

海星股份 (603115) 动态点评

利润水平符合预期, 新兴市场点燃公司增长动能

2022 年 01 月 28 日

【事项】

- ◆ 2022 年 1 月 27 日, 公司发布 2021 年度业绩预告, 预计 2021 年公司实现归母净利润 2.18-2.22 亿元, 同比上升 73.15%-76.33%; 扣非后归母净利润预计在 2.03-2.08 亿元, 同比增长 106.80%到 111.89%, 增幅显著。

【评论】

- ◆ **下游市场需求持续旺盛, 公司业绩稳步增长。**2021 年, 凭借传统应用领域稳步增长, 叠加新兴领域市场 (光伏发电、新能源汽车、数据中心等) 的蓬勃发展, 公司精细化管理模式以及研发投入的成果得以显现, 期间大幅优化了产品结构并深化品控, 实现了营业收入及利润的双增长。从披露的业绩预告来看 (取中位数为预估值), 即使在四季度“双碳”政策限电限产的影响下, 公司业绩依然取得了长足提升, 符合我们此前对业绩的预估。
- ◆ **短期冲击不改长期向好趋势, 坚定看好业绩持续爆发。**从单季度来看, 虽然少量产能在极短期内受限, 并且成本端面临电价上涨的压力, 但受益于超前引入清洁能源的使用, “双碳”政策对公司的生产经营影响甚微, Q4 单季度获利依然丰厚, 归母净利润预计在 5880-6280 万元, 同比上升 68.49%-79.95%; 扣非归母净利润预计在 5290-5890 万元, 同比增长 87.53%-104.93%。随着针对新兴市场的扩产项目逐步落地, 公司业绩有望保持稳步增长。
- ◆ **下游客户订单保持充沛, 产能供需趋于紧俏。**展望 2022 年, 从目前的市场公开信息来看, 新能源汽车、光伏等新兴市场的火爆是拉动铝电解电容器需求的主要动力, 目前已有多家下游客户反馈产品的订单排期、交付周期均大幅拉长, 市场景气度保持高位不减。目前, 国内各家下游客户对国产代替节奏保持乐观, 持续看多铝电解电容器需求增量, 并根据在手订单情况已制订了相应的扩产对策, 这将有利于公司方面新增产能的匹配, 保持满产满销的经营状态。
- ◆ **新兴市场应用广泛, 高阶产品有望增厚利润率。**以光伏逆变器为例, 根据此前江海股份、艾华集团在投资者关系互动平台披露的信息显示, 铝电解电容器和薄膜电容器均为分布式光伏逆变器的主要解决方案。而新兴市场在推动高阶产品渗透率不断提升的同时, 亦将有望带动公司利润空间的提升。



挖掘价值 投资成长

买入 (维持)

东方财富证券研究所

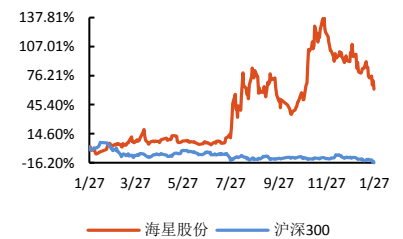
证券分析师: 刘溢

证书编号: S1160521090001

联系人: 夏嘉鑫

电话: 021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	5161.94
流通市值 (百万元)	1122.16
52 周最高/最低 (元)	32.47/12.95
52 周最高/最低 (PE)	39.11/21.55
52 周最高/最低 (PB)	6.14/2.19
52 周涨幅 (%)	61.91
52 周换手率 (%)	2002.82

相关研究

- 《“双控”政策不阻业绩爆发, 巩固电极箔头部企业地位》
2021.11.24
- 《Q3 利润增速显著, 募投项目规模放量》
2021.11.01
- 《国产代替助增长, 新兴市场迎爆发》
2021.08.11

【投资建议】

- ◆ 综合公司发布的业绩预告以及上述的各类影响因素，我们维持对公司2021/2022/2023年营业收入的预测，分别为16.67/21.06/26.63亿元，归母净利润分别为2.21/3.02/4.03亿元，EPS分别为0.92/1.26/1.68元，对应PE分别为25/18/14倍。5G、大数据中心、新能源汽车、光伏发电等新兴市场迅猛发展的趋势下，配合募投项目后续扩充产能的持续释放，公司有望持续受益于产业高景气的红利，因此我们坚定看好公司业绩长期向好，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1218.72	1667.14	2106.19	2663.05
增长率(%)	11.05%	36.79%	26.34%	26.44%
EBITDA（百万元）	193.89	324.88	421.21	534.12
归母净利润（百万元）	125.77	221.23	302.02	402.63
增长率(%)	4.45%	75.90%	36.52%	33.31%
EPS(元/股)	0.60	0.92	1.26	1.68
市盈率(P/E)	25.32	24.61	18.03	13.52
市净率(P/B)	2.94	3.66	3.04	2.48
EV/EBITDA	14.68	15.41	11.52	8.48

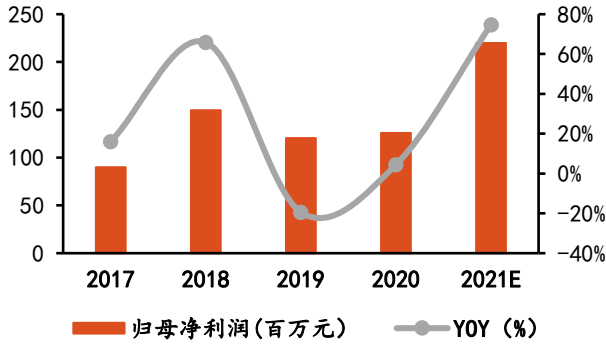
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 募投项目进展不及预期；
- ◆ 铝电解电容器需求不及预期；
- ◆ 能耗“双控”政策影响；
- ◆ 外企转产进度不及预期。

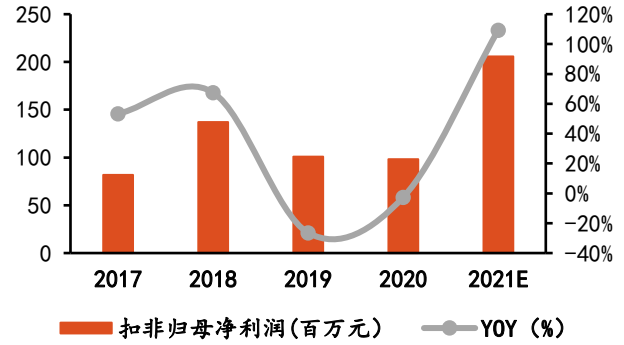
优化产品结构并深化品控, 实现营收及利润双增。从披露的业绩预告来看, 我们取中位数为预估值, 预估公司 2021 年归母净利润、扣非归母净利润分别为 2.20 亿元、2.06 亿元, 同比分别大幅增长 74.74%、109.35%。在四季度“双碳”政策限电限产的负面影响下, 公司业绩依然保持稳健并取得了长足提升, 符合我们此前对全年业绩的预估。

图表 1: 海星股份归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

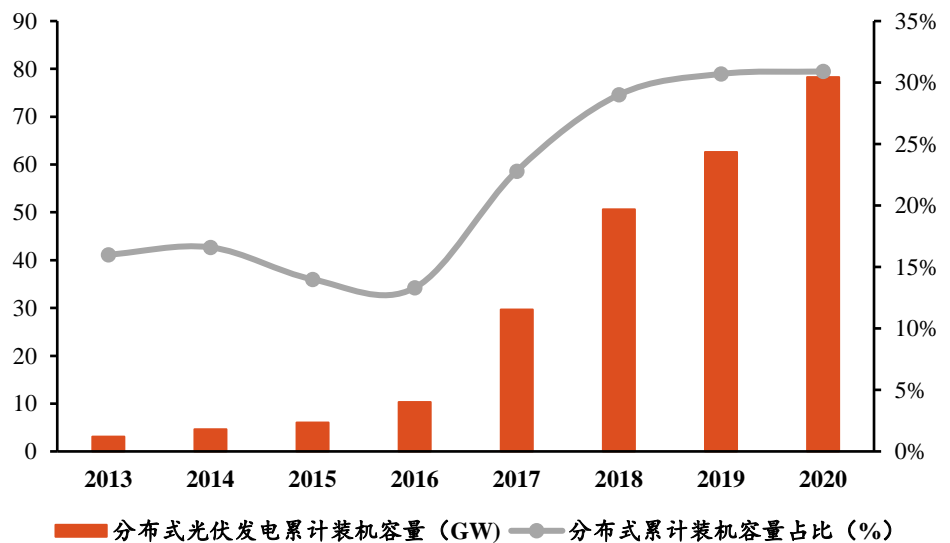
图表 2: 海星股份扣非归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

新兴市场热度不减, 产能供需趋于紧俏。以光伏市场为例, 根据江海股份、艾华集团在投资者关系平台上披露的信息显示, 两者的铝电解电容器均在光伏逆变器中存在具体应用。其中光伏逆变器又可分为分布式光伏逆变器与集中式逆变器。前者主要安装于房顶、农业大棚顶, 应用场景集中在人员居住的华北华南地带; 后者主要安装在戈壁和沙漠, 以西北的宁夏、甘肃、新疆、青海等地区居多。分布式光伏一般就地并网, 线路的损耗较低, 主要用于补充当地的电量, 供当地及附近的用电用户使用; 而集中式光伏电站则经高压并网, 将高压电输送到华东等地区, 以实现西电东输。

图表 3: 2013-2020 年中国分布式光伏发电累计装机容量及占比变化



资料来源: 国家能源局、前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

从目前的技术储备情况来看, 分布式光伏更易实现, 下游众多知名厂商都

有相应产品的开发。据国家能源局统计数据显示，我国分布式光伏发电市场份额正稳步提升，2013年全国分布式光伏发电累计装机容量仅为3.1GW，占总体的16.0%。2019年市场份额进一步提升，我国分布式光伏发电累计装机容量已达到62.63GW，较2013年增长近20倍，分布式光伏发电累计装机容量占总体比重上升至30.7%。截至2020年底，全国分布式光伏装机78.31GW，占光伏总装机比重30.9%，高于全球均值近10个百分点，且此项占比预计将继续上升。

而铝电解电容器的应用集中于分布式光伏逆变器中，新兴市场诸如此类的商业应用将有效带动铝电解电容器高阶产品的渗透率提升，进而传导至上游电极箔厂商。对于在电极箔领域深耕多年的海星股份而言，这将有效带动公司产品结构上的优化，最终提高公司整体的利润水平。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1147.87	1367.05	1607.00	2044.49
货币资金	343.12	468.51	610.74	935.03
应收及预付	312.06	397.32	435.45	497.47
存货	108.59	120.14	120.83	151.85
其他流动资产	384.10	381.09	439.98	460.13
非流动资产	483.72	554.44	604.76	634.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	384.93	435.46	468.54	484.86
在建工程	52.16	71.89	88.28	101.32
无形资产	37.16	36.16	35.16	34.16
其他长期资产	9.47	10.93	12.78	14.31
资产总计	1631.59	1921.50	2211.75	2679.14
流动负债	355.45	391.81	378.53	441.26
短期借款	10.02	10.00	0.00	0.00
应付及预收	289.40	306.40	296.42	346.01
其他流动负债	56.03	75.41	82.11	95.25
非流动负债	29.25	29.25	29.25	29.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	29.25	29.25	29.25	29.25
负债合计	384.70	421.06	407.78	470.51
实收资本	208.00	239.20	239.20	239.20
资本公积	455.93	455.93	455.93	455.93
留存收益	569.94	791.17	1093.19	1495.82
归属母公司股东权益	1234.91	1487.33	1789.35	2191.99
少数股东权益	11.99	13.10	14.62	16.64
负债和股东权益	1631.59	1921.50	2211.75	2679.14

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1218.72	1667.14	2106.19	2663.05
营业成本	935.61	1214.68	1540.89	1960.80
税金及附加	6.61	8.17	9.48	10.92
销售费用	24.71	35.01	40.02	45.27
管理费用	52.85	66.69	73.72	85.22
研发费用	78.86	101.70	117.95	135.82
财务费用	5.34	3.18	3.99	1.81
资产减值损失	-0.80	-0.50	-0.50	-0.50
公允价值变动收益	0.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.64	3.33	4.21	5.33
资产处置收益	-0.02	0.00	0.00	0.00
其他收益	23.74	15.00	21.06	26.63
营业利润	143.16	255.56	344.93	454.67
营业外收入	2.84	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	145.35	255.56	344.93	454.67
所得税	19.09	33.22	41.39	50.01
净利润	126.26	222.34	303.54	404.66
少数股东损益	0.49	1.11	1.52	2.02
归属母公司净利润	125.77	221.23	302.02	402.63
EBITDA	193.89	324.88	421.21	534.12

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	33.08	198.78	338.68	374.87
净利润	126.26	222.34	303.54	404.66
折旧摊销	49.65	67.26	73.81	79.66
营运资金变动	-147.16	-88.34	-35.14	-104.62
其它	4.33	-2.48	-3.54	-4.83
投资活动现金流	-62.86	-104.22	-186.27	-50.58
资本支出	-159.69	-136.52	-122.28	-108.03
投资变动	125.00	30.43	-66.36	53.65
其他	-28.17	1.87	2.36	3.80
筹资活动现金流	-158.00	30.83	-10.18	0.00
银行借款	10.00	-0.02	-10.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	31.20	0.00	0.00
其他	-168.00	-0.35	-0.18	0.00
现金净增加额	-201.67	125.39	142.23	324.29
期初现金余额	433.42	343.12	468.51	610.74
期末现金余额	231.75	468.51	610.74	935.03

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	11.05%	36.79%	26.34%	26.44%
营业利润增长	5.67%	78.52%	34.97%	31.82%
归属母公司净利润增长	4.45%	75.90%	36.52%	33.31%
获利能力 (%)				
毛利率	23.23%	27.14%	26.84%	26.37%
净利率	10.36%	13.34%	14.41%	15.20%
ROE	10.18%	14.87%	16.88%	18.37%
ROIC	9.81%	14.64%	16.76%	18.15%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.58%	21.91%	18.44%	17.56%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.23	3.49	4.25	4.63
速动比率	2.92	3.16	3.90	4.27
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.87	0.95	0.99
应收账款周转率	3.93	4.30	4.94	5.46
存货周转率	11.22	13.88	17.43	17.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.92	1.26	1.68
每股经营现金流	0.14	0.83	1.42	1.57
每股净资产	5.16	6.22	7.48	9.16
估值比率				
P/E	25.32	24.61	18.03	13.52
P/B	2.94	3.66	3.04	2.48
EV/EBITDA	14.68	15.41	11.52	8.48

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。