

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

江海股份 (002484)

动态点评

买入

(首次评级)

2021 年 08 月 26 日

被动元件持续高景气，三类电容全面开花

证券分析师：胡剑	02160893306	hujian1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521080001
证券分析师：胡慧	021-60871321	huhui2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521080002
证券分析师：许亮	0755-81981025	xuliang1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001
证券分析师：唐泓翼	021-60875135	tanghy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

江海股份是全球在电力电子领域少数几家同时在三大类电容器（铝电解电容、薄膜电容、超级电容）进行研发、制造和销售的企业之一。展望未来，我们看好：1)5G、特高压、轨道交通、新能源等新基建项目持续推进，电容器行业保持较高景气度；2)中美贸易摩擦、新冠疫情加速被动元件国产替代；3)公司铝电解电容器竞争力日益提升，薄膜电容器、超级电容器迎来盈利拐点，三大类电容器全面开花。

我们预计 21/22/23 年公司营业收入同比增长 24.2%/21.0%/19.2%至 32.74/39.62/47.22 亿元，归母净利润同比增长 32.9%/26.4%/23.1%至 4.96/6.26/7.71 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31.1/24.6/20.0 倍，我们认为公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

■ 铝电解电容器竞争力日益提升，薄膜电容器、超级电容器迎来盈利拐点，三大类电容器全面开花

江海股份是从事电容器及其材料、仪器的研究开发、生产和销售的高新技术企业，前身是成立于 1958 年的平潮镇福利社。公司电容器产品包括铝电解电容器、薄膜电容器、超级电容器三大类，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。此外，基于“材料好电容器才好”的初心，公司积极布局三大电容器用关键材料的技术工艺研究攻关和产业化，具备铝电解电容器用化成箔、腐蚀箔产品的生产能力，形成产业链优势，从各类产品的发展历程来看：

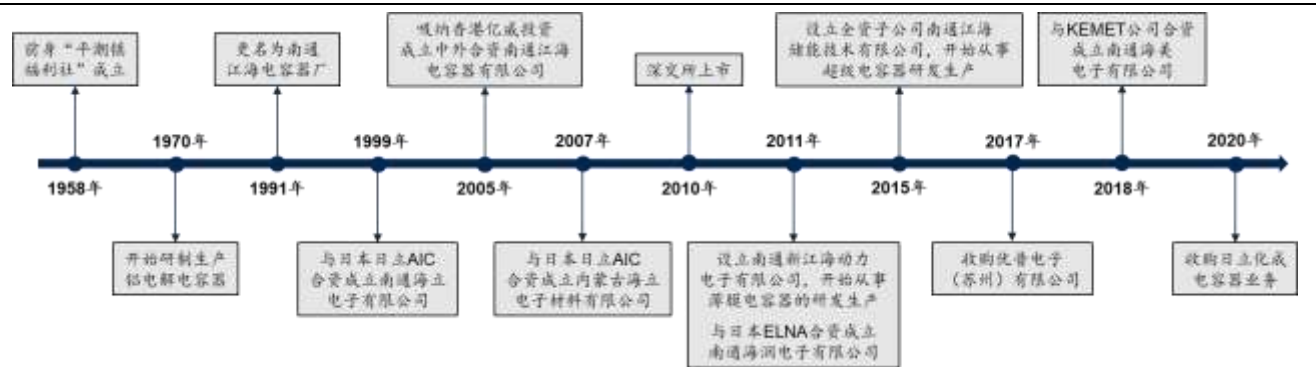
铝电解电容器：公司 1970 年开始研制生产铝电解电容器，几十年来开展了广泛的国际合作，在高压大型铝电解电容器、高压化成铝箔和日本日立公司合作，在高压大型铝电解电容器、车载铝电解电容器和日本 ELNA 公司合作。

薄膜电容器：公司薄膜电容器业务共有三大工厂，其中 2011 年设立南通新江海动力电子有限公司，开始从事薄膜电容器的研发生产；2017 年收购优普电子（苏州）有限公司；2018 年与 KEMET 公司合资成立南通海美电子有限公司。

超级电容器：2015 年公司设立全资子公司南通江海储能技术有限公司，并先后与中科院上海硅酸盐所、美国 UCLA 大学合作，与西安交通大学共建了高端电容器技术中心，快速提升技术水平。

电极箔：2007 年与日本日立 AIC 合资成立内蒙古海立电子材料有限公司，向铝电解电容器上游产业链延伸。

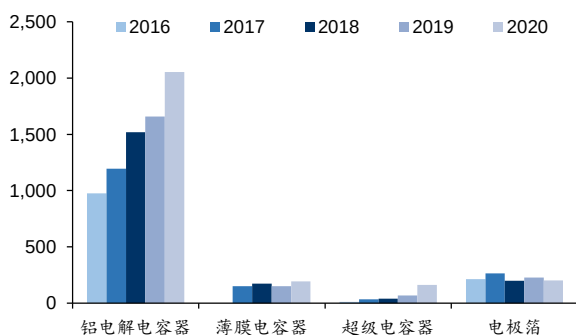
图 1：江海股份发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

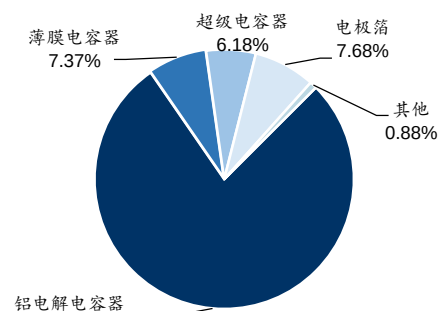
- **铝电解电容器**：2020 年公司铝电解电容器营收同比增长 23.85%至 20.52 亿元（其中工业类电容器比重超过 73%），占公司总营收的比例为 77.89%。从下游应用看，新能源、汽车充电桩领域需求最为强劲，营收分别同比增长 2.6 倍和 65%以上；UPS、电源用电容器达到营收的 15%，存量市场占有率稳定提高；新兴市场（5G、医疗）和客户纷纷涌现。工业变频器、UPS、电源、光伏等领域前几大应用品牌几乎都是公司的客户，按销售收入排名的前十大客户占总营收的 35%，市场、用户结构更加优化。
- **薄膜电容器**：2020 年公司薄膜电容器营收同比增长 29.03%至 1.94 亿元，占总营收的比例为 7.37%。公司薄膜电容器业务迎来发展拐点，三大实体（新江海、优普、海美）的整合与协同初见成效，其中：新江海动力电子以直流支撑和吸收薄膜电容器为发展重点，产品结构和市场布局更趋优化；优普电子从基础管理入手，以成本控制、品质管控、市场开发为抓手，着力重点客户开发，市场经营回归正轨；面向车载电子的海美电子，依托基美、江海品牌和渠道，积极开拓车载薄膜电容器市场，已经得到多个客户试验认定并批量销售。
- **超级电容器**：2020 年公司超级电容器营收同比增长 139.25%至 1.63 亿元，占总营收的比例为 6.18%。2020 年公司超容项目完成生产场地搬迁，完成大规模量产所需基础设施投入。齐全的产品线、广泛的应用市场、完善的营销网络有望构筑公司超容业务的全球竞争力优势。从下游应用领域来看，风电、智能表、轨道交通、电网成为成熟市场，港口机械、采掘装备、电动工具、存储器、扫描仪、电梯、军工等应用逐步规模化，锂离子超级电容器在风电变桨、新能源客车等领域的创新应用开始起步。
- **电极箔**：2020 年公司电极箔营收 2.02 亿元，同比下降 11.03%，占总营收的比例为 7.68%。其中铝电解电容器用化成箔出货量 1250 万平方米、货值 80860 万元，分别同比增长 21.1%、20.4%，且盈利同比增长 35.2%，供电可靠性加强、成品率创新高、单耗稳中有降，是盈利增幅大于销售增幅的主要因素；铝电解电容器用腐蚀箔销售量 928 万平方米、销售收入 26645 万元，分别同比增长 24.4%、27.0%，其技术性能和生产效率保持国内领先水平。公司电极箔产品销售以内部配套为主，但外销比重逐年提高。

图 2：公司三大类电容器及电极箔业务营收（百万元）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 3：2020 年公司各业务营业收入占比



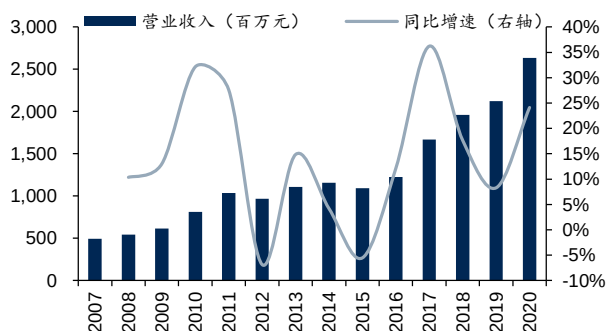
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

■ 2007年以来公司营收及归母净利润稳步增长，毛利率水平持续提升

2007年以来公司营收及归母净利润稳步增长。伴随着公司产品从单一的铝电解电容器拓展为铝电解电容器、薄膜电容器、超级电容器三大类电容器+铝电解电容器用化成箔、腐蚀箔，公司营收从2007年的4.93亿元增长至2020年的26.35亿元，对应2007-2020年CAGR为13.8%；归母净利润从2007年的3787.14万元增长至2020年的3.73亿元，对应2007-2020年CAGR为19.2%。

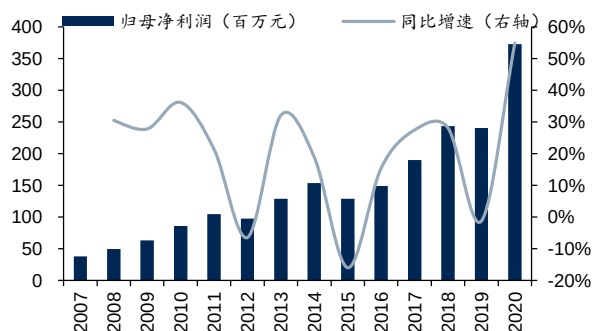
2020年以来，公司单季度业绩加速增长，其中1Q21营收同比增长65.89%至7.48亿元，归母净利润同比增长100.71%至0.83亿元，得益于：1)5G、新能源等新基建项目快速推进；2)中美贸易摩擦、新冠疫情加速被动元件国产替代。

图 4：公司营业收入及同比增速



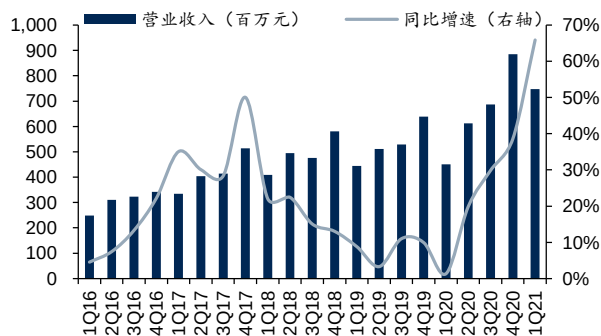
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 5：公司归母净利润及同比增速



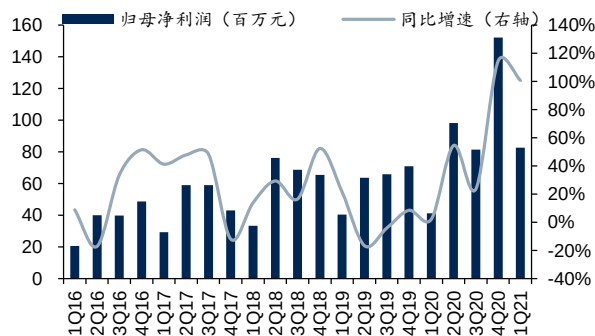
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度营业收入及同比增速



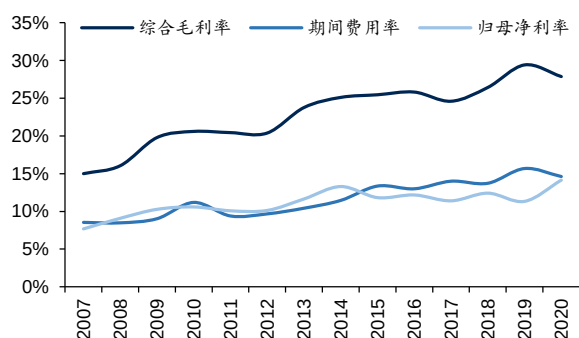
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 7：公司单季度归母净利润及同比增速

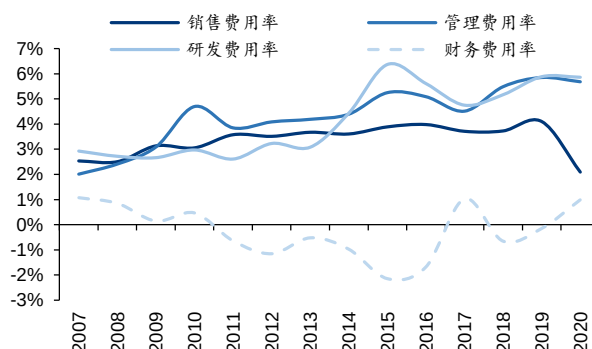


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司毛利率持续提升。伴随着铝电解电容器化成箔自供比例的提升，公司毛利率从2007年的15.00%提升至2020年的27.87%。2020年公司毛利率同比下降1.55pct，主要系原销售费用中运输费用约4000万元重分类到营业成本中所致，与此对应2020年公司销售费用率同比下降2.01pct至2.09%。我们认为公司毛利率未来仍有进一步提升的空间，主要基于：1) 薄膜电容器、超级电容器等新业务在成熟后有望拉升公司整体毛利率水平；2) 公司铝电解电容器新产品销售占比逐步提升，与老产品相比新产品报价、毛利率较高。

图 8：公司综合毛利率、期间费用率及归母净利率


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 9：公司销售、管理、研发、财务费用率


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

展望未来，我们看好：1)5G、特高压、轨道交通、新能源等新基建项目持续推进，带动电容器市场保持较高景气度；2)在中美贸易摩擦未见缓解、新冠疫情海外蔓延的背景下，被动元件的国产替代进程有望加速；3)公司铝电解电容器全球竞争力日益提升，薄膜电容器、超级电容器迎来盈利拐点，三大类电容器全面开花，带动公司业绩不断成长。

■ 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

我们预计 21/22/23 年公司营收同比增长 24.2%/21.0%/19.2%至 32.74/39.62/47.22 亿元，核心数据假设如下：

电容器：我们预计 21/22/23 年公司电容器业务营收同比增长 25.3%/21.8%/19.8%，其中：预计 21/22/23 年铝电解电容器营收同比增长 19.4%/15.6%/14.6%；预计 21/22/23 年薄膜电容器营收同比增长 39.0%/25.0%/18.0%；预计 21/22/23 年超级电容器营收同比增长 84.3%/70.0%/50.0%。我们预计 21/22/23 年公司电容器业务毛利率 30.7%/32.1%/32.7%，保持稳步提升趋势。

电极箔：我们预计 21/22/23 年公司电极箔业务营收同比增长 13.5%/12.6%/11.7%；预计 21/22/23 年公司电极箔业务毛利率 17.6%/17.4%/17.4%，基本保持平稳。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1960.70	2123.03	2635.05	3273.95	3962.02	4722.30
电容器	1732.51	1875.77	2409.42	3019.53	3678.97	4409.01
铝电解电容器	1519.60	1657.15	2052.35	2449.53	2831.47	3245.76
薄膜电容器	172.50	150.59	194.31	270.00	337.50	398.25
超级电容器	40.41	68.03	162.76	300.00	510.00	765.00
电极箔	198.63	227.53	202.42	229.78	258.73	289.00
其他	29.56	19.73	23.20	24.64	24.32	24.29
同比增速（%）	17.6%	8.3%	24.1%	24.2%	21.0%	19.2%
电容器	25.7%	8.3%	28.4%	25.3%	21.8%	19.8%
铝电解电容器	27.3%	9.1%	23.8%	19.4%	15.6%	14.6%
薄膜电容器	15.5%	-12.7%	29.0%	39.0%	25.0%	18.0%
超级电容器	17.2%	68.3%	139.2%	84.3%	70.0%	50.0%
电极箔	-24.9%	14.5%	-11.0%	13.5%	12.6%	11.7%
其他	20.8%	-33.3%	17.6%	6.2%	-1.3%	-0.1%
毛利率（%）	26.4%	29.4%	27.9%	29.9%	31.2%	31.9%
电容器	27.3%	30.7%	28.5%	30.7%	32.1%	32.7%
电极箔	18.2%	17.3%	17.2%	17.6%	17.4%	17.4%
其他	31.3%	45.7%	60.7%	45.4%	45.8%	49.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

我们预计 21/22/23 年公司期间费用率 13.6%/13.9%/14.0%；综上，我们预计 21/22/23 年公司归母净利润同比增长 32.9%/26.4%/23.1%至 4.96/6.26/7.71 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31.1/24.6/20.0 倍。

表 2：公司未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1960.70	2123.03	2635.05	3273.95	3962.02	4722.30
营业成本	1442.55	1498.53	1900.67	2294.04	2726.74	3218.01
销售费用	73.09	87.08	55.15	78.90	103.01	125.14
管理费用	107.57	124.21	149.70	187.92	229.80	273.89
研发费用	101.33	124.90	154.44	191.53	231.78	276.25
财务费用	-12.82	-3.21	26.03	-13.05	-14.29	-15.97
营业利润	295.73	306.38	377.42	555.49	697.28	855.31
利润总额	284.13	302.54	426.35	566.66	716.03	881.59
归母净利润	243.53	240.60	372.81	495.50	626.12	770.89
EPS (元)	0.30	0.29	0.45	0.60	0.76	0.94
ROE (%)	7.50%	7.02%	9.56%	11.53%	13.04%	14.22%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

我们选择铝电解电容器企业艾华集团、薄膜电容器企业法拉电子、陶瓷电容器企业火炬电子、MLCC 企业三环集团及风华高科、电感企业顺络电子作为可比公司，参考可比公司 2021 年平均 PE 估值 35.66 倍（Wind 一致预期），考虑到公司三大电容器全面开花的竞争优势及布局三大电容器用关键材料的产业链协同，给予公司 2021 年 36-38 倍 PE 估值。基于此，我们给予公司目标价 21.65-22.86 元，相对于当前股价有 15.80%-22.23%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月25日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
002484	江海股份	18.70	0.45	0.60	0.76	41.32	31.09	24.60	3.95	1.13	15405
同类公司：											
603989	艾华集团	32.32	0.97	1.25	1.49	33.32	25.90	21.72	5.11	1.32	12912
600563	法拉电子	197.77	2.47	3.33	4.24	80.07	59.46	46.64	15.37	2.07	44498
603678	火炬电子	79.11	1.35	2.08	2.81	58.60	38.09	28.13	9.49	0.96	36379
300408	三环集团	39.01	0.82	1.20	1.58	47.57	32.61	24.71	6.55	0.93	70878
000636	风华高科	29.40	0.40	1.25	1.83	73.50	23.51	16.08	4.40	0.29	26320
002138	顺络电子	36.08	0.74	1.05	1.35	48.76	34.39	26.80	6.00	1.07	29092
均值						56.97	35.66	27.34	7.82	1.11	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：艾华集团、法拉电子、火炬电子、三环集团、风华高科、顺络电子盈利预测均基于 Wind 一致预期。

■ 风险提示

- 1、宏观经济下行导致下游需求不及预期；
- 2、新基建项目推进不及预期；
- 3、行业竞争加剧的风险；
- 4、公司新业务、新产品开拓不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	758	917	1003	1115
应收款项	1175	1363	1721	2041
存货净额	684	713	895	1074
其他流动资产	345	275	425	452
流动资产合计	3097	3413	4198	4844
固定资产	1377	1509	1630	1740
无形资产及其他	101	97	93	89
投资性房地产	468	468	468	468
长期股权投资	122	158	191	225
资产总计	5164	5644	6579	7366
短期借款及交易性金融负债	189	120	270	155
应付款项	752	854	1034	1233
其他流动负债	142	156	212	239
流动负债合计	1083	1131	1516	1628
长期借款及应付债券	19	19	19	19
其他长期负债	117	140	172	209
长期负债合计	136	158	191	228
负债合计	1219	1289	1707	1855
少数股东权益	46	57	71	88
股东权益	3899	4298	4802	5422
负债和股东权益总计	5164	5644	6579	7366

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.45	0.60	0.76	0.94
每股红利	0.09	0.12	0.15	0.18
每股净资产	4.73	5.22	5.83	6.58
ROIC	9%	11%	13%	14%
ROE	10%	12%	13%	14%
毛利率	28%	30%	31%	32%
EBIT Margin	14%	15%	16%	17%
EBITDA Margin	18%	20%	21%	21%
收入增长	24%	24%	21%	19%
净利润增长率	55%	33%	26%	23%
资产负债率	24%	24%	27%	26%
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	41.3	31.1	24.6	20.0
P/B	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	34.3	26.0	21.0	17.3

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2635	3274	3962	4722
营业成本	1901	2294	2727	3218
营业税金及附加	16	25	29	34
销售费用	55	79	103	125
管理费用	150	192	233	277
财务费用	26	(13)	(14)	(16)
投资收益	6	18	9	11
资产减值及公允价值变动	13	3	7	8
其他收入	(129)	(163)	(203)	(248)
营业利润	377	555	697	855
营业外净收支	49	11	19	26
利润总额	426	567	716	882
所得税费用	43	58	73	89
少数股东损益	10	14	17	21
归属于母公司净利润	373	496	626	771

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	373	496	626	771
资产减值准备	(22)	(1)	(0)	(0)
折旧摊销	126	150	177	204
公允价值变动损失	(13)	(3)	(7)	(8)
财务费用	26	(13)	(14)	(16)
营运资本变动	(423)	(8)	(424)	(262)
其它	220	25	28	33
经营活动现金流	286	645	386	722
资本开支	(210)	(273)	(287)	(301)
其它投资现金流	208	(46)	(41)	(43)
投资活动现金流	(2)	(320)	(328)	(345)
权益性融资	31	0	0	0
负债净变化	19	0	0	0
支付股利、利息	(73)	(97)	(122)	(151)
其它融资现金流	(22)	(69)	150	(115)
融资活动现金流	(45)	(166)	28	(265)
现金净变动	211	159	85	112
货币资金的期初余额	478	689	848	933
货币资金的期末余额	689	848	933	1046
企业自由现金流	(186)	310	39	352
权益自由现金流	(188)	253	202	251

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032