

2015 年 09 月 01 日

公司研究·证券研究报告

江海股份 (002484.SZ)

动态分析

铝电解电容竞争激烈，期待新产品扩张

投资要点

◆ 公司动态：

公司发布 2015 年中期报告披露 2015 年上半年营业收入实现 5.27 亿元，同比下降 7.24%。2015 年上半年归属于上市公司股东的净利润 6,713 万元，同比下降 12.18%。行业需求减弱，欧元继日元后大幅贬值，直接导致行业竞争加剧和产品销价下降，加之公司持续加大超级电容器等研发投入使公司经营收益下降

公司公布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过 12 亿元，拟用于超级电容器项目和薄膜电容器项目。其中 8 亿元用于超级电容器项目的建设，新增 3 条双电层电容器和 5 条锂离子电容器生产线，预计产能为双电层电容器 300 万 Wh/年，锂离子电容器产能 2,500 万 Wh/年。4 亿元用于薄膜电容器项目的建设，新组建高压薄膜电容器生产线 10 条，形成年产高压大容量薄膜电容器 100 万只的生产能力；新组建金属化镀膜、分切生产线 4 条，形成年产超薄金属化膜 1,800 吨的生产能力。

◆ 点评：

- **海外市场竞争加剧，国内市场稳步攀升：**公司上半年收益下降主要是由于欧元和日元的贬值给竞争对手在产品价格方面带来了竞争压力，公司在国内市场方面维持稳定，随着下半年人民币的贬值，公司在海外市场的竞争力增强，下半年有望回升。
- **薄膜电容产能搬迁完毕扩张有序：**公司逐步完成了薄膜电容器生产基地搬迁与产能扩充计划，上半年作为薄膜电容的生产主体南通新江海动力电子有限公司收入仅 839 万元，预计随着产能逐步释放，薄膜电容器将在 2015 年下半年及 2016 年进入业绩释放期。
- **超级电容：**超级电容器及材料面研发、生产、市场推广顺利，上半年尚未对公司的业绩产生贡献，随着产品的技术水平进一步成熟，预计将会成为公司未来一个重要的增长点。公司本次拟非公开发行募集 12 亿元资金中，有 8 亿拟用于超级电容业务，显示公司在之一领域的扩张决心。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.52、0.61 和 0.72 元。净资产收益率分别为 10.2%、10.8%和 11.5%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 19.90 元，相当于 2015 年至 2017 年 38.0、32.8、27.8 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**宏观经济增长速度放缓影响下游行业需求；电容器市场竞争加剧影响盈利能力；新超级电容器市场推广速度不及预期；

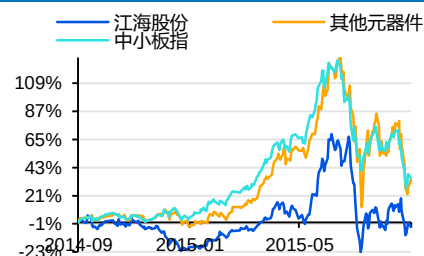
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级 **增持-A(上调)**
6 个月目标价 19.90 元
股价(2015-09-01) 15.82 元

交易数据

总市值 (百万元) 5,850.62
流通市值 (百万元) 5,354.58
总股本 (百万股) 332.80
流通股本 (百万股) 304.58
12 个月价格区间 14.00/30.82 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	16.63	4.18	-30.04
绝对收益	-1.07	-33.28	3.89

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

江海股份：三条业务主线形成，未来超级电容可期 2015-06-14

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1,108.9	1,155.2	1,259.6	1,505.2	1,730.1
同比增长(%)	14.8%	4.2%	9.0%	19.5%	14.9%
营业利润(百万元)	156.0	183.1	205.4	242.6	284.8
同比增长(%)	46.9%	17.3%	12.2%	18.1%	17.4%
净利润(百万元)	129.2	153.6	174.2	202.1	238.1
同比增长(%)	32.1%	18.9%	13.4%	16.0%	17.8%
每股收益(元)	0.39	0.46	0.52	0.61	0.72
PE	45.3	38.1	33.6	28.9	24.6
PB	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8

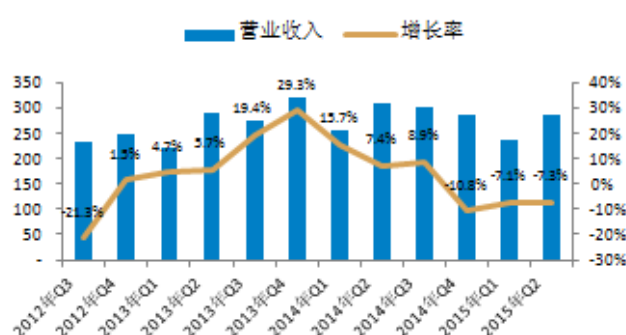
数据来源：贝格数据 华金证券研究所

一、季度业绩点评

公司 2015 年上半年销售收入实现 5.27 亿元，同比下降 7.2%，其中第二季度的销售收入为 2.89 亿元，同比下降 7.3%，上半年行业需求减弱，欧元继日元后大幅贬值，直接导致行业竞争加剧和产品销价下降，加之公司持续加大超级电容器等研发投入使公司经营收益下降。

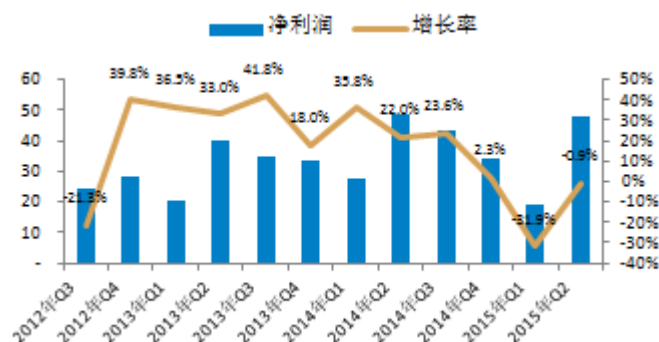
公司 2015 年上半年实现归属母公司股东净利 2015 年上半年公司实现净利润 6,713 万元，同比减少 12.2%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 4,814 万元，同比下降 0.9%。随着公司逐步完成了薄膜电容器生产基地搬迁与产能扩充计划，铝电解电容的业务也逐步稳定，公司业绩在第二季度有所回升。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

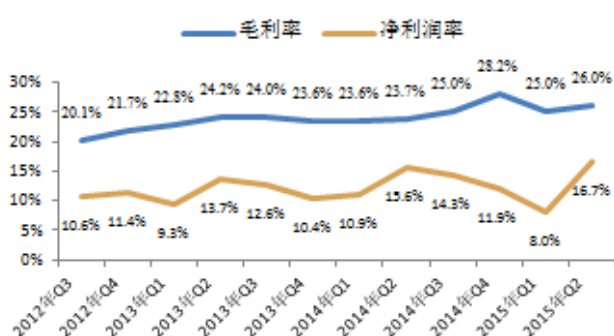
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

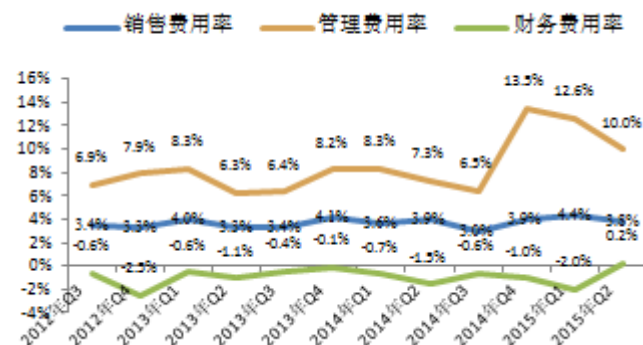
公司 2015 年上半年主营业务毛利率为 25.5%，同比上升 1.9 个百分点，其中第二季度的毛利率为 26.0%，同比上升了 2.3 个百分点，公司的产品结构中毛利率相对较高的工业类铝电解电容以及薄膜电容占比增加使得整体的毛利率水平有所提升。其他经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 4.1%、11.2%、-0.8%，其中第二季度的分别为 3.8%、10.0%、0.2%，管理费用的大幅度提升主要是公司用于薄膜电容、超级电容等新产品的研发费用大幅度提升，上半年研发投入同比提升 87.5%达到了 3,132 万元，预计公司将持续投入新品研发。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



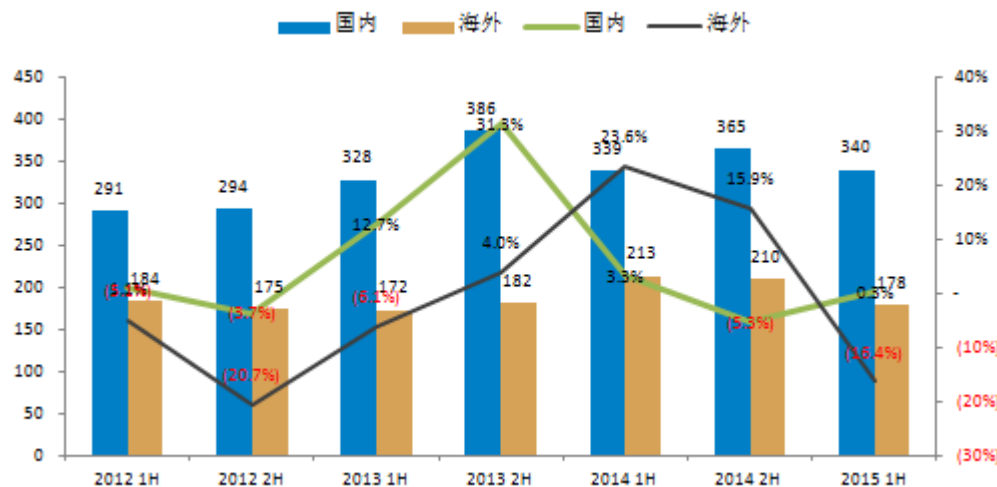
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评

（一）海外市场竞争加剧，国内市场稳步攀升

从国内外市场销售的分部数据看，2015 年上半年海外市场销售收入 1.78 亿人民币，同比下降了 16.4%，而国内市场方面则稳步提升 0.3%。行业主要竞争对手来自日本和欧洲，上半年日元及欧元兑人民币汇率持续走低的情况下，海外市场产品价格也相应下降，因此公司面临较大的竞争压力，随着下半年人民币贬值，公司的出口产品压力将会有所缓解。

图 5：2015 年单月销售收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

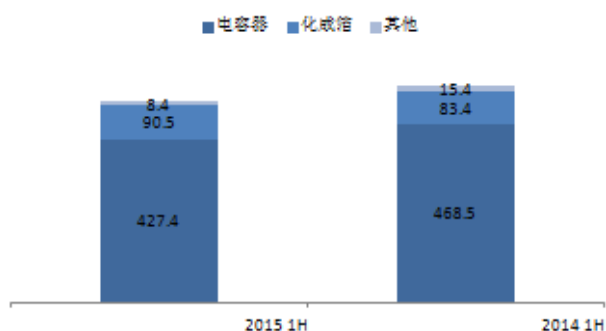
（二）新产品逐步进入投放市场，业绩将迎来释放期

产品细分看，尽管上半年电容器产品的收入有所下降，但是其毛利率水平则获得提升，公司在产品结构方面持续优化，高毛利产品的占比也获得了增加。从公司的规划来看，2015 年上半年薄膜电容器生产线完成了搬迁以及产能扩张的过程，预计 2015 年下半年及 2016 年将会逐步进入业绩释放期。

超级电容器及材料面研发、生产、市场推广顺利，上半年尚未对公司的业绩产生贡献，随着产品的技术水平进一步成熟，以及超级电容在新能源汽车、风电、太阳能等领域的应用前景，预计将会成为公司未来一个重要的增长点。

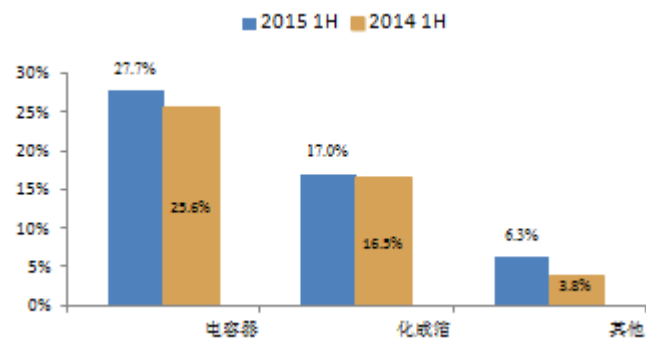
化成箔方面，目前已经形成了内蒙古和陕西两个生产基地，现有化成箔 50 条生产线，其中内蒙 20 条；宝鸡凤翔海源 24 条、海昱 6 条；化成箔自给率达到 70%。我们预计公司未来不会继续投入化成箔产能扩展，而相关产品的盈利能力主要受到当地电价波动的影响，目前预计将维持稳定状态。

图 6：产品收入细分（2015 1H v.s. 2014 1H）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：产品细分毛利率变动（2015 1H v.s. 2014 1H）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）重大事项

公司公布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过 12 亿元，扣除发行费用后拟用于超级电容器项目和薄膜电容器项目。

超级电容项目：公司本次拟将投资 8 亿元用于超级电容器项目的建设。项目将新增 3 条双电层电容器和 5 条锂离子电容器生产线，预计产能为双电层电容器 300 万 Wh/年，锂离子电容器产能 2,500 万 Wh/年。

薄膜电容项目：公司本次拟将投资 4 亿元用于薄膜电容器项目的建设。项目新组建高压薄膜电容器生产线 10 条，形成年产高压大容量薄膜电容器 100 万只的生产能力；新组建金属化镀膜、分切生产线 4 条，形成年产超薄金属化膜 1,800 吨的生产能力。

公司已经确立了传统铝电解电容、薄膜电容、超级电容三大产品线发展的战略，作为新产品薄膜电容已经逐步获得市场的认可，超级电容仍然处于认证阶段，但市场前景广阔，本次增发预案显示了公司在相关领域的技术储备已经达到市场认可的水平，希望借助资本市场的力量尽快将产品付诸生产从而提升公司的竞争力。

三、盈利预测及估值

传统业务铝电解电容市场成熟稳定，随着人民币的贬值，公司面临的出口竞争压力有望有所缓解，预计将能够回到与整体经济增长水平同步的速度。薄膜电容上半年贡献收益有限，随着产能搬迁完成，预计相关生产将进入正常轨道，业绩贡献也将快速增加。超级电容业务今年仍然处于研发投入、产品认证的阶段，2016年之后将逐步进入释放期。

我们预测公司 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.52、0.61 和 0.72 元。净资产收益率分别为 10.2%、10.8%和 11.5%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 19.90 元，相当于 2015 年至 2017 年 38.0、32.8、27.8 倍的动态市盈率。

四、风险提示

宏观经济增长速度放缓影响新能源汽车、风电、太阳能等行业的终端需求及投资；

铝电解电容器及薄膜电容器市场竞争加剧影响盈利能力；

新超级电容器市场推广速度不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,108.9	1,155.2	1,259.6	1,505.2	1,730.1	年增长率					
减:营业成本	845.3	865.1	936.1	1,113.4	1,265.9	营业收入增长率	14.8%	4.2%	9.0%	19.5%	14.9%
营业税费	4.3	7.0	5.9	7.4	9.0	营业利润增长率	46.9%	17.3%	12.2%	18.1%	17.4%
销售费用	40.7	41.7	45.3	54.6	62.5	净利润增长率	32.1%	18.9%	13.4%	16.0%	17.8%
管理费用	80.6	102.0	98.3	119.9	141.9	EBITDA 增长率	46.2%	13.9%	11.9%	22.6%	22.3%
财务费用	-5.8	-11.3	-15.3	-15.0	-13.6	EBIT 增长率	58.0%	14.3%	10.7%	19.7%	19.2%
资产减值损失	1.1	1.0	3.3	4.4	4.6	NOPLAT 增长率	55.6%	16.7%	9.7%	19.6%	19.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.7%	8.9%	-4.7%	38.3%	6.1%
投资和汇兑收益	13.5	33.4	19.5	22.1	25.0	净资产增长率	6.8%	8.4%	8.3%	9.6%	10.3%
营业利润	156.0	183.1	205.4	242.6	284.8						
加:营业外净收支	5.2	2.3	5.5	4.3	4.0	盈利能力					
利润总额	161.3	185.3	210.9	247.0	288.8	毛利率	23.8%	25.1%	25.7%	26.0%	26.8%
减:所得税	22.6	22.7	27.4	32.3	36.9	营业利润率	14.1%	15.8%	16.3%	16.1%	16.5%
净利润	129.2	153.6	174.2	202.1	238.1	净利润率	11.6%	13.3%	13.8%	13.4%	13.8%
						EBITDA/营业收入	18.3%	20.0%	20.6%	21.1%	22.5%
						EBIT/营业收入	13.5%	14.9%	15.1%	15.1%	15.7%
						偿债能力					
						资产负债率	14.5%	13.9%	12.4%	20.6%	19.7%
						负债权益比	17.0%	16.1%	14.1%	26.0%	24.6%
						流动比率	4.46	4.60	5.34	3.75	3.37
						速动比率	3.58	3.64	4.42	2.94	2.71
						利息保障倍数	-25.99	-15.25	-12.40	-15.17	-20.00
						营运能力					
						固定资产周转天数	141	150	136	125	130
						流动营业资本周转天数	113	123	112	116	116
						流动资产周转天数	359	359	360	349	336
						应收帐款周转天数	91	95	93	93	93
						存货周转天数	67	73	68	68	69
						总资产周转天数	562	587	577	550	548
						投资资本周转天数	308	336	314	306	318
						费用率					
						销售费用率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
						管理费用率	7.3%	8.8%	7.8%	8.0%	8.2%
						财务费用率	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-1.0%	-0.8%
						三费/营业收入	10.4%	11.5%	10.2%	10.6%	11.0%
						投资回报率					
						ROE	8.9%	9.7%	10.2%	10.8%	11.5%
						ROA	7.6%	8.3%	8.8%	8.5%	9.2%
						ROIC	15.0%	14.6%	14.7%	18.4%	15.9%
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	0.10	0.10	0.12	0.14
						分红比率	32.2%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	543.2	519.8	714.5	677.3	778.5	EPS(元)	0.39	0.46	0.52	0.61	0.72
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	4.39	4.75	5.15	5.64	6.22
应收帐款	293.3	315.1	333.2	442.1	455.5	PE(X)	45.3	38.1	33.6	28.9	24.6
应收票据	53.3	60.6	47.5	86.1	71.4	PB(X)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
预付帐款	8.8	24.4	2.9	29.2	11.5	P/FCF	344.3	466.7	26.8	-661.0	43.3
存货	219.9	246.2	230.7	339.4	319.0	P/S	5.3	5.1	4.6	3.9	3.4
其他流动资产	2.8	14.6	7.4	8.3	10.1	EV/EBITDA	18.6	19.3	20.1	17.2	13.8
可供出售金融资产	-	12.4	4.1	5.5	7.3	CAGR(%)	15.7%	15.7%	22.2%	15.7%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	2.9	2.4	1.5	1.8	1.6
长期股权投资	70.6	89.3	89.3	89.3	89.3	ROIC/WACC					
投资性房地产	29.0	28.0	28.0	28.0	28.0						
固定资产	486.5	474.9	478.9	566.4	678.9						
在建工程	20.9	81.6	60.8	165.4	217.7						
无形资产	50.1	48.6	46.6	44.6	42.5						
其他非流动资产	37.3	39.0	37.1	37.5	37.6						
资产总额	1,815.7	1,954.6	2,081.0	2,519.1	2,747.5						
短期债务	54.8	6.0	-	112.1	144.2						
应付帐款	174.6	168.1	215.4	237.0	274.4						
应付票据	24.7	72.3	32.7	68.0	64.8						
其他流动负债	-2.4	10.2	2.0	5.3	5.7						
长期借款	3.0	3.0	-	88.1	43.6						
其他非流动负债	8.7	11.9	7.4	9.3	9.5						
负债总额	263.3	271.5	257.4	519.9	542.1						
少数股东权益	92.9	101.2	110.5	123.0	136.8						
股本	208.0	332.8	332.8	332.8	332.8						
留存收益	1,251.5	1,249.2	1,380.3	1,543.4	1,735.8						
股东权益	1,552.4	1,683.2	1,823.6	1,999.2	2,205.4						
现金流量表											
	2013	2014	2015E	2016E	2017E						
净利润	138.7	162.6	174.2	202.1	238.1						
加:折旧和摊销	53.2	60.0	68.9	89.9	117.2						
资产减值准备	0.7	0.9	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	7.1	2.5	-15.3	-15.0	-13.6						
投资损失	-13.5	-30.0	-19.5	-22.1	-25.0						
少数股东损益	9.5	9.0	9.3	12.5	13.8						
营运资金的变动	-37.2	-25.6	36.8	-221.6	72.0						
经营活动产生现金流量	141.0	168.3	254.4	45.8	402.7						
投资活动产生现金流量	-174.3	-124.3	-22.3	-259.3	-256.9						
融资活动产生现金流量	-9.7	-83.7	-37.5	176.3	-44.6						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn