

2020年03月27日

江海股份 (002484.SZ)

动态分析

营收稳健成长毛利率提升, 新产线投入前景可期

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2019 年年度报告, 全年实现营业收入 21.2 亿元, 同比增长 8.3%, 毛利率 29.4%, 同比提升 3.0 个百分点, 归属母公司净利润为 2.4 元, 同比下降 1.2%, 每股净利润 0.2952 元, 同比下降 1.2%。第四季度公司实现营业收入为 6.4 亿元, 同比增长 9.9%, 归属上市公司股东净利润同比增长 8.5% 为 0.7 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.8 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。
- ◆ **业务扩展抵御需求下行, 毛利率提升明显:** 2019 年全年销售收入小幅提升 8.3% 为 21.2 亿元, 公司在行业市场不利环境下, 充分发挥优势巩固市占率并积极开拓新兴领域市场, 实现了相对稳健的业绩, 2019 年下半年业绩增速有所回升。电容器业务是公司收入核心来源, 保持在工控领域的市场份额优势基础上增加了通信类等客户, 薄膜电容器进入大批量应用, 超级电容器快速增长阶段来临, 营收倍增。化成箔业务收入同比扭转实现正增长, 因子公司内蒙古海里扩充产能而使生产量和销售量大幅增加。公司全年毛利率同比提升 3.0 个百分点为 29.4%, 2019 年以来上游环保政策放松使得行业整体供给释放, 材料成本下降大幅改善公司毛利水平。
- ◆ **业务扩张费用投入增加, 盈利能力下滑:** 2019 年公司归母净利润下滑 1.2% 为 2.4 亿元, 主要原因系市场竞争激烈, 公司建设新产线开拓新市场增加了期间费用的投入。2019 年销售费用、管理费用和研发费用分别同比上升 0.4、0.4 和 0.7 个百分点为 4.1%、5.9% 和 5.9%。公司在湖北建设小型铝电解电容器产线, 内蒙古海立扩充化成箔产线, 目前仍在持续投入中。另一方面, 公司 2019 年经营效率低于去年同期, 面对市场需求不景气, 产品降价压力大, 盈利空间受到挤压。
- ◆ **新兴应用领域扩张, 有望提升竞争力:** 公司未披露 2020 年业绩预期, 从市场趋势来看, 2020 年上半年受新冠疫情影响, 下游需求存在不确定性风险, 公司短期内经营面临挑战, 但从中长期来看, 开拓新兴应用领域, 扩张薄膜电容器和超级电容器品类有效帮助公司巩固市场地位。公司各类产品已经在智能家电、5G 通讯、光伏和风电、轨道交通、节能减排、数据中心获得广泛应用, 并已进入电动汽车、医疗仪器领域, 未来小型铝电解电容器、超级电容器新产线完全投产, 将实现更多应用领域的批量化交付使用, 形成公司新的增长点。同时, 收购日立 AIC 实现在发达国家拥有了产线, 有效抵御中美贸易摩擦的不确定性风险。
- ◆ **投资建议:** 我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.31、0.40 和 0.54 元。净资产收益率分别为 6.9%、8.2% 和 9.8%, 维持买入-B 建议。
- ◆ **风险提示:** 下游新兴市场需求不及预期; 产能建设及良率爬坡不及预期; 上游原材料供给不稳定; 汇率波动带来的定价风险; 新冠疫情增加市场供需不确定性。

电子元器件 | 其他元器件 III

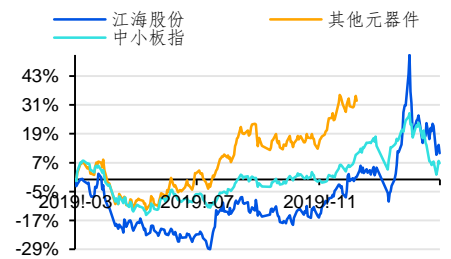
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-03-26) **8.75 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,149.75
流通市值 (百万元)	6,698.46
总股本 (百万股)	817.11
流通股本 (百万股)	765.54
12 个月价格区间	5.51/12.45 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.78	7.62	2.42
绝对收益	-26.9	8.43	10.08

分析师

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

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

- 江海股份: 上半年整体经营保持平稳, 费用增加期待未来 2019-08-28
- 江海股份: 上游受限无碍快速成长, 产能渠道拓展期待未来 2019-04-25
- 江海股份: 需求驱动业务扩张, 成本影响盈利有望逐步缓解 2018-08-23
- 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

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,961	2,123	2,337	2,817	3,487
YoY(%)	17.6	8.3	10.1	20.6	23.8
净利润(百万元)	244	241	253	329	437
YoY(%)	28.2	-1.2	5.0	30.1	33.1
毛利率(%)	26.4	29.4	27.8	28.2	28.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.29	0.31	0.40	0.54
ROE(%)	7.5	7.0	6.9	8.2	9.8
P/E(倍)	29.4	29.7	28.3	21.8	16.4
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	12.4	11.3	10.8	11.7	12.5

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 公司收入小幅增长, 毛利率提升显著	4
(二) 2019 年四季度收入和利润增速回升	6
(三) 未来发展战略及经营计划: 产品应用领域扩张	6
二、盈利预测及投资建议	8
三、风险提示	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动	4
图 5: 过往 3 年运营效率	5
图 6: 过往 3 年主要回报率	5
图 7: 过往 3 年负债率	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布	8

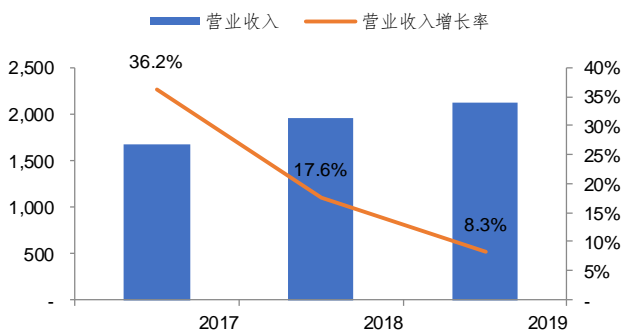
一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 8.3% 为 21.2 亿元, 毛利率水平同比上升 3.0 个百分点为 29.4%, 归属母公司净利润同比下降 1.2% 为 2.4 亿元, 每股净利润同比下降 1.2% 为 0.2952 元。公司主要从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务, 产品包括铝电解电容器、薄膜电容器和超级电容器。2019 年行业市场景气度下滑、竞争激烈, 公司合理调度资源、整合订单实现了收入小幅增长, 上游产品价格下降显著提升了毛利率水平, 但整体经营效率下降, 业务扩张增加期间费用, 公司净利润同比下滑。

(一) 公司收入小幅增长, 毛利率提升显著

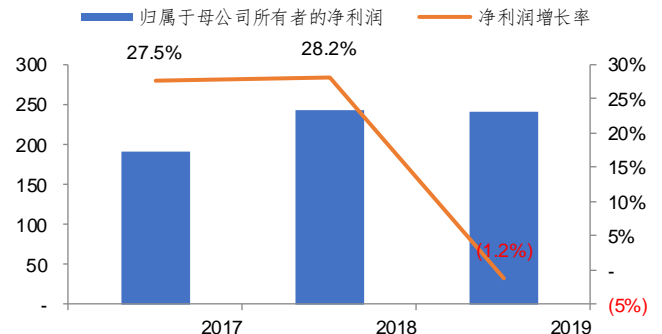
公司 2019 年全年销售收入 21.2 亿元, 同比增长 8.3%。2019 年在行业景气度下滑、竞争激烈的经营环境下, 公司充分发挥优势, 巩固现有客户和市占率, 积极开拓新兴市场, 抓住年底开始的市場趋暖行情争取订单, 实现了营收增长。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 2.4 亿元, 同比下降 1.2%, 每股净利润 0.2952 元, 同比下降 1.2%, 主要受新产线逐步投入使用过程中费用增加的影响。

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 过往 3 年净利润及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司 2019 年全年毛利率同比上升 3.0 个百分点为 29.4%, 营业利润率和净利润率分别同比下滑 0.7 和 1.1 个百分点, 为 14.4% 和 11.3%。2019 年上游产能释放带来成本下行, 公司毛利率提升较为显著, 费用率方面, 销售费用、管理费用和研发费用分别同比上升 0.4、0.4 和 0.7 个百分点使得整体费用率同比提升, 营业利润率和净利润率下滑。

图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率

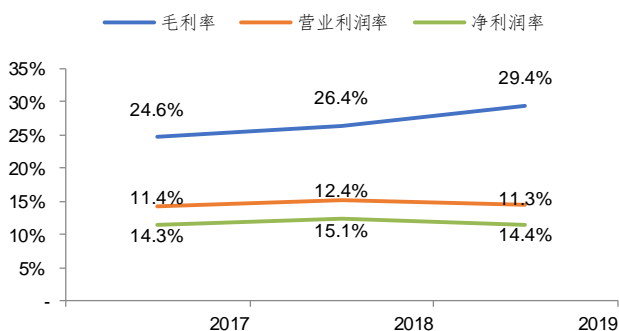
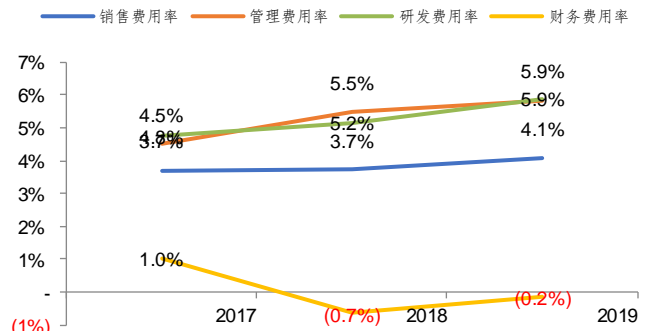


图 4: 过往 3 年主要费用率变动

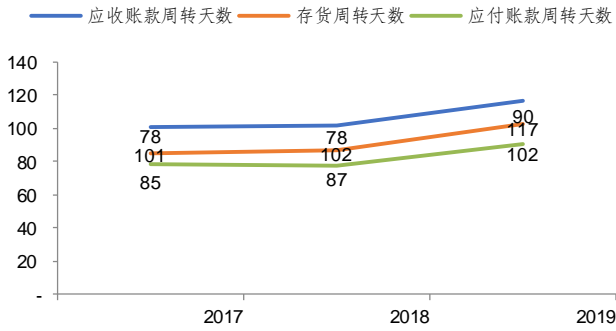


资料来源: Wind, 华金证券研究所

2019 年公司应收账款周转天数、应付账款周转天数和存货周转天数分别同比增加 15、12 和 15 天为 117、90 和 102 天, 整体的周转率有所下滑, 运营效率弱于上年同期。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 均同比下滑 0.5 个百分点分别为 7.0% 和 5.9%, 面对不利的市场环境盈利能力有所下滑。

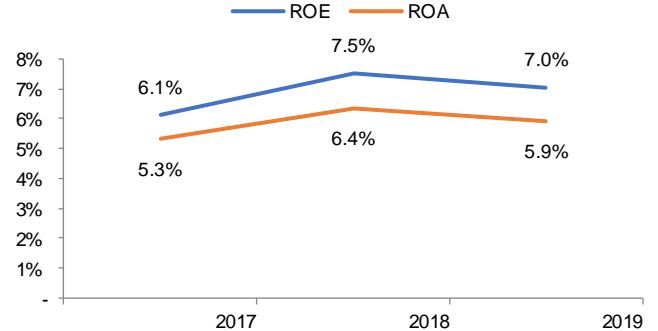
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

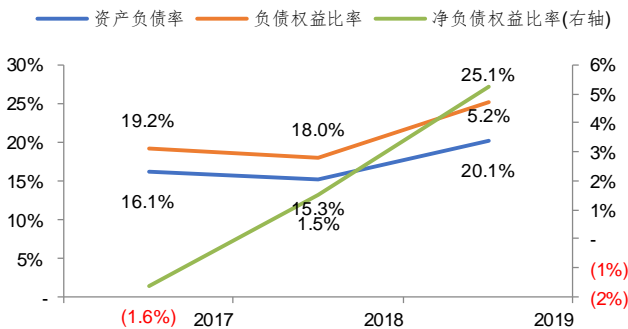
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

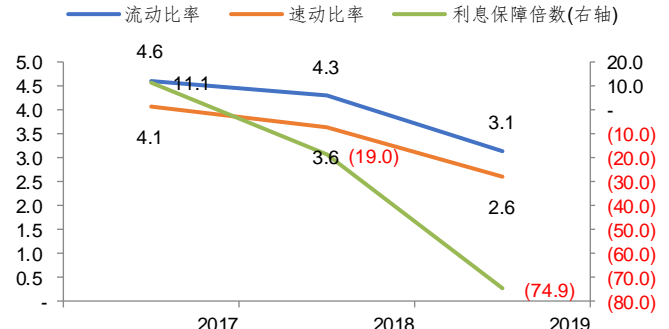
2019 年公司的资产负债率、负债权益比率和净负债权益比率分别同比上升 4.8、7.1 和 3.7 个百分点为 20.1%、25.1% 和 5.2%, 由于新产线的建设扩产, 负债率有所提升。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

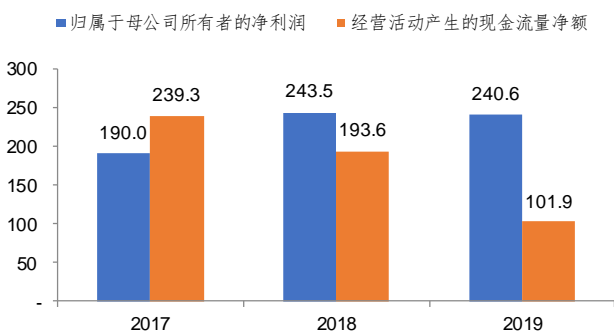
图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

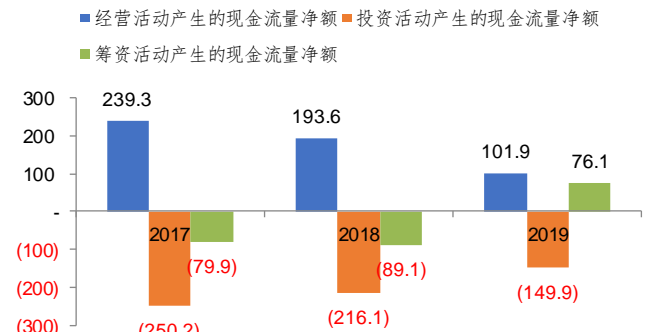
短期偿债能力方面, 2019 年流动比率、速动比率分别为 3.1 和 2.6, 同比分别下滑 1.2 和 1.0, 公司 2019 年财务费用为净收入。

图 9: 过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



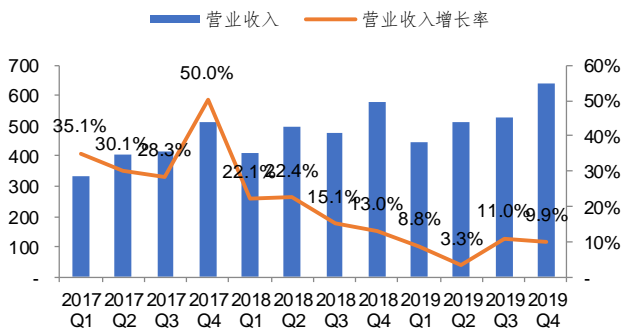
资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流下降幅度较大，规模低于净利润水平，现金流相比去年同期紧缩。

(二) 2019 年四季度收入和利润增速回升

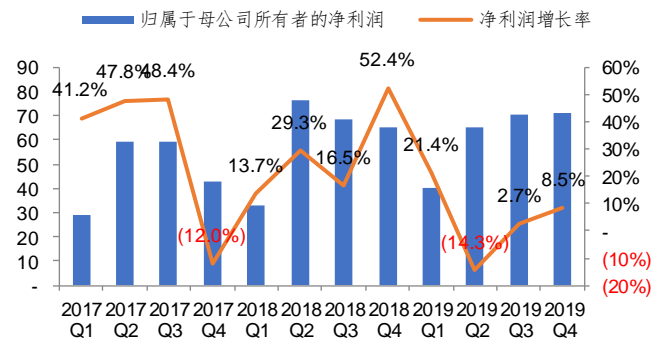
2019 年第四季度公司实现营业收入同比增长 9.9% 为 6.4 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 8.5% 为 0.7 亿元。2019 年四季度，行业市场驱暖，公司争取订单，实现收入和净利润增速回升。

图 11: 过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

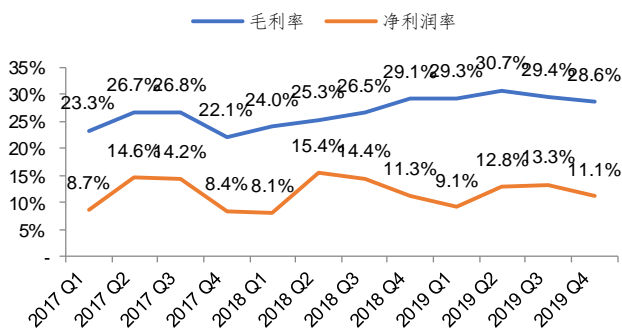
图 12: 过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

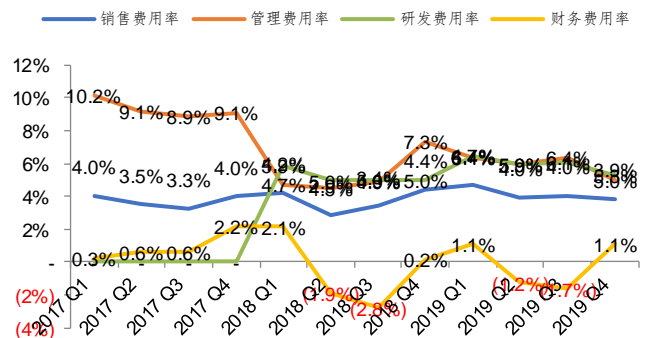
2019 年第四季度，公司毛利率、营业利润率和净利润率分别同比下滑 0.5、2.1 和 0.2 个百分点为 28.6%、11.4% 和 11.1%。公司毛利率同比和环比均有所下滑，费用率方面，销售费用率、管理费用率分别同比下滑 0.5 和 2.3 个百分点，研发费用率和财务费用率分别同比上升 0.3 和 0.9 个百分点，总体费用率同比下降。

图 13: 过往 12 个季度盈利能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 12 个季度主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 未来发展战略及经营计划：产品应用领域扩张

公司已由铝电解电容器单一产品，拓展成铝电解电容器、薄膜电容器、超级电容器三大类电容器同时研发、生产、销售的全球少数几家公司之一，而且是品种最齐全、产业链最完整的企业；各类产品在智能家电、5G 通讯、光伏和风电、轨道交通、节能减排、数据中心获得广泛应用，并且通过国际合作进入汽车特别是电动汽车领域。

公司的超级电容器在车辆、医疗仪器、新能源、智能电网、数据存储系统将进入批量应用领域，更多的应用领域前景可期。薄膜电容器在消费类电子和工业类装备进入大批应用阶段，而且在动力汽车和军工领域开始批量交付。收购日立 AIC 公司进一步扩大了铝电解电容器的产品系列和客户群，可有效抵御逆全球化的倾向，特别是中美贸易摩擦的不确定性影响。因此，未来 3-5 年，公司成长可期。

二、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.31、0.40 和 0.54 元。净资产收益率分别为 6.9%、8.2% 和 9.8%，维持“买入-B”建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，我们预计公司在铝电解电容器领域具备市场优势，薄膜电容器和超级电容器扩张，各类产品进入更多新兴应用领域，形成新的业绩支撑。电容器业务作为核心带动公司整体收入增速进入上行通道。

毛利率方面，公司在上游化成箔业务扩张对内形成配套，成本优势转化为毛利率优势，未来综合毛利率有望小幅提升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,960.7	2,123.0	2,336.9	2,817.2	3,486.8
YoY	17.6%	8.3%	10.1%	20.6%	23.8%
电容器	1,732.5	1,875.8	2,043.2	2,485.0	3,150.3
化成箔	198.6	227.5	273.0	310.5	313.6
其他	29.6	19.7	20.7	21.8	22.8
毛利率	26.4%	29.4%	27.8%	28.2%	28.9%
电容器	27.3%	30.7%	29.0%	29.5%	30.0%
化成箔	18.2%	17.3%	17.5%	17.0%	17.0%
其他	31.3%	45.7%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司的各项费用投入基本保持平稳。公司在未来 2 年内的资本开支规模预计较之前有所增加，主要是需要应对新客户、新市场和新产品的需求。

三、风险提示

下游新兴市场需求不及预期；

产能建设及良率爬坡不及预期；

上游原材料供给不稳定；

汇率波动带来的定价风险；

新冠疫情增加市场供需不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2474	2646	2775	3275	3893	营业收入	1961	2123	2337	2817	3487
现金	555	555	1292	965	1445	营业成本	1443	1499	1688	2023	2479
应收票据及应收账款	689	920	699	1270	1221	营业税金及附加	18	17	20	24	29
预付账款	58	34	144	50	168	营业费用	73	87	90	110	138
存货	371	467	375	657	637	管理费用	108	124	123	156	194
其他流动资产	800	669	266	334	422	研发费用	101	125	134	147	161
非流动资产	1583	1855	1804	1823	1782	财务费用	-13	-3	-3	-13	-12
长期投资	49	94	94	94	94	资产减值损失	21	23	22	27	30
固定资产	757	892	973	990	991	公允价值变动收益	0	22	7	10	13
无形资产	106	103	103	104	105	投资净收益	45	3	32	27	21
其他非流动资产	672	767	634	636	592	营业利润	296	306	333	424	550
资产总计	4057	4501	4579	5098	5675	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	577	841	721	892	997	营业外支出	12	4	6	7	6
短期借款	11	160	0	0	0	利润总额	284	303	327	417	545
应付票据及应付账款	507	549	569	798	890	所得税	26	36	49	63	82
其他流动负债	59	133	152	94	107	税后利润	258	266	278	354	463
非流动负债	42	63	51	52	55	少数股东损益	14	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	244	241	253	329	437
其他非流动负债	42	63	51	52	55	EBITDA	382	408	452	525	647
负债合计	619	904	772	944	1053	主要财务比率					
少数股东权益	189	168	168	168	168	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	815	817	817	817	817	成长能力					
资本公积	1378	1355	1355	1355	1355	营业收入(%)	17.6	8.3	10.1	20.6	23.8
留存收益	1086	1262	1474	1829	2292	营业利润(%)	24.2	3.6	8.7	27.3	29.8
归属母公司股东权益	3249	3429	3639	3986	4455	归属于母公司净利润(%)	28.2	-1.2	5.0	30.1	33.1
负债和股东权益	4057	4501	4579	5098	5675	获利能力					
						毛利率(%)	26.4	29.4	27.8	28.2	28.9
						净利率(%)	12.4	11.3	10.8	11.7	12.5
						ROE(%)	7.5	7.0	6.9	8.2	9.8
						ROIC(%)	10.1	12.0	13.9	13.5	18.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	15.3	20.1	16.9	18.5	18.5
						流动比率	4.3	3.1	3.8	3.7	3.9
						速动比率	3.6	2.6	3.3	2.9	3.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.6	3.6	3.1	3.5	3.4
						应付账款周转率	4.7	4.7	4.0	4.4	4.4
						估值比率					
						P/E	29.4	29.7	28.3	21.8	16.4
						P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	11.3	12.7	12.3	10.9	8.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	194	102	540	-94	597
净利润	258	266	278	354	463
折旧摊销	99	110	123	117	111
财务费用	-8	1	-3	-13	-12
投资损失	-45	-3	-32	-27	-21
营运资金变动	-118	-278	267	-628	158
其他经营现金流	8	6	-94	103	-103
投资活动现金流	-216	-150	357	-175	-134
筹资活动现金流	-89	76	-160	-59	17
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.29	0.31	0.40	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.12	0.66	-0.11	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.20	4.45	4.88	5.45

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com