

公司研究/首次覆盖

2019年08月15日

电子元器件/元件 II

投资评级：买入（首次评级）

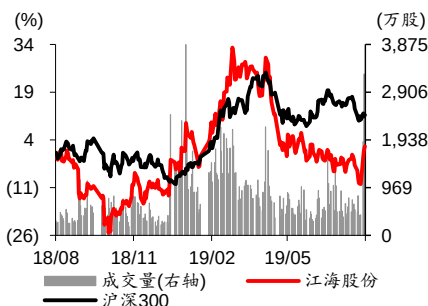
当前价格(元): 6.34
 合理价格区间(元): 7.64-8.79

胡剑 执业证书编号: S0570518080001
 研究员 021-28972072
 hujian@htsc.com

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
 研究员 021-38476703
 pengxi@htsc.com

刘叶 执业证书编号: S0570519060003
 研究员 021-38476072
 liuye@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源：Wind

执着耕耘的电容领军者迎来收获期(更正)

江海股份(002484)

(更正：主标题中“电感”更正为“电容”)

海纳百川的电容器领军者向高端市场挺进，首次覆盖给予买入评级

江海股份 1958 年成立，在超过 60 年的发展历程当中，公司先后多次与海内外企业、资本联手以提升技术水平、占领高端市场。目前江海的电容产品线主要包括铝电解、薄膜电容、超级电容三大类，是全球少数几家同时在三大类电容器进行研发、制造和销售的企业之一。与此同时，基于“材料好电容器才好”的初心，公司延伸发展了化成箔、腐蚀箔等铝电解电容的主要材料，18 年自给率接近 70%。我们看好公司铝电解电容产品盈利能力改善以及小型化、薄膜、超级电容的市场开拓前景，预计公司 19-21 年 EPS 为 0.38/0.50/0.62 元，目标价 7.64-8.79 元，首次覆盖给予买入评级。

研发助推产品结构优化、盈利能力改善，毛利率连续 6 个季度环比提升

为推动传统铝电解电容的技术升级以及薄膜电容、超级电容、固态电容等新产品的开发，公司研发开支占营收比重在 13-15 年间快速上升，18 年占比仍超过 5%，18 年公司研发人员新增 154 人，同比增长 42.54%。基于公司产品结构的升级、优化以及新产品的成功开拓，江海的 ROE 水平自 16 年的 5.01% 回升至 18 年的 7.5%，季度毛利率水平自 17Q4 的 22.06% 稳步增至 19Q1 的 29.27%，连续 6 个季度环比提升，创下上市以来新高。

联手美国 KEMET 加码薄膜电容，聚焦新能源汽车市场

江海 11 年着手布局薄膜电容，16 年通过收购苏州优普缩短了公司薄膜电容项目的建设周期。18 年江海与美国 KEMET 合资成立“南通海美电子”，着手生产轴向电解电容器和电动汽车/混动汽车薄膜直流砖式电容器，并通过基美电子和江海的销售渠道进行销售。我们认为，凭借 KEMET 在业界良好的口碑，有望降低江海进军车用薄膜电容器领域的难度，根据调研反馈，目前江海的薄膜电容已规模化应用于新能源汽车和充电桩。

公司超级电容业务拐点已现，携手英才加大资源投入

公司的超容业务始于 13 年，最初收购了日本 ACT 的超容研发机构，此后在 14 年全职引进技术专家杨恩东，作为国内最早进入超级电容器领域的技术人员之一，杨恩东在超级电容器等新能源领域取得了一系列的重要技术成果，拥有发明专利 32 项，达到国际先进水平。江海目前拥有 EDLC 和 LIC 超级电容各一条完整的生产线，其中 LIC 超容已达到国际先进水平。根据调研反馈，公司超容业务 7 月营收已突破 1000 万元，实现单月盈利，拐点已现，今年起将加速 16 年募投项目的推进速度。

估值优势显著的国内电容器领导品牌，首次覆盖给予买入评级

我们预计江海 19-21 年的营收为 23.4/29.54/35.12 亿元，对应归母净利润分别为 3.11/4.08/5.08 亿元。参考可比公司 19 年平均 23.54 倍 PE 估值，考虑公司新产品开拓、投产存在不确定性，我们给予公司 19 年 20-23 倍 PE 估值，目标价 7.64-8.79 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：宏观经济下行造成业绩不及预期风险；新产品开发及推广进度不及预期风险；行业竞争格局加剧风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	815.16
流通 A 股 (百万股)	763.65
52 周内股价区间 (元)	4.71-8.38
总市值 (百万元)	5,168
总资产 (百万元)	4,182
每股净资产 (元)	4.04

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,667	1,961	2,349	2,954	3,513
+/-%	36.22	17.63	19.78	25.77	18.93
归属母公司净利润 (百万元)	190.03	243.53	311.37	408.10	507.99
+/-%	27.50	28.15	27.86	31.06	24.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.30	0.38	0.50	0.62
PE (倍)	26.90	20.99	16.41	12.52	10.06

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心推荐逻辑及区别市场的观点	4
海纳百川，60 余年积淀的电容器领军者向高端市场挺进	5
公司多次联手海外知名企业提升技术水平、挺进高端市场	5
公司已实现由单一产品向铝电解电容、薄膜电容、超级电容的品类拓展	6
2016 年以来营收稳健增长，归母净利润增速持续提升	6
公司所处的被动元件行业正迎来加速实现国产替代的机遇期	8
铝电解电容和薄膜电容是电容市场的重要分支	8
电子行业上游的元器件和设备行业进入壁垒高，业绩稳定性强	9
中美贸易摩擦叠加本土下游品牌崛起利于上游电子器件实现国产替代	10
工控铝电解电容龙头地位稳固，基站电源成为重要增量市场	11
铝电解电容器体积小、容量大、性价比高	11
电极箔是铝电解电容产业链关键环节	11
下游应用广泛，市场规模稳中有升	12
市场化竞争充分，国产向高端升级	13
5G 建设提速，基站电源成为电解电容的重要增量市场	14
2018 年电极箔自给率接近 70%，长期助力电解电容成本优化	15
湖北海成电子 19Q1 试投产，有效弥补公司小型化电容短板	15
联手美国 KEMET 加码薄膜电容，聚焦新能源汽车市场	16
薄膜电容器频率特性好、损耗低	16
薄膜电容广泛应用在照明、家电、工控和新能源领域	16
美日德占据薄膜电容高端市场，国内厂商不断成长	17
新能源汽车发展和光伏回暖带动薄膜电容市场增长	17
高效电机控制的逆变器技术需要 IGBT 模块和直流支撑电容器相匹配	17
19 年国内新能源汽车 150 万辆目标有望实现，将有力带动薄膜电容需求	18
光伏补贴竞价落地，装机需求释放	19
2016 年成功并购苏州优普，缩短了新江海薄膜电容器项目建设周期	20
联手全球电容器知名厂商 KEMET，实现生产销售协同	20
公司超级电容业务拐点已现，携手英才加大资源投入	22
超级电容优点突出，市场规模快速增长	22
美日俄韩在超级电容市场技术领先，国内企业奋力赶超	23
超级电容在 3C 市场的应用正在落地，智能四表、ETC 均是潜力市场	23
超级电容在电力领域可以用于平滑电压波动和作为风电变桨系统的后备电源	26
超级电容牢固可靠，使用寿命长，维护要求低的特点契合轨道交通应用场景	26
超级电容可用在工程机械以实现能源回收和峰值功率辅助	27
携手英才发力超级电容，利润拐点已至，19 年将加大资源投入	28
盈利预测与投资建议	29
盈利预测	29
投资建议	30
风险提示	31
PE/PB – Bands	31

图表目录

图表 1: 江海股份是拥有超过 60 年发展积淀的电容器国内领导品牌	5
图表 2: 截至 18 年末，江海股份共有 13 家工厂，包括 9 家电容器工厂、3 家铝箔工厂、1 家部件工厂	5
图表 3: 截至 19Q1 江海股份的股权结构	6
图表 4: 江海股份产品的应用领域广泛，客户结构优质	6
图表 5: 2018 年江海股份实现营收 19.61 亿元，同比增长 17.63%	7
图表 6: 2018 年公司实现归母净利润 2.44 亿元，同比增长 28.15%	7
图表 7: 2018 年公司研发人员同比增长 42.54%	7
图表 8: 2018 年公司研发投入 1.01 亿元，同比增长 27.95%	7
图表 9: 公司销 ROE 自 2016 年以来持续攀升	7

图表 10:	公司销售毛利率自 17Q4 以来逐季提升	7
图表 11:	电子元器件分类图	8
图表 12:	2010-2019 年中国电容器市场规模	8
图表 13:	2017 年电容器市场结构	8
图表 14:	不同电容器特性和应用场景比较	9
图表 15:	日本电子产业自 2000 年开始衰落	9
图表 16:	日本电子元器件和设备在电子产业中的产值占比不断提升	9
图表 17:	国内智能手机市场品牌集中度正在提升	10
图表 18:	国内智能手机市场本土品牌份额正在提升	10
图表 19:	铝电解电容器品种优缺点	11
图表 20:	铝电解电容器结构示意图 1	11
图表 21:	铝电解电容器结构示意图 2	11
图表 22:	铝电解电容产业链	12
图表 23:	铝电极箔	12
图表 24:	2017 年铝电解电容器下游应用占比	13
图表 25:	2010-2020E 中国铝电解电容器需求情况 (单位: 亿只)	13
图表 26:	2010-2020E 中国铝电解电容器市场规模情况 (单位: 亿元)	13
图表 27:	铝电解电容器产业竞争格局:	14
图表 28:	电解电容在通信基站的开关电源模块中的应用	14
图表 29:	电极箔自给率的提升助力公司电容器毛利率逐年提升	15
图表 30:	薄膜电容纵断面结构示意图	16
图表 31:	2010-2020E 我国薄膜电容市场规模	16
图表 32:	薄膜电容器行业企业竞争格局	17
图表 33:	2009-2018 法拉电子、江海股份毛利率对比	17
图表 34:	2009-2018 法拉电子、江海股份人均收入对比	17
图表 35:	新能源汽车技术核心图	18
图表 36:	薄膜电容在新能源汽车中的应用	18
图表 37:	几家主要车企新能源车 18 年目标销量以及 19 年目标	19
图表 38:	光伏发电系统	19
图表 39:	光伏逆变器电路拓扑图	19
图表 40:	2019 年全球光伏电站建设规模预测	20
图表 41:	2019 财年 KEMET 营收结构	21
图表 42:	2019 财年 KEMET 固态电容业务营收结构	21
图表 43:	2016-2019 财年 KEMET 收入情况	21
图表 44:	传统电容器结构	22
图表 45:	双电层电容器结构	22
图表 46:	中国超级电容市场规模稳步提升	22
图表 47:	超级电容产业链	23
图表 48:	超级电容在 S Pen 中的应用	24
图表 49:	智能四表集抄系统结构	24
图表 50:	超级电容可以用于断电保护电路	24
图表 51:	高速公路电子不停车收费系统示意图	25
图表 52:	ETC 相关硬件产品	25
图表 53:	2018 年底我国汽车 ETC 安装率仅接近 45%	26
图表 54:	风力发电及变桨系统	26
图表 55:	包含超级电容的变桨系统储能装置	26
图表 56:	超级电容作为储能装置收集制动能量	27
图表 57:	超级电容用于吊车	27
图表 58:	营收预测 (单位: 万元)	30
图表 59:	2016A-2021E 年公司费用和净利润率预测	30
图表 60:	可比公司盈利预测与估值 (EPS 数据为 Wind 一致预期中值)	30
图表 61:	江海股份历史 PE-Bands	31
图表 62:	江海股份历史 PB-Bands	31

核心推荐逻辑及区别市场的观点

江海股份 1958 年成立，在超过 60 年的发展历程当中，公司先后多次与海内外企业、资本联手以提升技术水平、占领高端市场，积极拓展产品品类。但是由于公司的薄膜电容和超级电容业务对于研发投入、技术积累、量产经验积累的要求高，所以其相关业务的商业化进展较慢，在技术成熟度尚未达到预期要求的情况下，公司 16 年针对薄膜电容和超级电容的募投项目的投入进度也慢于市场预期，因此公司股价自 17 年初以来呈持续下跌态势，二级市场的关注度走低，从 19 年一季报来看，机构持股比例仍然较低。

但是我们认为，从行业逻辑来看，在中美贸易摩擦不断反复的背景之下，国内下游终端品牌的日益崛起有望推动本土一线上游被动元件企业的国产替代进程。目前江海的电容产品线主要包括铝电解、薄膜电容、超级电容三大类，是全球少数几家同时在三大类电容器进行研发、制造和销售的企业之一，在国内工控铝电解电容市场的品牌地位稳固，在国内超级电容市场、薄膜电容市场具备较强的稀缺性。

从江海近 3 年的基本面变化来看，尽管公司的薄膜电容和超级电容的商业化进度较慢，但是江海长期以来在不断加大研发投入、加强行业领军人才的引进、加深与国际领先企业的合作，公司的产品结构和企业整体盈利能力均在 2016-2018 年间得到了长效的优化，ROE 水平自 2016 年的 5.01%回升至 2018 年的 7.5%，季度毛利率水平自 17Q4 的 22.06%稳步增长至 19Q1 的 29.27%，连续 6 个季度环比提升，创下公司上市以来新高。

根据公司及产业链调研情况，我们认为公司多个产品线均有着超出市场预期的发展亮点：

首先，公司传统的工控电解电容业务受益于 5G 基站建设的兴起，基站电源正成为电解电容的重要增量市场，在强化工控市场优势的同时，公司正通过加大在子公司海成电子的资源投入，以弥补自身在小型电容器领域的不足，根据公司年报，18 年底海成电子一期项目已建成并开始试投产，公司预计一期项目年销售收入超过 2 亿元，二、三期项目建成后，小型化电容年销售收入将超过 10 亿元。此外，公司向产业链上游延伸的战略也取得了显著成效，18 年铝电解电容的电极箔自给率已接近 70%率，助力产品毛利率逐年提升。

其次，公司在 18 年联手美国 KEMET 加码薄膜电容，聚焦新能源汽车市场，18 年江海与美国 KEMET 合资成立“南通海美电子”，着手生产轴向电解电容器和电动汽车/混动汽车薄膜直流砖式电容器，并通过基美电子和江海的销售渠道进行销售。我们认为，凭借 KEMET 在业界良好的口碑，有望降低江海进军车用薄膜电容器领域的难度，根据调研反馈，目前江海的薄膜电容已规模化应用于新能源汽车和充电桩。

最后，公司超级电容业务拐点已现，携手英才加大资源投入。公司的超容业务始于 13 年，最初收购了日本 ACT 的超容研发机构，此后在 14 年全职引进技术专家杨恩东，作为国内最早进入超级电容器领域的技术人员之一，杨恩东拥有发明专利 32 项，达到国际先进水平。江海目前拥有 EDLC 和 LIC 超级电容各一条完整的生产线，其中 LIC 超容已达到国际先进水平，公司的超容产品主要用于服务器、电视、智能四表（水、电、热、气）、ETC、风电变桨、港口机械、工程机械、地铁等等领域。根据调研反馈，公司超容业务 7 月营收已突破 1000 万元，实现单月盈利，拐点已现，今年起将加速 16 年募投项目的推进速度。

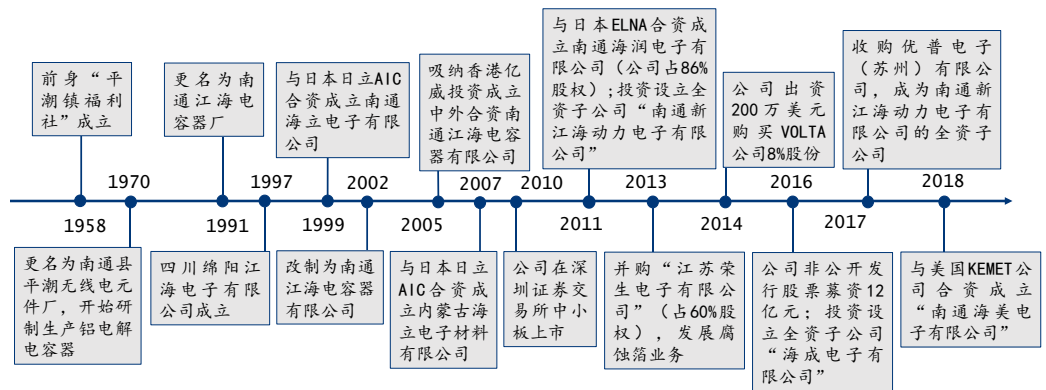
海纳百川，60 余年积淀的电容器领军者向高端市场挺进

公司多次联手海外知名企业提升技术水平、挺进高端市场

江海股份主要从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务，前身为 1958 年 10 月成立的南通江海电容器厂（原名“平潮镇福利社”），1970 年开始专业生产铝电解电容器，2010 年在深交所挂牌上市。在超过 60 年的发展历程当中，公司先后多次与海内外企业、资本联手以提升技术水平、占领高端市场。

江海在 1999 年与日本日立 AIC 合资成立南通海立电子生产螺栓型电容器，2005 年吸纳香港亿威投资成立中外合资南通江海，2007 年与日立 AIC 成立内蒙古海立电子生产化铝箔，2011 年与日本 ELNA 合资成立南通海润电子生产高分子固态铝电解电容器、车载铝电解电容器，2018 年与美国基美 (KEMET) 合资成立南通海美电子生产车载薄膜电容器、车载轴向引线电容器，在产业、资本戮力作用下现已成长为国内电容器领导品牌，在中高端工业类电容器市场的产销量全球领先。

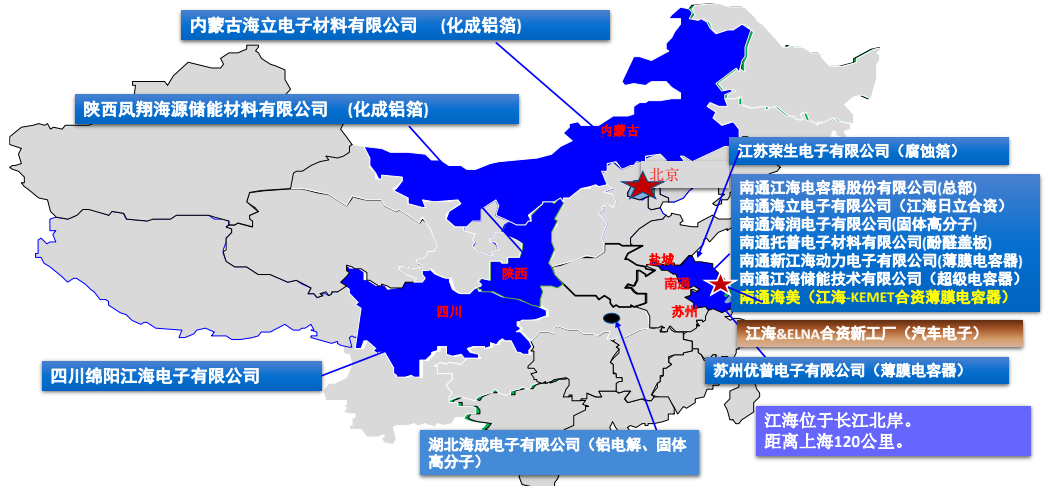
图表1：江海股份是拥有超过 60 年发展积淀的电容器国内领导品牌



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

截至 18 年末，江海共有 13 家工厂，包括 9 家电容器工厂、3 家铝箔工厂、1 家部件工厂，其中负责铝电解电容器生产的共有 5 家（南通江海、南通海立电子、绵阳江海、南通海润、湖北海成），负责薄膜电容器生产的共有 3 家（南通新江海、苏州优普、南通海美），负责超级电容器生产的工厂为南通江海储能，18 年末公司薄膜电容月产能已达到 78 万只，超级电容月产能已达到 1500 Kwh +30Kwh。

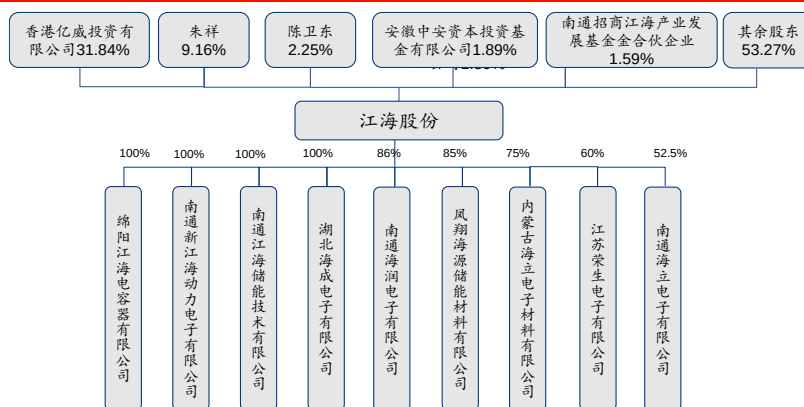
图表2：截至 18 年末，江海股份共有 13 家工厂，包括 9 家电容器工厂、3 家铝箔工厂、1 家部件工厂



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

江海是一家外商控股企业,截至 19Q1 第一大股东、实际控制人香港亿威投资持股 31.84%,公司董事长陈卫东先生持股 2.25%,陈卫东先生 1981 年进入电容器厂,历任南通江海电容器厂研究所所长、设备科副科长、厂长、江海有限公司董事长、CEO 和党委书记,同时是江苏省第九届人代会代表、第十一次党代会代表、南通市第十二届人代会代表、中国电子元件行业协会副理事长、南通市青年企业家协会副会长。

图表3: 截至 19Q1 江海股份的股权结构



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

公司已实现由单一产品向铝电解电容、薄膜电容、超级电容的品类拓展

目前江海的电容器产品线主要包括铝电解电容、薄膜电容、超级电容三大类,是全球在电力电子领域少数几家同时在三大类电容器进行研发、制造和销售的企业之一,公司产品现广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车、军工等领域,客户涉及诸多细分产业一线品牌。与此同时,基于“材料好电容器才好”的初心,公司延伸发展了化成箔、腐蚀箔等铝电解电容使用的主要材料,根据公司年报,以上材料性能现已达到国内先进水平,销售以内部配套为主,外销比例正逐年提高。

图表4: 江海股份产品的应用领域广泛,客户结构优质



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

2016 年以来营收稳健增长，归母净利润增速持续提升

2018 年江海股份实现营收 19.61 亿元,同比增长 17.63%,其中电容器、化成箔收入占比分别为 88.36%、10.13%,公司营收连续三年实现两位数以上增长。2018 年江海实现归母净利润 2.44 亿元,同比增长 28.15%,增速较 17 年提升 0.65pct,扣非后归母净利润 1.97 亿元,同比增长 34.74%,增速较 17 年提升 22.12pct。

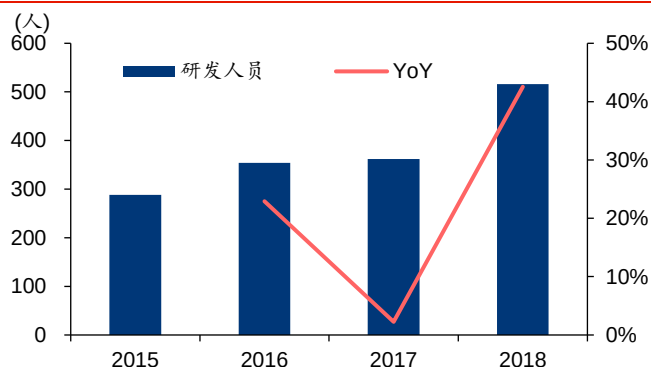
图表5: 2018年江海股份实现营收19.61亿元, 同比增长17.63%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

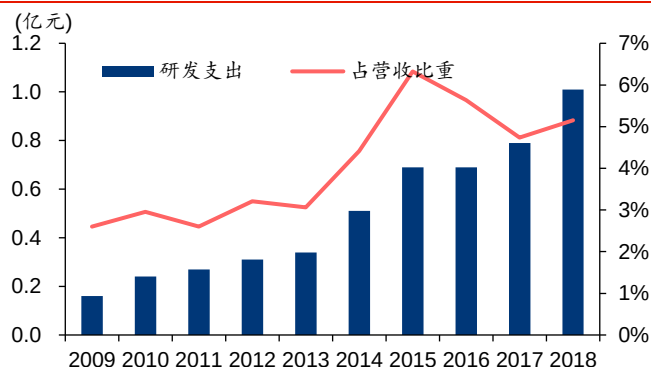
图表6: 2018年公司实现归母净利润2.44亿元, 同比增长28.15%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

为推动传统铝电解电容的技术升级以及薄膜电容、超级电容、固态电容等新产品的开发, 公司研发开支占营收比重在2013-2015年间快速上升, 2018年占比仍超过5%, 金额达到1.01亿元。相应的, 公司研发人员总数在2015-2018年间保持增长态势, 尤其是在2018年研发人员新增154人, 同比增长42.54%, 为新业务的发展做好了人才储备。

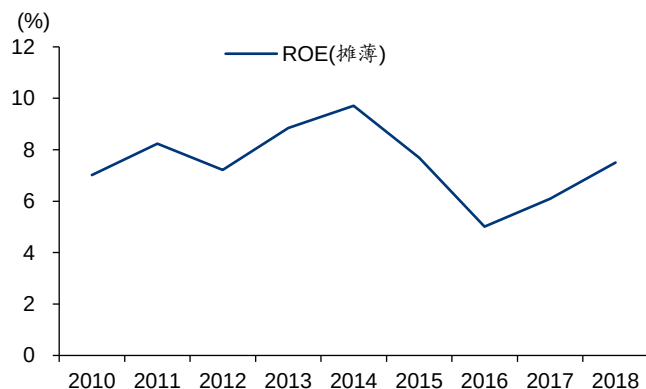
图表7: 2018年公司研发人员同比增长42.54%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 2018年公司研发投入1.01亿元, 同比增长27.95%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

基于公司产品结构的升级、优化以及薄膜电容、超级电容的技术进步与产业化推动, 江海的ROE水平自2016年的5.01%回升至2018年的7.5%, 季度毛利率水平自17Q4的22.06%稳步增长至19Q1的29.27%, 连续6个季度环比提升, 创下公司上市以来新高。

图表9: 公司销ROE自2016年以来持续攀升

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 公司销售毛利率自17Q4以来逐季提升

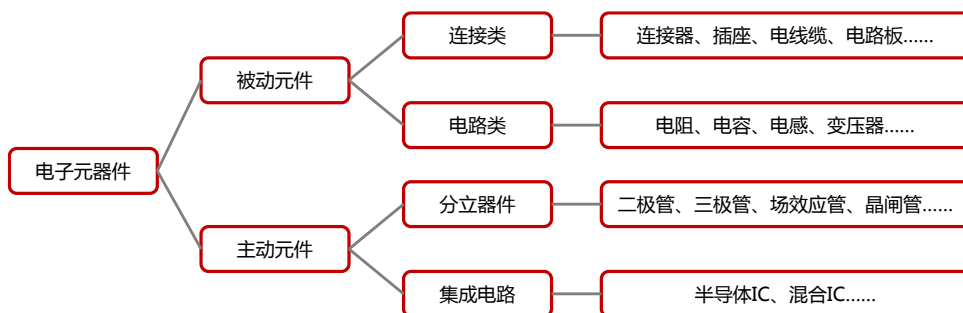
资料来源: 华泰证券研究所

公司所处的被动元件行业正迎来加速实现国产替代的机遇期

铝电解电容和薄膜电容是电容市场的重要分支

电子元器件是用于制造或组装电子整机用的基本零部件，电子元器件可以分为主动元件（国内称有源器件）和被动元件（国内称无源器件），其中主动元件是指在获得能量供给时能够对电信号激发放大、振荡、控制电流或能量分配等主动功能甚至执行数据运算、处理的元件，包括晶体管、IC、影像管、显示器等；而被动元件是指对电信号的响应是被动顺从的，电信号按原来的基本特征通过的电子元件，包括电阻、电容、电感等。为了顺应消费电子轻薄化的发展需求，电子元器件也在持续向片式化、小型化、集成化方向演进。

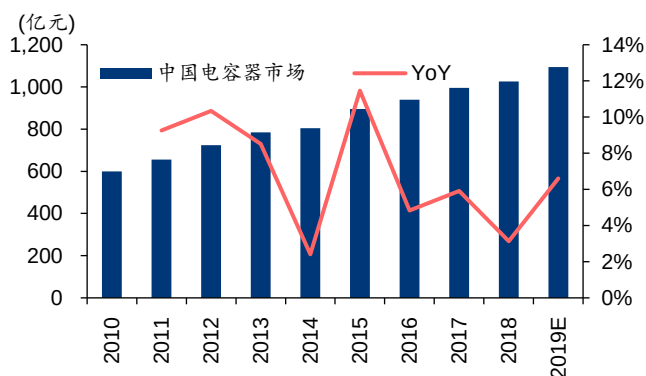
图表11：电子元器件分类图



资料来源：电子元件技术在线，华泰证券研究所

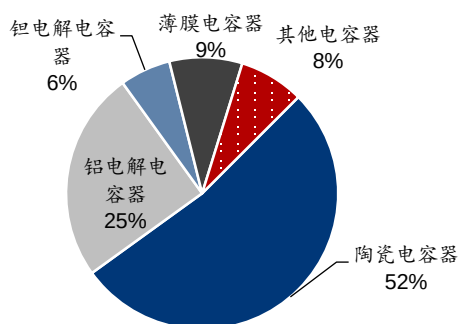
电容器是一种非常重要的电子元件。作为主要的电子元件之一，其产量约占整个电子元件的 40%。近年来，随着信息技术和电子设备的快速发展及国际制造业向中国转移，电容器需求呈现出整体上升态势，我国电容器产业也快速发展成为世界电容器生产大国和出口大国。根据中国电子元件工业协会数据，2018 年国内电容器市场规模达到 1026.2 亿元，同比增长 3.13%，协会预计 2019 年将达到 1093.95 亿元，同比增长 6.60%。

图表12：2010-2019 年中国电容器市场规模



资料来源：中国电子元件工业协会、华泰证券研究所

图表13：2017 年电容器市场结构



资料来源：中国电子元件工业协会、中国产业信息网、华泰证券研究所

根据介质材料的不同，电容器可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器、薄膜电容器四大类。根据中国电子元件工业协会、中国产业信息网 2017 年数据，这四类电容器约占电容器市场总量的 90% 以上，其中铝电解电容器、薄膜电容器占比分别为 25%、9%。除此之外还有云母电容器、纸电容器等其余种类，近年来，由于多孔化电极的普及，超级电容器也开始出现。

图表14：不同电容器特性和应用场景比较

名称	优点	缺点	主要应用范围	示例图
钽电容器	适宜贮存、寿命长。体积小容量大、漏电流小、可靠性高	钽为资源性材料，生产量小；单价较高；有极性	可适用于储能、滤波等电路。大量用于军工电子设备	
铝电容器	电容最大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗较大、有极件	适用于大容量、中低频率电路	
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	高频旁路、噪声旁路、电源滤波、振荡电路	
薄膜电容器	损耗低、阻抗低、耐压能力强、高频特性好	耐热能力差、体积大难以小型化	滤波器、积分、振荡、定时、储能电路	

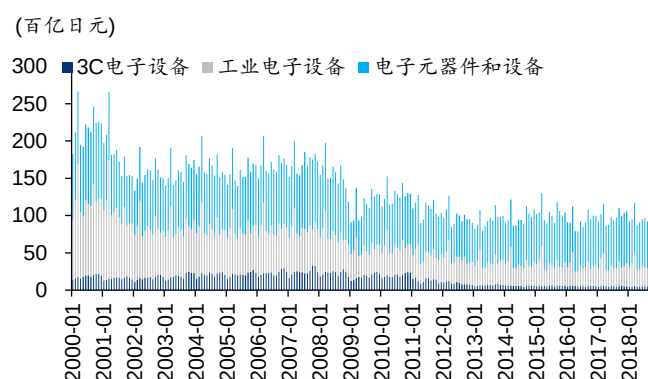
资料来源：电子产业信息网、华泰证券研究所

电子行业上游的元器件和设备行业进入壁垒高，业绩稳定性强

回顾日本电子产业的发展历程，在 1970 年至 1985 年间，日本电子产业发展处于出口主导的黄金时期；在 1985 年之后由于美国对日政策的转向以及《广场协议》所造成的日元升值压力，使得日本电子产业的驱动力由出口向内需转变，贸易收支开始减少；在 2000 年后，日本国内 TV、PC 的消费增速趋缓、与海外企业竞争加剧，日本电子产业出现了明显的衰退，根据日本电信产业协会数据，其电子产业月产值由 2000 年 3 月的 2.66 万亿日元跌至 2018 年 3 月的 1.16 万亿日元。

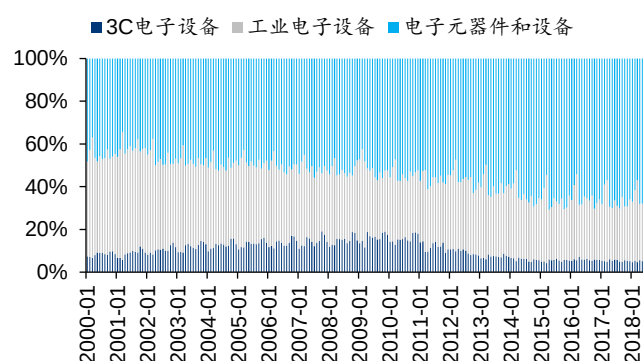
但是从产业结构来看，相对于日本电子产业总产值的大幅衰退，上游电子元器件和设备的产值下滑幅度较少。根据日本电信产业协会数据，2017 年日本电子产业总产值较 2000 年下滑 54.5%，而电子元器件和设备仅下滑 32.9%，电子元器件和设备占总产值的比重由 2000 年 1 月的 48.23% 稳步提升至 2018 年 8 月的 67.58%。

图表15：日本电子产业自 2000 年开始衰落



资料来源：日本电信产业协会、华泰证券研究所

图表16：日本电子元器件和设备在电子产业中的产值占比不断提升



资料来源：日本电信产业协会、华泰证券研究所

由日本电子产业的发展经验可见，在其国内市场终端产品渗透率趋于饱和、海外竞争加剧、制造中心向中国台湾、大陆转移的过程中，电子元器件和设备产业依然维持了较长时间的强势地位，村田、TDK、京瓷等电子元器件大厂至今仍在全球产业分工中扮演着举足轻重的角色。

因此我们认为，电子行业上游元器件和设备是一个工艺积累过程长、进入壁垒高、业绩稳定性强的产业，对于国内已经在匹配下游终端品牌成长过程中形成国际竞争力的被动元件、PCB、半导体设备等优质企业而言，业绩稳健增长的预期更强，我们认为在中美贸易摩擦的背景下具有相对配置价值。

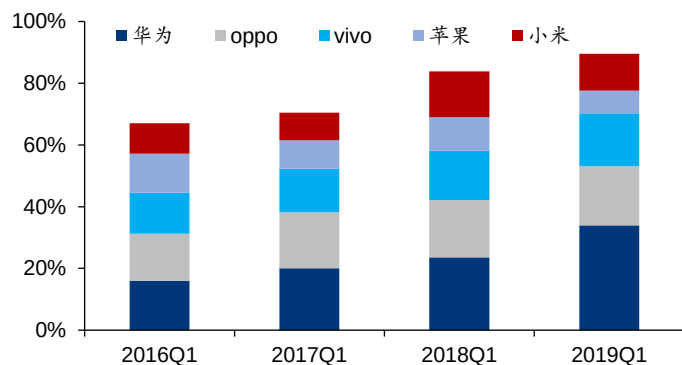
中美贸易摩擦叠加本土下游品牌崛起利于上游电子器件实现国产替代

在中美贸易摩擦不断反复的背景下，国内诸多科技企业的供应链稳定性受到不同程度的干扰，也打破了原先稳定的国际分工格局，加速实现产业链自主可控已经成为上下游戮力前行的方向，我们认为，考虑到目前的技术成熟度和量产能力，电阻、电容、电感等被动元件有望成为国产替代前沿阵地。

与此同时，面对同质化竞争日趋激烈的全球智能手机市场，国产品牌的发展趋势正在向更加注重技术升级、更注重创新的方向转变，从早期单纯跟随 iPhone 创新，到如今可以在全面屏、伸缩式前摄、屏下指纹、陶瓷结构件等方向实现差异化设计方案可见，国产品牌的创新意愿、创新能力均在与日俱增，消费者对于国产品牌的偏好也有所加强。根据 IDC 数据，19Q1 国产品牌华为、小米、vivo、oppo 的合计全球市占率达到 41.9%，较 18 年提升 9.7pct，全球竞争力日益增强，其中华为的市占率较 18Q1 大增 7.2pct。

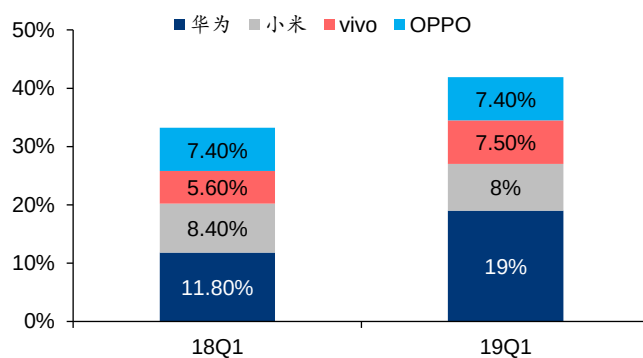
我们认为，在国产终端品牌跟随苹果创新的发展过程中，本土上游供应链，尤其是电容、电阻、电感等被动元件，LED 芯片，LCD 面板，PCB 等标准品的生产技术水平也逐步完成了从二、三线供应商向一线供应商升级的积累过程，看好电子行业上游中具备一线技术实力的本土供应商重演下游终端品牌崛起历程，通过市场份额的持续提升实现业绩增长。

图表17： 国内智能手机市场品牌集中度正在提升



资料来源：IDC、华泰证券研究所

图表18： 国内智能手机市场本土品牌份额正在提升



资料来源：IDC、华泰证券研究所

工控铝电解电容龙头地位稳固，基站电源成为重要增量市场

铝电解电容器体积小、容量大、性价比高

铝电解电容器是由一层阳极铝箔，一层阴极铝箔和中间夹有一层浸有电解液的衬垫纸以及天然氧化膜经重叠卷绕而成的，电极浸过电解液之后，再用铝壳和胶盖封闭起来。铝电解电容器在电子线路中的基本作用一般概括为：通交流、阻直流，具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能，并具有体积小、储存电量大、性价比高的特性。

铝电解电容器从电解质的不同可划分为液态铝电解电容器和固体铝电解电容器，液态铝电解电容器按引出方式的不同可划分为引线式、焊片及焊针式、螺栓式三种。从应用领域的不同可将铝电解电容器划分为消费类铝电解电容器和工业类铝电解电容器，消费类铝电解电容器主要用于电视、音响、显示器、计算机及空调等消费类市场，工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。此外，还有军用级铝电解电容器。

图表19： 铝电解电容器品种优缺点

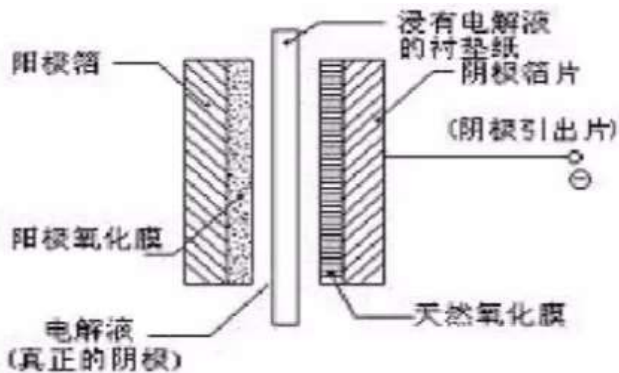
	电容器名称	电解质	小型化	频率特性	温度特性	高电压	高容量	寿命	价格
铝电解电容器	液态铝电解	液体	优	差	中	好	优	差	优
	固体铝电解	固体	好	优	好	差	中	好	中

资料来源：江海股份招股说明书、华泰证券研究所

电极箔是铝电解电容产业链关键环节

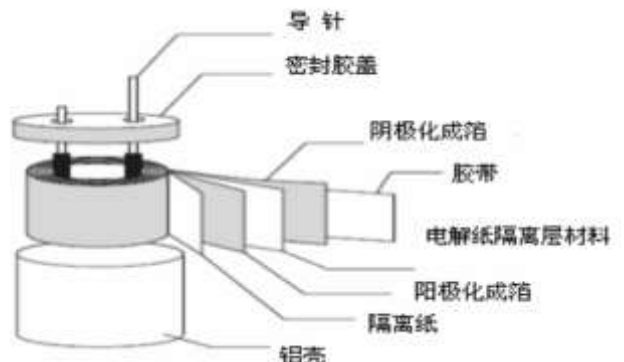
铝电解电容的基本结构包括阳极铝箔、阴极铝箔、电解液、铝壳和胶盖等其他部件。其中对铝电容的性能起到重大作用的就是阳极铝箔（即腐蚀化成箔）和电解液（即铝电解电容器的实际阴极）。根据江海股份招股说明书披露，铝电解电容器 30%-70%的成本来自于腐蚀化成箔。

图表20： 铝电解电容器结构示意图 1



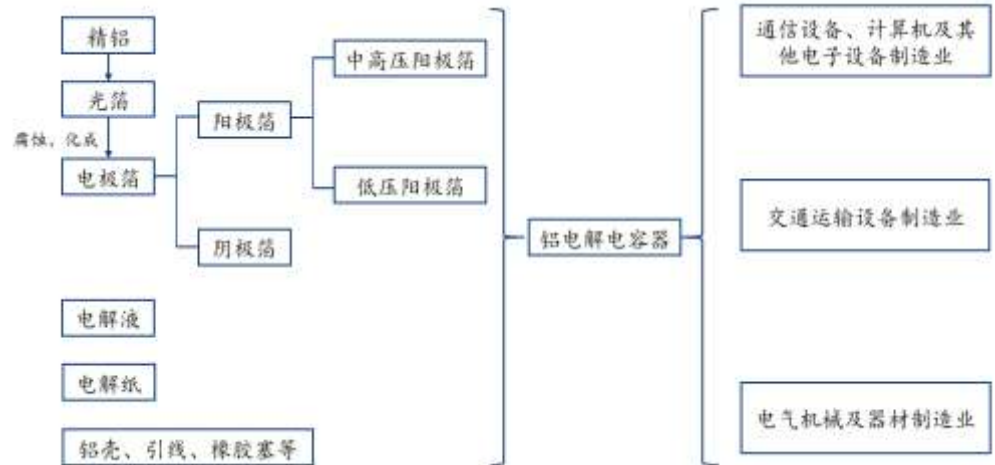
资料来源：电子市场网、华泰证券研究所

图表21： 铝电解电容器结构示意图 2



资料来源：江海股份、华泰证券研究所

图表22： 铝电解电容产业链



资料来源：江海股份招股说明书、华泰证券研究所

电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷。电极箔的性能决定铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等关键技术指标，亦是铝电解电容器产业链中最具价值及最需要技术含量部分之一，其中腐蚀和化成技术是电极箔制造的核心技术。

由于电极箔地位关键，许多电容器厂商都积极进行上下游行业的整合从而降低生产成本和保证产品质量。许多电容器生产厂商也是电极箔生产大厂，他们要在满足自己电容器生产的基础上再考虑向外销售电极箔。

图表23： 铝电极箔



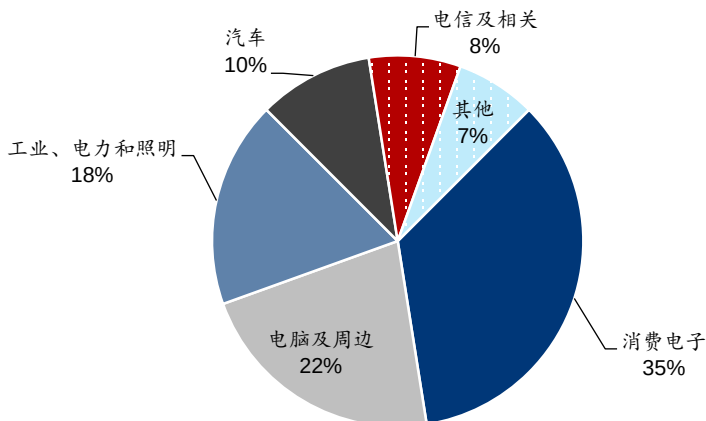
资料来源：慧聪网、华泰证券研究所

电极箔的选配决定了铝电解电容器的性能及品质，电容器质量的稳定性和可靠性进一步决定了整个电子产品质量。无论是铝电解电容器生产厂商，还是电子产品制造商，与上游供应商的合作都建立在严格、较为漫长的认证基础上，合作也往往是长期的。一般铝电解电容器生产厂商对电极箔供应商的认证周期长达 1-3 年，产品测试时间在 5000 小时以上。电子产品制造商对电容器的质量管理体系审核和产品技术性能认证短则 1-2 年长则 3-4 年，通过了该企业认证才能真正成为这些客户的供应商。

下游应用广泛，市场规模稳中有升

铝电解电容器下游应用广泛，主要集中在消费类电子产品、电脑周边、通讯、汽车、电力等行业。中国产业信息网 2017 年数据显示，消费类电子行业占总消耗量的 35%，是铝电解电容器的最大市场；其次是电脑及周边，占 22% 左右；工业设备、电力及照明占 18% 左右；汽车、电信等行业也占 8%-10% 的比例。

图表24： 2017 年铝电解电容器下游应用占比

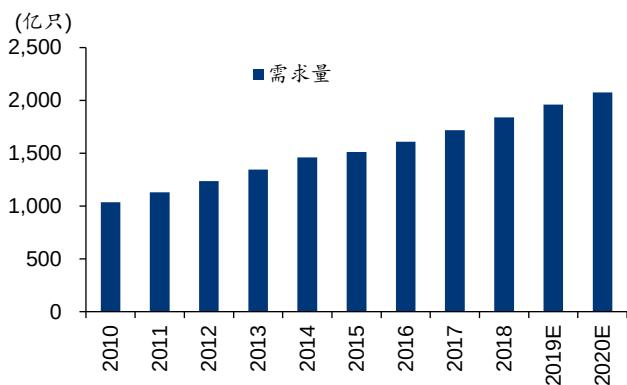


资料来源:中国产业信息网、华泰证券研究所

近年来,铝电解电容器的需求量呈现出稳中有升的趋势。根据前瞻产业研究院数据,2012 年国内铝电解电容器需求量约为 1235 亿只,同比增长 9.29%;2015 年国内铝电解电容器需求量约为 1511 亿只,同比增长 3.42%;到 2017 年国内铝电解电容器需求量约为 1719 亿只,同比增长 6.90%。

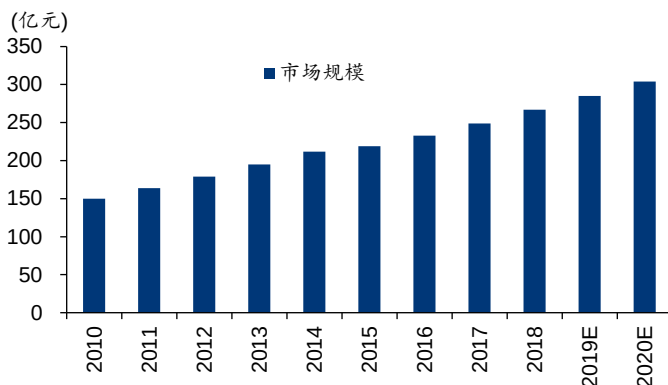
市场规模方面,根据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国铝电解电容器行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》,2010 年我国铝电解电容器的市场规模约为 150 亿元,2014 年上升至 212 亿元,2017 年我国铝电解电容器的市场规模约为 249 亿元,2010-2017 年铝电解电容器行业市场规模年复合增长率达 7.5%。

图表25： 2010-2020E 中国铝电解电容器需求情况 (单位:亿只)



资料来源:前瞻产业研究院、华泰证券研究所

图表26： 2010-2020E 中国铝电解电容器市场规模情况 (单位:亿元)



资料来源:前瞻产业研究院、华泰证券研究所

市场化竞争充分, 国产向高端升级

铝电解电容器行业是市场化竞争较为充分的行业,铝电解电容器厂商主要集中在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。

铝电解电容器在不同市场档次上呈现不同的竞争态势。高档产品领域,随着一些国内知名企业不断提升铝电解电容器产品技术含量,其在技术创新和内部管理上与日本及欧美的知名企业差距越来越小;在中档产品领域,主要是一些台资企业与境内外资企业之间的竞争,竞争重点是在满足较高品质标准下的相对低廉价格。在低档产品领域,主要是众多小型民营企业之间的竞争,价格是竞争重点。

图表27： 铝电解电容器产业竞争格局：

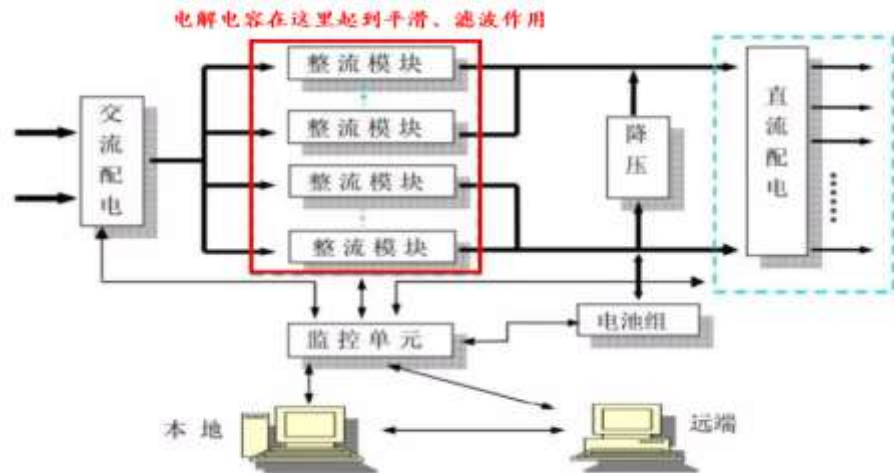
市场档次	电容器种类	代表性产品	行业现状	主要生产国
高端	具有高压大容量、低ESR、低漏电流、耐纹波电流能力强的电解电容器	工业和通信电源 专业变频器 大功率不间断电源 数控和伺服系统 太阳能和风力发电 电动和混合动力汽车	成长	日本 欧洲 美国
中端	SMD 铝电容器 固体电解电容器	平板电视，专业音响，显示器，成熟空调，洗衣机，电冰箱		日本，韩国、中国台湾，中国大陆
低端	一般铝电解电容器	一般消费类电子整机 电子玩具	过剩	中国台湾 中国大陆

资料来源：前瞻产业研究院、华泰证券研究所

5G 建设提速，基站电源成为电解电容的重要增量市场

2019 年 6 月 6 日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，标志着中国进入 5G 商用元年，5G 在接下来将进入大规模建设期。5G 产业链分为网络规划、建设、运营、应用四大环节，按照产业链顺序，通信设备系统将在接下来几年内最先受益，进而通过通信基站电源拉动铝电解电容市场的需求。

由于铝电解电容具有容量大、价格低的特点，因此大量用在开关电源和整流模块中，起到滤波、平滑的作用。基站电源是通信设备系统的核心，稳定可靠的通信电源供电系统，是保证通信系统安全、可靠运行的关键。开关电源和整流模块是基站电源的重要组成部分，能够将输入电流转变为通信设备工作所需的稳定电流。

图表28： 电解电容在通信基站的开关电源模块中的应用

资料来源：动力源、华泰证券研究所

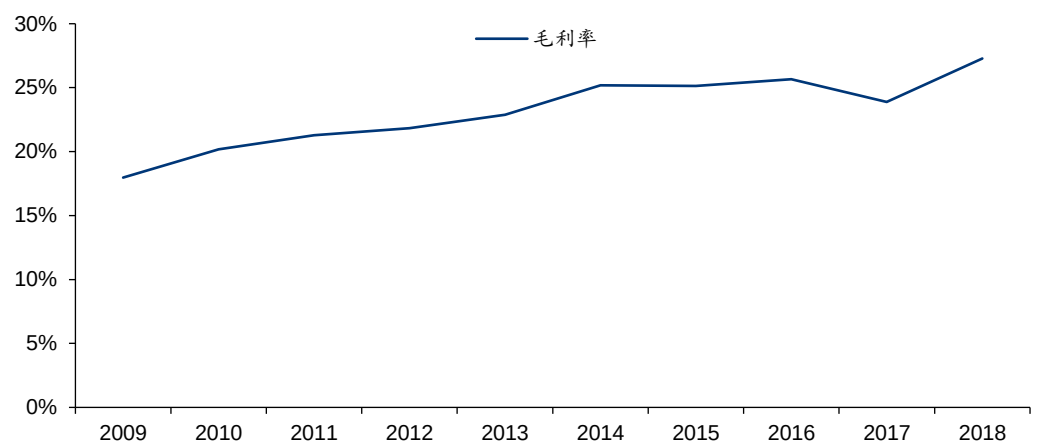
5G 建设提速，基站电源市场的增量主要集中在 AAU/BBU 电源和数据中心电源两方面。由于 5G 时代引入了大规模阵列天线 Massive MIMO 技术，同时对基带处理能力的要求提高，基站设备的功率要求大幅提升，在现有的供电系统基础上，基站电源存在大量扩容和改建需求。与此同时，5G 时代更高的网络速率和容量将推动数据量的大幅增长，进而有望刺激运营商数据中心的建设需求，供电基础设施的建设是其中重要的一环。

2018 年电极箔自给率接近 70%，长期助力电解电容成本优化

化成箔、腐蚀箔是铝电解电容器使用的主要材料，其很大程度上决定了电容器的性能和成本。公司秉持“材料好电容器才好”的初心，积极布局电极箔关键材料的技术工艺研究攻关和产业化，加大研发投入，和南京大学、南京航空航天大学、中南大学等一流高校进行合作，此外在高压大型铝电解电容器、高压化成铝箔领域和日本日立公司持续合作。

目前公司已经开发出国内高比容、高强度、高一致性的高压腐蚀箔、固态高分子用涂炭箔，解决了腐蚀和化成污水处理技术。公司生产的电极箔主要性能指标达到国内先进水平，销售以内部配套为主，外销比重逐年提高。根据公司 2018 年年报披露，公司铝电解电容的电极箔接近 70% 的自给率，电极箔自给率的提升使得公司近年来电容器毛利率逐年提升。

图表29：电极箔自给率的提升助力公司电容器毛利率逐年提升



资料来源:公司年报、华泰证券研究所

湖北海成电子 19Q1 试投产，有效弥补公司小型化电容短板

此前公司一直重视大型工业类电容器的发展，小型电容器重视不够。公司在 2016 年在湖北罗田经济开发区成立全资子公司湖北海成电子有限公司，并于 2017 年 11 月开工兴建。海成电子成立后业务主要集中在小型电容器的投入和技术改造。

根据公司 2018 年追加投资公告披露，全球铝电解电容器市场中小型电容器约占 52%，大型电容器约占 48%，而江海的小型电容器占比只有 10-15%。海成电子建成投产后，将弥补江海股份在小型电容器领域的不足。

根据公司年报，18 年底海成电子一期项目已建成并开始试投产，一期项目实现可月产 2 亿只小型铝电解、5000 万只引线式固态电容器以及 3000 万只片式固态电容器，年销售收入超过 2 亿元。二、三期项目建成后，小型化电容年销售收入将超过 10 亿元。

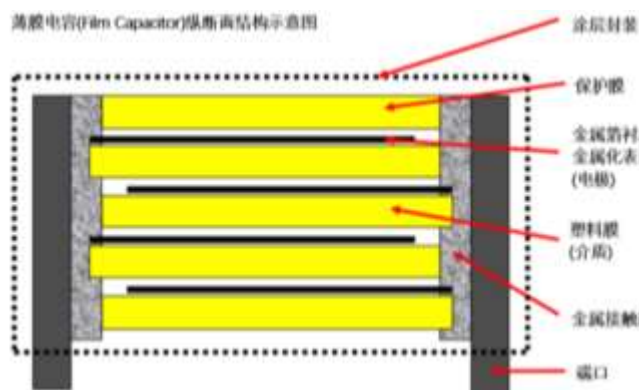
联手美国 KEMET 加码薄膜电容，聚焦新能源汽车市场

薄膜电容器频率特性好、损耗低

薄膜电容器是以金属箔当电极，将其和聚乙烯酯，聚丙烯，聚苯乙烯或聚碳酸酯等塑料薄膜，从两端重叠后，卷绕成圆筒状的构造之电容器。而依塑料薄膜的种类又被分别称为聚乙烯酯电容(又称 Mylar 电容)，聚丙烯电容(又称 PP 电容)，聚苯乙烯电容(又称 PS 电容)和聚碳酸酯电容。

薄膜电容器由于具有很多优良的特性，是一种性能优良的电容器。它的主要特性如下：无极性，绝缘阻抗很高，频率响应宽广，而且介质损失很小。薄膜电容器被大量使用在模拟电路上，尤其是在信号交连的部分，频率特性良好，介质损失极低的薄膜电容器确保了信号在传送时，不致有太大的失真情形发生。

图表30： 薄膜电容纵断面结构示意图

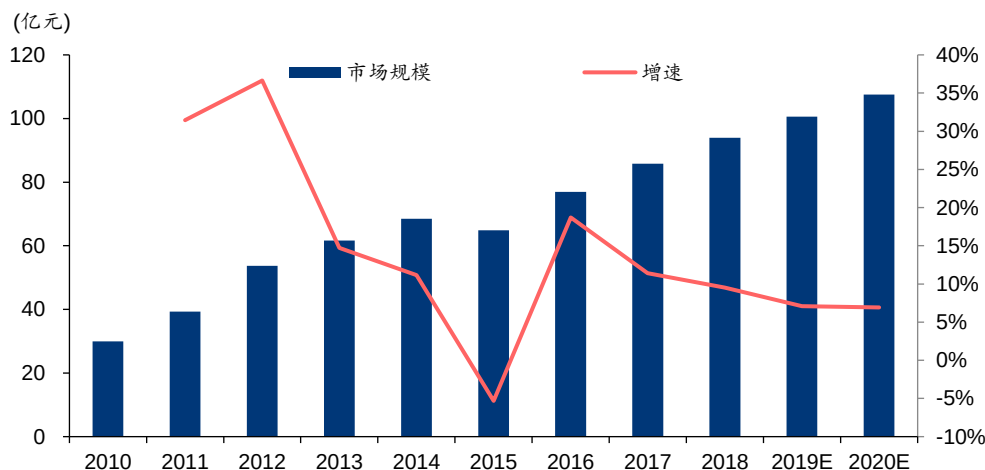


资料来源: Elcap、华泰证券研究所

薄膜电容广泛应用在照明、家电、工控和新能源领域

从下游应用类来看，薄膜电容广泛应用于照明、家电、工业控制、新能源汽车等领域。根据前瞻研究院统计，2018 年我国薄膜电容器市场产值约 14 亿美元，位居全球第一。薄膜电容广泛应用于新能源领域，随着国家在光伏、风能、新能源汽车等领域扶持加大，叠加消费电子更新换代加速，薄膜电容市场下游需求将不断释放。

图表31： 2010-2020E 我国薄膜电容市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院、华泰证券研究所

美日德占据薄膜电容高端市场，国内厂商不断成长

目前，全球薄膜电容器市场主要由日本、德国、意大利、美国、中国大陆和台湾占据。全球范围里，日本的 Nichicon，德国的 Wima，意大利的 ICEL，美国的 CDE 等，是顶级的薄膜电容器生产商，其中，WIMA 的产品主要用于高品质的音响，Nichicon 主要用于电子产品，而 CDE 是专业的变频器薄膜电容生产商。其他，如日本的 NISSI、荷兰的飞利浦，以及台湾的凯励、昱电、华容等，也都是世界知名度薄膜电容器生产商。

图表32： 薄膜电容器行业企业竞争格局

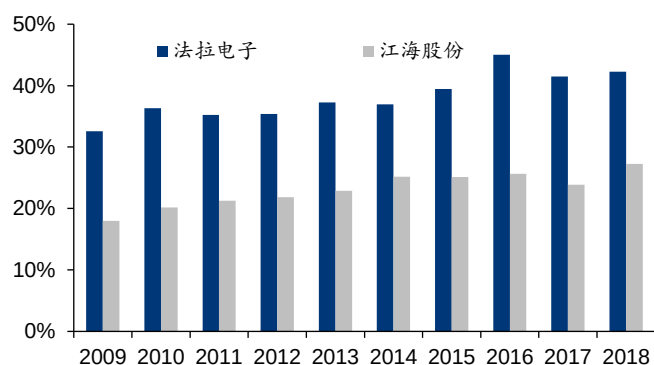
第一梯队	Nichicon（日本尼吉康、蓝宝石）、WIMA（德国威马-音响专用电容）、ICEL（意大利）、EPCOS（爱普科斯）、CDE（美国•变频器专用电容）
第二梯队	NISSEI（日本日精）、PANASONIC（日本松下）、VISHAY（威世）、OKAYA（日本岗谷）、PHIUPS（飞利浦）
第三梯队	Faratronic（厦门法拉）、CARLI（台湾凯励）、DAIN（台湾岱恩）、HJC（台湾华容）、TC（台湾天泰）、Europtonic（台湾优普）、WANBAO（台湾万宝）
第四梯队	Tong-Fong（安徽铜峰）、CJE（常州常捷）、AIDI（中山爱迪）、CG（佛山创格）、CSD（深圳创硕达）、SR（深圳塑容）

资料来源：前瞻产业研究院、华泰证券研究所

国内市场上，日本、德国、美国的厂商及国内龙头厂商占据着高端市场，中低端市场主要由台湾和大陆厂商占据，近年来国内下游产业的发展给行业内公司提供了良好的成长环境。例如国内薄膜电容器龙头企业法拉电子，产品涵盖全系列薄膜电容器，已经是中国最大、世界前三的薄膜电容器生产商。

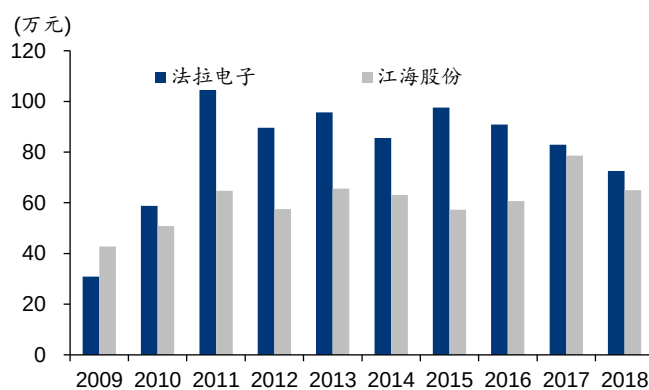
江海股份自 2011 年就着手布局薄膜电容，与法拉电子相似，目前公司也拥有自己的金属镀膜生产线，但自给化率并不高。2018 年法拉电子电容及元器件业务的毛利率高达 41%，同期以铝电解电容器为主的江海股份毛利率为 27%，因此我们认为，随着江海股份在薄膜电容领域的产能释放以及金属镀膜等原材料的自给化率提升，公司整体的产品结构将向平均毛利率更高的方向得以优化。

图表33： 2009-2018 法拉电子、江海股份毛利率对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34： 2009-2018 法拉电子、江海股份人均收入对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

新能源汽车发展和光伏回暖带动薄膜电容市场增长

高效电机控制的逆变器技术需要 IGBT 模块和直流支撑电容器相匹配

电机，电池和电机控制技术是新能源汽车的三大核心。其中电机控制技术的核心就是需要高效电机控制的逆变器技术，高效电机控制的逆变器技术则需要一个功能强大的 IGBT 模块和一个与之匹配的直流支撑电容器。

图表35： 新能源汽车技术核心图

资料来源：江海股份官网、华泰证券研究所

薄膜电容器正成为直流支撑电容的主流技术路径。早期直流支撑电容都是采用电解电容，但是由于汽车内部通常工作环境恶劣，对电容耐高压、耐高温、稳定性要求较高，电解电容无法满足需求。随着薄膜电容技术的发展，特别是基膜本身技术的发展和金属化采用分割的技术出现，使得薄膜电容的体积越做越小，同时兼备耐高温性能强、可靠性高，寿命长的特性，于是越来越多的公司采用高温聚丙烯薄膜电容器的作为直流支撑电容。第一代丰田 Prius 使用的滤波电容器是电解电容器，从第二代开始，便开始使用薄膜滤波电容器组。而国内车企典型代表是比亚迪 F3DM 和 E6，都使用薄膜电容器作为直流支撑电容。

图表36： 薄膜电容在新能源汽车中的应用

资料来源：江海股份官网、华泰证券研究所

19 年国内新能源汽车 150 万辆目标有望实现，将有力带动薄膜电容需求

供需两方面看，我们对 19 年新能源车产销量不悲观。市场部分担心补贴大幅退坡下，车企将面临终端不涨价则导致亏损，终端涨价则导致销量下滑的两难境地。我们认为从供需两方面看，对 19 年的销量不必悲观。

从供给端看，未来电动化+智能化趋势明朗，19 年是国内车企发力新能源车的关键之年。目前自主品牌主机厂、造车新势力合资车企等纷纷推出新车型来抢占市场份额，车企推新能源车的积极性强，主流厂家 19 年销量目标比较乐观。其次，考虑已投入的固定成本，车企在不亏现金流的情况下，生产销售带来的规模效应和现金流入比不生产的情况好。

图表37： 几家主要车企新能源车 18 年目标销量以及 19 年目标

单位 (万辆)	2018 目标	2018 实际销量	2019 目标 (万辆)
自主品牌			
比亚迪	20	23.01	40
北汽新能源	15	15.61	22
上汽新能源	10	9.70	20
广汽	1.5	2.40	4
长城(含领途)		1.79	10
造车新势力			
蔚来	1	1.28	
云度	3.5	0.73	2
小鹏		0.04	4

资料来源：乘联会，第一电动汽车网，华泰证券研究所

从需求端看，我们认为除了限购城市的上牌需求、网约车和出租车电动化需求，新车型刺激个人消费者需求将是 19 年的亮点。目前来看，19 年推出的新能源新车型普遍续航在 400 公里以上，已经基本解决用户的续航焦虑问题。同时，新能源车在智能化，加速性能等方面相对燃油车的差异化优势凸显。近期新车型几何 A 和广汽 Aion S 从预售到上市日订单分别达到 2.7、3 万辆，且主要为个人用户订单，体现新车型的吸引力。

根据中汽协数据，1-7 月国内新能源总销量 69.9 万辆，同比增长 40.9%，符合预期。由于消化过渡期后补贴下滑影响，叠加淡季因素，7 月是销量低点。目前看，中游电池环节 8 月排产回暖。考虑季节性因素，整车环节的“金九银十”行情仍然值得期待。虽然补贴退坡的边际效应递减，但是我们认为全年来看，Q4 可能会因为抢装成为新能源车的销量高峰。我们预计后续产销量将环比持续改善，全年 150 万辆销量目标大概率能实现。

根据调研反馈，目前江海的薄膜电容器产品已规模化应用于新能源汽车，超级电容器在新能源大巴车上应用也在试验认定中。此外，公司铝电解电容器和薄膜电容器在充电桩上都有大规模运用。

光伏补贴竞价落地，装机需求释放

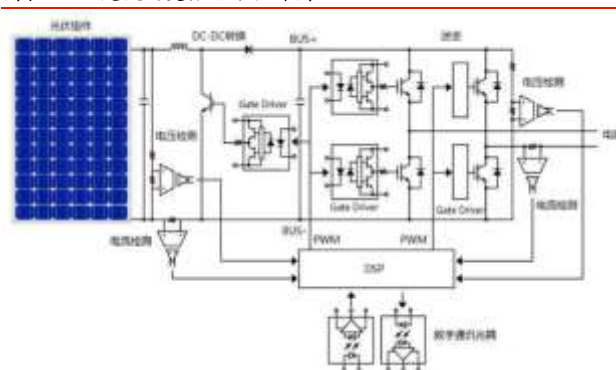
太阳能发电利用光生伏特效应将太阳辐射能直接转换为电能，然后通过调制、滤波升压获得与供电终端用户使用相匹配的负载频率和额定电压。光伏逆变器是太阳能系统中实现直流变交流的重要部件，而薄膜电容器能吸收逆变器产生的高次谐波电流和三倍频电流，起着重要的作用。

图表38： 光伏发电系统



资料来源：华自科技、华泰证券研究所

图表39： 光伏逆变器电路拓扑图



资料来源：世强原件网、华泰证券研究所

政策落地，国内抢装蓄势待发。4 月底，2019 年光伏行业政策框架基本清晰，5 月开始迎来存量电站项目抢装。在 2019 年 7 月 11 日，国家能源局发布《2019 年光伏发电项目国家补贴竞价工作总体情况》。根据国家能源局发布的《2019 年光伏发电项目国家补贴竞价工作总体情况》，2019 年一共有 3921 个项目纳入国家竞价补贴，总装机规模为 22.79GW，其中集中式项目为 18.12GW，分布式项目规模为 4.66GW，预计年度补贴需求为 17 亿元。政策的落地有助于竞价项目后续建设推进，预计下半年装机需求逐步释放。

CPIA、Bloomberg、IHS 等多家机构对 2019 年全球光伏电站建设规模进行预测，各方对新政影响的想法差异较大，预测 2019 年全球光伏市场需求将在 110-141GW 之间，中国市场需求在 34-45GW 之间，全球年度装机规模超过 1GW 的国家将超过 15 个。整体而言，欧洲、美国、印度等新兴市场在 2019、2020 年对全球需求有较大影响。受国内政策落地影响，2019 年二季度后有望明显回升。我们认为，2019 年全球需求将达到 115GW 以上，其中 2019 年下半年行业景气度回升更加显著。受益于光伏产业的回暖，薄膜电容器需求也将迎来增长。

图表40： 2019 年全球光伏电站建设规模预测

机构名称	2019 年全球市场需求预测 (GW)	中国市场需求预测 (GW)
中国光伏行业协会 (CPIA)	110-120	35-45
彭博新能源财经	125-141	34-44
集邦新能源网 (EnergyTrend)	111.3	42.3
PV InfoLink	112	42.6
IHS Markit	123	41
PV Market Alliance	120	

资料来源：隆基股份业绩演示材料，华泰证券研究所

2016 年成功并购苏州优普，缩短了新江海薄膜电容器项目建设周期

在薄膜电容方面，江海股份 2011 年就着手布局，并成立南通新江海动力电子有限公司组建“高压大容量薄膜电容器”生产线。2016 年 1 月 25 日新江海与苏州优普、优普集团签署《股权收购合作协议》，新江海购买优普集团及其他方持有的苏州优普的 100% 股权。

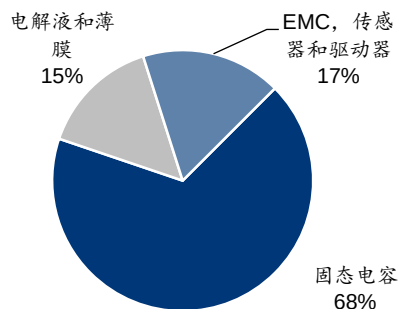
苏州优普成立于 1999 年，专注薄膜电容，在新能源、工业类和消费类市场客户认可程度高，其中用于消费类的产品占比高达 75%。而新江海主要业务集中在中高压工控类的薄膜电容产品。并购苏州优普缩短了新江海薄膜电容器项目建设周期，丰富了产品线。并购完成后，新江海将和苏州优普形成竞争合力，快速填补、占领目标市场。

联手全球电容器知名厂商 KEMET，实现生产销售协同

2018 年江海股份与美国 KEMET 公司合资成立“南通海美电子有限公司”。新公司将生产轴向电解电容器和电动汽车/混动汽车 (EV/HEV) 薄膜直流砖式电容器，并通过基美电子和江海的销售渠道进行销售。

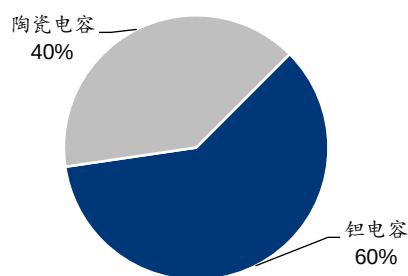
美国 KEMET 是一家全球性的电子元器件供应商，公司总部座落于美国南卡罗莱纳州格林维尔市 (Greenville, SC)，在美国、中国、墨西哥、德国、保加利亚，意大利，芬兰，葡萄牙，瑞典，英国，印度尼西亚等 10 多个国家拥有二十多个生产基地，并拥有遍布全球的销售和分销网络。该公司向客户提供涵盖所有电介质的业界最广泛电容器技术，其中钽电解电容市场占有率 2017 年排名全球第一，达到 33%，同时公司在薄膜电容领域也有较强的竞争力。

图表41: 2019 财年 KEMET 营收结构



资料来源: KEMET 年报、华泰证券研究所

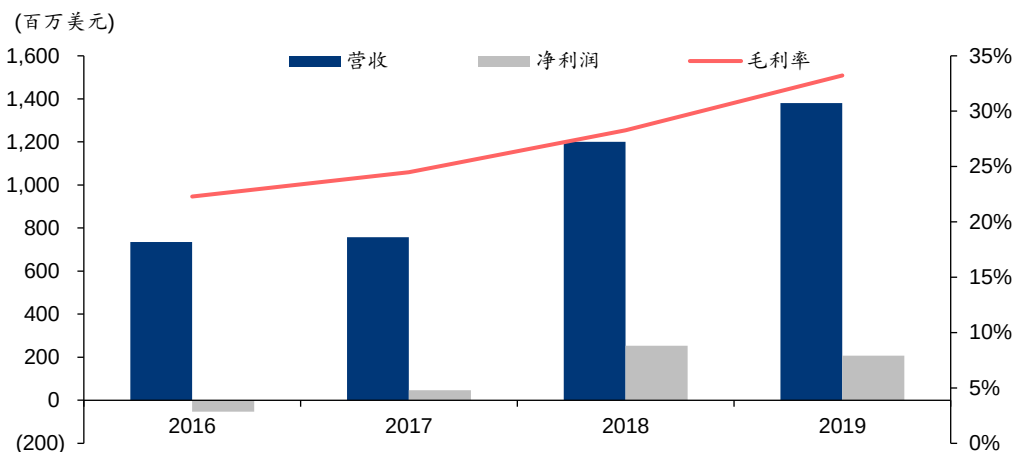
图表42: 2019 财年 KEMET 固态电容业务营收结构



资料来源: KEMET 年报、华泰证券研究所

KEMET 近年来营业收入稳步增长, 在公司不断进行产业链垂直整合和生产工艺改进的努力下, 毛利率持续抬升, 净利润逐年增长 (2018 年净利润较高系公司收购日本 TOKIN 产生收益所致)。2019 财年 KEMET 营业收入为 13.83 亿美元, 实现净利润 2.07 亿美元。亚太地区是 KEMET 重要的市场, 2019 财年亚太地区收入占到公司收入的 55.3%, 较前一年相比提升 16.3%。

图表43: 2016-2019 财年 KEMET 收入情况



资料来源: KEMET 年报、华泰证券研究所

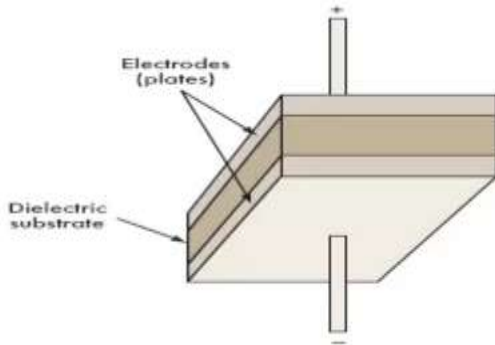
与基美的合作将在国产新能源汽车客户的突破上产生良好的协同效应。合资企业将结合基美电子在薄膜电容器方面的技术专长与江海在制造业的专业技术, 给客户带来优质、具备成本竞争力的薄膜电容器解决方案。同时 KEMET 在电容器业界良好的口碑有望给新公司带来大批优质客户, 从而降低江海进军车用薄膜电容器领域的难度。

公司超级电容业务拐点已现，携手英才加大资源投入

超级电容优点突出，市场规模快速增长

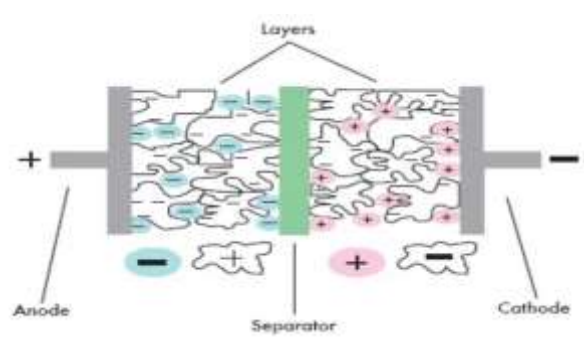
超级电容，又名电化学电容，双电层电容器、黄金电容、法拉电容，是从上世纪七、八十年代发展起来的通过极化电解质来储能的一种电化学元件。它不同于传统的化学电源，是一种介于传统电容器与电池之间、具有特殊性能的电源，主要依靠双电层和氧化还原赝电容电荷储存电能。

图表44：传统电容器结构



资料来源：材料科学与工程、华泰证券研究所

图表45：双电层电容器结构

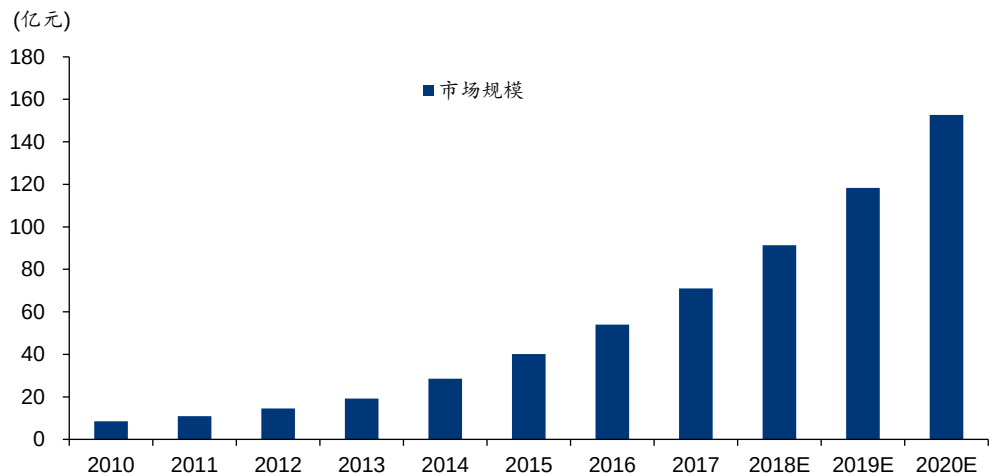


资料来源：材料科学与工程、华泰证券研究所

超级电容特殊之处在于其拥有高达数千法拉的电容值和快速充放电速率。与传统同体积的蓄电池相比，超级电容可以储存更多的能量，同时超级电容可以快速充放电，反复循环使用几十万次，与其他储能技术相比效率更高、污染更小，符合当下绿色能源的发展趋势。虽然相比于传统电池能源，利用超级电容解决方案成本更高，但是基于以上优点，超级电容仍然是未来发展的方向。

据智研咨询统计数据显示，2012 年中国超级电容器市场规模仅仅为 15 亿元，2015 年中国超级电容器市场规模增长至 40 亿元。截止至 2017 年中国超级电容器市场规模达到 71 亿元。

图表46：中国超级电容市场规模稳步提升



资料来源：智研咨询、华泰证券研究所

电极、电解液和隔膜材料对超级电容器的性能起着决定性影响。从构成看，超级电容器主要由电极、电解液、隔膜、引线等辅助材料组成，其中电极、电解液和隔膜材料（特别是电极材料）对超级电容器的性能起着决定性的影响，也基本决定最终产品的类型与特性。电极、电解液和隔膜的先后顺序是对三者技术难度的排序，目前电极技术壁垒最高，电解液次之，隔膜相对容易（竞争较为激烈）。

图表47： 超级电容产业链



资料来源：材料科学与工程、华泰证券研究所

美日俄韩在超级电容市场技术领先，国内企业奋力赶超

目前，世界上许多国家积极开展超级电容相关的研究开发工作，在超级电容器产业化方面，美国、日本、俄罗斯、韩国等国家的公司一直走在前列，包括美国的 Maxwell Technologies，日本的 Elna、Panasonic、Nec-Tokin，俄罗斯的 Econd、Elit、Esma，韩国的 Ness、LSMtron Ltd.公司等。国外的企业技术较为领先，占据了全球大部分超级电容市场。

我国超级电容的研究工作起步于 80 年代，早期国内超级电容器企业大多由早期研发型企业发展而来，规模有限，技术实力偏弱，原先产品主要以纽扣型（5F 以下）和卷绕型（5F~200F）超级电容器为主，多用于小功率电子产品、电动玩具产品、作为有记忆存储功能电子产品的后备电源等等，高端产品方面无法满足国内市场需求。

随着国内市场强劲需求的推动和国家产业政策的扶持，国内厂商快速发展。目前国内超级电容企业如上海奥威科技、哈尔滨巨容新能源、辽宁百纳电气、北京合众汇能、北京集星科技、锦州凯美能源、深圳今朝时代等公司已经崭露头角。

超级电容在 3C 市场的应用正在落地，智能四表、ETC 均是潜力市场

超级电容在消费电子市场正在部分替代传统锂电池。便携设备、小功率电器、智能手表等多采用较小尺寸的超级电容器，应用较为成熟。三星在 2018 年发布了 Galaxy Note 9，在这款产品中，三星用超级电容替代了传统的锂电池，并引入无线充电技术，在 S Pen 插回手机时能够自动充电。在实际中，三星 Note 9 的 S Pen 可以在 40s 内充满电，使用时间达到 40 分钟，同时频繁的充放电对超级电容寿命影响很小。

图表48： 超级电容在 S Pen 中的应用



资料来源:三星、华泰证券研究所

随着 5G 技术日趋成熟和商用临近，我国物联网连接数预计将迎来高速增长，超级电容可以用在智能四表中给时钟芯片和断电保护提供电源。作为基于授权频段的低功耗广域网蜂窝物联网技术，NB-IoT 适合室内四表、地下管网等应用，而这正是智慧城市的重要场景。在物联网时代，水、电、热、气四表更加智能化，除了具备传统表基本计算使用量的功能以外，也开始朝着数据通讯、防盗防窃、多费率计算等方式发展，实现用户数据的大规模、高精度的实时传输和监控。

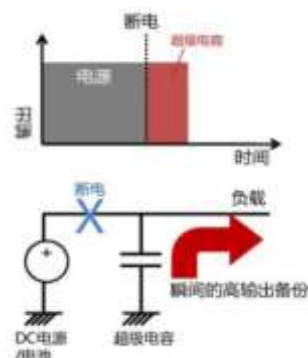
图表49： 智能四表集抄系统结构



资料来源: 新天科技、华泰证券研究所

2018 年 9 月底杭州完成了 10 万只 Last Gasp 智能电表试点安装。在低压停电瞬间，Last Gasp 智能电表能凭借超级电容中将发生故障的数据送到配网自动化主站。在配网调控中心，能迅速综合不同电表发来的故障报告，精确定位故障位置，第一时间抵达现场抢修。

图表50： 超级电容可以用于断电保护电路



资料来源: 村田官网、华泰证券研究所

未来随着智慧城市建设的推进，智能四表渗透率会进一步提升，给超级电容带来增量需求。截至 2018 年 5 月，国家电网智能电表安装已经覆盖其服务范围的 99.57%，而南方电网也在 2018 年底达到 90% 以上的覆盖率。但受智能电网全面建设、农村电网改造升级及部分智能电表进入库存替换阶段等因素刺激，智能电表市场仍有增长潜力。根据中国仪器仪表行业协会数据，截至 2017 年 6 月，我国有超过 1 亿台在线运行的燃气表，其中智能燃气表超过 5000 万台，市场渗透率占燃气家庭 50% 左右，目前每年生产 2000 万台，智能燃气表新增用户数量约占燃气表新增用户数量的 60%。智能水表在阶梯水价推行的背景下，近几年也增长迅速，但当前整体渗透率较低，只有 15%。智能热量表在北方供暖地区较为常见，渗透率也约为 15%。

超级电容亦可用作 ETC 的备用应急电源系统。ETC (Electronic Toll Collection)，即电子不停车收费系统，集“车辆识别”与“电子支付”于一体，具有节能环保、高效便捷、低运营成本等优势。

图表51： 高速公路电子不停车收费系统示意图



资料来源：金溢科技招股说明书、万集科技招股说明书、华泰证券研究所

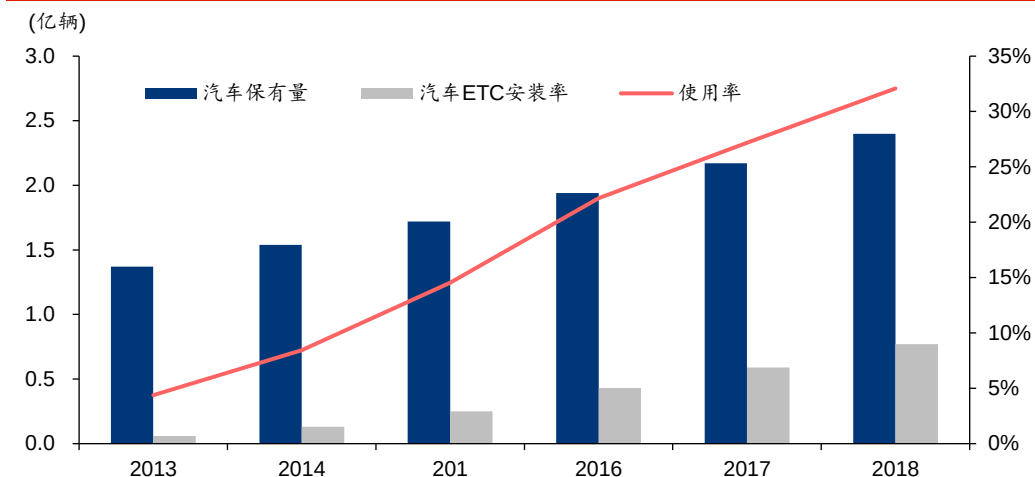
图表52： ETC 相关硬件产品



资料来源：金溢科技招股说明书、万集科技招股说明书、华泰证券研究所

19 年国家政策大力推广 ETC，市场如火如荼。19 年 3 月，李克强总理在《政府工作报告》中提出两年内基本取消全国高速公路省界收费站，交通运输部路网监测与应急处置中心设立 2020 年基本实现全国范围取消省界收费站的目标。紧接着，19 年 5 月国务院办公厅、国家发展改革委和交通运输部，相继印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》和《加快推进高速公路电子不停车快捷收费应用服务实施方案》，目标到 2019 年 12 月底高速公路 ETC 收费率达到 90% 以上，汽车 ETC 安装率超过 80%。

而根据中国路网和交通部数据，截至 19 年 3 月底，全国高速公路 ETC 收费率仅接近 45%。汽车 ETC 安装率仅接近 35%。截至 2018 年底国内汽车保有量为 2.4 亿量，则按照《方案》目标测算，今年安装 ETC 的汽车有望新增 1.15 亿辆。根据公司在投资者互动平台上的回复，目前其超级电容产品在 ETC 终端上已经有所应用，我们认为在市场快速放量中有望受益。

图表53： 2018 年底我国汽车 ETC 安装率仅接近 45%

资料来源：交通部、中国路网、华泰证券研究所

超级电容在电力领域可以用于平滑电压波动和作为风电变桨系统的后备电源

在电力领域，超级电容器主要用在风能、太阳能发电等。一方面，超级电容可以作为风电变桨系统的后备电源，在电力供应停止的时候把桨叶的方向转到安全位置，以保证电动变桨系统可靠安全地运行。

另一方面，超级电容器能在白天阳光充足或风力强劲的条件下吸收能量，在夜晚或风力较弱时放电，从而能够熨平风电、太阳能光伏发电的波动，实现更有效的并网。同时，在公用电网上，针对系统故障引发的瞬时停电，电压骤升骤降等问题，超级电容可以快速进行功率缓冲，从而起到稳定、平滑电网电压波动的作用。

图表54： 风力发电及变桨系统

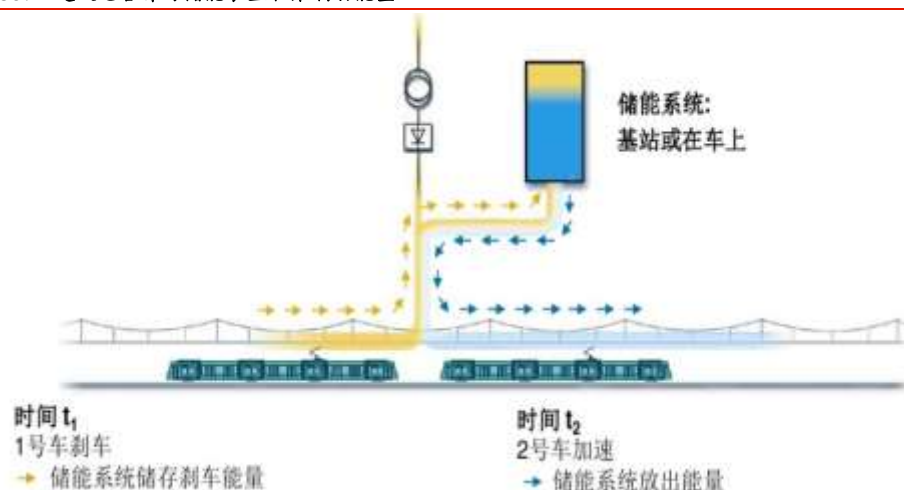
资料来源：Maxwell、华泰证券研究所

图表55： 包含超级电容的变桨系统储能装置

资料来源：Maxwell、华泰证券研究所

超级电容牢固可靠，使用寿命长，维护要求低的特点契合轨道交通应用场景

在轨道交通领域，超级电容主要有三方面应用：一是作为储能装置，将列车刹车时的制动能量回收技术用于提供辅助启动；二是作为稳压装置，在电网系统总负荷变化和波动时，配合电网电力给列车/电车提供必要的能源；三是作为机车发动机启动的辅助电源，将适当大小的超级电容器组与电池系统并联，为系统提供“辅助电力”，减少电池损耗，在启动过程中可稳定电池系统电压。超级电容具有牢固可靠，使用寿命长，维护要求低的特点，因而在这一领域得到广泛应用。

图表56： 超级电容作为储能装置收集制动能量

资料来源：Maxwell、华泰证券研究所

近年来伴随着经济的发展和城市化规模的不断推进，我国高速铁路网和城市轨道交通建设持续扩张。2019 年 1 月 2 日中国铁路总公司工作会议召开。2018 年全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，其中国家铁路完成 7603 亿元；新开工项目 26 个，新增投资规模 3382 亿元；投产新线 4683 公里，其中高铁 4100 公里。根据工作会议内容，2019 年铁路工作的主要目标是：投产新线达到 6800 公里，较 2018 年 4000 公里的目标增长 70%，较 2018 年实际投产新线里程 4683 公里增长 45%。目前国家铁路项目正处于大面积开工阶段，轨道交通市场容量扩充，也将推动超级电容在轨道交通上的应用不断落地。

超级电容可用在工程机械以实现能源回收和峰值功率辅助

超级电容模块可用在工程机械实现能源回收和峰值功率辅助。超级电容器能够吸收和存储港口机械运载货物下降时自动产生的势能，存储的电能量随后可用于辅助吊装操作，减少燃料消耗及排放，还可根据需要供其他电气设备使用。同时超级电容器能够减轻一次能源的所有峰值功率需求，以燃料电池为例，超级电容器是一种使能技术，能够让燃料电池驱动的叉车有足够功率进行提升操作。而对柴油驱动的叉车或起重机而言，超级电容器可降低燃油消耗和/或缩小柴油发动机尺寸。

图表57： 超级电容用于吊车

资料来源：Maxwell、华泰证券研究所

携手英才发力超级电容，利润拐点已至，19 年将加大资源投入

公司的超级电容业务开始于 2013 年，最初收购了日本 ACT 的超级电容研发机构。收购完成后，江海将产权、材料、中试设备引进。此外，公司在 2014 年全职引进超级电容器领域技术专家杨恩东，作为国内最早进入超级电容器领域的技术人员之一，杨恩东擅长超级电容器产品技术开发，在超级电容器等新能源领域取得了一系列的重要技术成果，申请发明专利 32 项，达到国际和国内先进技术水平，曾主持和参与多项国家级和省部级研发课题，2018 年杨恩东团队 4 人入选省“双创团队”，并获得南通市“江海英才”项目资助。

江海目前拥有 EDLC（双层电容器）和 LIC（锂离子电容器）超级电容各一条完整的生产线。其中 EDLC 主要用于服务器、电视、智能四表（水、电、热、气）、ETC 等领域，主要客户主要有三星、华为等公司；LIC 能量密度较高、充电时间快，在新能源客车、AGV、风电变桨、电梯、工程机械、港口机械、地铁等领域有很大的发展空间，根据 18 年年报，公司的 LIC 超级电容已达到国际先进水平。

根据年报，主要承载公司超级电容业务的全资子公司江海储能 18 年营收超过 4000 万元，由于此前超级电容仍处在产品开发、市场开拓阶段，故截至 18 年底公司在 16 年募集的 8 亿元用于超级电容产业化项目的资金仅投入 33.66%，共计投入 2.69 亿元，其中 2.05 亿元于 18 年内投入完成。根据调研反馈，公司超级电容业务 7 月营收已突破 1000 万元，实现单月盈利，拐点已现，今年起将加速募投项目的推进速度。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于公司年报中并没有针对各项不同电容产品的毛利率数据拆分，故我们通过传统电解电容业务以及新型的小型化电容、超级电容、薄膜电容的分类进行营收预计，毛利率则从电容器业务整体角度进行预计，具体拆分如下：

1) 传统电解电容：公司的电解电容业务下游较分散，广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车、军工等领域，客户涉及诸多细分产业一线品牌。根据前瞻产业研究院数据，18 年国内铝电解电容行业同比增长 7.23%，预计 19-20 年行业平均增速为 6.7%。考虑到公司在工控市场的领导品牌地位以及在华为、台达等重要客户上的拓展，我们预计其电解电容业务 19-21 年的增速将超出行业水平，分别达到 13.6%、12.8%、10.5%。

2) 小型化电解电容：根据公司年报，18 年内公司主要承载小型化电容业务的海成电子一期项目已建成并开始试投产，公司预计一期项目实现可月产 2 亿只小型铝电解电容，8000 万只固态电容，年销售收入超过 2 亿元。根据公司的产能建设规划，我们预计 19-21 年小型化电解电容的营收将分别达到 0.4 亿元、1.8 亿元、2.5 亿元，同比增长 2716.9%、350%、45%。

3) 超级电容：根据智研咨询预计，19-20 年超级电容行业 CAGR 为 29.32%，如前所述，由于此前超级电容仍处在产品开发、市场开拓阶段，截至 18 年底公司在 16 年募集的 8 亿元用于超级电容产业化项目的资金仅投入 33.66%，共计投入 2.69 亿元，其中 2.05 亿元于 18 年内投入完成，今年起将加速募投项目的推进速度。考虑到公司超级电容业务的低基数，我们预计其 19-21 年营收有望达到 0.6 亿、1.75 亿、3.28 亿元，同比增长 48.48%、191.67%、87.5%。

4) 薄膜电容：根据调研反馈，目前江海的薄膜电容器产品已规模化应用于新能源汽车，超级电容器在新能源大巴车上应用也在试验认定中，而江海与基美的合作将在国产新能源汽车客户的突破上产生良好的协同效应。我们预计公司薄膜电容业务 19-21 年营收增速有望达到 54.78%、34.8%、30.5%，规模分别达到 1.1 亿元、1.48 亿元、1.93 亿元。

电容业务整体毛利率：由于公司传统电解电容业务的核心原材料化成箔、腐蚀箔的自给率仍在稳步提升过程当中，故传统业务的毛利率水平具备进一步提升空间，而新增小型化电解电容、超级电容、薄膜电容的毛利率均高出传统电解电容业务，我们预计 19-21 年公司电容业务整体毛利率有望逐步向艾华集团（国内小型化电解电容龙头，18 年毛利率 30.33%）、法拉电子（国内薄膜电容龙头，18 年毛利率 43.24%）靠拢，分别达到 28.3%、29.82%、30.33%

化成箔代工：公司的化成箔、腐蚀箔相关材料业务主要以自供为主，部分外销，根据调研反馈，目前其位于内蒙古的化成箔产线正在由 12 条逐步扩张至 18 条。18 年由于公司占 60%股权的腐蚀箔工厂荣生电子发生火灾造成外销量减少，营收同比下滑 24.86%、毛利率下滑 8.26pct，我们认为伴随着公司新增产能的逐步释放，19 年公司化成箔业务有望重新回到 17 年体量之上，预计 19-21 年对应业务收入同比增速分别为 50.34%、25.6%、19.43%，在内蒙古当地电力等资源费用较低的优势下，毛利率则有望逐步回升并超过 18 年火灾前 26.5%的水平。

图表58： 营收预测（单位：万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
传统电容	940.03	1289.38	1619.61	1839.88	2075.38	2293.30
YoY		37.16%	25.61%	13.60%	12.80%	10.50%
小型化电容			1.42	40.00	180.00	250.00
YoY				2716.90%	350.00%	45.00%
超级电容	11.40	34.49	40.41	60.00	175.00	328.13
YoY		202.54%	17.16%	48.48%	191.67%	87.50%
薄膜电容	34.00	54.14	71.07	110.00	148.28	193.51
YoY		59.24%	31.27%	54.78%	34.80%	30.50%
电容器合计收入	985.43	1378.01	1732.51	2049.88	2578.66	3064.93
毛利率	25.65%	23.89%	27.28%	28.30%	29.82%	30.33%
化成箔加工	211.94	264.33	198.63	298.63	375.08	447.95
YoY		24.72%	-24.86%	50.34%	25.60%	19.43%
毛利率	29.00%	26.50%	18.24%	25.20%	26.50%	26.82%
合计收入	1197.37	1642.34	1931.14	2348.51	2953.74	3512.87
YoY		37.16%	17.58%	21.61%	25.60%	18.93%
毛利率	25.82%	24.60%	26.43%	27.90%	29.40%	29.88%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

由于公司 19-20 年仍面临小型化电解电容、超级电容、薄膜电容的市场开拓期，需要持续的人工成本投入、研发投入和营销投入，因此我们预计公司 19-20 年的营业费用率将有所提升，伴随 2021 年新产品规模效应的释放而在费用端得到改善。

图表59： 2016A-2021E 年公司费用和净利润率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业费用率	3.98%	3.71%	3.73%	3.83%	3.85%	3.68%
管理费用率	10.70%	9.26%	10.65%	11.20%	11.95%	10.80%
净利润率	12.99%	11.4%	12.4%	13.3%	13.8%	14.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综上我们预计公司 19-21 年的营收为 23.49 亿元、29.54 亿元、35.12 亿元，对应归母净利润分别为 3.11 亿元、4.08 亿元、5.08 亿元，EPS 分别为 0.38、0.50、0.62 元。

投资建议

参考公司在被动元件行业的可比公司（其中顺络主业为片式电感、艾华主业为电解电容、三环集团主业为陶瓷插芯及 MLCC、法拉电子主业为薄膜电容、火炬电子主业为军工 MLCC）2019 年平均 23.54 倍 PE 估值，考虑公司新产品开拓、投产存在不确定性，我们给予公司 19 年 20-23 倍 PE 估值，目标价 7.64-8.79 元，首次覆盖给予买入评级。

图表60： 可比公司盈利预测与估值（EPS 数据为 Wind 一致预期中值）

可比公司	股价（元）	EPS（元）	EPS（元）	PE（倍）	PE（倍）
		2019E	2020E	2019E	2020E
顺络电子	22.6	0.73	0.93	30.96	24.30
艾华集团	19.34	0.92	1.17	21.02	16.53
三环集团	20.16	0.87	1.05	23.17	19.20
法拉电子	41.36	2.27	2.62	18.22	15.79
火炬电子	22.89	0.94	1.21	24.35	18.92
平均				23.54	18.95

资料来源：Wind、华泰证券研究所，价格为 2019-8-14 日收盘价

风险提示

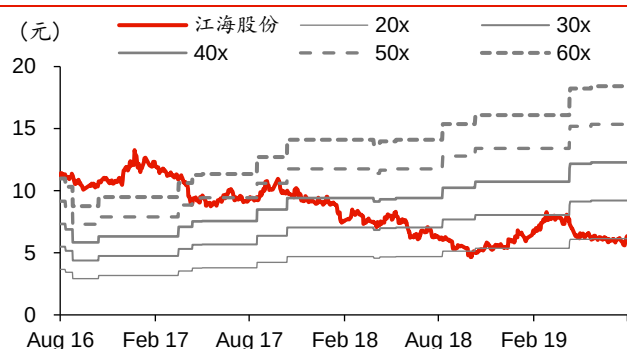
宏观经济下行造成业绩不及预期风险。由于公司产品属于基础的电子元器件，广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车、军工等领域，故存在宏观经济下行压力大造成公司业绩增速低于预期风险。

新产品开发及推广进度不及预期风险。公司电感业务未来的重要增长点在于小型化电感、薄膜电容、超级电容等新产品的开拓，在客户验证进度和量产进度上仍存在不确定性。

行业竞争格局加剧风险。公司在小型化电感市场面临和艾华集团的竞争，在薄膜电容市场面临和法拉电子的竞争，公司新增产能的释放一定程度上会加剧行业竞争，造成利润率低于预期的风险。

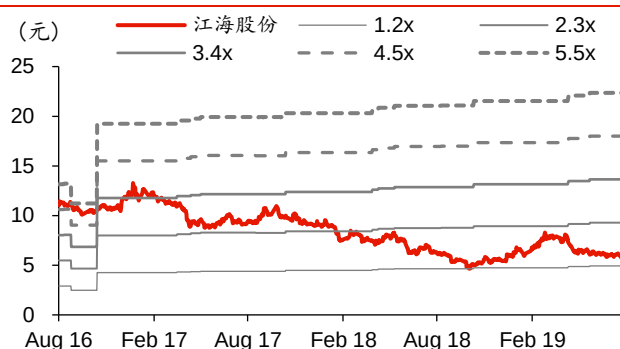
PE/PB – Bands

图表61: 江海股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表62: 江海股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,629	2,474	3,610	3,745	3,879
现金	610.33	555.11	2,022	1,762	1,383
应收账款	498.28	593.74	890.16	1,110	1,236
其他应收账款	19.50	24.23	10.85	11.03	28.59
预付账款	114.79	57.53	18.29	25.33	51.58
存货	316.88	371.24	446.67	564.42	650.64
其他流动资产	1,069	871.67	221.45	272.14	529.72
非流动资产	1,219	1,583	1,946	2,217	2,416
长期投资	113.51	48.86	46.16	41.29	45.43
固定投资	659.20	756.85	1,162	1,468	1,650
无形资产	109.40	106.13	109.37	114.03	114.46
其他非流动资产	337.11	671.60	628.22	593.38	606.64
资产总计	3,848	4,057	5,556	5,961	6,295
流动负债	570.46	577.39	1,065	1,227	1,331
短期借款	60.80	11.00	320.00	400.00	400.00
应付账款	446.32	507.22	250.90	297.19	527.37
其他流动负债	63.34	59.17	494.40	530.29	403.23
非流动负债	48.12	41.71	100.42	105.21	118.93
长期借款	0.00	0.00	80.00	80.90	96.48
其他非流动负债	48.12	41.71	20.42	24.31	22.46
负债合计	618.58	619.10	1,166	1,333	1,450
少数股东权益	113.46	188.88	191.41	194.72	198.85
股本	815.16	815.16	815.16	815.16	815.16
资本公积	1,380	1,378	2,081	2,081	2,081
留存公积	907.92	1,086	1,302	1,537	1,750
归属母公司股东权益	3,116	3,249	4,199	4,434	4,647
负债和股东权益	3,848	4,057	5,556	5,961	6,295

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	254.98	193.58	1,087	203.57	208.29
净利润	203.97	257.85	313.90	411.41	512.11
折旧摊销	91.07	98.69	130.17	191.50	245.36
财务费用	17.14	(12.82)	(32.14)	(43.10)	(26.21)
投资损失	(48.91)	(45.03)	(35.55)	(45.42)	(42.00)
营运资金变动	(10.17)	(117.97)	528.38	(329.58)	(446.94)
其他经营现金	1.89	12.87	182.33	18.77	(34.04)
投资活动现金	(265.86)	(216.14)	(690.14)	(411.91)	(332.55)
资本支出	211.92	458.52	600.00	450.00	350.00
长期投资	14.44	(170.37)	(57.49)	(4.87)	17.21
其他投资现金	(39.50)	72.00	(147.63)	33.23	34.66
筹资活动现金	(79.95)	(89.10)	1,070	(52.15)	(254.73)
短期借款	60.80	(49.80)	309.00	80.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	80.00	0.90	15.58
普通股增加	188.11	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(188.11)	(1.90)	703.76	0.00	0.00
其他筹资现金	(140.75)	(37.40)	(22.33)	(133.05)	(270.31)
现金净增加额	(93.15)	(93.44)	1,467	(260.49)	(378.99)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,667	1,961	2,349	2,954	3,513
营业成本	1,257	1,443	1,693	2,085	2,463
营业税金及附加	15.26	17.54	23.50	32.24	34.98
营业费用	61.88	73.09	89.89	113.72	129.27
管理费用	75.22	107.57	263.03	352.97	379.39
财务费用	17.14	(12.82)	(32.14)	(43.10)	(26.21)
资产减值损失	(3.03)	8.67	7.88	7.09	5.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.91	45.03	35.55	45.42	42.00
营业利润	238.13	295.73	338.69	450.90	569.15
营业外收入	0.16	0.23	12.95	9.68	7.62
营业外支出	1.73	11.83	0.88	0.86	4.52
利润总额	236.57	284.13	350.76	459.72	572.25
所得税	32.60	26.28	36.86	48.31	60.13
净利润	203.97	257.85	313.90	411.41	512.11
少数股东损益	13.94	14.32	2.53	3.31	4.12
归属母公司净利润	190.03	243.53	311.37	408.10	507.99
EBITDA	346.34	381.60	436.71	599.30	788.31
EPS (元, 基本)	0.23	0.30	0.38	0.50	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.22	17.63	19.78	25.77	18.93
营业利润	46.51	24.19	14.53	33.13	26.23
归属母公司净利润	27.50	28.15	27.86	31.06	24.48
获利能力 (%)					
毛利率	24.60	26.43	27.90	29.40	29.88
净利率	11.40	12.42	13.26	13.82	14.46
ROE	6.10	7.50	7.42	9.20	10.93
ROIC	8.88	10.15	10.25	11.21	12.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.08	15.26	20.98	22.36	23.03
净负债比率 (%)	9.83	1.78	35.24	36.66	34.68
流动比率	4.61	4.28	3.39	3.05	2.92
速动比率	4.04	3.62	2.94	2.56	2.40
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.50	0.49	0.51	0.57
应收账款周转率	3.33	3.17	2.93	2.81	2.82
应付账款周转率	3.65	3.03	4.47	7.61	5.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.30	0.38	0.50	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.24	1.33	0.25	0.26
每股净资产(最新摊薄)	3.82	3.99	5.15	5.44	5.70
估值比率					
PE (倍)	26.90	20.99	16.41	12.52	10.06
PB (倍)	1.64	1.57	1.22	1.15	1.10
EV_EBITDA (倍)	12.62	11.45	10.01	7.29	5.54

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com