

艾华集团 (603989)

公司研究/简评报告

中报业绩符合预期，布局中高端产品产能

简评报告/电子元器件

2017年08月22日

一、事件概述

近期，艾华集团发布2017年半年报：(1) 2017年上半年实现营收81526.05万元，同比增长17.22%；归属于上市公司股东的净利润15478.73万元，同比增长15.96%；扣非后归母净利润为12982.86万元，同比增长24.91%；EPS为0.516元，扣非EPS为0.43元；(2) 子公司四川艾华电子有限公司与四川罗江经济开发区管理委员会签订投资协议。

二、分析与判断

➤ 中报业绩符合预期，毛利率明显改善，产业链一体化优势显著

1、(1) 公司综合毛利率为35.51%，同比上升1.56个百分点。(2) 期间费用率为15.32%，同比上升0.70个百分点。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为7.06%/7.90%/0.37%，分别上升0.22个百分点，下降0.21个百分点，上升0.70个百分点。

2、公司二季度营业收入43861.42万元，同比上升13.72%，综合毛利率为35.84%，同比上升3.89个百分点，归母净利润为7840万元，同比下降0.41%。期间费用率为15.09%，同比上升3.44个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为6.8%/8.46%/0.55%，分别下降0.17个百分点，上升2.48个百分点，上升1.14个百分点。

3、公司业绩同比上升的主要原因：1) 铝电解电容器产品销售稳步增长，产品结构持续优化，中高端产品占比进一步提升；2) 降本增效措施的效果进一步显现，腐蚀箔、化成箔等原材料成本结构持续优化，毛利率明显改善。

4、我们认为，公司多年在国内铝电解电容器行业排名首位，整体全球排名第六，节能照明类铝电解电容产销量全球排名第一，拥有产业链一体化、优异的品质管控能力、品牌等竞争优势，能为客户提供优质产品和专业解决方案。随着腐蚀箔、化成箔等关键原材料持续扩产以及可转债募投项目推进，中高端铝电解电容器产品营收占比将持续提升，下游应用领域将进一步拓展。

➤ 下游需求持续扩张，受益铝电容等被动元件涨价，中高端产品国产替代空间广

1、公司铝电解电容器主要用于节能照明、其他消费、工业等领域。中国已成为全球LED灯节能照明生产大国，产量占全球80%以上，根据“十三五”规划，LED照明产值到2020年将提升至5400亿元。据国际电子商情网站消息，受下半年智能手机备货以及新能源汽车进入销量旺季影响，加上日系企业退出部分产能、原材料成本上涨，MLCC、铝电容、片式电阻等被动元件涨价。

2、目前国产的铝电解电容器以中低端为主，叠层片式固态铝电解电容器(MLPC)、牛角式工业电容器等高端产品主要从日系厂商进口。以松下为例，松下MLPC月产量为2亿只，处于行业领导地位。艾华集团、福建国光电子科技股份有限公司等少数企业月产量仅为200万~300万只，国产替代空间广阔。

3、我们认为，铝电解电容器国产替代空间广，随着LED照明等下游需求增长以及铝电容等被动元件涨价，公司将有望受益。

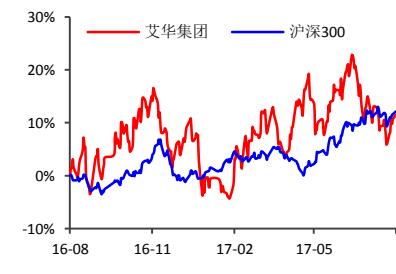
强烈推荐 首次评级

合理估值： 38.85-44.4元

交易数据 2017-8-21

收盘价(元)	36.81
近12个月最高/最低	40.97/30.64
总股本(百万股)	300
流通股本(百万股)	84
流通股比例(%)	28
总市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	31

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind, 民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号：S0100516050001

电话：010-85127512

邮箱：zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号：S0100116080101

电话：010-85127512

邮箱：huduwei@mszq.com

相关研究

➤ 拟公开发行可转债，布局中高端铝电解电容器，实现进口替代

1、报告期内，公司拟公开发行可转债募集资金总额不超过 6.91 亿元，主要用于引线式铝电解电容器升级及扩产项目、牛角式铝电解电容器扩产项目、叠层片式固态铝电解电容器生产项目、新疆中高压化成箔生产线扩产项目。上述项目达产后，牛角式铝电解电容器产量规模由月产 65 万只提高到月产 400 万只，MLPC 产品规模由月产 400 万只提高到月产 3000 万只。

2、固态铝电容器采用导电率高、热稳定性好的高分子材料取代传统电解质，与普通液态铝电解电容器相比，有可靠性高、使用寿命长，高频、低阻抗、耐特大纹波电流等特性，有利于电子产品的集成化和小型化。随着消费升级和电子信息产业发展，固态高分子电容器应用领域不断扩大。

3、我们认为，国内本土高端铝电解电容还大量依赖进口，公司高分子固态铝电解电容器性能优异，随着可转债项目持续推进，公司将实现产品结构优化、中高端产品产能提升、盈利能力提升等目的。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.11 元、1.56 元、2.10 元，考虑到公司在国内铝电解电容器行业的领军地位，可给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，未来 6 个月的合理估值为 38.85~44.40 元，首次评级，给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、下游需求不及预期；2、募投项目进度不及预期；3、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,554	1,876	2,497	3,217
增长率（%）	18.7%	20.7%	33.1%	28.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	264	333	467	631
增长率（%）	17.1%	25.9%	40.2%	35.1%
每股收益（元）	0.88	1.11	1.56	2.10
PE（现价）	41.8	33.2	23.7	17.5
PB	6.2	5.2	4.3	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,554	1,876	2,497	3,217
营业成本	1,012	1,203	1,600	2,036
营业税金及附加	16	19	25	32
销售费用	99	120	150	177
管理费用	138	163	200	257
EBIT	289	371	522	715
财务费用	(7)	(4)	(13)	(19)
资产减值损失	13	5	8	12
投资收益	26	18	21	20
营业利润	308	389	547	741
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	312	394	552	747
所得税	49	61	86	116
净利润	264	333	467	631
归属于母公司净利润	264	333	467	631
EBITDA	351	435	586	779
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	148	393	749	1218
应收账款及票据	524	541	730	948
预付款项	11	27	30	40
存货	243	302	393	504
其他流动资产	721	721	721	721
流动资产合计	1652	1985	2618	3416
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	484	492	498	505
无形资产	25	24	22	20
非流动资产合计	632	621	613	602
资产合计	2285	2605	3231	4018
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	407	384	526	663
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	449	437	596	752
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	467	454	613	770
股本	300	300	300	300
少数股东权益	36	36	36	36
股东权益合计	1818	2151	2618	3248
负债和股东权益合计	2285	2605	3231	4018

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.7%	20.7%	33.1%	28.8%
EBIT 增长率	10.6%	28.6%	40.7%	36.8%
净利润增长率	17.1%	25.9%	40.2%	35.1%
盈利能力				
毛利率	34.9%	35.9%	35.9%	36.7%
净利润率	17.0%	17.7%	18.7%	19.6%
总资产收益率 ROA	11.6%	12.8%	14.5%	15.7%
净资产收益率 ROE	14.8%	15.7%	18.1%	19.6%
偿债能力				
流动比率	3.7	4.5	4.4	4.5
速动比率	3.1	3.9	3.7	3.9
现金比率	0.3	0.9	1.3	1.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	99.5	96.5	97.5	97.2
存货周转天数	86.0	91.5	89.7	90.3
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.11	1.56	2.10
每股净资产	5.94	7.05	8.60	10.71
每股经营现金流	1.19	0.91	1.29	1.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41.8	33.2	23.7	17.5
PB	6.2	5.2	4.3	3.4
EV/EBITDA	31.0	24.5	17.6	12.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	264	333	467	631
折旧和摊销	75	68	72	77
营运资金变动	31	(105)	(127)	(185)
经营活动现金流	357	273	386	498
资本开支	135	46	51	49
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(68)	(28)	(30)	(29)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(212)	0	0	0
现金净流量	76	245	356	469

分析师与研究助理简介

郑平, TMT组组长。中国人民大学管理学博士, 中国石油大学商学院MBA导师, 中央民族大学创业导师; 拥有近十年TMT领域研究经验, 2016年加盟民生证券。

胡独巍, 电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士, 北京大学微电子学学士, 2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 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, 特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101; 200122

深圳: 深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层; 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。