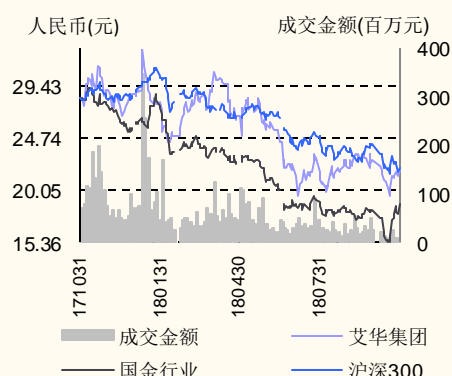


艾华集团 (603989.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 21.80 元
 目标价格 (人民币): 29.00-29.00 元
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 390.00
 总市值 (百万元) 8,502.04
 年内股价最高最低 (元) 32.80/19.46
 沪深 300 指数 3110.26
 上证指数 2568.05


相关报告

1.《收入增长+利润改善，下半年有望迎
 来业绩拐点-收入增长+利润改...》，
 2018.8.28

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

张纯 联系人
 zhang_chun@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人
 luyangyang@gjzq.com.cn

产能扩张 + 成本压力逐步释放，业绩拐点向上
公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.881	0.973	0.829	1.170	1.539
每股净资产 (元)	5.94	6.11	6.39	7.11	8.31
每股经营性现金流 (元)	1.19	0.56	0.66	1.56	1.67
市盈率 (倍)	41.77	39.50	26.29	18.63	14.17
净利润增长率 (%)	17.10%	10.35%	10.86%	41.07%	31.50%
净资产收益率 (%)	14.84%	15.91%	16.87%	21.39%	24.07%
总股本 (百万股)	300.00	300.00	390.00	390.00	390.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2018 年三季报，报告期内，实现营收 16.05 亿，同比增长 27.19%，实现归母净利润 2.25 亿，同比增加 0.39%。三季度单季度来看，实现收入 6 亿，同比增长 34.3%，实现净利润 0.939 亿元，同比增长 35.7%

经营分析

- **产能持续扩张+需求旺盛+涨价，单季度收入增速近年来新高。**公司前三季度收入同比增长 27.19%，其中三季度单季度收入同比增长 34.3%，加速增长，是近年来收入增速最高的单季度。三季度收入高增长主要得益于：①公司产能的持续扩张；②行业集中度提升和国产化带来的产品满产满销，供不应求；③公司三季度对部分客户上调价格。
- **利润率改善，成本端压力开始逐渐减弱。**2017 年下半年以来公司上游铝箔等材料环保限产，价格上涨，公司毛利率下滑。目前来看，上游原铝箔复产+公司化成箔自给化率提升，成本端压力逐渐减弱，同时公司二季度末有对部分客户涨价，在三季度体现，因此三季度季度毛利率/净利率环比均持续改善，毛利率提升 1 个点，净利率提升 1.76 个点。
- **2018 年下半年业绩拐点开始显现，**随着公司成本端压力的持续释放，以及在三季度的调价，利润率从二季度开始环比改善，在行业集中度提升的过程中公司还积极改善客户结构，产能方面，公司四季度将持续扩产，2019 年之后转债募投项目将有更多产能释放出来，我们认为，随着成本压力减弱叠加旺盛需求下的积极扩产，2018 年下半年有望迎来业绩拐点开始显现。
- **长期看好“中低端行业集中度提升+高端国产替代”。**铝电解电容中低端产品方面，国内厂商众多，行业集中度很低，未来提升空间很大，上游原材料涨价加速行业集中度提升，艾华作为国内龙头，具有“腐蚀箔+化成箔+电解液+专用设备+铝电解电容器”完整产业链，有望率先受益；高端产品方面，目前由日系厂商主导，国内平均每年铝电解电容进口额十几亿美元，而日本传统几大铝电解厂商近年来业绩平平，国内厂商替代空间巨大。

投资建议：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.23/4.56/6.00 亿元，当前股价对应 PE 26.3/18.6/14.2X；维持“买入”评级。

风险提示：扩产不及预期、原材料价格上涨、产品涨价幅度不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,309	1,554	1,793	2,276	2,893	3,811
增长率		18.7%	15.4%	27.0%	27.1%	31.7%
主营业务成本	-855	-1,012	-1,185	-1,550	-1,905	-2,508
%销售收入	65.3%	65.1%	66.1%	68.1%	65.8%	65.8%
毛利	454	542	607	726	988	1,303
%销售收入	34.7%	34.9%	33.9%	31.9%	34.2%	34.2%
营业税金及附加	-11	-16	-15	-20	-25	-34
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-75	-99	-119	-139	-185	-240
%销售收入	5.7%	6.4%	6.6%	6.1%	6.4%	6.3%
管理费用	-106	-138	-145	-191	-243	-320
%销售收入	8.1%	8.9%	8.1%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	261	289	328	376	535	709
%销售收入	19.9%	18.6%	18.3%	16.5%	18.5%	18.6%
财务费用	6	7	-7	8	3	-6
%销售收入	-0.4%	-0.4%	0.4%	-0.4%	-0.1%	0.2%
资产减值损失	-8	-13	-10	-12	-10	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	26	22	10	14	18
%税前利润	1.3%	8.2%	6.5%	2.6%	2.6%	2.5%
营业利润	262	308	337	382	542	714
营业利润率	20.0%	19.8%	18.8%	16.8%	18.7%	18.7%
营业外收支	7	5	5	7	5	5
税前利润	269	312	342	389	547	719
利润率	20.5%	20.1%	19.1%	17.1%	18.9%	18.9%
所得税	-41	-49	-50	-64	-89	-117
所得税率	15.3%	15.6%	14.5%	16.5%	16.3%	16.3%
净利润	227	264	293	325	458	601
少数股东损益	2	-1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	226	264	292	323	456	600
净利率	17.3%	17.0%	16.3%	14.2%	15.8%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	227	264	293	325	458	601
少数股东损益	2	-1	1	1	1	1
非现金支出	70	75	78	97	115	134
非经营收益	2	-13	-6	-16	-16	-12
营运资金变动	-50	31	-195	-207	-89	-222
经营活动现金净流	250	356	169	198	467	502
资本开支	-90	-135	-203	-178	-378	-395
投资	0	0	-1	0	0	0
其他	-741	67	708	10	14	18
投资活动现金净流	-830	-68	504	-168	-364	-377
股权募资	988	0	0	0	0	0
债权募资	-138	0	0	-17	0	167
其他	-266	-210	-244	-242	-243	-251
筹资活动现金净流	583	-210	-244	-259	-243	-84
现金净流量	3	78	429	-228	-139	41

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	69	148	577	349	210	251
应收账款	392	529	548	663	764	1,021
存货	234	243	305	382	459	605
其他流动资产	805	733	88	250	238	244
流动资产	1,498	1,652	1,518	1,644	1,670	2,120
%总资产	73.3%	72.3%	65.1%	64.3%	58.4%	59.1%
长期投资	0	5	12	12	12	12
固定资产	520	585	738	834	1,110	1,383
%总资产	25.4%	25.6%	31.7%	32.6%	38.8%	38.6%
无形资产	26	25	28	27	26	26
非流动资产	547	632	814	914	1,192	1,465
%总资产	26.7%	27.7%	34.9%	35.7%	41.6%	40.9%
资产总计	2,045	2,285	2,331	2,558	2,862	3,585
短期借款	0	0	0	0	0	166
应付款项	228	416	407	537	609	795
其他流动负债	33	33	36	54	67	88
流动负债	261	449	443	590	676	1,049
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	17	17	13	14	1
负债	279	467	461	603	689	1,051
普通股股东权益	1,727	1,782	1,833	1,917	2,133	2,493
少数股东权益	39	36	37	38	40	41
负债股东权益合计	2,045	2,285	2,331	2,558	2,862	3,585

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.753	0.881	0.973	0.829	1.170	1.539
每股净资产	5.758	5.939	6.111	6.390	7.111	8.311
每股经营现金净流	0.835	1.188	0.564	0.660	1.557	1.672
每股股利	0.930	0.910	0.860	0.800	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	13.07%	14.84%	15.91%	16.87%	21.39%	24.07%
总资产收益率	11.04%	11.57%	12.52%	12.64%	15.94%	16.74%
投入资本收益率	12.51%	13.40%	15.01%	16.06%	20.61%	21.96%
增长率						
主营业务收入增长率	11.47%	18.73%	15.37%	26.97%	27.11%	31.73%
EBIT 增长率	-0.26%	10.64%	13.77%	14.56%	42.25%	32.45%
净利润增长率	25.14%	17.10%	10.35%	10.86%	41.07%	31.50%
总资产增长率	75.19%	11.71%	2.04%	9.73%	11.90%	25.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.5	99.5	104.9	98.0	95.0	95.0
存货周转天数	102.6	86.0	84.4	90.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	74.5	82.0	92.2	90.0	86.0	85.0
固定资产周转天数	134.0	113.8	129.0	112.1	97.8	81.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.88%	-8.12%	-30.85%	-17.83%	-9.64%	-3.30%
EBIT 利息保障倍数	-47.1	-44.0	48.1	-46.9	-168.3	119.7
资产负债率	13.63%	20.43%	19.77%	23.57%	24.09%	29.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	3
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	2.00	1.50	2.00	1.80

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-26	买入	36.38	45.50~45.50
2	2017-05-02	买入	36.89	N/A
3	2017-05-02	买入	36.89	45.50~45.50
4	2018-08-28	买入	22.18	29.00~29.00

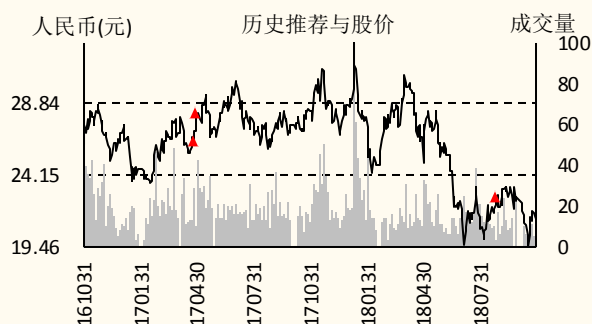
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH