

2018年08月23日

# 江海股份 (002484.SZ)

## 动态分析

### 需求驱动业务扩张, 成本影响盈利有望逐步缓解

#### 投资要点

◆ **公司动态:** 公司发布 2018 年中期业绩报告, 上半年实现营业收入 9.03 亿元, 同比增长 22.3%, 毛利率 24.7%, 同比下降 0.5 个百分点, 归属于上市公司股东的净利润 1.09 亿元, 同比增长 24.2%, 每股收益 0.13 元, 同比上升 24.2%。第二季度单季度实现销售收入 4.95 亿元, 同比上升 22.4%, 归属上市公司股东净利润 7,622 万元, 同比上升 29.3%。

#### ◆ 点评:

➢ **市场需求持续旺盛, 公司产能扩张顺势推进:** 公司上半年和二季度的营业收入分别实现了 22.3% 和 22.4% 的增长, 主要是由于公司较好地把握了电子元件行业较高的景气度机会, 推进电容器及其主要材料的产能扩张, 凭借在工控应用领域的综合竞争优势获得了良好的订单增长, 并且公司积极开拓下游市场, 扩大销售规模。另外一方面, 公司在薄膜电容器、超级电容器等新品方面也持续开拓应用市场和终端客户的规模, 为公司长期发展打下了良好的基础。

➢ **上游成本影响毛利率, 费用率维持平稳:** 公司上半年毛利率同比小幅度下降 0.5 个百分点, 但是从产品细分的角度看, 电容器的毛利率基本维持了平稳, 而化成箔业务毛利率则大幅度下降 7.4 个百分点, 主要是上游铝箔材料成本的显著上升驱动, 短期内公司难以将成本向下游客户转移, 因此承担了综合毛利率的损失。费用率方面, 公司的销售费用率和管理费用率分别同比变化为 -0.3 和 0.4 个百分点, 基本维持了稳定, 随着规模扩张, 公司的管理能力将会持续提升。

➢ **业绩指引保持稳健增长, 需求旺盛盈利能力有望恢复:** 公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 10%~40%, 净利润变动区间为 1.62 亿元~2.06 亿元。公司预计业绩增长的主要来源是市场需求及盈利能力持续提高。从产能上看, 南通总部通过技术改造以及湖北罗田新建实现产能扩张应对未来市场需求的提升, 而成本方面的上升也有望通过规模的扩张以及与下游客户的协商来实现逐步的消化, 因此未来的业绩成长依然值得期待。

◆ **投资建议:** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.28、0.33 和 0.36 元。净资产收益率分别为 7.1%、7.8% 和 7.9%, 给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 市场竞争带来电容器产品的价格下行压力; 上游金属原材料成本上升影响盈利水平; 环保政策继续收紧影响产业链供应。

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

**买入-B(维持)**

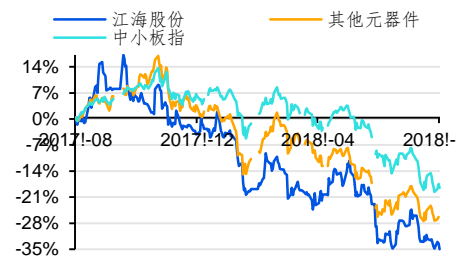
股价(2018-08-22)

6.14 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	5,005.05
流通市值 (百万元)	4,669.45
总股本 (百万股)	815.16
流通股本 (百万股)	760.50
12 个月价格区间	5.93/11.36 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.66	-4.94	-16.69
绝对收益	-9.17	-26.3	-35.7

#### 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: 产能拓展订单增加, 新品助力公司再上台阶 2018-04-17

江海股份: 中期业绩大幅增长, 产品线日趋丰富合理 2017-08-31

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

## 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,223.6	1,666.8	2,198.2	2,520.1	2,657.9
同比增长(%)	12.1%	36.2%	31.9%	14.6%	5.5%
营业利润(百万元)	162.3	238.1	250.9	315.1	341.8
同比增长(%)	17.6%	46.7%	5.4%	25.6%	8.4%
净利润(百万元)	149.0	190.0	228.8	270.2	290.9
同比增长(%)	15.5%	27.5%	20.4%	18.1%	7.6%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.28	0.33	0.36
PE	33.6	26.3	21.9	18.5	17.2
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4

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：需求推动业绩，原材料涨价抑制毛利率 .....	4
二、经营状况点评：业务结构基本维持，成本影响毛利率 .....	5
（一）海外市场增收又增利，国内业务稳健推进 .....	5
（二）上游原材料影响化成箔毛利率，电容器业务稳步成长 .....	5
（三）业绩指引保持快速成长，核心产品需求产能继续推进 .....	6
三、盈利预测及投资建议 .....	7
四、风险提示 .....	8

## 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（2018 H1 v.s. 2017 H1） .....	5
图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1） .....	5
图 7：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1） .....	5
图 8：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1） .....	5
表 1：江海股份营业收入毛利率预测 .....	7

## 一、季度业绩点评：需求推动业绩，原材料涨价抑制毛利率

公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 9.03 亿元，同比增长 22.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.09 亿元，同比增长 24.2%，每股收益 0.13 元，同比上升 24.2%。第二季度单季度实现销售收入 4.95 亿元，同比上升 22.4%，归属上市公司股东净利润 7,622 万元，同比上升 29.3%。

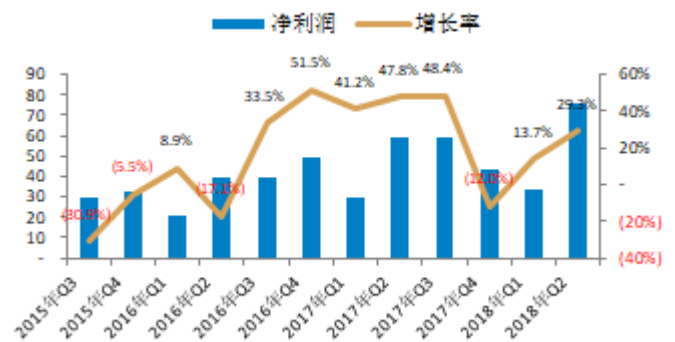
公司营收和净利实现双增长主要原因是较好地把握了电子元件行业较高的景气度机会，推进电容器及其主要材料的产能扩张，产品在工控应用领域的综合优势竞争优势使得在下游市场需求扩张的情况下获得了良好的订单成长性，公司同时积极开拓市场渠道以扩大销售规模。

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

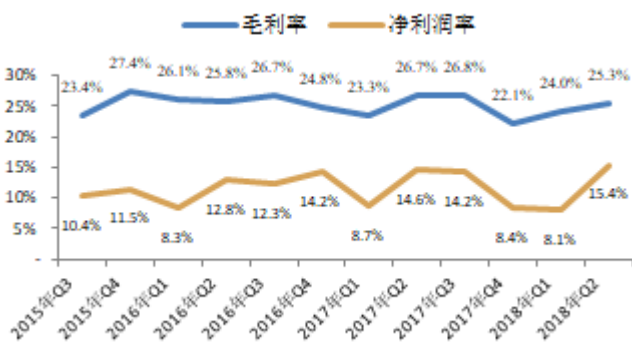
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

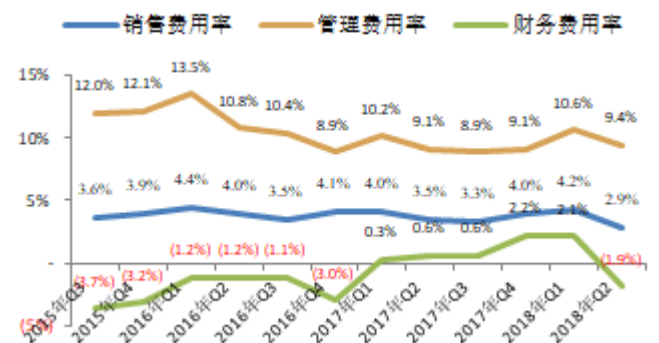
公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 24.7%，同比下降 0.5 个百分点，其中第二季度的毛利率为 25.3%，同比下降 1.4 个百分点。公司上游原材料中铝箔价格的上升使得公司产品成本出现明显的上涨，尽管从价格上能够部分转移成本压力，但是依然需要承担毛利率的压力。

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

经营费用方面，2018 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.5%、10.0% 和 -0.1%，其中第二季度分别为 2.9%、9.4% 和 -1.9%。

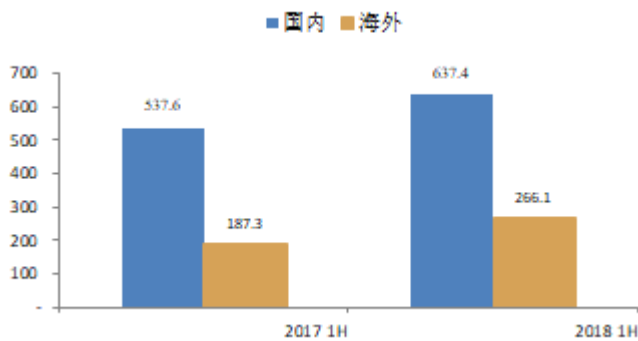
## 二、经营状况点评：业务结构基本维持，成本影响毛利率

2018年上半年，公司国内外市场的营收增速均比较快，但是国内业务的毛利率出现了小幅的下降。产品分布方面，主要产品中电容器和化成箔占比达到97.5%，其中铝电解电容仍然是公司收入的主要来源，新产品包括薄膜电容、超级电容器等尽管渠道拓展持续，但是整体的业绩贡献仍然较为有限。毛利率方面化成箔受到成本影响较大。

### （一）海外市场增收又增利，国内业务稳健推进

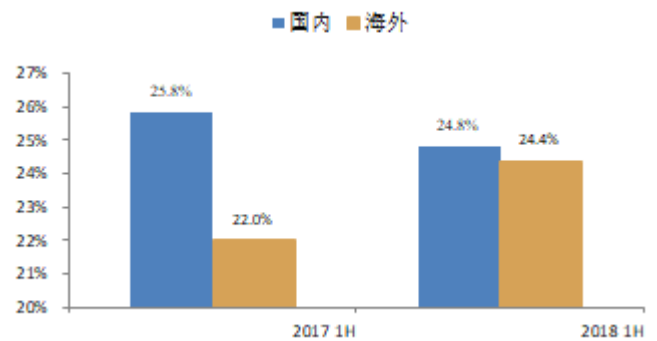
2018年上半年，公司国内市场销售收入6.37亿元人民币，同比上升18.6%，毛利率为24.8%，同比下降1.0个百分点，维持了基本业务的稳健快速成长。海外市场销售收入2.66亿元人民币，同比上升42.1%，毛利率为24.4%，同比上升2.4个百分点。

图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司国内外市场收入增速稳健，国外市场增长速度较快。从毛利率方面看，国内业务受到的成本影响，毛利率出现了轻微的下滑，但是海外业务随着规模扩张毛利率有所上升。

### （二）上游原材料影响化成箔毛利率，电容器业务稳步成长

产品细分看，公司电容器和化成箔依然是公司的主要收入来源，电容器收入规模同比上升31.5%，达到了7.61亿元，化成箔收入规模同比下降17.9%，达到了1.20亿元，合计占收入比例为97.5%。

图 7：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）

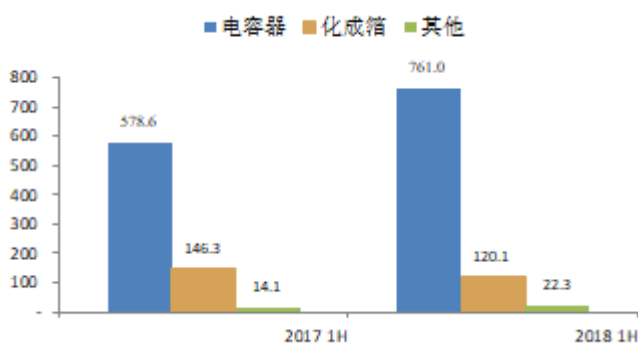
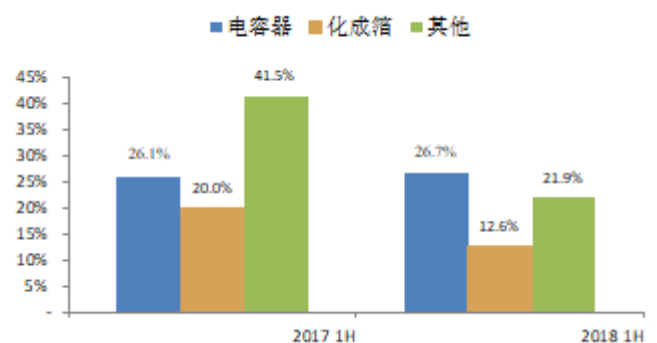


图 8：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

盈利能力看,核心产品电容器的毛利率上升了 0.6 个百分点,化成箔的毛利率受到成本上升的影响出现了 7.4 个百分点的下降,对于整体毛利率有所影响。

### (三) 业绩指引保持快速成长,核心产品需求产能继续推进

公司预计在 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 10%~40%,净利润变动区间为 1.62 亿元~2.06 亿元。公司预计业绩增长的主要来源是市场需求及盈利能力持续提高。

### 三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.28、0.33 和 0.36 元。净资产收益率分别为 7.1%、7.8%和 7.9%，维持买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

电容器：该业务分布预测主要通过产能扩张、产能利用率和价格变化来测算，其中包括：1) 铝电解电容产能拓展主要来源于湖北的项目，产品平均价格在 2018 年有望小幅提升，之后将会重新回归下行趋势；2) 薄膜电容器产能根据之前募投项目规划推进，价格按市场逐年小幅下调；3) 超级电容器目前市场的需求存在不确定性，产能扩张以较为谨慎来测算，价格维持平稳。

化成箔：化成箔业务的产能基本维持稳定，主要的波动来源于产品价格的波动以及由于环保的政策导致的产能开工率的变化。我们预计产能开工率保持平稳，而价格由于供求关系的原因有望小幅度提升。

产品毛利率方面，1) 电容器方面，铝电解电容器在 2018 年的毛利率基本维持平稳，而随着薄膜电容器和超级电容器的占比逐步提高，电容器整体业务的毛利率有望小幅提升；2) 化成箔业务受到上游原材料成本上升而在 2018 年将会出现较大幅度的下降，后续有望逐步小幅度回归，综合毛利率 2018 年也将会是较低水平，后续小幅度提升。

表 1：江海股份营业收入毛利率预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	985.4	1,378.0	1,926.3	2,239.6	2,371.0
YtoY	12.1%	36.2%	31.9%	14.6%	5.5%
电容器	985.4	1,378.0	1,926.3	2,239.6	2,371.0
化成箔	211.9	264.3	246.2	253.5	258.6
其他	26.2	24.5	25.7	27.0	28.3
毛利率	25.8%	24.6%	23.7%	24.7%	24.8%
电容器	25.7%	23.9%	24.4%	25.2%	25.3%
化成箔	29.0%	26.5%	18.0%	20.0%	20.0%
其他	6.3%	44.1%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用方面，随着收入规模的增长，整体的费用占比有望降低，尤其是在产能逐步释放后，规模效应现象将会有助于公司降低费用率，短期内资本开支仍然会较多，之后将会逐步有所降低。

## 四、风险提示

市场竞争带来电容器产品的价格下行压力；

上游金属原材料成本上升影响盈利水平；

环保政策继续收紧影响产业链供应。



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,223.6	1,666.8	2,198.2	2,520.1	2,657.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	907.7	1,256.8	1,678.3	1,898.0	1,998.2	营业收入增长率	12.1%	36.2%	31.9%	14.6%	5.5%
营业税费	8.7	15.3	15.7	19.7	21.3	营业利润增长率	17.6%	46.7%	5.4%	25.6%	8.4%
销售费用	48.7	61.9	84.9	97.1	101.2	净利润增长率	15.5%	27.5%	20.4%	18.1%	7.6%
管理费用	130.9	154.4	197.8	226.8	239.2	EBITDA 增长率	21.5%	47.1%	5.1%	22.1%	7.6%
财务费用	-20.6	17.1	-3.5	-6.0	-7.7	EBIT 增长率	23.7%	62.6%	7.3%	25.0%	8.1%
资产减值损失	5.1	-3.0	1.2	1.1	-0.2	NOPLAT 增长率	24.4%	76.5%	-1.7%	25.0%	8.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	86.9%	8.4%	7.5%	-3.1%	6.8%
投资和汇兑收益	19.3	48.9	27.1	31.8	35.9	净资产增长率	73.5%	4.9%	4.1%	7.2%	7.3%
<b>营业利润</b>	162.3	238.1	250.9	315.1	341.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	18.4	-1.6	28.1	15.0	13.8	毛利率	25.8%	24.6%	23.7%	24.7%	24.8%
<b>利润总额</b>	180.7	236.6	279.0	330.1	355.6	营业利润率	13.3%	14.3%	11.4%	12.5%	12.9%
减:所得税	21.7	32.6	34.9	41.3	44.4	净利润率	12.2%	11.4%	10.4%	10.7%	10.9%
<b>净利润</b>	149.0	190.0	228.8	270.2	290.9	EBITDA/营业收入	17.8%	19.2%	15.3%	16.3%	16.6%
						EBIT/营业收入	11.6%	13.8%	11.3%	12.3%	12.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	11.5%	16.1%	16.8%	15.8%	16.4%
货币资金	673.9	610.3	549.5	866.0	939.7	负债权益比	13.0%	19.2%	20.1%	18.7%	19.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	7.11	4.61	4.54	5.01	4.98
应收帐款	447.3	513.5	853.2	711.7	900.1	速动比率	6.37	4.05	3.61	4.38	4.11
应收票据	110.5	101.3	195.4	152.9	201.7	利息保障倍数	-6.89	13.45	-69.85	-51.96	-43.53
预付帐款	47.8	114.8	39.9	152.8	62.4	<b>营运能力</b>					
存货	269.7	316.9	601.7	399.9	627.0	固定资产周转天数	177	138	106	90	82
其他流动资产	1,049.5	971.9	679.3	900.3	850.5	流动营业资本周转天数	302	331	265	244	244
可供出售金融资产	12.4	90.2	38.3	47.0	58.5	流动资产周转天数	562	565	454	436	458
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	120	104	112	112	109
长期股权投资	97.3	113.5	113.5	113.5	113.5	存货周转天数	76	63	75	72	70
投资性房地产	32.1	33.0	33.0	33.0	33.0	总资产周转天数	813	791	646	594	603
固定资产	618.0	659.2	630.3	633.8	580.9	投资资本周转天数	529	528	432	384	371
在建工程	15.5	40.5	30.2	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	55.7	109.4	103.9	98.5	93.0	销售费用率	4.0%	3.7%	3.9%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	48.1	173.5	171.4	170.9	169.5	管理费用率	10.7%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>资产总额</b>	3,477.9	3,847.9	4,039.7	4,280.3	4,629.8	财务费用率	-1.7%	1.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
短期债务	-	60.8	3.0	-	-	三费/营业收入	13.0%	14.0%	12.7%	12.6%	12.5%
应付帐款	252.5	325.0	443.5	441.3	480.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	91.9	148.8	172.7	165.3	208.5	ROE	5.0%	6.1%	7.1%	7.8%	7.9%
其他流动负债	21.3	35.9	23.4	28.9	30.0	ROA	4.6%	5.3%	6.0%	6.7%	6.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	9.9%	9.4%	8.5%	9.9%	11.0%
其他非流动负债	33.9	48.1	34.6	38.8	40.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	399.6	618.6	677.1	674.3	759.3	DPS(元)	0.08	0.08	0.06	0.07	0.07
少数股东权益	103.0	113.5	128.7	147.3	167.6	分红比率	42.1%	34.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	627.0	815.2	815.2	815.2	815.2	股息收益率	1.3%	1.3%	0.9%	1.1%	1.2%
留存收益	2,348.3	2,287.5	2,418.7	2,643.5	2,887.7						
<b>股东权益</b>	3,078.4	3,229.4	3,362.5	3,606.0	3,870.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	158.9	204.0	228.8	270.2	290.9	EPS(元)	0.18	0.23	0.28	0.33	0.36
加:折旧和摊销	76.6	91.1	89.6	102.2	108.4	BVPS(元)	3.65	3.82	3.97	4.24	4.54
资产减值准备	2.6	-6.4	-	-	-	PE(X)	33.6	26.3	21.9	18.5	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
财务费用	-14.9	20.4	-3.5	-6.0	-7.7	P/FCF	-5.2	92.1	-262.0	14.2	45.4
投资损失	-19.3	-48.9	-27.1	-31.8	-35.9	P/S	4.1	3.0	2.3	2.0	1.9
少数股东损益	9.9	13.9	15.3	18.6	20.3	EV/EBITDA	44.4	21.8	13.4	10.2	9.3
营运资金的变动	-1,037.0	93.0	-233.1	52.8	-237.7	CAGR(%)	22.0%	15.1%	21.3%	22.0%	15.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	175.8	239.3	70.0	406.1	138.2	PEG	1.5	1.7	1.0	0.8	1.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,140.3	-250.2	34.0	-46.9	-25.6	ROIC/WACC	0.9	0.9	0.8	0.9	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,126.8	-79.9	-164.8	-42.7	-38.9						

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.com](http://www.huajinsec.com)