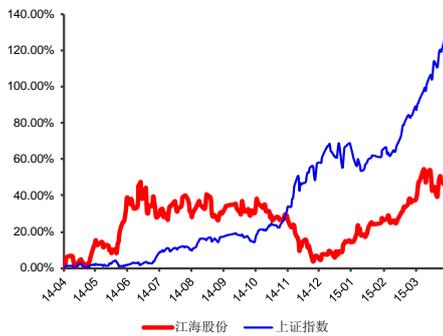


2015年4月28日

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）2014年报点评：
铝电容平稳，15年看新能源薄膜电容
-2015/3/27**
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）2015年一季报点评

事件：4月27日江海股份发布2015年一季报，一季度实现营业收入2.37亿元，同比下降7.14%，归属上市公司净利润1898.9万元，同比下降31.86%，扣非后净利润1901.0万元，同比下降30.18%，基本每股收益0.06元。公司预计1-6月实现净利润同比下降0-40%。

点评：

- **铝电容器下游需求较弱，公司业绩低于预期。**受春节因素影响，一季度一般是公司业绩淡季，收入约占全年收入20%。整个一季度宏观经济偏弱，电子元件行业增速有所下滑。
- **铝电容器一季度下滑10%以上，但二季度已开始好转。**预计一季度公司铝电容器收入同比下滑在10%以上。但从海关数据来看，一季度国内电容器出口金额同比增长3.3%，从3月份开始，增速转正，表明行业有所好转。
- **薄膜电容放量增长仍然可期。**公司新能源薄膜电容市场已经打开，15年放量空间较大。公司目前有四条薄膜电容生产线，春节期间，生产线搬迁到了新厂区，因此一季度收入受到一定影响。公司今年计划扩产到10条生产线，下游需求旺盛。一季度新增光伏装机容量5GW，同比增长156%，全年完成既定17.8GW装机目标概率极大。我们看好公司薄膜电容15年放量空间。
- **超级电容项目稳步推进，15年力争实现销售突破。**公司超级电容项目重点在锂离子电池超级电容，目前下游市场应用范围较广，需求看好，公司正在采购设备，争取15年实现批量销售。
- **一季度毛利率稳定，管理费用增长较快。**公司一季度综合毛利率25%，处于历史高位水平。销售和财务费用保持稳定，受薄膜电容和超级电容研发投入加大，公司管理费用增长较快，比去年同期增长863万，增幅41%。
- **维持“推荐”评级。**基于铝电容器行业整体低迷，以及公司薄膜电容器进度不及预期情况，我们下调公司2015~2017年每股收益至

0.49 元、0.61 元、0.70 元，目前股价对应 PE 为 41、33 和 29 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 | 1,161.8 | 1,284.3 | 1,451.1 |
| YOY | 4.18% | 0.57% | 10.54% | 12.99% |
| 归属母公司净利润 | 153.6 | 164.7 | 201.4 | 233.3 |
| EPS(元) | 0.46 | 0.49 | 0.61 | 0.70 |
| P/E | 43.4 | 40.5 | 33.1 | 28.6 |
| P/B | 4.2 | 3.9 | 3.6 | 3.3 |

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 |
| 营业收入 | 1,108.9 | 1,155.2 | 1,161.8 | 1,284.3 | 1,451.1 | 现金 | 553.2 | 519.1 | 707.1 | 754.8 | 976.7 |
| YOY(%) | 14.8% | 4.2% | 0.6% | 10.5% | 13.0% | 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 | 855.5 | 933.4 | 1,048.2 | 应收款项净额 | 355.5 | 400.1 | 324.1 | 416.2 | 373.0 |
| 营业税金及附加 | 4.3 | 7.0 | 5.8 | 6.4 | 7.3 | 存货 | 219.9 | 246.2 | 216.2 | 275.1 | 262.5 |
| 销售费用 | 40.7 | 41.7 | 45.3 | 47.5 | 53.7 | 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% | 3.9% | 3.7% | 3.7% | 流动资产总额 | 1,128.9 | 1,176.9 | 1,258.8 | 1,457.5 | 1,623.6 |
| 管理费用 | 80.6 | 102.0 | 92.9 | 96.3 | 108.8 | 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 |
| EBIT | 152.5 | 172.8 | 181.7 | 221.1 | 255.0 | 固定资产净额 | 486.5 | 474.9 | 508.5 | 516.1 | 529.9 |
| 财务费用 | -5.8 | -11.3 | -13.6 | -16.8 | -20.3 | 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 占营业收入比(%) | -0.5% | -1.0% | -1.2% | -1.3% | -1.4% | 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 | 固定资产总额 | 507.4 | 556.6 | 568.5 | 586.1 | 589.9 |
| 营业利润 | 156.0 | 183.1 | 192.4 | 234.9 | 272.4 | 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 |
| 利润总额 | 161.3 | 185.3 | 197.4 | 239.9 | 277.4 | 其他长期资产 | 29.1 | 41.0 | 39.5 | 37.9 | 36.4 |
| 所得税 | 22.6 | 22.7 | 22.7 | 27.6 | 32.0 | 资产总额 | 1,818.6 | 1,944.9 | 2,052.6 | 2,284.9 | 2,472.1 |
| 所得税率(%) | 14.0% | 12.3% | 11.5% | 11.5% | 11.6% | 循环贷款 | 54.8 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 138.7 | 162.6 | 174.7 | 212.4 | 245.3 | 应付款项 | 199.7 | 240.9 | 216.1 | 280.4 | 273.5 |
| 占营业收入比(%) | 12.5% | 14.1% | 15.0% | 16.5% | 16.9% | 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 |
| 归属母公司净利润 | 129.2 | 153.6 | 164.7 | 201.4 | 233.3 | 流动负债 | 254.5 | 246.9 | 216.1 | 280.4 | 273.5 |
| YOY(%) | 32.1% | 18.9% | 7.2% | 22.3% | 15.9% | 长期借款 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| EPS (元) | 0.39 | 0.46 | 0.49 | 0.61 | 0.70 | 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 |
| 主要财务比率 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 负债总额 | 266.2 | 261.8 | 231.0 | 295.2 | 288.4 |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | 96.8 | 92.9 | 101.2 | 111.2 | 122.2 |
| 营业收入 | 14.8% | 4.2% | 0.6% | 10.5% | 13.0% | 股东权益 | 1,552.4 | 1,683.2 | 1,821.6 | 1,989.7 | 2,183.7 |
| 营业利润 | -17.3% | 17.3% | 5.1% | 22.1% | 15.9% | 负债和股东权益 | 1,818.6 | 1,944.9 | 2,052.6 | 2,284.9 | 2,472.1 |
| 净利润 | 32.1% | 18.9% | 7.2% | 22.3% | 15.9% | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 现金流量表 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 毛利率(%) | 23.8% | 25.1% | 26.4% | 27.3% | 27.8% | 税后利润 | 138.7 | 162.6 | 174.7 | 212.4 | 245.3 |
| 净利率(%) | 12.5% | 14.1% | 15.0% | 16.5% | 16.9% | 加: 少数股东损益 | 9.5 | 9.0 | 10.0 | 11.0 | 12.0 |
| ROE(%) | 8.9% | 9.7% | 9.6% | 10.8% | 11.4% | 公允价值变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROA(%) | 8.4% | 8.9% | 8.9% | 9.7% | 10.3% | 折旧和摊销 | 53.1 | 59.7 | 50.6 | 53.9 | 57.8 |
| 偿债能力 | | | | | | 营运资金的变动 | (47.8) | (52.8) | 44.9 | (127.5) | 3.3 |
| 流动比率 | 4.44 | 4.77 | 5.82 | 5.20 | 5.94 | 经营活动现金流 | 144.0 | 169.5 | 270.2 | 138.9 | 306.5 |
| 速动比率 | 3.57 | 3.72 | 4.77 | 4.18 | 4.93 | 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产负债率% | 14.6% | 13.5% | 11.3% | 12.9% | 11.7% | 长期股权投资 | (104.2) | (12.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运能力 | | | | | | 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% | 56.6% | 56.2% | 58.7% | 投资活动现金流 | (174.3) | (124.3) | (55.6) | (65.6) | (55.6) |
| 应收账款周转天数 | 112.9 | 118.5 | 96.9 | 115.2 | 90.2 | 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货周转天数 | 95.0 | 103.9 | 92.2 | 107.6 | 91.4 | 长期贷款的增加/(减少) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 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 | 0.49 | 0.61 | 0.70 | 股利分配 | 60.0 | 10.4 | 20.8 | 33.3 | 36.2 |
| 每股净资产 | 3.82 | 4.08 | 4.39 | 4.75 | 5.14 | 计入循环贷款前融资活动 | (51.2) | (1.6) | (8.3) | (17.7) | (17.4) |
| 估值比率 | | | | | | 循环贷款的增加(减少) | 41.6 | (82.0) | 36.6 | 136.9 | (119.8) |
| P/E | 51.6 | 43.4 | 40.5 | 33.1 | 28.6 | 融资活动现金流 | (9.7) | (83.7) | (26.6) | (25.5) | (29.0) |
| P/B | 4.6 | 4.2 | 3.9 | 3.6 | 3.3 | 现金净变动额 | (42.5) | (39.1) | 187.9 | 47.8 | 221.8 |

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。