国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

# 业绩初步回暖，薄膜电容增长确定

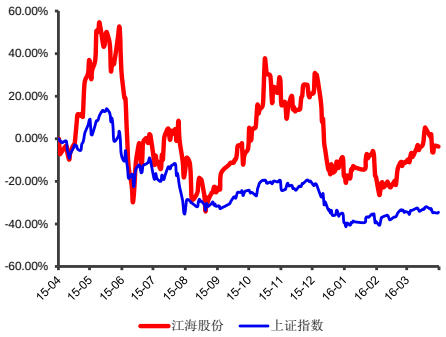
电子元件

2016 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）2015 年报点评：三大业务好转将推动业绩回暖-2015/3/30


**报告作者:**

分析师：马松
执业证书编号：S0590515090002

联系人：马松
电话： 0510-8561-3713
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 一季报点评

**事件:** 4月27日江海股份发布2016年一季报，一季度实现营业收入2.48亿元，同比增长4.54%，归属上市公司净利润2067.2万元，同比增长8.86%，扣非后净利润1853.6万元，同比下降2.49%，基本每股收益0.06元。公司预计上半年归属净利润为6045.6-7720.3万元，同比增长-10%-15%。

**点评:**

- **业绩向好趋势不变。**公司一季度同比收入增速转正，结束了连续 5 个月的下滑，显示铝电解电容有触底迹象。公司铝电容器、薄膜电容器、超级电容器三大业务布局清晰，薄膜电容器和超级电容的放量有望带动公司业绩继续向好。
- **铝电解电容下游需求较弱，充电桩是亮点。**一季度全球智能手机销量同比下滑 1.3%，消费电子领域整体乏力。在公司占比较高的工业用铝电容器受工业增速回落的影响，也处于弱势。16 年充电桩行业投资将大幅增长，确定性最高，公司的铝电解电容向大部分的充电桩企业都有供货，是今年值得期待的增长点。
- **薄膜电容器业务迎来收获期。**公司薄膜电容器业务经过几年的培育期，16 年将步入收获时期。公司薄膜电容定位于新能源领域，光伏、新能源汽车都是重要市场，其中光伏领域收入占比在 50%左右。16 年新增光伏装机容量将达到 20GWh 以上，同比增长 30%多，公司 是阳光电源、科华恒盛等主流逆变器企业的重要供应商，将直接受益。此外在电动汽车控制器领域，公司已经通过汇川认证，新能源汽车用薄膜电容也将有大幅增长。公司 1 月份公告拟收购江苏优普，利用优普在薄膜电容器领域多年的积累，有望快速扩大规模。公司薄膜电容全年预计将实现 6000 万左右收入，初步实现盈利。
- **超级电容器业务中 EDLC 实现批量供货。**公司的 EDLC 在 ETC 收费、智能表、通讯电源、风电变桨系统等领域实现批量供货，特别是风电变桨系统中，已经通过湘电认证，实现批量供货。锂离子超级电容在 AGV 搬运小车、新能源 客车等动力领域的应用正处于推广

阶段，短期看，研发费用的增长会拖累业绩，但长期空间巨大，是公司未来的主要看点。

- **维持“推荐”评级。**我们维持对公司的盈利预测，预计 2016~2018 年每股收益为 0.46 元、0.53 元、0.61 元，目前股价对应 PE 为 44、38 和 33 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 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,091.3 | 1,237.9 | 1,398.3 | 1,569.7 |
| *YOY* | *-5.53%* | *13.43%* | *12.96%* | *12.26%* |
| 归属母公司净利润 | 129.1 | 152.4 | 176.4 | 201.5 |
| EPS(元） | 0.39 | 0.46 | 0.53 | 0.61 |
| P/E | 51.4 | 43.5 | 37.6 | 32.9 |
| P/B | 4.0 | 3.7 | 3.5 | 3.2 |

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 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,155.2** | **1,091.3** | **1,237.9** | **1,398.3** | **1,569.7** |
| *YOY(%)* | *4.2%* | *-5.5%* | *13.4%* | *13.0%* | *12.3%* |
| 营业成本 | 865.1 | 813.5 | 908.8 | 1,026.5 | 1,148.0 |
| 营业税金及附加 | 7.0 | 5.6 | 6.2 | 7.0 | 7.8 |
| 销售费用 | 41.7 | 42.4 | 45.8 | 50.3 | 58.1 |
| *占营业收入比(%)* | *3.6%* | *3.9%* | *3.7%* | *3.6%* | *3.7%* |
| 管理费用 | 102.0 | 126.8 | 139.9 | 151.0 | 164.8 |
| *占营业收入比(%)* | *8.8%* | *11.6%* | *11.3%* | *10.8%* | *10.5%* |
| **EBIT** | **172.8** | **147.5** | **174.2** | **200.5** | **229.0** |
| 财务费用 | -11.3 | -23.4 | -22.9 | -20.3 | -20.1 |
| *占营业收入比(%)* | *-1.0%* | *-2.1%* | *-1.9%* | *-1.5%* | *-1.3%* |
| 资产减值损失 | 1.0 | 1.6 | 3.0 | 5.0 | 6.0 |
| 投资净收益 | 33.4 | 13.2 | 16.0 | 20.0 | 22.0 |
| **营业利润** | **183.1** | **138.0** | **173.1** | **198.8** | **227.2** |
| 营业外净收入 | 2.3 | 18.5 | 14.0 | 17.0 | 19.0 |
| **利润总额** | **185.3** | **156.5** | **187.1** | **215.8** | **246.2** |
| 所得税 | 22.7 | 19.6 | 25.7 | 29.4 | 33.6 |
| *所得税率(%)* | *12.3%* | *12.5%* | *13.7%* | *13.6%* | *13.7%* |
| **净利润** | **162.6** | **136.9** | **161.4** | **186.4** | **212.5** |
| *占营业收入比(%)* | *14.1%* | *12.5%* | *13.0%* | *13.3%* | *13.5%* |
| 少数股东损益 | 9.0 | 7.8 | 9.0 | 10.0 | 11.0 |
| **归属母公司净利润** | **153.6** | **129.1** | **152.4** | **176.4** | **201.5** |
| *YOY(%)* | *18.9%* | *-16.0%* | *18.1%* | *15.7%* | *14.2%* |
| **EPS（元）** | **0.46** | **0.39** | **0.46** | **0.53** | **0.61** |

| 主要财务比率 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | *4.2%* | *-5.5%* | *13.4%* | *13.0%* | *12.3%* |
| 营业利润 | *-17.3%* | *-24.6%* | *25.4%* | *14.8%* | *14.3%* |
| 净利润 | *18.9%* | *-16.0%* | *18.1%* | *15.7%* | *14.2%* |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | *25.1%* | *25.5%* | *26.6%* | *26.6%* | *26.9%* |
| 净利率(%) | *14.1%* | *12.5%* | *13.0%* | *13.3%* | *13.5%* |
| ROE(%) | *9.7%* | *7.7%* | *8.5%* | *9.2%* | *9.8%* |
| ROA(%) | *8.9%* | *7.2%* | *8.0%* | *8.5%* | *9.0%* |
| **偿债能力** | | | | | |
| 流动比率 | *4.77* | *5.01* | *5.35* | *5.08* | *5.10* |
| 速动比率 | *3.72* | *3.93* | *4.20* | *4.06* | *4.03* |
| 资产负债率% | *13.5%* | *13.1%* | *12.9%* | *13.8%* | *13.9%* |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | *59.4%* | *53.4%* | *56.8%* | *59.3%* | *61.9%* |
| 应收账款周转天数 | 118.5 | 146.9 | 140.8 | 131.5 | 126.2 |
| 存货周转天数 | 103.9 | 110.8 | 109.4 | 100.4 | 102.3 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.46 | 0.39 | 0.46 | 0.53 | 0.61 |
| 每股净资产 | 3.82 | 4.08 | 4.39 | 4.75 | 5.04 |
| **估值比率** | | | | | |
| **P/E** | **43.2** | **51.4** | **43.5** | **37.6** | **32.9** |
| P/B | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.5 | 3.2 |

| 资产负债表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金 | 519.1 | 488.9 | 543.1 | 648.1 | 681.7 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项净额 | 400.1 | 469.8 | 511.6 | 539.6 | 582.9 |
| 存货 | 246.2 | 246.9 | 272.5 | 282.4 | 321.8 |
| 其他流动资产 | 11.4 | 15.1 | 15.1 | 15.1 | 15.1 |
| **流动资产总额** | **1,176.9** | **1,220.6** | **1,342.2** | **1,485.2** | **1,601.4** |
| 固定资产净值 | 474.9 | 584.6 | 546.7 | 542.9 | 554.7 |
| 减:资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产净额 | 474.9 | 584.6 | 546.7 | 542.9 | 554.7 |
| 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 81.6 | 24.8 | 65.0 | 87.0 | 120.0 |
| 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **固定资产总额** | **556.6** | **609.4** | **611.7** | **629.9** | **674.7** |
| 无形资产 | 81.1 | 79.3 | 77.2 | 75.2 | 73.1 |
| 长期股权投资 | 89.3 | 93.8 | 109.8 | 129.8 | 151.8 |
| 其他长期资产 | 41.0 | 39.4 | 38.0 | 36.6 | 35.2 |
| **资产总额** | **1,944.9** | **2,042.5** | **2,178.9** | **2,356.6** | **2,536.2** |
| 循环贷款 | 6.0 | 13.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付款项 | 240.9 | 230.7 | 251.1 | 292.3 | 313.8 |
| 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** | **246.9** | **243.7** | **251.1** | **292.3** | **313.8** |
| 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** | **261.8** | **268.4** | **281.6** | **325.8** | **353.3** |
| 少数股东权益 | 92.9 | 101.2 | 96.4 | 105.4 | 115.4 |
| 股东权益 | 1,683.2 | 1,774.1 | 1,897.4 | 2,030.9 | 2,182.9 |
| **负债和股东权益** | **1,944.9** | **2,042.5** | **2,178.9** | **2,356.6** | **2,536.2** |

| 现金流量表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 税后利润 | 162.6 | 136.9 | 161.4 | 186.4 | 212.5 |
| 加：少数股东损益 | 9.0 | 7.8 | 9.0 | 10.0 | 11.0 |
| 公允价值变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 折旧和摊销 | 59.7 | 64.8 | 63.2 | 67.2 | 72.7 |
| 营运资金的变动 | (52.8) | (92.7) | (84.9) | (41.5) | (110.4) |
| **经营活动现金流** | 169.5 | 109.0 | 139.6 | 212.2 | 174.8 |
| 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期股权投资 | (12.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产投资 | (125.1) | (127.3) | (65.0) | (87.0) | (120.0) |
| **投资活动现金流** | (124.3) | (126.9) | (48.3) | (70.6) | (98.9) |
| 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 | 31.2 | 33.3 |
| 计入循环贷款前融资活动 | (47.5) | (1.4) | (7.9) | (15.9) | (16.2) |
| 循环贷款的增加(减少) | (36.2) | (42.3) | 36.6 | 136.9 | (119.8) |
| **融资活动现金流** | (83.7) | (43.7) | (37.2) | (36.6) | (42.3) |
| **现金净变动额** | **(39.1)** | **(46.7)** | **54.2** | **105.0** | **33.6** |

| 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% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业投资评级 | 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。