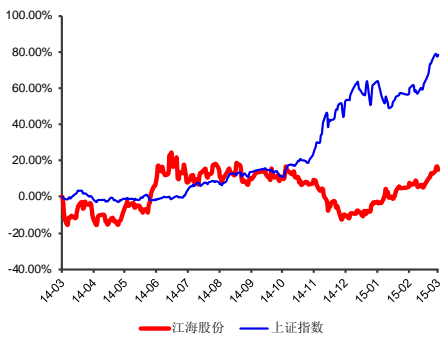


2015 年 3 月 27 日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

江海股份(002484)深度报告：铝电容龙头再启航，三大业务格局初成  
-2015/3/2

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：马松

电话：0510-8283-2380

Email：mas@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。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

## 江海股份（002484）2014 年报点评

**事件：**3月26日江海股份发布2014年报，公司2014年实现营业收入11.55亿元，同比增长4.18%，归属上市公司净利润1.54亿元，同比增长18.9%，扣非后净利润1.43亿元，同比增长14.22%，基本每股收益0.46元。公司拟每10股派1元（含税）。

**点评：**

- **公司业绩略低于预期。**公司四季度实现收入 2.86 亿元，同比下降 10.9%，导致全年业绩略低于我们预期。一方面 14 年新增光伏装机不达预期，薄膜电容器销售情况受到一定影响。另一方面，四季度铝电容器行业需求继续低迷。
- **电容器收入增速平稳，毛利率四季度继续提升。**公司电容器全年增长 5.44%，同整个电子元件行业收入规模增长相当，表现平稳。毛利率达到了 25.19%，比去年增加 2.32%，表明公司的工业用电容器比例进一步提高。根据我们的测算，公司目前工业类铝电容器占比在 60%左右，还有一定提升空间。因此预计未来几年公司的毛利率还将有一定上升。工业类市场是江海股份具备核心竞争力的市场，公司在工业类铝电容器市场上空间还很大，大客户的开拓和供货比例的上升有足够空间保证公司未来几年的成长。15 年国内经济稳增长措施有望继续发力，房地产调控政策持续松绑，需求端有望回暖。我们预计 15 年铝电容器行业需求增速将逐步走高，公司铝电容器全年增速 10%左右。
- **薄膜电容产能释放恰逢光伏装机大跃进。**公司的薄膜电容器主要用于新能源领域，光伏逆变器是主要市场。15 年国家能源局大幅上调新增光伏装机目标至 17.8GW，若能实现，同比增长在 70%以上。公司薄膜电容 4 条生产线搬迁已经完成，年内还将继续投建新线，预计薄膜电容将成为 15 年公司的主要增长动力。新能源汽车市场，公司已经取得客户突破，15 年新能源汽车产销继续猛增，公司会继续加大客户拓展，销售看好。

- **超级电容 15 年将实现批量销售。**公司超级电容项目进展顺利。用于消费电子产品的炭基超级电容由于技术成熟，下游认证时间较短，在量产后将率先实现批量销售。锂离子超级电容在新能源汽车等领域的应用认证过程较长，15 年主要以完善产品、降低成本和送样测试为主，16 年有望量产销售。
- **超级电容研发费用大幅增加导致公司管理费用增长较快。**公司销售费用基本稳定，管理费用增长较快，主要因研发费用增加 1705.92 万元，同比上升 49.93%。公司在 14 年加大了对超级电容的投入，聘请了 3 个超级电容技术团队导致研发支出增加较多。预计 15 年研发支出会维持在高位。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 2015~2017 年每股收益分别为 0.55 元、0.69 元和 0.80 元，市盈率分别为 34 倍、27 倍和 23 倍。维持“推荐”评级。
- **风险因素：**（1）电子元件行业需求下降；（2）光伏和风力发电装机容量增速不及预期；（3）超级电容进展不及预期。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,155.2	1,322.6	1,525.9	1,729.5
YOY	4.18%	14.49%	15.37%	13.34%
归属母公司净利润	153.6	184.3	230.6	267.7
EPS(元)	0.46	0.55	0.69	0.80
P/E	40.5	33.8	27.0	23.2
P/B	3.9	3.6	3.3	2.9

数据来源：国联证券研究所

**财务报表预测与财务指标**

单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,108.9</b>	<b>1,155.2</b>	<b>1,322.6</b>	<b>1,525.9</b>	<b>1,729.5</b>	现金	553.2	519.1	622.2	753.1	931.1
YOY(%)	14.8%	4.2%	14.5%	15.4%	13.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	845.3	865.1	976.8	1,113.8	1,256.0	应收款项净额	355.5	400.1	419.3	456.2	480.6
营业税金及附加	4.3	7.0	6.6	7.6	8.6	存货	219.9	246.2	281.8	304.4	339.7
销售费用	40.7	41.7	47.6	54.9	62.3	其他流动资产	0.3	11.4	11.4	11.4	11.4
占营业收入比(%)	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	<b>流动资产总额</b>	<b>1,128.9</b>	<b>1,176.9</b>	<b>1,334.7</b>	<b>1,525.2</b>	<b>1,762.8</b>
管理费用	80.6	102.0	105.8	114.4	129.7	固定资产净值	486.5	474.9	508.5	516.1	529.9
占营业收入比(%)	7.3%	8.8%	8.0%	7.5%	7.5%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>152.5</b>	<b>172.8</b>	<b>205.3</b>	<b>255.6</b>	<b>294.9</b>	固定资产净额	486.5	474.9	508.5	516.1	529.9
财务费用	-5.8	-11.3	-12.5	-15.7	-19.7	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.5%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	在建工程	20.9	81.6	60.0	70.0	60.0
资产减值损失	1.1	1.0	1.0	2.0	2.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	13.5	33.4	17.4	19.5	21.0	<b>固定资产总额</b>	<b>507.4</b>	<b>556.6</b>	<b>568.5</b>	<b>586.1</b>	<b>589.9</b>
<b>营业利润</b>	<b>156.0</b>	<b>183.1</b>	<b>214.8</b>	<b>268.3</b>	<b>311.6</b>	无形资产	82.7	81.1	79.1	77.0	75.0
营业外净收入	5.2	2.3	5.0	5.0	5.0	长期股权投资	70.6	89.3	106.8	126.3	147.3
<b>利润总额</b>	<b>161.3</b>	<b>185.3</b>	<b>219.8</b>	<b>273.3</b>	<b>316.6</b>	其他长期资产	29.1	41.0	39.5	37.9	36.4
所得税	22.6	22.7	25.5	31.7	37.0	<b>资产总额</b>	<b>1,818.6</b>	<b>1,944.9</b>	<b>2,128.5</b>	<b>2,352.5</b>	<b>2,611.3</b>
所得税率(%)	14.0%	12.3%	11.6%	11.6%	11.7%	循环贷款	54.8	6.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>138.7</b>	<b>162.6</b>	<b>194.3</b>	<b>241.6</b>	<b>279.7</b>	应付款项	199.7	240.9	276.8	309.9	347.9
占营业收入比(%)	12.5%	14.1%	14.7%	15.8%	16.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	9.5	9.0	10.0	11.0	12.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>129.2</b>	<b>153.6</b>	<b>184.3</b>	<b>230.6</b>	<b>267.7</b>	<b>流动负债</b>	<b>254.5</b>	<b>246.9</b>	<b>276.8</b>	<b>309.9</b>	<b>347.9</b>
YOY(%)	32.1%	18.9%	20.0%	25.1%	16.1%	长期借款	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.39</b>	<b>0.46</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>	<b>0.80</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>主要财务比率</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>负债总额</b>	<b>266.2</b>	<b>261.8</b>	<b>291.6</b>	<b>324.7</b>	<b>362.7</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	96.8	92.9	101.2	111.2	122.2
营业收入	14.8%	4.2%	14.5%	15.4%	13.3%	股东权益	1,552.4	1,683.2	1,836.9	2,027.8	2,248.6
营业利润	-17.3%	17.3%	17.3%	24.9%	16.1%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,818.6</b>	<b>1,944.9</b>	<b>2,128.5</b>	<b>2,352.5</b>	<b>2,611.3</b>
净利润	32.1%	18.9%	20.0%	25.1%	16.1%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	23.8%	25.1%	26.2%	27.0%	27.4%	税后利润	138.7	162.6	194.3	241.6	279.7
净利率(%)	12.5%	14.1%	14.7%	15.8%	16.2%	加: 少数股东损益	9.5	9.0	10.0	11.0	12.0
ROE(%)	8.9%	9.7%	10.7%	12.1%	12.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	8.4%	8.9%	9.6%	10.9%	11.3%	折旧和摊销	53.1	59.7	50.6	53.9	57.8
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	(47.8)	(52.8)	(54.1)	(66.0)	(66.8)
流动比率	4.44	4.77	4.82	4.92	5.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>144.0</b>	<b>169.5</b>	<b>190.7</b>	<b>229.6</b>	<b>270.7</b>
速动比率	3.57	3.72	3.76	3.90	4.06	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	14.6%	13.5%	13.7%	13.8%	13.9%	长期股权投资	(104.2)	(12.4)	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						固定资产投资	(74.1)	(125.1)	(60.0)	(70.0)	(60.0)
总资产周转率	61.0%	59.4%	62.1%	64.9%	66.2%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(174.3)</b>	<b>(124.3)</b>	<b>(55.6)</b>	<b>(65.6)</b>	<b>(55.6)</b>
应收账款周转天数	112.9	118.5	111.2	106.4	98.2	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	95.0	103.9	105.3	99.8	98.7	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.39	0.46	0.55	0.69	0.80	股利分配	60.0	10.4	20.8	33.3	40.5
每股净资产	3.82	4.08	4.39	4.75	5.19	计入循环贷款前融资活动	(51.2)	(1.6)	(8.3)	(18.8)	(22.8)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/(减少)	41.6	(82.0)	36.6	136.9	(119.8)
P/E	48.2	40.5	33.8	27.0	23.2	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(83.7)</b>	<b>(32.0)</b>	<b>(33.0)</b>	<b>(37.2)</b>
P/B	4.3	3.9	3.6	3.3	2.9	<b>现金净变动额</b>	<b>(42.5)</b>	<b>(39.1)</b>	<b>103.1</b>	<b>130.9</b>	<b>178.0</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 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

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

**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
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责条款:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。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。