

## 江海股份（002484）

### 成本改善提升利润，平台型电容公司深度受益新能源需求旺盛

买入（首次）

2022年07月28日

证券分析师 唐权喜

执业证书：S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

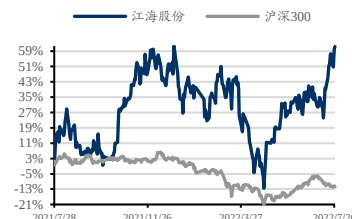
baoxy@dwzq.com

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 3,550 | 4,954 | 6,439 | 8,146 |
| 同比               | 35%   | 40%   | 30%   | 27%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 435   | 653   | 891   | 1,215 |
| 同比               | 17%   | 50%   | 36%   | 36%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.52  | 0.78  | 1.07  | 1.45  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 52.81 | 35.17 | 25.79 | 18.90 |

#### 投资要点

- **新能源市场高景气叠加成本下降，公司业绩高增长可期。**22年1-6月国内光伏新增装机量同增137%，截至6月底，铝现货价较21Q4最高价下降20%，同时上半年内蒙等地电价下降。新能源市场高景气叠加成本下降，公司22Q1毛利率环比+2.7pct，22Q2-Q4原材料成本有望进一步下降，带动公司盈利能力恢复至历史正常区间，22全年业绩高增可期。
- **铝电解电容：工业电容龙头，抢占光伏、MLPC、车载等优质赛道。**1）大型工业电容方面，2021年公司大型铝电解电容产出达全球第一，工业类电容营收占比超75%，其中光伏领域营收占比15%，全球光伏逆变器前10大厂商中已有7家成为公司客户，且已进入车载OBC市场，受益于新能源市场的高景气度，公司铝电解电容有望保持高增长。2）小型电容方面，MLPC、固液混合铝电解电容稳步扩张，已成功切入笔记本电脑、服务器、5G通讯设备、安防设备、高清显示供应链，有望成为铝电解电容业务新的增长极。3）车载电解电容方面，轴向引出铝电解电容已在头部客户进行送样验证。
- **薄膜电容：厚积薄发，成功切入核心新能源客户供应链。**公司的薄膜电容产品已成功进入光伏领域核心客户供应链，海美电子电动汽车驱动用薄膜电容中标多个汽车品牌电驱驱动厂商项目，2022年薄膜电容扩产项目建设进度提速，伴随市场开拓、产能扩建有序进行，公司薄膜电容业务有望迎来加速增长拐点。且未来有望受益规模效应提升议价能力，实现毛利率的显著提升。
- **超级电容：风电市场高增长，储能、电网调频等领域多点开花。**公司EDLC、LIC技术路线并行，产业化项目截至2021年底投资进度达73%，项目达产将实现年产300万Wh双电层电容、2500万Wh锂离子超容。22年风电市场高速增长，公司在风电、智能表、轨道交通、电网等市场营收持续提升，同时在港口机械、采掘装备、电网调频、油改电、电动大巴等领域打开市场。未来，储能、电网调频等市场潜力较大，有望带动公司超级电容业务高增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为平台型电容公司，有望充分受益下游新能源市场需求旺盛。基于此，我们预测公司2022-2024年的归母净利润为6.53/8.91/12.15亿元，当前市值对应PE分别为35/26/19倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**薄膜电容客户导入不及预期；超级电容客户开拓不及预期；芯片缺货、疫情等因素影响下游市场需求

#### 股价走势



#### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 27.49       |
| 一年最低/最高价    | 15.04/27.74 |
| 市净率(倍)      | 5.20        |
| 流通A股市值(百万元) | 21,580.66   |
| 总市值(百万元)    | 22,967.10   |

#### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 5.29   |
| 资产负债率(% ,LF) | 23.35  |
| 总股本(百万股)     | 835.47 |
| 流通A股(百万股)    | 785.04 |

#### 相关研究

江海股份三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>3,266</b> | <b>3,981</b> | <b>4,738</b> | <b>6,259</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,550</b> | <b>4,954</b> | <b>6,439</b> | <b>8,146</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 764          | 730          | 726          | 1,263        | 营业成本(含金融类)      | 2,629        | 3,570        | 4,584        | 5,698        |
| 经营性应收款项          | 1,342        | 1,812        | 2,258        | 2,901        | 税金及附加           | 20           | 27           | 36           | 45           |
| 存货               | 853          | 1,131        | 1,416        | 1,750        | 销售费用            | 73           | 99           | 127          | 156          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 153          | 214          | 278          | 351          |
| 其他流动资产           | 307          | 308          | 338          | 344          | 研发费用            | 197          | 275          | 357          | 452          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,307</b> | <b>2,697</b> | <b>3,046</b> | <b>3,354</b> | 财务费用            | 7            | 7            | 8            | 9            |
| 长期股权投资           | 128          | 138          | 148          | 158          | 加:其他收益          | 26           | 30           | 26           | 26           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,394        | 1,668        | 1,954        | 2,226        | 投资净收益           | 15           | 6            | 5            | 6            |
| 在建工程             | 123          | 211          | 246          | 253          | 公允价值变动          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 98           | 98           | 98           | 98           | 减值损失            | -11          | -37          | -42          | -47          |
| 商誉               | 146          | 146          | 146          | 146          | 资产处置收益          | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 3            | 6            | 9            | 12           | <b>营业利润</b>     | <b>501</b>   | <b>760</b>   | <b>1,039</b> | <b>1,419</b> |
| 其他非流动资产          | 415          | 430          | 445          | 460          | 营业外净收支          | 0            | 5            | 5            | 5            |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,573</b> | <b>6,678</b> | <b>7,785</b> | <b>9,612</b> | <b>利润总额</b>     | <b>501</b>   | <b>765</b>   | <b>1,044</b> | <b>1,424</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,094</b> | <b>1,620</b> | <b>1,803</b> | <b>2,374</b> | 减:所得税           | 63           | 96           | 130          | 178          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 201          | 216          | 231          | 246          | <b>净利润</b>      | <b>438</b>   | <b>670</b>   | <b>914</b>   | <b>1,246</b> |
| 经营性应付款项          | 812          | 1,271        | 1,403        | 1,921        | 减:少数股东损益        | 3            | 17           | 23           | 31           |
| 合同负债             | 5            | 7            | 9            | 11           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>435</b>   | <b>653</b>   | <b>891</b>   | <b>1,215</b> |
| 其他流动负债           | 76           | 126          | 159          | 196          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.52         | 0.78         | 1.07         | 1.45         |
| 非流动负债            | 144          | 154          | 164          | 174          | EBIT            | 492          | 836          | 1,126        | 1,516        |
| 长期借款             | 22           | 27           | 32           | 37           | EBITDA          | 651          | 993          | 1,305        | 1,717        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 25.93        | 27.94        | 28.82        | 30.05        |
| 租赁负债             | 12           | 17           | 22           | 27           | 归母净利率(%)        | 12.25        | 13.18        | 13.83        | 14.92        |
| 其他非流动负债          | 110          | 110          | 110          | 110          | 收入增长率(%)        | 34.71        | 39.56        | 29.98        | 26.51        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,238</b> | <b>1,774</b> | <b>1,966</b> | <b>2,548</b> | 归母净利润增长率(%)     | 16.66        | 50.14        | 36.41        | 36.41        |
| 归属母公司股东权益        | 4,301        | 4,853        | 5,744        | 6,959        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 34           | 51           | 74           | 105          |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>4,335</b> | <b>4,905</b> | <b>5,818</b> | <b>7,064</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>5,573</b> | <b>6,678</b> | <b>7,785</b> | <b>9,612</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 311   | 591   | 503   | 1,024 | 每股净资产(元)       | 5.18  | 5.81  | 6.88  | 8.33  |
| 投资活动现金流    | -216  | -538  | -518  | -497  | 最新发行在外股份(百万股)  | 835   | 835   | 835   | 835   |
| 筹资活动现金流    | -118  | -88   | 12    | 11    | ROIC(%)        | 9.88  | 15.02 | 17.49 | 19.69 |
| 现金净增加额     | -40   | -35   | -4    | 537   | ROE-摊薄(%)      | 10.11 | 13.45 | 15.51 | 17.46 |
| 折旧和摊销      | 159   | 157   | 179   | 201   | 资产负债率(%)       | 22.21 | 26.56 | 25.26 | 26.51 |
| 资本开支       | -373  | -515  | -495  | -475  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 52.81 | 35.17 | 25.79 | 18.90 |
| 营运资本变动     | -264  | -275  | -635  | -474  | P/B(现价)        | 5.31  | 4.73  | 4.00  | 3.30  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>