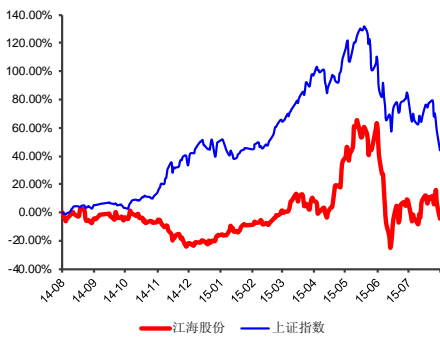


电子元件

2015年8月25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）2015年一季报点评：铝电容下滑，业绩低于预期 -2015/4/28
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年半年报点评

事件：8月24日江海股份发布2015年半年报，上半年公司实现营业收入5.26亿元，同比下降7.24%，归属上市公司净利润6713.3万元，同比下降12.18%，扣非后净利润5144.2万元，同比下降22.87%，基本每股收益0.20元。公司预计1-9月实现净利润同比增长-20%-10%。公司同时发布了非公开发行预案，拟以不低于17.65元/股的价格发行不超过67,988,668股，募集资金12亿元，其中8亿用于超级电容项目建设，4亿用于扩产薄膜电容器项目。

点评：

- **需求疲弱，铝电容器继续下滑。**上半年国内经济增长压力仍大，工业增加值同比增速持续下滑，显示工业需求疲弱，受此影响，电容器行业竞争加剧，产品价格有所下滑，造成公司收入增长乏力，二季度单季收入同比下降7.31%，与一季度增速基本持平。上半年公司电容器收入4.27亿元，同比下降8.88%，化成箔收入同比增长9.11%。电容器毛利率27.70%，比去年同期增加1.44个百分点，原材料价格下降是主因。下半年国内经济难以好转，因此预计公司铝电容器业务收入全年仍将小幅下滑。
- **薄膜电容器继续放量，但市场竞争加剧。**上半年国内新增光伏装机容量7.73GW，同比增长236%，公司薄膜电容器发展产业环境向好。公司上半年薄膜电容器实现收入838.6万元，同比增长370%，但受到春节搬迁及市场竞争加剧的影响，薄膜电容器业务亏损213.8万元。预计下半年，公司薄膜电容器在扩产后，产能将进一步释放，全年收入和盈利都有望大幅增长。
- **定增大幅扩产超级电容及薄膜电容，显示公司超级电容产业化条件已初步成熟，成长空间进一步打开。**我们看好超级电容未来的长期空间，在新能源领域将得到广泛应用，市场规模将达百亿，目前市场格局未定，公司有很大机会。根据公司发布的定增预案，公司计划投资8亿元，新增双电层电容器生产线3条，锂离子电容器生产线5条。预计产能将达到双电层电容器300万Wh/年，锂离子电容

器产能 2500 万 Wh/年。此前公司一直在进行超级电容器的产业化工作，2014 年对双层电容器进行了试生产，锂离子电容器则寻求大幅降低生产成本，上半年公司管理费用同比增长 1500 万，很大一部分就用于超级电容研发工作，此次公司发布扩产计划也表明了公司超级电容器已经产业化条件已经成熟。同时公司将用 4 亿扩产薄膜电容项目，建成年产 100 万只薄膜电容生产线并配套 1800 吨超薄金属化膜，预计项目完成后公司薄膜电容器竞争能力将进一步增强，毛利率也将提升。在公司打造的三大业务板块中，未来超级电容和薄膜电容将是增长主力，本次定增完成后，公司成长空间进一步打开。

- **维持“推荐”评级。** 根据公司超级电容研发费用大幅增加的情况，我们下调公司 2015~2017 年每股收益至 0.45 元、0.52 元、0.64 元，目前股价对应 PE 为 39、34 和 28 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	1,124.9	1,284.3	1,451.1
YOY	4.18%	-2.62%	14.17%	12.99%
归属母公司净利润	153.6	150.8	172.8	213.4
EPS(元)	0.46	0.45	0.52	0.64
P/E	38.6	39.3	34.3	27.8
P/B	3.8	3.5	3.2	3.0

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	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,108.9	1,155.2	1,124.9	1,284.3	1,451.1
YOY(%)	14.8%	4.2%	-2.6%	14.2%	13.0%
营业成本	845.3	865.1	819.4	933.4	1,048.2
营业税金及附加	4.3	7.0	5.6	6.4	7.3
销售费用	40.7	41.7	43.9	47.5	53.7
占营业收入比(%)	3.7%	3.6%	3.9%	3.7%	3.7%
管理费用	80.6	102.0	123.7	128.4	130.6
占营业收入比(%)	7.3%	8.8%	11.0%	10.0%	9.0%
EBIT	152.5	172.8	165.7	189.0	233.3
财务费用	-5.8	-11.3	-13.8	-16.3	-19.3
占营业收入比(%)	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	1.1	1.0	1.0	2.0	2.0
投资净收益	13.5	33.4	17.4	19.5	21.0
营业利润	156.0	183.1	162.5	202.3	249.5
营业外净收入	5.2	2.3	19.0	5.0	5.0
利润总额	161.3	185.3	181.5	207.3	254.5
所得税	22.6	22.7	20.7	23.5	29.2
所得税率(%)	14.0%	12.3%	11.4%	11.3%	11.5%
净利润	138.7	162.6	160.8	183.8	225.4
占营业收入比(%)	12.5%	14.1%	14.3%	14.3%	15.5%
少数股东损益	9.5	9.0	10.0	11.0	12.0
归属母公司净利润	129.2	153.6	150.8	172.8	213.4
YOY(%)	32.1%	18.9%	-1.8%	14.6%	23.5%
EPS (元)	0.39	0.46	0.45	0.52	0.64

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	14.8%	4.2%	-2.6%	14.2%	13.0%
营业利润	-17.3%	17.3%	-11.2%	24.5%	23.4%
净利润	32.1%	18.9%	-1.8%	14.6%	23.5%
获利能力					
毛利率(%)	23.8%	25.1%	27.2%	27.3%	27.8%
净利率(%)	12.5%	14.1%	14.3%	14.3%	15.5%
ROE(%)	8.9%	9.7%	8.9%	9.4%	10.7%
ROA(%)	8.4%	8.9%	8.2%	8.3%	9.7%
偿债能力					
流动比率	4.44	4.77	6.21	4.83	6.09
速动比率	3.57	3.72	5.16	3.81	5.10
资产负债率%	14.6%	13.5%	10.5%	13.8%	11.2%
营运能力					
总资产周转率	61.0%	59.4%	55.6%	56.6%	60.3%
应收账款周转天数	112.9	118.5	93.0	121.3	84.7
存货周转天数	95.0	103.9	87.6	115.2	84.6
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.46	0.45	0.52	0.64
每股净资产	3.82	4.08	4.39	4.75	5.11
估值比率					
P/E	45.9	38.6	39.3	34.3	27.8
P/B	4.1	3.8	3.5	3.2	3.0

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	553.2	519.1	719.6	698.4	951.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	355.5	400.1	302.2	438.1	351.1
存货	219.9	246.2	196.7	294.6	243.0
其他流动资产	0.3	11.4	11.4	11.4	11.4
流动资产总额	1,128.9	1,176.9	1,229.9	1,442.5	1,556.8
固定资产净值	486.5	474.9	508.5	516.1	529.9
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	486.5	474.9	508.5	516.1	529.9
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	20.9	81.6	60.0	70.0	60.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	507.4	556.6	568.5	586.1	589.9
无形资产	82.7	81.1	79.1	77.0	75.0
长期股权投资	70.6	89.3	106.8	126.3	147.3
其他长期资产	29.1	41.0	39.5	37.9	36.4
资产总额	1,818.6	1,944.9	2,023.7	2,269.8	2,405.4
循环贷款	54.8	6.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	199.7	240.9	198.1	298.4	255.5
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	254.5	246.9	198.1	298.4	255.5
长期借款	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
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
负债总额	266.2	261.8	212.9	313.3	270.4
少数股东权益	96.8	92.9	101.2	111.2	122.2
股东权益	1,552.4	1,683.2	1,810.8	1,956.6	2,135.0
负债和股东权益	1,818.6	1,944.9	2,023.7	2,269.8	2,405.4

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	138.7	162.6	160.8	183.8	225.4
加: 少数股东损益	9.5	9.0	10.0	11.0	12.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	53.1	59.7	50.6	53.9	57.8
营运资金的变动	(47.8)	(52.8)	55.8	(173.6)	51.0
经营活动现金流	144.0	169.5	267.2	64.2	334.2
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	(104.2)	(12.4)	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(74.1)	(125.1)	(60.0)	(70.0)	(60.0)
投资活动现金流	(174.3)	(124.3)	(43.4)	(65.6)	(55.6)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	60.0	10.4	20.8	33.3	33.2
计入循环贷款前融资活动	(51.2)	(1.6)	(8.3)	(17.5)	(14.9)
循环贷款的增加(减少)	41.6	(82.0)	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	(9.7)	(83.7)	(23.4)	(19.8)	(25.7)
现金净变动额	(42.5)	(39.1)	200.4	(21.2)	252.9

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。