

江海股份 (002484.SZ)

动态分析

中期业绩维持稳定，期待新产品拓展

投资要点

◆ 公司动态：

公司发布 2016 年中期业绩报告，2016 年上半年营业收入实现 5.59 亿元，同比上升 6.14%，归属于上市公司股东的净利润 6,056 万元，同比下降 9.79%。公司 2016 年上半年在新能源汽车、充电桩等应用领域的销售收入获得增长，但是薄膜电容器的推广不及预期，超级电容器基本完成了送样认证的过程，下半年有望贡献收入增长。

◆ 点评：

➢ **国内市场需求稳定，海外市场面临竞争压力：**2016 年上半年公司国内市场的销售收入同比上升 11.7%，毛利率同比微升 0.1 个百分点为 29.4%，收入稳健成长的情况下，毛利率仍然保持稳定。海外市场销售收入同比下降 6.0%，毛利率同比下降 1.3 个百分点为 18.5%，尽管人民币的贬值为公司减轻了在海外市场竞争中的部分压力，但是在全球市场需求不足的情况下，仍然绵连较强的海外竞争压力。我们认为，作为基础元器件产品的市场需求基本能够维持稳健，产品的价格竞争力需要通过改善生产经营环节来实现。

➢ **产品分部毛利率保持稳定，经营费用率小幅增加：**从产品细分来看，电容器和化成箔的毛利率分别下降 0.1 个百分点和上升 1.5 个百分点，尽管面临着市场的价格竞争压力，但是公司在原材料方面的成本控制仍然维持了电容器利润率的稳定，而化成箔在受益于电价的下调。经营费用率方面销售费用率和管理费用率均有小幅度的增加，汇兑收益的提升则增加了财务收入的上升。

➢ **业绩指引显示公司仍然面临竞争压力：**公司预计 2016 年前三季度的归属母公司股东净利润增长空间在-10%~10%之间，我们认为公司新产品薄膜电容器和超级电容的市场渠道扩张将会是未来的业绩主要的增长点，目前仍然处于客户认证和拓展的过程，因此在业绩方面仍然面临压力。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.27、0.32 和 0.39 元。净资产收益率分别为 7.3%、8.0%和 9.1%，给予买入-B 评级，6 个月目标价为 19.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 71.1、60.0、49.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**电容器市场竞争加剧影响公司盈利能力；超级电容产品的增长速度不及预期；收购苏州优普后面临整合挑战。

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级 **买入-B(维持)**

6 个月目标价 19.20 元

股价(2016-08-25) 14.94 元

交易数据

总市值 (百万元) 7,955.25

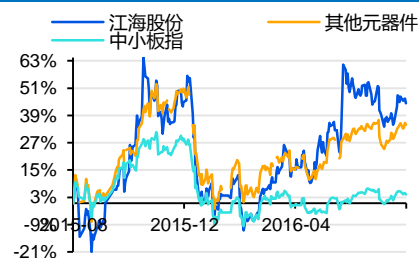
流通市值 (百万元) 7,313.22

总股本 (百万股) 532.48

流通股本 (百万股) 489.51

12 个月价格区间 10.90/27.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.45	9.48	22.16
绝对收益	-4.72	17.64	23.17

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：一季度营收净利小幅上升，经营企稳，新品可期 2016-04-29

江海股份：2015 年业绩受到竞争压力，期待新品带来扩张 2016-03-31

江海股份：三季报业绩受制于研发投入，期待超级电容 2015-10-28

江海股份：铝电解电容竞争激烈，期待新产品扩张 2015-09-02

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,155.2	1,091.3	1,176.7	1,291.5	1,510.4
同比增长(%)	4.2%	-5.5%	7.8%	9.8%	17.0%
营业利润(百万元)	183.1	138.0	168.3	196.3	242.7
同比增长(%)	17.3%	-24.6%	21.9%	16.7%	23.6%
净利润(百万元)	153.6	129.1	144.7	169.8	209.7
同比增长(%)	18.9%	-16.0%	12.1%	17.3%	23.5%
每股收益(元)	0.29	0.24	0.27	0.32	0.39
PE	51.8	61.6	55.0	46.9	37.9
PB	5.0	4.7	4.0	3.7	3.5

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评.....	4
二、经营状况点评.....	5
(一) 国内业务稳步推进，海外市场面临竞争压力.....	5
(二) 产品细分收入基本持平，毛利率略有恢复.....	5
(三) 业绩指导：公司经营业绩仍然面临挑战.....	6
三、盈利预测及估值.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动.....	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动.....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）.....	5
图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）.....	5
图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）.....	5
图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）.....	5

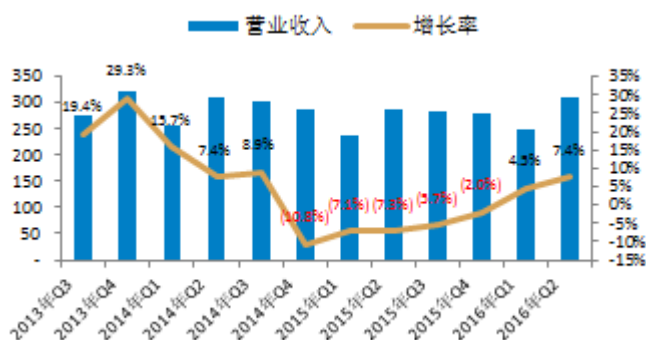
未找到图形项目表。

一、季度业绩点评

公司 2016 年上半年销售收入实现 5.59 亿元，同比上升 6.14%，其中第二季度的销售收入为 3.11 亿元，同比上升 7.45%，上半年公司业务层面喜忧参半，传统电容器方面充电桩、电动汽车市场需求增速最快，变频器、UPS、通讯电源等行业需求平稳；消费类的变频空调、白色家电等市场需求较同期增加，竞争激烈、以价换量成为新常态。工业类 snap-in 产品订单较多，生产安排较紧；小型产品仍处于整合、提高效率的过程中，化成箔产销量和效益下降，腐蚀箔基本持平。薄膜电容器上半年经营进展不及预期，新客户认定过程中出现的问题目前已得到解决。超级电容器处于规模试生产和给用户送样、试验、认定工作中，下半年有望开始批量销售。

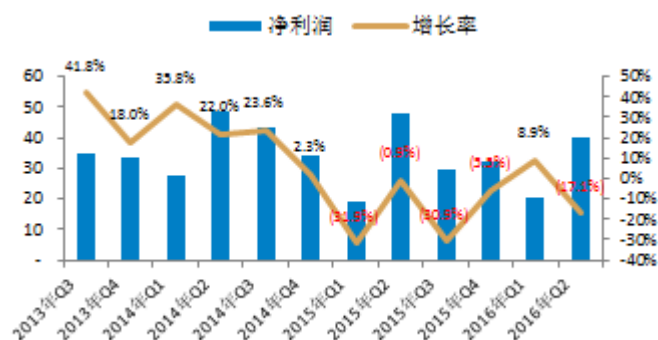
公司 2016 年上半年实现归属母公司股东净利润 6,056 万元，同比下降 9.79%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3,989 万元，同比下降 17.1%。高端新产品市场拓展仍然低于预期是公司盈利无法提升的主要原因。

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

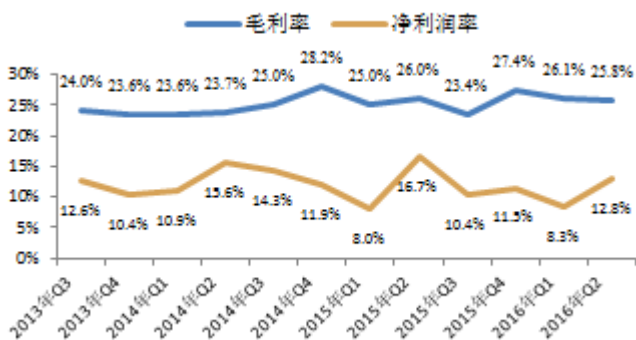
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

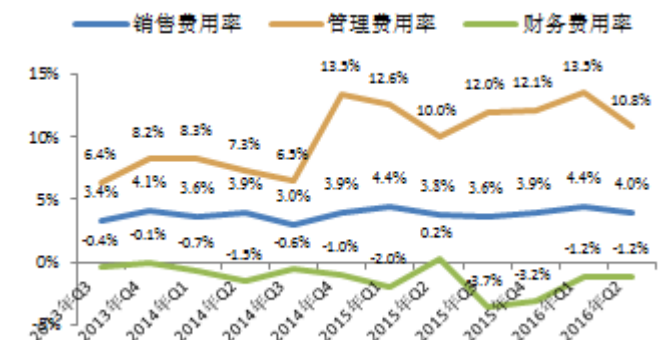
公司 2016 年上半年主营业务毛利率为 25.9%，同比上升 0.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 25.8%，同比下降 0.2 个百分点，尽管面临的竞争压力，但是公司在原材料方面成本控制的有效提升，使得公司保持了稳定的盈利能力。其他经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 4.2%、12.0%、-1.2%，其中第二季度的分别为 4.0%、10.8%、-1.2%，经营费用率水平小幅增加部分影响了净利润率的水平，汇兑收益增加了财务收益。

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



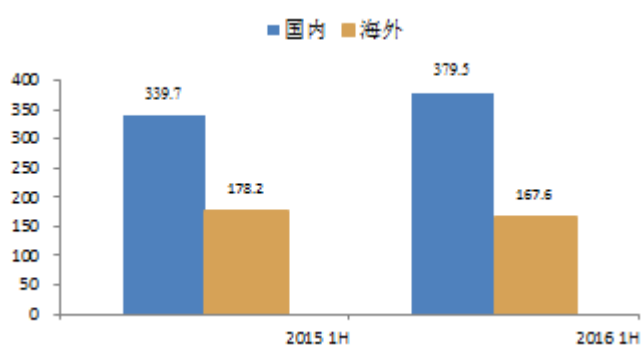
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评

(一) 国内业务稳步推进，海外市场面临竞争压力

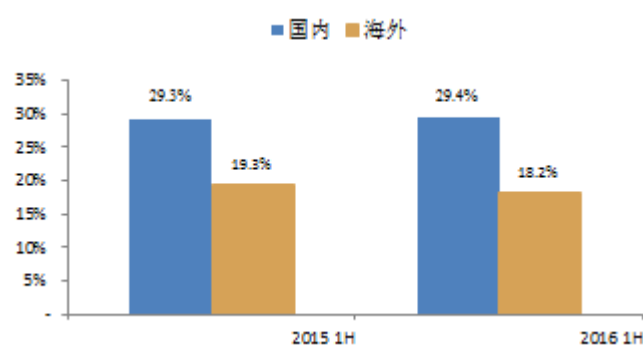
2016 年上半年，公司国内市场的销售收入为 3.79 亿元，同比上升 11.7%，毛利率水平为 29.4%，同比上升 0.1 个百分点，从公司的收入及盈利情况看，国内市场的渠道拓展及市场推广较为有效，得益于新能源汽车市场的增长。海外市场销售收入 1.68 亿人民币，同比下降 6.0%，毛利率同比下降 1.1 个百分点为 18.2%，尽管人民币的贬值为公司在出口端的压力部分减轻，但是市场竞争状况仍然激烈。

图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



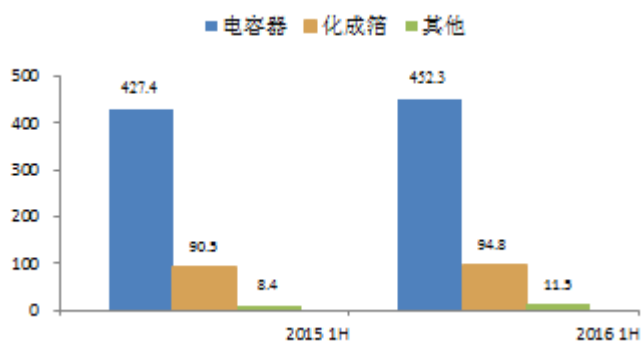
资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 产品细分收入基本持平，毛利率略有恢复

产品细分看，电容器产品仍然是公司的主要收入来源，上半年电容器销售收入为 4.52 亿元，收入占比为 81.0%，基本持平。化成箔业务销售收入 9,479 万元，同比增长 4.8%，主要业务分部收入基本维持了稳定的状态。

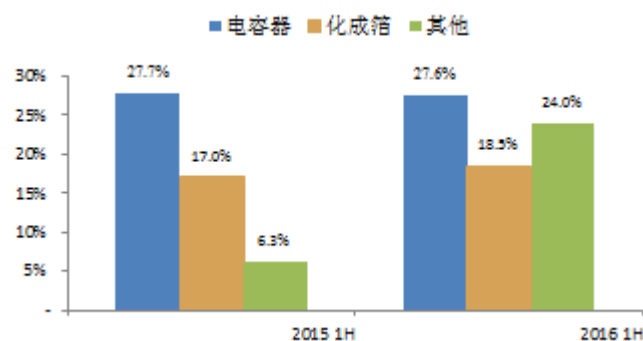
公司电容器产品的毛利率同比下降 0.1 个百分点为 27.6%，市场竞争带来的产品价格的压力是毛利率下降的主要原因。化成箔业务的毛利率提升 1.5 个百分点为 18.5%，主要生产基地的电费价格下降带来的化成箔成本下降是提升毛利率的主要原因。

图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

(三) 业绩指导：公司经营业绩仍然面临挑战

公司预计在 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-10%~10%，与中期业绩下滑 9.79%的净利润增速基本相当，公司在传统产品领域内仍然能够保持其市场有效的竞争力，而未来包括薄膜电容器和超级电容器的需求成长将会成为公司新的盈利增长点。

三、盈利预测及估值

我们预计公司在传统的铝电解电容器领域仍然能够保持稳定的收益,化成箔方面需求也保持稳定,未来随着薄膜电容器的扩张和超级电容器认证完成后的订单增加,公司的营收增长有望加快,新产品的盈利能力高于传统产品,也有利于公司整体利润率的增长。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.27、0.32 和 0.39 元。净资产收益率分别为 7.3%、8.0%和 9.1%,给予买入-B 评级,6 个月目标价为 19.20 元,相当于 2016 年至 2018 年 71.1、60.0、49.2 倍的动态市盈率。

四、风险提示

电容器市场竞争加剧影响公司盈利能力；

超级电容产品的增长速度不及预期；

收购苏州优普后面临整合挑战。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,155.2	1,091.3	1,176.7	1,291.5	1,510.4
减:营业成本	865.1	813.5	880.8	947.0	1,081.0
营业税费	7.0	5.6	5.9	7.0	7.8
销售费用	41.7	42.4	43.8	48.3	57.2
管理费用	102.0	126.8	108.7	127.8	154.8
财务费用	-11.3	-23.4	-13.7	-17.2	-18.9
资产减值损失	1.0	1.6	2.8	4.5	4.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	33.4	13.2	20.0	22.2	18.5
营业利润	183.1	138.0	168.3	196.3	242.7
加:营业外净收支	2.3	18.5	8.7	9.8	12.3
利润总额	185.3	156.5	176.9	206.1	255.0
减:所得税	22.7	19.6	22.9	25.9	32.3
净利润	153.6	129.1	144.7	169.8	209.7

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	519.8	487.9	978.6	813.8	1,155.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	315.1	366.0	283.1	449.8	427.9
应收票据	60.6	76.1	43.7	96.5	72.5
预付帐款	24.4	27.7	7.9	37.2	17.6
存货	246.2	246.9	232.6	300.7	316.8
其他流动资产	14.6	16.6	11.3	14.2	14.0
可供出售金融资产	12.4	12.4	8.2	11.0	10.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	89.3	93.8	93.8	93.8	93.8
投资性房地产	28.0	26.7	26.7	26.7	26.7
固定资产	474.9	584.6	570.2	555.7	537.7
在建工程	81.6	24.8	37.4	43.7	46.8
无形资产	48.6	46.8	44.7	42.7	40.6
其他非流动资产	39.0	41.0	38.8	39.3	39.6
资产总额	1,954.6	2,051.1	2,377.2	2,525.0	2,800.1
短期债务	6.0	13.0	-	-	-
应付帐款	168.1	184.2	180.5	212.0	242.7
应付票据	72.3	45.2	82.0	44.5	107.7
其他流动负债	10.2	9.9	5.8	9.0	8.5
长期借款	3.0	3.0	-	-	-
其他非流动负债	11.9	21.7	14.1	15.9	17.2
负债总额	271.5	277.1	282.5	281.4	376.1
少数股东权益	101.2	96.4	105.7	116.1	129.1
股本	332.8	332.8	532.5	532.5	532.5
留存收益	1,249.2	1,344.9	1,456.6	1,595.2	1,762.5
股东权益	1,683.2	1,774.1	2,094.7	2,243.7	2,424.0

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	162.6	136.9	144.7	169.8	209.7
加:折旧和摊销	60.0	65.1	63.8	70.2	76.9
资产减值准备	0.9	1.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.5	-14.3	-13.7	-17.2	-18.9
投资损失	-30.0	-13.2	-20.0	-22.2	-18.5
少数股东损益	9.0	7.8	9.3	10.4	13.0
营运资金的变动	-25.6	-46.4	178.5	-321.5	143.9
经营活动产生现金流量	168.3	123.3	362.7	-110.5	406.1
投资活动产生现金流量	-124.3	-126.9	-35.9	-40.6	-41.1
融资活动产生现金流量	-83.7	-43.7	163.9	-13.7	-23.5

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	4.2%	-5.5%	7.8%	9.8%	17.0%
营业利润增长率	17.3%	-24.6%	21.9%	16.7%	23.6%
净利润增长率	18.9%	-16.0%	12.1%	17.3%	23.5%
EBITDA 增长率	13.9%	-22.5%	21.8%	14.1%	20.6%
EBIT 增长率	14.3%	-33.3%	34.9%	15.8%	25.0%
NOPLAT 增长率	16.7%	-33.5%	34.3%	16.3%	24.8%
投资资本增长率	8.9%	11.5%	-14.3%	28.9%	-11.6%
净资产增长率	8.4%	5.4%	18.1%	7.1%	8.0%
盈利能力					
毛利率	25.1%	25.5%	25.1%	26.7%	28.4%
营业利润率	15.8%	12.6%	14.3%	15.2%	16.1%
净利润率	13.3%	11.8%	12.3%	13.1%	13.9%
EBITDA/营业收入	20.0%	16.4%	18.6%	19.3%	19.9%
EBIT/营业收入	14.9%	10.5%	13.1%	13.9%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	13.5%	11.9%	11.1%	13.4%
负债权益比	16.1%	15.6%	13.5%	12.5%	15.5%
流动比率	4.60	4.84	5.80	6.45	5.58
速动比率	3.64	3.86	4.94	5.32	4.70
利息保障倍数	-15.25	-4.89	-11.32	-10.40	-11.83
营运能力					
固定资产周转天数	150	175	177	157	130
流动营业资本周转天数	123	149	123	131	134
流动资产周转天数	359	396	425	456	443
应收帐款周转天数	95	112	99	102	105
存货周转天数	73	81	73	74	74
总资产周转天数	587	661	677	683	635
投资资本周转天数	336	393	356	343	311
费用率					
销售费用率	3.6%	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%
管理费用率	8.8%	11.6%	9.2%	9.9%	10.3%
财务费用率	-1.0%	-2.1%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
三费/营业收入	11.5%	13.4%	11.8%	12.3%	12.8%
投资回报率					
ROE	9.7%	7.7%	7.3%	8.0%	9.1%
ROA	8.3%	6.7%	6.5%	7.1%	8.0%
ROIC	14.6%	8.9%	10.7%	14.6%	14.1%
分红指标					
DPS(元)	0.06	0.06	0.05	0.06	0.08
分红比率	21.7%	25.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.29	0.24	0.27	0.32	0.39
BVPS(元)	2.97	3.15	3.74	4.00	4.31
PE(X)	51.8	61.6	55.0	46.9	37.9
PB(X)	5.0	4.7	4.0	3.7	3.5
P/FCF	634.6	1,138.7	25.8	-56.5	21.5
P/S	6.9	7.3	6.8	6.2	5.3
EV/EBITDA	19.3	45.7	32.2	28.9	22.9
CAGR(%)	3.5%	17.6%	3.6%	3.5%	17.6%
PEG	14.9	3.5	15.4	13.5	2.2
ROIC/WACC					

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