

江海股份 (002484.SZ)

新能源市场需求旺盛，三大类电容增长可期

买入

核心观点

4Q21 营收再创单季新高，铝价、电价上涨挤压盈利空间。21 年公司营收 35.50 亿元 (YoY: 34.7%)，归母净利润 4.35 亿元 (YoY: 16.7%)，扣非后归母净利润 4.12 亿元 (YoY: 42.1%)；其中 4Q21 营收 9.67 亿元 (QoQ: 5.4%，YoY: 9.2%)，归母净利润 1.09 亿元 (QoQ: -11.2%，YoY: -28.7%)，扣非后归母净利润 0.98 亿元 (QoQ: -17.7%，YoY: 8.3%)。新能源、工控等市场需求旺盛带动公司 4Q21 营收再创单季度历史新高，但铝价、电价上涨一定程度挤压了盈利空间，同时非经常性损益同比减少 0.51 亿元导致公司 4Q21 归母净利润同比下滑。

公司持续推进内部降本增效应对成本上涨压力。21 年公司毛利率同比下降 1.94pct 至 25.93%，其中 4Q21 毛利率同比下降 0.19pct、环比下降 3.80pct 至 22.43%，主要系原材料价格上涨及化成箔用电价格提高所致。在此背景下公司持续推进内部降本增效，21 年期间费用率同比下降 2.50pct 至 12.13%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比下降 0.03、1.38、0.31、0.78pct。

“拳头”产品铝电解电容器全球竞争力日益增强。2021 年公司铝电解电容器营收 28.47 亿元 (YoY: 38.7%)，其中工业类占比超过 75%。铝电解电容器营收高增长得益于存量市场占有率稳定提升以及新兴市场客户逐步开拓，全球前十大光伏逆变器厂商中已有七家成为公司客户。此外，湖北海成 MLPC 产品技术性能、工业化等指标已达到预期目标，21 年月均出货达 660 万只。

新能源市场对薄膜电容需求旺盛，预计 2022 年将贡献 45 亿元市场空间。2021 年公司薄膜电容器营收 2.24 亿元 (YoY: 15.3%)，其中优普稳步推进成本控制、品质管控；新江海动力产出提高 50%；海美电动汽车驱动用薄膜电容器中标多个汽车品牌和电驱动器厂商项目。我们看好新能源的快速发展持续推高薄膜电容器需求，预计新能源汽车、光电、风电、储能在 2022 年将分别为全球薄膜电容市场贡献 36.6、5.5-6.0、2.6、0.35 亿元的市场空间。

超级电容器应用逐步夯实。2021 年超级电容器营收 2.40 亿元 (YoY: 47.3%)，公司巩固了超容在智能表、轨道交通、电网等成熟市场的应用，同时开拓了在港口机械、采掘装备、电网调频、油改电、电动大巴等领域的先行先试。

投资建议：我们看好公司充分享受新能源市场需求爆发，同时薄膜电容器、超级电容器迎扩产放量，预计 22-24 年营收同比增长 20.8%/20.6%/19.6%至 42.87/51.68/61.81 亿元，归母净利润同比增长 29.2%/23.9%/21.7%至 5.62/6.96/8.47 亿元，对应 PE 为 35.3/28.5/23.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；行业竞争加剧；新业务开拓不及预期。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,635	3,550	4,287	5,168	6,181
(+/-%)	24.1%	34.7%	20.8%	20.6%	19.6%
净利润(百万元)	373	435	562	696	847
(+/-%)	55.0%	16.7%	29.2%	23.9%	21.7%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.68	0.84	1.02
EBIT Margin	13.6%	13.5%	14.3%	15.1%	15.5%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	10.1%	11.9%	13.3%	14.4%
市盈率 (PE)	52.7	45.6	35.3	28.5	23.4
EV/EBITDA	43.0	33.1	28.2	23.2	19.4
市净率 (PB)	5.03	4.61	4.20	3.79	3.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

联系人：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

联系人：李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	23.90 元
总市值/流通市值	19837/18642 百万元
52 周最高价/最低价	29.24/12.25 元
近 3 个月日均成交额	222.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《江海股份-002484-2021 年三季报点评：3Q21 业绩同比高增长，产品提价、降本增效应对成本压力》——2021-10-29
《江海股份-002484-2021 年三季报预告：产品涨价应对成本压力，受益华为储能业务开拓》——2021-10-20
《江海股份-002484-动态点评：被动元件持续高景气，三类电容全面开花》——2021-08-27

21 年营收同比增长 34.7%，4Q21 营收再创单季度历史新高

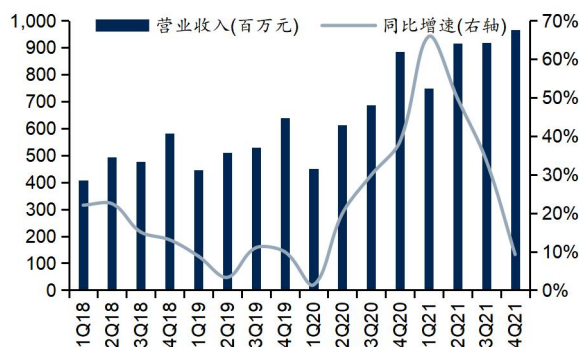
2021 年公司实现营收 35.50 亿元 (YoY: 34.7%)，归母净利润 4.35 亿元 (YoY: 16.7%)，扣非后归母净利润 4.12 亿元 (YoY: 42.1%)；其中 4Q21 营收 9.67 亿元 (QoQ: 5.4%，YoY: 9.2%)，归母净利润 1.09 亿元 (QoQ: -11.2%，YoY: -28.7%)，扣非后归母净利润 0.98 亿元 (QoQ: -17.7%，YoY: 8.3%)。新能源、工业控制等市场需求旺盛带动公司 4Q21 营收再创单季度历史新高，但原材料价格上涨叠加化成箔用电价格提高给生产经营带来较大成本压力，也挤压了盈利空间。此外，非经常性损益同比减少 0.51 亿元导致公司 4Q21 净利润同比下滑。

图1：公司营业收入及同比增速



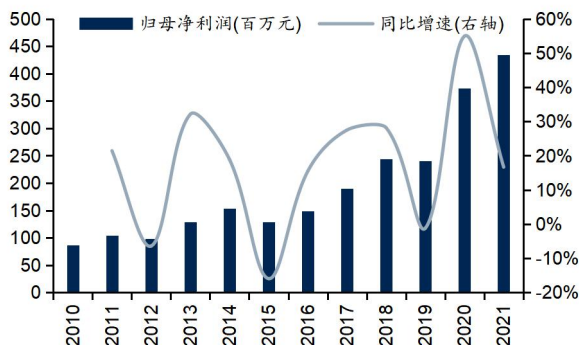
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

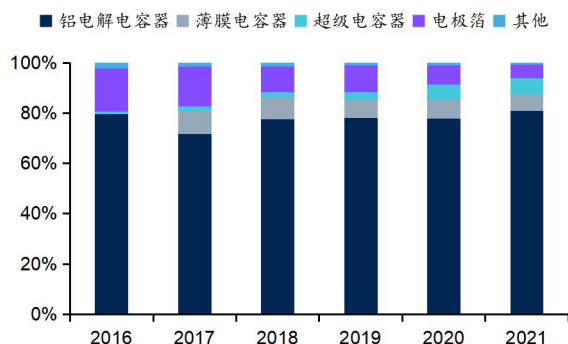
图4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

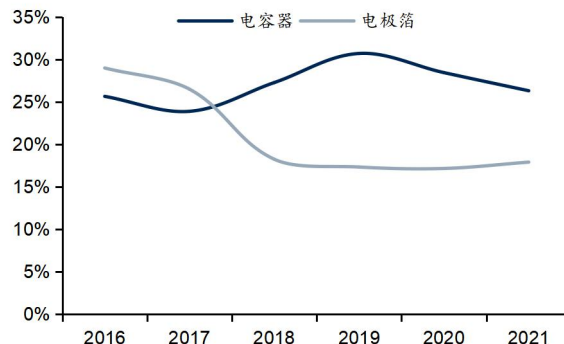
公司营收主要来自于电容产品和电极箔，2021 年分别占比 93.28%和 5.33%；电容产品中铝电解电容、薄膜电容和超级电容分别占总营收比例 80.21%、6.31%和 6.76%。其中，超级电容产品增长较快，2013 年公司锂离子超级电容试生产线进入调试阶段，2016 年非公开发行募资 12 亿元，其中 8 亿元投资超级电容建设，19/20/21 年公司超级电容营收 0.68/1.63/2.40 亿元，2021 年同比增速为 47.3%。

图5: 公司分产品营收结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

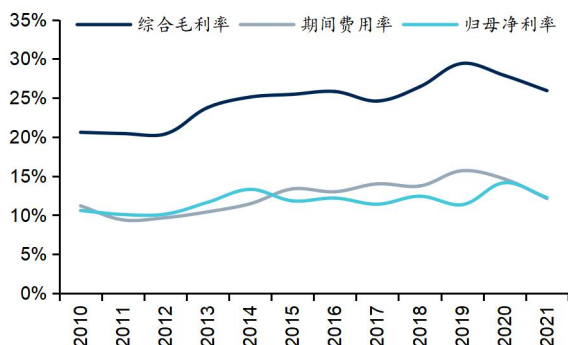
图6: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

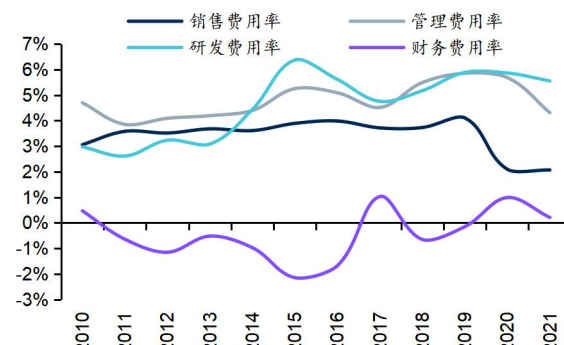
2021 年公司毛利率有所下降，公司持续推进内部降本增效应对成本上涨压力。21 年公司毛利率同比下降 1.94pct 至 25.93%，其中 4Q21 毛利率同比下降 0.19pct、环比下降 3.80pct 至 22.43%，主要系原材料价格上涨及化成箔用电价格提高所致。公司持续推进内部降本增效，21 年期间费用率同比下降 2.50pct 至 12.13%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比下降 0.03、1.38、0.31、0.78pct。

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



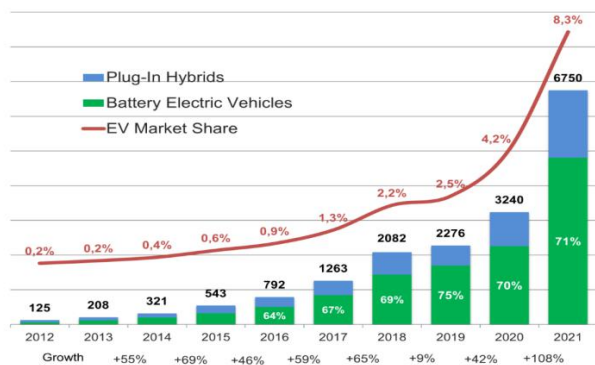
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

22 年新能源汽车有望创造全球 36.6 亿元薄膜电容需求

薄膜电容在新能源汽车领域中主要应用于三块：新能源车逆变器、车载充电器、配套充电桩。一般情况下，每辆新能源车电驱部分，用 1 只定制薄膜电容器，四驱的电动汽车还会使用 1 只辅驱用定制薄膜电容器，平均单价 200-350 元/只。假设每辆车平均定制薄膜电容价格 300 元，根据 EV Volumes 数据，全球 2021 年新能源汽车销量 675 万辆，同比增长 108%。基于典型新能源乘用车企的市场预测，2022 年全球新能源汽车预计增长 34%，达 1220 万辆；2023 年增长 28%，达 1580 万辆，并在未来五年保持 20% 的 CAGR。则对应 2022 年全球新能源汽车薄膜电容市场规模预计为 36.6 亿元。根据中国汽车工业协会数据，2022 年国内预计生产 500 万辆以上新能源汽车，则国内车载定制薄膜电容市场规模预计超 15 亿元。

与新能源汽车相匹配的充电桩也需要使用大量电容。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟发布的 8 月充电桩运营数据,截至 2021 年 8 月,全国充电桩保有量为 210.5 万台,同比增长 52.3%。根据公安部发布的同年全国新能源汽车保有量 784 万辆,车桩比 1: 3.7,距离国家提出的 1: 1 目标仍有较大需求。

图9: 全球新能源车销量统计 (单位: 千辆)



资料来源: EV Volumes, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国新能源车市场销量及增长率预期



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

22 年光伏、风电有望创造全球 5.5-6.0、2.6 亿元薄膜电容需求

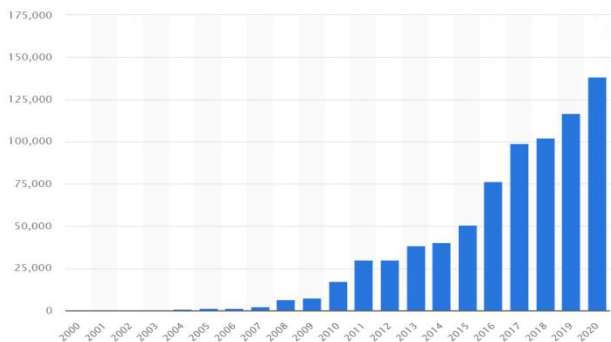
根据 Statista 数据,2020 年全球光伏市场在疫情笼罩下仍然实现了高速增长,全年新增装机量 138.2GW,同比增长 18.2%,增幅较 2019 年上升 4pct。中国方面,根据国家能源局数据,2020 年-2021 年国内新增光伏装机 48.2GW、54.9GW,同比增长 60.1%、13.8%。

根据中国光伏行业协会的预测,未来五年全球光伏新增装机量在保守或乐观的情况下将分别以 15.74%或 20.48%的 CAGR 增长,至 2022 年达到 174-189GW,2025 年达到 270-330GW。其中,我国保守情况下 2022、2025 年新增光伏装机容量将达到 62GW、90GW,5 年复合增速为 13.3%;乐观情况下,2022、2025 年我国新增光伏装机容量将达到 67GW、110GW,5 年复合增速 17.9%。

容配比方面,我们参考城乡建设部 2019 年发布的《光伏发电站设计规范(征求意见稿)》,保守估计 2025 年,国内新增装机容量配比均值为 1.2。海外市场,假设为 1.3。则预计 2022 年全球光伏逆变器装机量 220-239GW,2025 年为 342-418GW,国内 2022 年装机量 74-80GW,2025 年为 108-132GW。

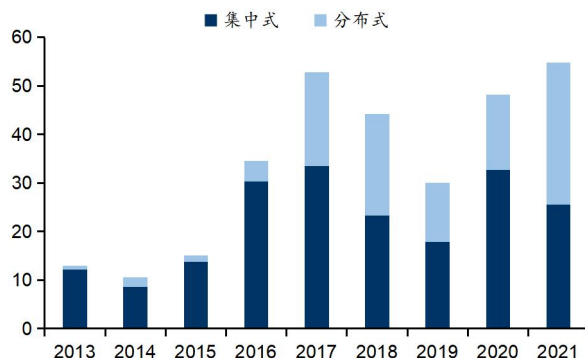
参考江海股份基于整机 3.125MW 的集中式逆变器,单台使用 64 只铝壳式薄膜电容器及 2-3 只交流薄膜电容器,50KW 的分布式逆变器则每台使用 6-10 只薄膜电容的用量推算,按功率计算的薄膜电容价格约为 2000-3000 元/MW。取 2500 元/MW 的均价,则 2022 年,全球光伏用薄膜电容市场约 5.5-6.0 亿元,国内约为 1.9-2.0 亿元,2025 年全球约为 8.6-10.5 亿元,国内约 2.7-3.3 亿元。

图11: 全球新增光伏装机量 (单位: MW)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

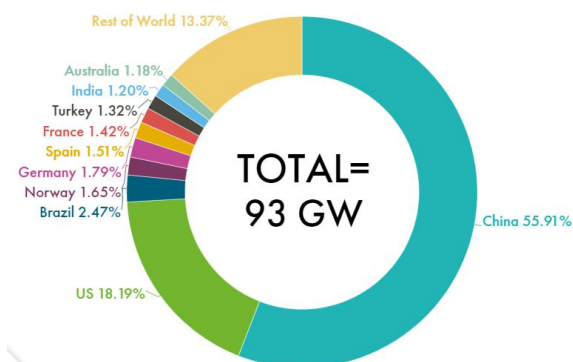
图12: 中国光伏新增装机量 (单位: MW)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

根据 GWEC 数据, 全球 2020 年风电新增装机量 93GW, 其中中国、美国分别占比 55.9% 和 18.19%, 贡献主要增量。并预计在未来五年中以 CAGR 17% 增长, 2022 年达到 127.31GW, 2025 年达到年新增装机量 160GW。假设薄膜电容价值量为 2000 元/MW, 则 2022 年/2025 年对应市场规模 2.55 亿元/3.2 亿元。

图13: 全球新增风电装机中, 中美两国贡献主要增量



资料来源: GWEC, 国信证券经济研究所整理

图14: 全球风电新增装机量 (单位: GW)

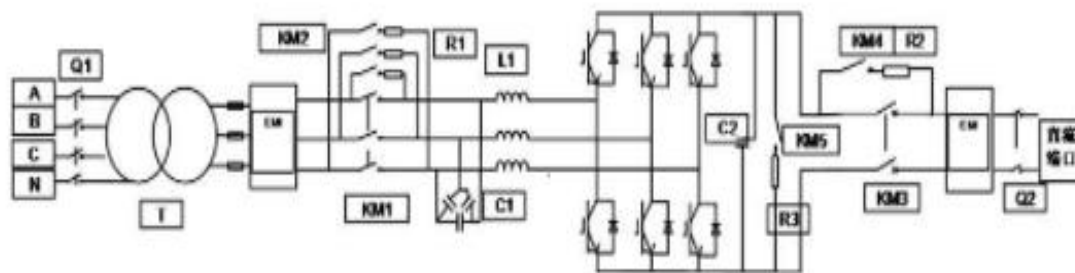


资料来源: GWEC, 国信证券经济研究所整理

22 年储能有望创造全球 0.35 亿元薄膜电容需求

储能系统按照储存方式可分为物理储能、电化学储能和电磁储能等。物理储能包括抽水蓄能、压缩空气、飞轮储能、储氢等；电化学储能包括钠硫电池、液流电池、锂离子电池等，主要应用于分钟至小时级的工作场景；电磁储能包括超级电容储能、超导储能等，主要应用于秒级的工作场景。目前抽水储能占全球 70% 以上，但近年在政策的推动下我国电化学储能系统发展较为迅速，2019-2020 年电化学储能占全部储能市场比重从 4.9% 增长到了 9.2%，且在发电侧、电网侧和用电侧均有应用。其中，储能变流器是电化学储能系统中，连接于电池系统与电网（或负荷）之间的实现电能双向转换的变流器。

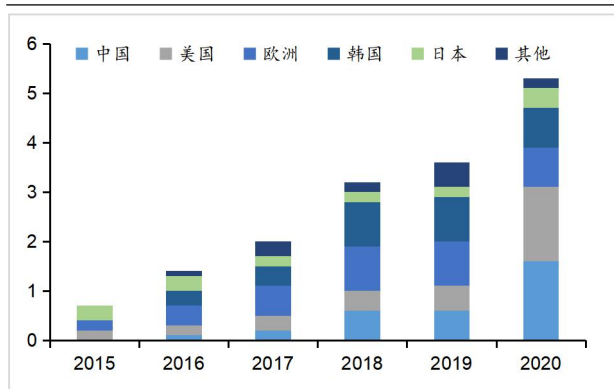
图15: PSC 储能逆变器工作原理



资料来源：电子发烧友，国信证券经济研究所整理

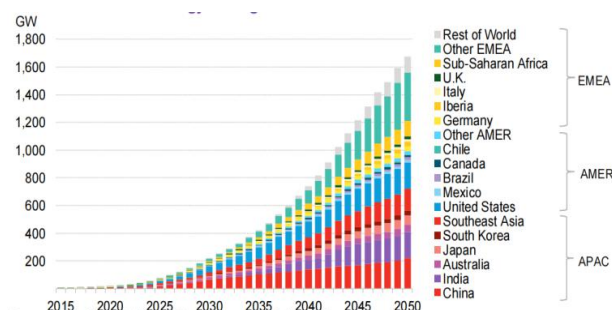
根据 IEA 数据，2020 年全球电池存储容量新增装机量达到了历史新高 5.3GW，同比增长 50%。其中，中国和美国均实现了千兆瓦级的新增。然而要达到 2050 年零排放目标，2030 年前还需安装近 600GW 的电池存储容量。根据彭博新能源财经对 2020 到 2023 年的全球储能市场发展趋势预测，储能装机规模年复合增长率为 37%，2021 年的新增投运规模预计将有一个大的飞跃，达到 9.7GW/19.9GWh，2022 年突破 10GW 大关，2023 年达到 13.8GW/29.4GWh。考虑到变流器与逆变器具有一定的技术通用性，我们假设其电容器价值量与逆变器相当，按 2500 元/MW 计算，2022 年全球储能用薄膜电容市场可达约 0.35 亿元。

图16: 全球历史新增储能装机量（单位：GW）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图17: 全球预计新增储能装机量（单位：GW）



资料来源：BloombergNEF，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级

我们看好公司充分享受新能源市场需求爆发，同时薄膜电容器、超级电容器迎扩产放量，预计 22-24 年营收同比增长 20.8%/20.6%/19.6%至 42.87/51.68/61.81 亿元，归母净利润同比增长 29.2%/23.9%/21.7%至 5.62/6.96/8.47 亿元，对应 PE 分别为 35.3/28.5/23.4 倍。

我们认为，面对上游原材料涨价以及双控措施下的拉闸限电等不利环境，公司通过产品涨价、生产基地策略性转移等措施，严格控制成本。同时，新能源市场的高景气度将持续推高公司三大类电容产品的需求增长，公司中长线成长路径和空间可期，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	758	701	750	904	963	营业收入	2635	3550	4287	5168	6181
应收款项	1175	1357	1813	2155	2518	营业成本	1901	2629	3120	3711	4397
存货净额	684	853	1053	1279	1487	营业税金及附加	16	20	28	32	38
其他流动资产	345	292	357	511	545	销售费用	55	73	89	109	132
流动资产合计	3097	3266	4040	4920	5588	管理费用	150	153	194	240	295
固定资产	1377	1506	1697	1861	2043	研发费用	154	197	243	298	364
无形资产及其他	101	98	94	90	86	财务费用	26	7	(6)	1	5
投资性房地产	468	575	575	575	575	投资收益	6	15	8	10	11
长期股权投资	122	128	134	141	149	资产减值及公允价值变动	15	7	20	14	13
资产总计	5164	5573	6541	7587	8441	其他收入	(131)	(188)	(243)	(298)	(364)
短期借款及交易性金融负债	189	201	300	602	610	营业利润	377	501	647	801	975
应付款项	752	812	1133	1336	1524	营业外净收支	49	0	0	1	1
其他流动负债	142	80	200	211	225	利润总额	426	501	647	802	976
流动负债合计	1083	1094	1633	2149	2358	所得税费用	43	63	81	100	122
长期借款及应付债券	19	22	22	22	22	少数股东损益	10	3	4	6	7
其他长期负债	117	122	127	133	139	归属于母公司净利润	373	435	562	696	847
长期负债合计	136	144	149	155	161	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1219	1238	1782	2304	2520	净利润	373	435	562	696	847
少数股东权益	46	34	38	42	47	资产减值准备	(22)	(10)	(3)	(1)	(2)
股东权益	3899	4301	4721	5241	5875	折旧摊销	126	159	154	176	197
负债和股东权益总计	5164	5573	6541	7587	8441	公允价值变动损失	(15)	(7)	(20)	(14)	(13)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	26	7	(6)	1	5
每股收益	0.45	0.52	0.68	0.84	1.02	营运资本变动	(423)	(411)	(279)	(502)	(399)
每股红利	0.09	0.13	0.17	0.21	0.26	其它	31	12	6	6	7
每股净资产	4.75	5.18	5.68	6.31	7.07	经营活动现金流	69	178	420	360	636
ROIC	13%	14%	16%	18%	19%	资本开支	0	(282)	(318)	(321)	(360)
ROE	10%	10%	12%	13%	14%	其它投资现金流	475	72	(4)	(4)	(4)
毛利率	28%	26%	27%	28%	29%	投资活动现金流	447	(216)	(328)	(332)	(371)
EBIT Margin	14%	13%	14%	15%	15%	权益性融资	(28)	39	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	18%	19%	负债净变化	19	3	0	0	0
收入增长	24%	35%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(73)	(110)	(142)	(176)	(214)
净利润增长率	55%	17%	29%	24%	22%	其它融资现金流	(177)	155	99	302	8
资产负债率	24%	23%	28%	31%	30%	融资活动现金流	(313)	(19)	(43)	126	(206)
息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	203	(57)	49	154	59
P/E	52.7	45.6	35.3	28.5	23.4	货币资金的期初余额	555	758	701	750	904
P/B	5.0	4.6	4.2	3.8	3.4	货币资金的期末余额	758	701	750	904	963
EV/EBITDA	43.0	33.1	28.2	23.2	19.4	企业自由现金流	0	(117)	93	34	274
						权益自由现金流	0	42	197	335	278

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 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 层

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