

2017年08月31日

江海股份 (002484.SZ)

动态分析

中期业绩大幅增长，产品线日趋丰富合理

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 7.39 亿元，同比上升 32.3%，毛利率 25.2%，同比下降 0.7 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 8,815 万元，同比上升 45.6%，每股收益 0.1081 元，同比上升 23.5%。第二季度单季度实现销售收 4.04 亿元，同比上升 30.1%，归属上市公司股东净利润 5,895 万元，同比上升 47.8%。

点评：

➢ **营收净利双增长，贴近客户赢得市场**：公司上半年营收增长 32.3%，净利润增长 45.6%，实现营业收入和净利润的双增长。公司上半年把握了优势产品高压大型电容器市场需求旺盛的机会，扩大了市场占有率和覆盖率，秉承“越贴近客户就越能赢得市场”的营销理念，与一些战略用户形成超越供需关系的利益共同体，有效提升了净利润的增长潜力，取得了上半年业绩稳定高速增长的好成绩。

➢ **材料好电容器才好，产业链优势造就盈利增长**：上半年公司主营业务毛利率小幅波动，产品结构变化以及成本波动是主要因素。薄膜电容、超级电容持续推进，但产能利用率尚未完全释放，铝电解电容器的占比较高，因此整体毛利率下降 1.5 个百分点，但仍然基本维持较高水平。而公司自制的化成箔、腐蚀箔类产品，因技术水平先进，外销比例增加，毛利率有所提升。费用率方面，尽管由于汇兑损益导致财务费用大幅上升的，但是公司在管理效率方面的提升还是使得三项费用率总水平下降 1.2 个百分点，进而使得净利润增速高于收入增速。

➢ **超级电容器取得积极进展，薄膜电容器量产创利**：公司预计前三季度的净利润同比变化为 20%~50%，与中期业绩 45.6% 的净利润增速基本相当。上半年，铝电解电容器、薄膜电容器等产品仍然保持公司的主要收入来源，湖北海成电子小型铝电解电容器项目取得积极进展，焊针式铝电解电容器扩产 30%。薄膜电容器也进入量产创利阶段，正在高速发展。此外，公司在半年报中对备受期待的超级电容器报喜，锂离子超级电容器在在车辆、风电、数据中心、智能电网、军工等多个应用领域进展顺利，奠定大规模应用基础。公司致力于打造的铝电解电容、薄膜电容、超级电容“三大产品群”已初见雏形。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.26、0.29 和 0.36 元。净资产收益率分别为 6.8%、7.2%和 8.3%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 11.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 44.6、40.0 和 32.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：市场竞争加剧影响公司盈利能力；薄膜和超级电容市场推广低于预期；人民币汇率波动影响公司竞争力。

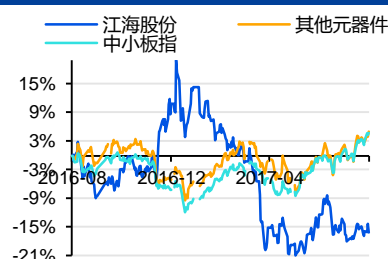
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级 **买入-B(上调)**
 6 个月目标价 11.60 元
 股价(2017-08-30) 9.49 元

交易数据

总市值 (百万元) 7,735.83
 流通市值 (百万元) 6,054.15
 总股本 (百万股) 815.16
 流通股本 (百万股) 637.95
 12 个月价格区间 8.71/18.03 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.49	-10.25	-18.59
绝对收益	-2.06	3.15	-13.65

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

江海股份：2016 年营收利润稳步增长，新产品值得期待 2017-04-05

江海股份：三季报营收稳定，季度盈利能力提升 2016-10-28

江海股份：中期业绩维持稳定，期待新产品拓展 2016-08-26

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

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,091.3	1,223.6	1,627.8	2,094.5	2,593.5
同比增长(%)	-5.5%	12.1%	33.0%	28.7%	23.8%
营业利润(百万元)	138.0	162.3	234.3	271.3	338.5
同比增长(%)	-24.6%	17.6%	44.4%	15.8%	24.8%
净利润(百万元)	129.1	149.0	212.3	240.3	296.2
同比增长(%)	-16.0%	15.5%	42.5%	13.2%	23.3%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.26	0.29	0.36
PE	59.9	51.9	36.4	32.2	26.1
PB	4.6	2.6	2.5	2.3	2.2

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：营收净利同步快速增长，行业向好.....	4
二、经营状况点评：薄膜电容器放量，三大产品群初见雏形	5
（一）外销业务毛利率上升，国内市场快速增收	5
（二）超级电容器取得积极进展，薄膜电容器量产创利	5
（三）业绩指导：传统铝电解电容器持续扩张，超级电容器进展积极	6
三、投资建议.....	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（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：营收净利同步快速增长，行业向好

公司 2017 年上半年销售收入实现 7.39 亿元，同比上升 32.3%，其中第二季度的销售收入为 4.04 亿元，同比上升 30.1%。第二季度营收增速略低于上半年整体增速，公司上半年把握了优势产品高压大型电容器市场需求旺盛的机会，扩大了市场占有率和覆盖率，实现了营收的稳定快速增长。

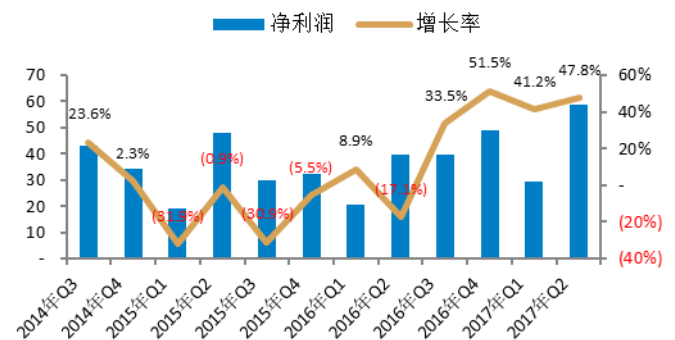
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 8,815 万元，同比上升 45.6%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 5,895 万元，同比上升 47.8%。公司秉承“越贴近客户就越能赢得市场”的营销理念，不断完善的全球营销网络，和众多国际国内知名品牌建立长期稳固的良好合作，并与一些战略用户形成超越供需关系的利益共同体，有效提升了净利润的增长潜力，上半年净利润的高速增长表明营销理念奏效。

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

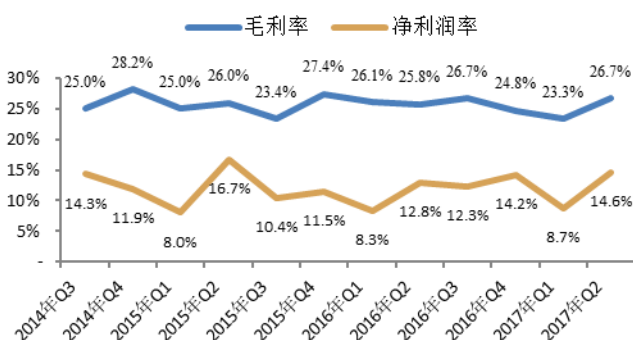


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 25.2%，同比下降 0.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 26.7%，同比上升 0.9 个百分点。上半年公司主营业务毛利率因扩大销售，受原材料价格压力影响，以及产品结构方面的变化，铝电解电容的收入占比有所增加，毛利率小幅波动。

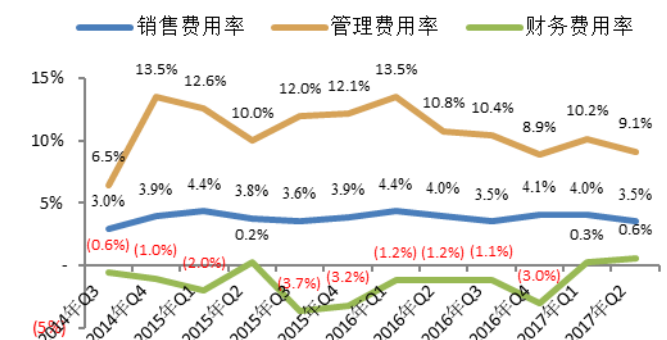
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 3.8%、9.6%、0.5%，三项费用率水平合计同比下降 1.2 个百分点，其中第二季度的分别为 3.5%、9.1%、0.6%。因外销业务占比增加，公司上半年用美元结算业务受到美元贬值影响，产生汇兑损失，而去年同期则是汇兑收益，故财务费用同比增长 151.2%。

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



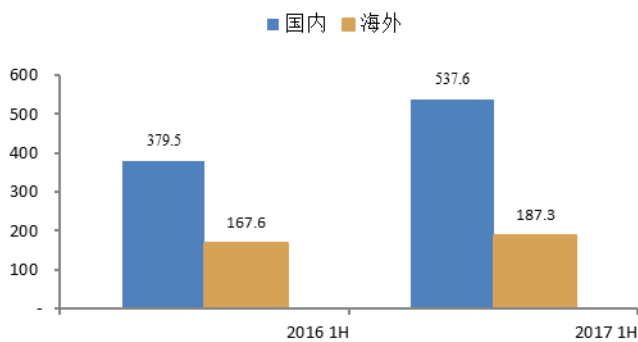
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：薄膜电容器放量，三大产品群初见雏形

（一）外销业务毛利率上升，国内市场快速增收

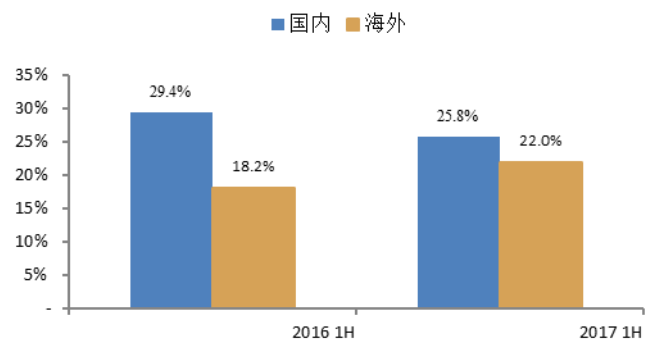
2017年上半年,公司海外市场销售收入1.87亿人民币,同比上升11.8%,毛利率为22.0%,同比上升3.8个百分点。国内市场销售收入5.38亿元,同比上升41.7%,毛利率为25.8%,同比下降3.6个百分点。上半年公司外销比例有所上升,海外高端产品业务毛利率只升不降,化成箔、腐蚀箔等电容器材料产品因质量先进,外销比重逐年提高。公司受益于铝电解电容器市场需求旺盛、铝电解电容器扩产,上半年订单增加,国内收入高速增长。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

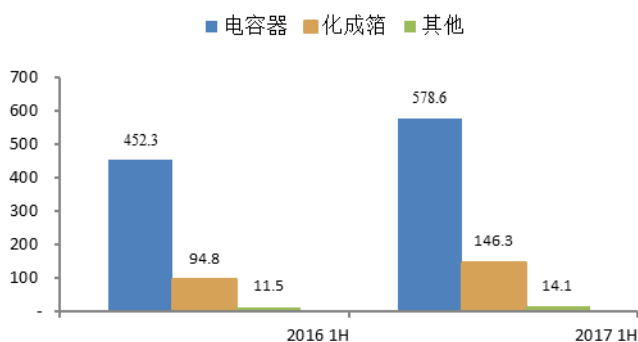


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）超级电容器取得积极进展，薄膜电容器量产创利

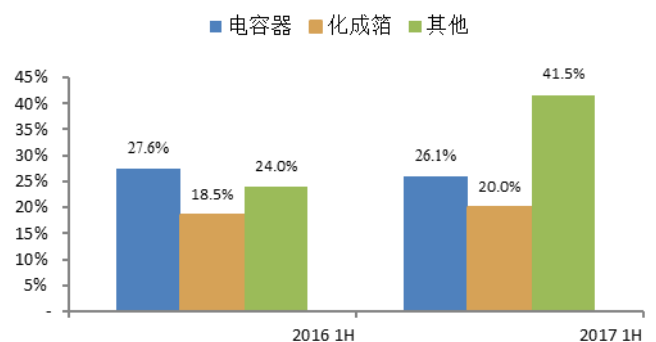
产品细分看,电容器产品收入5.79亿元,同比提升27.9%,占总收入78.3%;化成箔产品收入为1.46亿元,同比增长54.4%,占总收入19.8%;其他产品收入1,410万元。铝电解电容器、薄膜电容器等产品仍然保持公司主要收入来源,上半年公司小型铝电解电容器——焊针式铝电解电容器扩产30%,薄膜电容器进入量产创利阶段,处于高速发展时期,锂离子超级电容器在在车辆、风电、数据中心等应用领域也取得积极进展,奠定大规模应用基础,为公司打造铝电解电容、薄膜电容、超级电容三大产品群助力。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从毛利率来看，电容器产品的毛利率为 26.1%，下降了 1.5 个百分点，由于薄膜电容、超级电容产品开发仍然在持续，产能利用率尚未完全释放，电容器类产品毛利率小幅下滑。化成箔产品毛利率为 20.0%，同比上升 1.5 个百分点，其他产品毛利率 41.5%，同比增长 17.5 个百分点。受益于“材料好电容器才好”的生产理念，公司自制化成箔、腐蚀箔达到国内先进水平，形成了产业链优势，毛利率提升，公司其他类产品亦增长迅速。

（三）业绩指导：传统铝电解电容器持续扩张，超级电容器进展积极

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 20%~50%，与中期业绩 45.55%的净利润增速基本相当，公司具备三大电容器生产研发能力，还兼具先进的铝电解电容材料化成箔、腐蚀箔的内外销能力，产业链延伸优势明显。传统的铝电解电容业务稳步增长，薄膜电容高速发展，超级电容器研发生产亦取得积极进展，期待超级电容器放量，早日实现公司“三大产品群”齐头并进的局面。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.26、0.29 和 0.36 元。净资产收益率分别为 6.8%、7.2%和 8.3%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 11.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 44.6、40.0 和 32.2 倍的动态市盈率。

四、风险提示

市场竞争加剧影响公司盈利能力；
薄膜和超级电容市场推广低于预期；
人民币汇率波动影响公司竞争力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,091.3	1,223.6	1,627.8	2,094.5	2,593.5	年增长率					
减:营业成本	813.5	907.7	1,194.4	1,532.8	1,897.5	营业收入增长率	-5.5%	12.1%	33.0%	28.7%	23.8%
营业税费	5.6	8.7	9.9	12.8	16.7	营业利润增长率	-24.6%	17.6%	44.4%	15.8%	24.8%
销售费用	42.4	48.7	61.1	81.1	100.3	净利润增长率	-16.0%	15.5%	42.5%	13.2%	23.3%
管理费用	126.8	130.9	156.3	222.8	267.5	EBITDA 增长率	-22.5%	21.5%	39.6%	14.4%	21.2%
财务费用	-23.4	-20.6	-8.8	-11.3	-10.8	EBIT 增长率	-33.3%	23.7%	59.1%	15.3%	26.1%
资产减值损失	1.6	5.1	2.6	3.1	3.6	NOPLAT 增长率	-33.5%	24.4%	58.6%	15.3%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.5%	86.9%	-23.2%	19.8%	10.9%
投资和汇兑收益	13.2	19.3	21.9	18.1	19.8	净资产增长率	5.4%	73.5%	5.9%	6.4%	7.4%
营业利润	138.0	162.3	234.3	271.3	338.5	盈利能力					
加:营业外净收支	18.5	18.4	22.7	19.9	20.3	毛利率	25.5%	25.8%	26.6%	26.8%	26.8%
利润总额	156.5	180.7	257.0	291.1	358.8	营业利润率	12.6%	13.3%	14.4%	13.0%	13.0%
减:所得税	19.6	21.7	31.5	35.7	43.7	净利润率	11.8%	12.2%	13.0%	11.5%	11.4%
净利润	129.1	149.0	212.3	240.3	296.2	EBITDA/营业收入	16.4%	17.8%	18.7%	16.6%	16.3%
						EBIT/营业收入	10.5%	11.6%	13.8%	12.4%	12.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	13.5%	11.5%	10.8%	14.8%	14.6%
货币资金	487.9	673.9	1,406.0	1,256.1	1,276.9	负债权益比	15.6%	13.0%	12.1%	17.4%	17.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.84	7.11	7.61	5.66	5.91
应收帐款	366.0	447.3	537.8	784.5	859.0	速动比率	3.86	6.37	6.50	4.83	4.91
应收票据	76.1	110.5	93.7	187.8	168.7	利息保障倍数	-4.89	-6.89	-25.50	-22.98	-30.44
预付帐款	27.7	47.8	26.1	80.7	55.1	营运能力					
存货	246.9	269.7	412.8	479.6	609.9	固定资产周转天数	175	177	131	97	74
其他流动资产	16.6	1,049.5	360.2	475.4	628.4	流动营业资本周转天数	149	302	289	214	218
可供出售金融资产	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4	流动资产周转天数	396	562	601	524	476
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	112	120	109	114	114
长期股权投资	93.8	97.3	97.3	97.3	97.3	存货周转天数	81	76	75	77	76
投资性房地产	26.7	32.1	32.1	32.1	32.1	总资产周转天数	661	813	789	664	585
固定资产	584.6	618.0	566.8	556.2	514.4	投资资本周转天数	393	529	458	340	316
在建工程	24.8	15.5	15.5	15.5	15.5	费用率					
无形资产	46.8	55.7	53.0	50.2	47.4	销售费用率	3.9%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	41.0	48.1	42.8	43.4	43.8	管理费用率	11.6%	10.7%	9.6%	10.6%	10.3%
资产总额	2,051.1	3,477.9	3,656.6	4,071.3	4,361.0	财务费用率	-2.1%	-1.7%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
短期债务	13.0	-	-	-	-	三费/营业收入	13.4%	13.0%	12.8%	14.0%	13.8%
应付帐款	184.2	252.5	269.3	421.0	444.3	投资回报率					
应付票据	45.2	91.9	88.5	139.7	145.6	ROE	7.7%	5.0%	6.8%	7.2%	8.3%
其他流动负债	9.9	21.3	15.0	15.9	19.1	ROA	6.7%	4.6%	6.2%	6.3%	7.2%
长期借款	3.0	-	-	-	-	ROIC	8.9%	9.9%	8.4%	12.7%	13.3%
其他非流动负债	21.7	33.9	22.5	26.0	27.4	分红指标					
负债总额	277.1	399.6	395.2	602.6	636.5	DPS(元)	0.04	0.08	0.05	0.06	0.07
少数股东权益	96.4	103.0	116.2	131.3	150.2	分红比率	25.8%	42.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	332.8	627.0	815.2	815.2	815.2	股息收益率	0.4%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	1,344.9	2,348.3	2,330.0	2,522.2	2,759.2						
股东权益	1,774.1	3,078.4	3,261.4	3,468.7	3,724.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	136.9	158.9	212.3	240.3	296.2	EPS(元)	0.16	0.18	0.26	0.29	0.36
加:折旧和摊销	65.1	76.6	79.0	88.4	94.6	BVPS(元)	2.06	3.65	3.86	4.09	4.38
资产减值准备	1.5	2.6	-	-	-	PE(X)	59.9	51.9	36.4	32.2	26.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	2.6	2.5	2.3	2.2
财务费用	-14.3	-14.9	-8.8	-11.3	-10.8	P/FCF	1,107.3	-8.1	10.2	-66.4	125.5
投资损失	-13.2	-19.3	-21.9	-18.1	-19.8	P/S	7.1	6.3	4.8	3.7	3.0
少数股东损益	7.8	9.9	13.1	15.1	18.9	EV/EBITDA	45.7	44.4	21.0	18.8	15.5
营运资金的变动	-46.4	-1,037.0	494.4	-370.5	-279.5	CAGR(%)	23.1%	25.6%	11.5%	23.1%	25.6%
经营活动产生现金流量	123.3	175.8	768.1	-56.2	99.7	PEG	2.6	2.0	3.2	1.4	1.0
投资活动产生现金流量	-126.9	-1,140.3	-3.1	-56.9	-30.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-43.7	1,126.8	-32.9	-36.8	-48.6						

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

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn