

中航证券研究所
 分析师：邹润芳
 证券执业证书号：S0640521040001

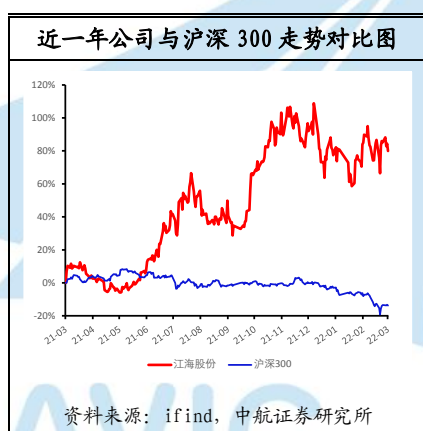
研究助理：刘牧野
 证券执业证书号：S0640122010023
 liumy@avicsec.com

江海股份（002484）年报点评： 成本端短期承压，看好长期发展

行业分类：电子元件 2022 年 3 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价(22.03.24)	23.90 元

基础数据	
上证指数	3,250.26
总市值(亿元)	198.47
总股本(亿股)	8.30
流通股本(亿股)	7.80
PE(TTM)	45.63
PB(LF)	4.75



- **公司发布 2021 年年度报告：**2021 年公司实现营收 35.5 亿元(同比增加 34.71%)，归母净利润 4.35 亿元(同比增加 16.66%)；其中，2021Q4 单季度公司实现收入 9.67 亿元(同比增加 9.24%，环比增加 5.37%)，归母净利润 1.09 亿元(同比减少 28.65%，环比减少 11.21%)。受成本端影响，公司在短期内或业绩承压，但新能源和电动车的长期发展趋势不变，公司铝电解电容、薄膜电容、超级电容等扩产项目在新兴下游拓展顺利，我们看好公司多线布局的长期发展潜力。
- **成本压力影响公司第四季度业绩：**原材料价格上涨、拉闸限电叠加化成箔用电价格大幅度提高，给公司生产经营带来巨大成本压力，挤压了盈利空间。公司年度整体毛利率 25.93%，较去年下降 1.94 个百分点。分季度来看，2021Q1 至 Q4 的整体毛利率分别为：27.54%、27.92%、26.25%、22.44%，2021Q4 的毛利率下降显著。虽然动力煤价格在 2022 年有所回落，用电压力缓解，但由于地缘政治、供需紧张等影响，国内电解铝价格波动较大，近期维持在较高位置，短期内公司的成本压力或将持续。
- **铝电解电容产品、客户结构优化：**1) 新能源、工业控制等下游需求增长强劲，全球光伏逆变器前 10 大厂商中已有 7 家成为了公司用户，该细分市场用量达到营业收入的 15%。2) 存量市场占有率稳定提高，按销售收入排名的前 10 大用户占总营收的 35.2%。3) 固态叠层高分子电容器 (MLPC) 产品技术性能、工业化等指标达到预期目标，2021 年月均出货 660 万只；固液混合电容器的技术工艺不断完善。
- **薄膜电容进展顺利：**新能源、电动汽车等行业的大发展持续推高薄膜电容器的旺盛需求。子公司优普电子稳步推进成本控制、品质管控；新江海动力电子自产金属化膜的规格、良品率均有增加，产出提高了 50%。新建的分布式光伏用盒式薄膜电容器产线实现量产，大规模应用的前期工作顺利推进。海美电子电动汽车驱动用薄膜电容器中标多个汽车品牌 and 电驱动器厂商项目。
- **超级电容未达预期：**巩固和提升了其在智能表、轨道交通、电网等成熟市场的应用，2021 年因风电及一些新应用(项目)投入影响使江海储能年度收益未达预期。但在港口机械、采掘装备、电网调频、油改电、电动大巴等领域已先行先试。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

■ **投资建议：**考虑到公司成本端压力可能持续，预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 42.41 亿元、52.42 亿元、64.16 亿元，同比增长 19.46%、23.62%、22.38%，实现归母净利润分别为 5.10 亿元、6.71 亿元、8.68 亿元，同比增长 17.23%、31.62%、29.36%，当前（2022 年 3 月 24 日）对应 PE 38.93、29.58、22.86，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格抬升风险、疫情反复的风险、研发项目不及预期的风险

■ **盈利预测：**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	26.35	35.50	42.41	52.42	64.16
增速	24.12%	34.71%	19.46%	23.62%	22.38%
归属于母公司净利润（亿元）	3.73	4.35	5.10	6.71	8.68
增速	54.95%	16.66%	17.23%	31.62%	29.36%
每股收益（元）	0.45	0.52	0.61	0.81	1.05
市盈率（倍）	53.24	45.63	38.93	29.58	22.86

图表 1: 财务数据预测 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	758.42	701.34	750.06	878.28	1112.15	营业收入	2635.05	3549.68	4240.59	5242.32	6415.78
应收票据及账款	1153.05	1306.20	1589.43	1964.90	2404.73	营业成本	1900.67	2629.26	3140.98	3828.12	4617.34
预付账款	23.93	36.15	42.99	53.14	65.04	营业税金及附加	16.50	19.69	23.52	29.07	35.58
其他应收款	23.38	51.40	43.19	53.39	65.34	销售费用	55.15	73.35	87.62	108.32	132.57
存货	683.73	852.57	1042.37	1270.41	1532.32	管理费用	149.70	152.84	182.59	225.72	276.24
其他流动资产	454.30	318.28	365.50	436.96	520.67	研发费用	154.44	196.99	244.45	302.19	369.84
流动资产总计	3096.82	3265.94	3833.54	4657.07	5700.24	财务费用	26.03	7.30	3.49	-1.21	-1.84
长期股权投资	121.83	127.91	142.91	158.91	174.91	资产减值损失	-0.95	-5.78	-6.91	-8.54	-10.45
固定资产	1311.61	1393.64	1434.20	1536.52	1567.98	信用减值损失	2.09	-5.49	-4.09	-5.05	-6.19
在建工程	65.18	122.90	136.45	75.00	75.00	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	100.74	97.64	81.37	65.09	48.82	投资收益	6.47	14.95	15.00	16.00	16.00
长期待摊费用	0.00	3.48	1.74	0.00	0.00	公允价值变动损益	13.71	1.05	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	468.14	561.25	557.70	554.14	550.59	资产处置收益	-0.46	-0.52	1.11	1.11	1.11
非流动资产合计	2067.51	2306.83	2354.37	2389.67	2417.30	其他收益	24.02	26.08	24.52	24.52	24.52
资产总计	5164.32	5572.77	6187.91	7046.74	8117.54	营业利润	377.42	500.54	587.57	778.14	1011.04
短期借款	189.48	201.50	0.00	0.00	0.00	营业外收入	55.88	6.00	20.68	20.68	20.68
应付票据及账款	751.71	811.88	1064.25	1297.07	1564.48	营业外支出	6.96	5.63	5.53	5.53	5.53
其他流动负债	142.20	80.42	202.88	247.39	298.56	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1083.40	1093.80	1267.13	1544.46	1863.04	利润总额	426.35	500.91	602.72	793.29	1026.19
长期借款	18.97	33.88	33.88	33.88	33.88	所得税	43.28	62.54	69.61	91.62	118.52
其他非流动负债	116.67	110.00	110.00	110.00	110.00	净利润	383.06	438.38	533.11	701.67	907.68
非流动负债合计	135.64	143.88	143.88	143.88	143.88	少数股东损益	10.25	3.45	23.25	30.60	39.58
负债合计	1219.03	1237.67	1411.01	1688.34	2006.91	归属母公司股东净利润	372.81	434.92	509.86	671.07	868.09
股本	821.41	830.42	830.42	830.42	830.42	EBITDA	578.19	667.34	723.66	922.79	1162.72
资本公积	1503.60	1561.02	1561.02	1561.02	1561.02	NOPLAT	350.60	443.98	521.81	686.22	891.66
留存收益	1574.34	1909.23	2327.79	2878.69	3591.32	BPS (元)	0.45	0.52	0.61	0.81	1.05
归属母公司权益	3889.35	4300.67	4719.23	5270.13	5982.76						
少数股东权益	45.94	34.43	57.68	88.28	127.86						
股东权益合计	3945.29	4335.09	4776.90	5358.40	6110.62						
负债和股东权益合计	5164.32	5572.77	6187.91	7046.74	8117.54						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	383.06	438.38	483.78	651.45	857.45
折旧与摊销	125.81	159.13	117.45	130.71	138.37
财务费用	26.03	7.30	3.49	-1.21	-1.84
投资损失	-1.23	-1.58	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-226.84	-271.04	-144.05	-417.98	-490.72
其他经营现金流	-20.71	-21.36	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	286.13	310.83	460.67	362.97	503.26
资本支出	156.40	380.57	150.00	150.00	150.00
长期投资	175.06	146.23	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-333.36	-742.81	-265.66	-265.78	-265.78
投资性现金净流量	-1.90	-216.01	-115.66	-115.78	-115.78
短期借款	29.38	12.02	-201.50	0.00	0.00
长期借款	18.97	14.90	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.29	5.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	149.04	57.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-246.59	-211.28	-94.79	-118.96	-153.61
筹资性现金净流量	-44.90	-117.93	-296.28	-118.96	-153.61
现金流量净额	210.90	-39.99	48.72	128.22	233.87

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	24.12%	34.71%	19.46%	23.62%	22.38%
营业利润增长率			17.39%		
EBIT增长率	51.13%	12.34%	19.28%	30.66%	29.32%
EBITDA增长率	41.38%	15.42%	8.44%	27.52%	26.00%
归母净利润增长率	54.95%	16.66%	17.23%	31.62%	29.36%
经营现金流增长率	64.39%	7.94%	32.53%	-26.92%	27.88%
盈利能力					
毛利率	27.87%	25.93%	25.93%	26.98%	28.03%
净利率	14.54%	12.35%	12.57%	13.38%	14.15%
营业利润率	14.32%	14.10%	13.86%	14.84%	15.76%
ROE	9.56%	10.11%	10.80%	12.73%	14.51%
ROA	7.22%	7.80%	8.24%	9.52%	10.69%
ROIC	12.82%	12.91%	12.87%	15.90%	18.31%
估值倍数					
P/E	53.24	45.63	38.93	29.58	22.86
P/S	7.53	5.59	4.68	3.79	3.09
P/B	5.09	4.61	4.21	3.77	3.32
股息率	0.50%	0.00%	0.46%	0.61%	0.78%
BV/BBIT	42.38	38.57	32.07	24.55	18.91
BV/BBITDA	33.16	29.37	26.87	21.07	16.66
BV/NOPLAT	54.68	44.15	37.26	28.34	21.72

来源: ifind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。