

公司研究

铝电解电容业务快速成长，薄膜电容与超级电容空间巨大

——江海股份（002484.SZ）跟踪报告之一

要点

铝电解龙头深度布局薄膜电容和超级电容业务。江海股份是一家从事铝电解电容器（及核心材料）、薄膜电容器、超级电容器研发、生产和销售的公司，电容器2021年产能已达15.47亿只，被广泛应用于工业自动化、消费电子、轨道交通、新能源、医疗等多个领域。

公司三大电容产能扩张逐步落地，规模放量+下游强劲需求，营收呈高速增长趋势。2022年Q1-Q3，公司实现营业收入32.58亿元（同比+26.1%）；归母净利润4.86亿元（同比+48.9%）；扣非归母净利润4.66亿元（同比+48.4%）。

铝电解电容：新能源需求持续高景气，化成箔成本有望改善。江海股份为全国铝电解电容龙头企业，大型铝电解电容器、工业类电容器销量位列全球前列，占据中高端市场。铝电解电容是公司主要收入来源，公司2021年和2022年前三季度铝电解电容业务收入为28.5和25.0亿元，收入占比约80.2%和76.8%。光伏、储能、新能源车市场高景气，公司相关产能持续扩张。从下游应用来看，前三季度变频器在铝电解电容营收中占比为42%，光伏为25%，通信电源等为8%，汽车充电桩为7%。从成本来看，主要材料化成箔成本有望下降。公司通过产线转移降低生产电价，并推动产线节能研发，从量价两方面降低化成箔生产成本。

薄膜电容：步入高速放量期。公司薄膜电容研发生产起步于2011年，已在许多应用领域得到用户的认证并批量销售，与美国基美合作，车载薄膜电容进展良好。公司薄膜电容扩产节奏快，随着基膜及金属件原材料价格的下降，薄膜电容毛利率有望进一步提升。公司2021年和2022年前三季度该业务收入为2.2和2.6亿元，收入占比约6%和8%。从下游应用来看，前三季度风光电占比接近40%，变频器占比为24%，汽车占比为9%，其他工控占比为13%，消费类占比为15%。

超级电容：业务快速发展。超级电容器被认为是21世纪理想的环保型储能器件之一，公司产品广泛用于石油勘探、港口机械、应用发电、调频等领域。公司锂离子超级电容器的技术性能达到国际先进水平，在车辆、医疗仪器、新能源、电网、智能三表、AGV、港口机械已进入批量应用阶段。公司2021年该业务收入为2.40亿元，收入占比约6.8%。

盈利预测、估值与评级：江海股份为国内铝电解电容龙头厂商，在风光电储等行业快速发展的机遇期，公司积极布局高景气的薄膜电容和超级电容领域。维持江海股份22-24年归母净利润为6.81、8.37、10.32亿元，当前市值对应PE分别为30x、25x、20x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险、需求不及预期、技改扩产进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,635	3,550	4,503	5,555	6,690
营业收入增长率	24.12%	34.71%	26.85%	23.36%	20.44%
净利润（百万元）	373	435	681	837	1,032
净利润增长率	54.95%	16.66%	56.55%	22.87%	23.38%
EPS（元）	0.45	0.52	0.81	1.00	1.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.56%	10.11%	13.95%	15.04%	16.11%
P/E	55	47	30	25	20
P/B	5.2	4.8	4.2	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-06；股本：2020年为8.21亿，2021年为8.30亿，2022年为8.37亿

买入（维持）

当前价：24.78元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人：王之含

wangzhihan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.37
总市值(亿元):	207.49
一年最低/最高(元):	14.89/29.05
近3月换手率:	61.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.10	-1.90	25.51
绝对	14.67	5.09	8.44

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,635	3,550	4,503	5,555	6,690
营业成本	1,901	2,629	3,278	4,025	4,823
折旧和摊销	126	159	268	299	333
税金及附加	16	20	23	28	33
销售费用	55	73	77	94	114
管理费用	150	153	167	206	248
研发费用	154	197	230	283	341
财务费用	26	7	-1	-1	-2
投资收益	6	15	0	0	0
营业利润	377	501	778	956	1,179
利润总额	426	501	778	956	1,179
所得税	43	63	97	119	147
净利润	383	438	681	837	1,032
少数股东损益	10	3	0	0	0
归属母公司净利润	373	435	681	837	1,032
EPS(元)	0.45	0.52	0.81	1.00	1.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	286	311	547	719	915
净利润	373	435	681	837	1,032
折旧摊销	126	159	268	299	333
净营运资金增加	562	391	496	522	563
其他	-774	-674	-898	-939	-1,013
投资活动产生现金流	-2	-216	-487	-489	-492
净资本支出	-209	-373	-424	-424	-424
长期投资变化	122	128	0	0	0
其他资产变化	85	29	-63	-65	-68
融资活动现金流	-45	-118	-300	-137	-205
股本变化	4	9	7	0	0
债务净变化	48	15	-201	17	-17
无息负债变化	267	3	212	249	266
净现金流	211	-40	-239	94	218

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.9%	25.9%	27.2%	27.5%	27.9%
EBITDA 率	19.3%	18.8%	23.2%	23.0%	22.9%
EBIT 率	14.6%	14.4%	17.2%	17.6%	17.9%
税前净利润率	16.2%	14.1%	17.3%	17.2%	17.6%
归母净利润率	14.1%	12.3%	15.1%	15.1%	15.4%
ROA	7.4%	7.9%	11.0%	11.8%	12.6%
ROE (摊薄)	9.6%	10.1%	13.9%	15.0%	16.1%
经营性 ROIC	10.5%	11.5%	14.8%	16.2%	17.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	22%	20%	21%	21%
流动比率	2.86	2.99	3.31	3.23	3.32
速动比率	2.23	2.21	2.34	2.27	2.35
归母权益/有息债务	18.71	19.23	220.24	141.72	288.99
有形资产/有息债务	23.49	23.73	263.95	171.98	351.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,164	5,573	6,164	7,112	8,203
货币资金	758	701	462	555	773
交易性金融资产	135	63	76	91	109
应收账款	941	1,067	1,379	1,702	2,049
应收票据	212	239	303	374	450
其他应收款 (合计)	23	51	65	80	96
存货	684	853	1,067	1,315	1,579
其他流动资产	319	255	255	255	255
流动资产合计	3,097	3,266	3,652	4,426	5,378
其他权益工具	85	106	106	106	106
长期股权投资	122	128	128	128	128
固定资产	1,312	1,383	1,406	1,427	1,431
在建工程	65	123	173	196	206
无形资产	101	98	145	192	237
商誉	146	146	146	146	146
其他非流动资产	185	274	274	274	274
非流动资产合计	2,068	2,307	2,512	2,686	2,826
总负债	1,219	1,238	1,248	1,514	1,763
短期借款	189	201	0	17	0
应付账款	564	666	830	1,019	1,221
应付票据	187	146	182	224	268
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	11	11	11	11
流动负债合计	1,083	1,094	1,104	1,370	1,619
长期借款	19	22	22	22	22
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	76	101	101	101	101
非流动负债合计	136	144	144	144	144
股东权益	3,945	4,335	4,916	5,598	6,440
股本	821	830	837	837	837
公积金	1,764	1,863	1,925	1,973	1,973
未分配利润	1,309	1,603	2,116	2,749	3,592
归属母公司权益	3,899	4,301	4,882	5,564	6,406
少数股东权益	46	34	34	34	34

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.09%	2.07%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用率	5.68%	4.31%	3.70%	3.70%	3.70%
财务费用率	0.99%	0.21%	-0.03%	-0.02%	-0.03%
研发费用率	5.86%	5.55%	5.10%	5.10%	5.10%
所得税率	10%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.12	0.12	0.18	0.23	0.28
每股经营现金流	0.35	0.37	0.65	0.86	1.09
每股净资产	4.75	5.18	5.83	6.65	7.65
每股销售收入	3.21	4.27	5.38	6.63	7.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	55	47	30	25	20
PB	5.2	4.8	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	39.0	30.4	19.7	16.2	13.4
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE