器市场规模 单位：亿美元



资料来源：前瞻产业研究院



资料来源：前瞻产业研究院

四、新兴应用需求推动，铝电容行业景气持续攀升

由于铝电解电容器上游原材料铝箔受政府严格管控废水处理额度，部分小厂商遭淘汰出局，造成铝箔供不应求，从而导致日系电解电容器厂商交期拉长。全球铝电解电容龙头日本尼吉康对电解电容价格上调，咬合螺丝类型、径向引线类型、芯片类型分别上调 7%、10%和 10%；导电高分子电容器上调 7%；自 2018 年 8 月 1 日起新订单生效。2018 年下半年，凯普松国际旗下附属公司丰宾电子宣布对所有产品提价 10%，自 2018 年 6 月 1 日生效。

根据 Paumanok Publications Inc 统计，日本、台湾地区、韩国和中国大陆是全球铝电解电容器的主要生产地区，全球前五大铝电解电容器厂商有四家是日本企业，其分别是：Nippon Chemi-con、尼吉康、Rubycon、Panasonic，铝电解电容日系厂商掌握话语权，近年退出中低端市场，专注于附加值较高的高性能产品，如片式电容器、工业用高压电容及高分子固态铝电解电容器市场的发展，主攻汽车电子、服务器等市场。大陆及台系厂商承接中低端市场，并向固态电容、MLPC 等产品拓展。未来，随着人工智能、5G 和物联网技术的成熟，将推动变频家电、PC 伺服器电源、机器人等新兴应用需求，从而拉动铝电解电容器的需求。

上游主要的原材料铝箔受国内环保政策的影响导致供应短缺，下游汽车电子等新兴应用需求迎来爆发，两因素共振导致铝电解电容产品价格不断上涨。对于凯普松国际来说，旗下丰宾电子具备上游主要原材料铝箔的供应能力，同时掌握了铝电解电容的关键核心技术，2018 年上半年，公司生产的铝箔原材料在满足内部生产使用后对外销售 0.07 亿元。

五、盈利预测与估值

- 盈利假设：公司宣布产品全线上调 10%，自 2018 年 6 月 1 日生效。假设下半年产品销量与上半年持平，则下半年销售额相比上半年提高 10%。主要的原材料铝箔由公司生产供应内部使用，生产成本受原材料价格变动影响较小。假设单位产品成本与上半年相比维持不变。

表 1：分产品收入预测

| 分产品 | 2016年 | 2017年 | 2018年中期 | 2018年预测 |
|---------|-------|-------|---------|---------|
| 铝制电解电容器 | 9.28 | 10.45 | 5.59 | 11.73 |
| 铝箔 | 0.18 | 0.23 | 0.07 | 0.14 |
| 合计 | 9.46 | 10.68 | 5.66 | 11.87 |

表 2：预测利润表

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018中期 | 2018年预测 |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 营业额 | 9.46 | 10.69 | 5.66 | 11.87 |
| 销售成本 | 7.07 | 7.98 | 4.15 | 8.3 |
| 毛利 | 2.38 | 2.7 | 1.51 | 3.57 |
| 销售费用 | 0.59 | 0.7 | 0.39 | 0.7 |
| 管理费用 | 0.79 | 0.85 | 0.45 | 0.9 |
| 融资成本 | 0.023 | 0.017 | 0.027 | 0.05 |
| 其他费用 | 0.33 | 0.49 | 0.23 | 0.46 |
| 物业、设备、厂房减值损失 | 0.27 | 0 | 0 | 0 |
| 其他损益 | -0.02 | -0.39 | -0.04 | -0.04 |
| 除税前溢利 | 0.34 | 0.23 | 0.36 | 1.42 |
| 税项 | 0.2 | 0.25 | 0.18 | 0.7 |
| 股东应占溢利 | 0.14 | -0.02 | 0.19 | 0.69 |
| 少数股东损益 | -0.006 | 0.002 | 0.007 | 0.028 |
| EPS (港元/股) | 0.02 | -0.02 | 0.03 | 0.09 |

表 3：A 股可比公司估值

| 公司名称 | 证券代码 | 截止3月14日 收盘价 | EPS | | PE | |
|--------|------------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017A | 2018E | 2017 | 2018 |
| 艾华集团 | SH: 603989 | 20.85 | 0.97 | 0.8 | 21.49 | 26 |
| 江海股份 | SZ: 002484 | 7.74 | 0.23 | 0.27 | 33.65 | 28.66 |
| 行业平均PE | | | | | 27.57 | 27.3 |

六、投资建议

截至 2019 年 3 月 14 日，凯普松国际（HK：469）收盘价为 0.57 港元，2018 年上半年公司业绩扭亏为盈，实现上市以来最好的业绩。2018 年中期 EPS 为 0.03 港元，预计 2018 年全年 EPS 为 0.09 港元，现价对应 18 年的 PE 为 6.3 倍，参考 A 股行业可比公司的估值，给予公司 18 年 8 倍 PE，对应目标价为 0.72 港元，给予“买入评级”。

免責聲明

讀者應審慎注意 (i) 本文所提及的證券的價格和價值以及來自該等證券的收益可能有所波動；(ii) 過去表現不反應未來業績；(iii) 本文中的任何分析、評級及建議為長期性質的 (至少 12 個月)，且與有關證券或公司可能出現的表現的短期評估無關聯。本文內容之資訊相信從可靠之來源所得，但邦盟匯駿基金管理有限公司，其關聯公司及 / 或附屬公司 (統稱「邦盟匯駿基金管理」) 不對任何人士或任何用途就本文資訊的完整性或準確性或適切性作出任何形式擔保、陳述及保證 (不論明示或默示)。本文的資訊並非旨在對任何有意投資者構成或被視為法律、財務、會計、商業、投資、稅務或任何專業意見，因此不應因而作為依據。本文僅作參考資訊用途，在任何司法管轄權下的地方均不應被視為購買或銷售任何產品、投資、證券、交易策略或任何類別的金融工具的要約或招攬。邦盟匯駿基金管理不對收件人就本報告中涉及的證券的可用性 (或相關投資) 做任何陳述。本文作出的意見及建議並沒有考慮有意投資者的財政情況、投資目標或特殊需要，亦非擬向有意投資者作出特定證券、金融工具及策略的建議。本文的收件人應僅將本文作為其做出投資決定時的其中一個考慮因素，並應自行對本文所提及的公司之業務、財務狀況及前景作出獨立的調查。收件人須對本文所載之資訊的相關性、準確性及足夠性作其各自的判斷，並在認為有需要或適當時就此作出獨立調查。收件人如對本文內容有任何疑問，應徵求獨立法律、財務、會計、商業、投資和 / 或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。

邦盟匯駿基金管理公司及其附屬公司或關聯公司有可能與報告所述公司有業務關聯，其角色可能為做市商或承銷商。邦盟匯駿集團及其附屬機構以及 / 或其高級職員、董事及雇員可能會與本文所提及的證券發行人進行業務往來，包括投行業務或直接投資業務，或不時自行及 / 或代表其客戶持有該等證券 (或在任何相關的投資中) 的權益 (和 / 或遲後增加或處置)。因此，投資者應注意邦盟匯駿基金管理可能存在影響本文客觀性的利益衝突，而邦盟匯駿基金管理將不會因此而負上任何責任。此外，本文所載資訊可能與邦盟匯駿基金管理關聯人士，或其它成員，或邦盟匯駿基金管理發表的意見不同或相反。

評級定義：

| 股票評級(12 個月) | 解釋 |
|-------------|--------------------------------|
| 買入 | 于未來 12 個月預期回報為高于 15% |
| 持有 | 于未來 12 個月預期回報在 -15 % 至 15 % 之間 |
| 沽售 | 于未來 12 個月預期回報低于 -15% |
| 投機性買入 | 于未來 6 個月預期回報為高于 20%, 並涉及較大風險 |
| 投機性沽售 | 于未來 6 個月預期回報為低于 20%, 並涉及較大風險 |
| 行業評級 | 解釋 |
| 跑贏大市 | 與恒生指數相對表現 $\geq 10\%$ |
| 中性 | 與恒生指數相對表現 -10% 至 +10% |
| 跑輸大市 | 與恒生指數相對表現 $\leq -10\%$ |

地址: 香港灣仔港灣道 6-8 號瑞安中心 9 樓 909-916 室

電話: (852) 3582 2777

電郵: hkcs@bmifm.com