

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.59
总股本/流通股本(亿股)	2.39 / 2.39
总市值/流通市值(亿元)	42 / 42
52周内最高/最低价	26.27 / 15.33
资产负债率(%)	15.1%
市盈率	16.75
第一大股东	南通新海星投资股份有 限公司
持股比例(%)	59.0%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

海星股份(603115)

电极箔龙头，拥抱新能源的大海星辰

● 投资要点

深耕四十余年，国内电极箔行业引领者。海星股份主营业务为铝电解电容器用核心原材料电极箔（又称化成箔）的研发、生产和销售。铝电解电容器被广泛应用于消费电子、通讯、工业控制等领域，新能源、汽车电子等增长迅猛的新兴领域有望打开铝电解电容器市场空间。海星股份技术、规模优势明显，是国内极少数具备低、中、高压全系列电极箔箔生产能力的企业之一。

扩产加速，2025 年公司化成箔产能有望达到约 6000 万平方米。目前公司旗下有建设江苏南通，四川雅安，宁夏石嘴山三大生产基地，2019 年公司募资约 4.7 亿元建设 1100 万平方米的化成箔等产能，建成后公司拥有 2990 万平方米的化成箔产能。2020 年 11 月公司募资 7.6 亿元用于 2820 万平方米的腐蚀箔和 1570 万平方米的化成箔。2022 年 3 月公司继续投资 15 亿元，在宁夏石嘴山建设约 1900 万平方米的化成箔。预计 2025 年公司化成箔产能有望达到 6000 万平方米，产能规模行业内保二争一。

四川限电叠加消费电子行业下行，公司 Q3 业绩有所下滑。2022 年前三季度公司实现营收 13.18 亿元，同比增长 8.56%，归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 17.67%；2022Q3 公司实现营收 3.75 亿元，同比下降 14.24%，环比下降 12.99%，归母净利润为 0.55 亿元，同比下降 24.13%，环比下降 11.29%。主要原因是 2022 年受持续高温干旱灾害性天气影响，四川多地出现不同程度的限电，公司四川中雅生产受到影响，同时下游消费电子行业需求较为低迷。

消费电子迎来拐点，新能源打开化成箔市场空间。根据智多星数据，2020 年全球化成箔市场规模为 150.55 亿元，同比增长 3.7%。预计到 2025 年全球化成箔市场规模将达 202.70 亿元，五年内年复合增长率约为 6.1%。当前消费电子产业链公司对整体行业回暖的预期正在增强，上下游普遍看好 23Q2 后消费电子市场的需求复苏。同时新能源汽车、光伏、充电桩等市场快速增长，有望进一步打开化成箔的市场空间。

能耗、环保日趋严格，海星股份有望强者恒强。化成箔生产会产生废酸，也需要大量电力，国内一线企业凭借着技术和规模优势，有望强者恒强。对比国内同行的毛利率，海星股份毛利率均居于行业前列，公司的单位水耗、单位能耗均优于行业平均水平，具备可持续发展的核心竞争力。同时海星股份是国内第一批通过 IATF16949 认证，公司车载电子用电极箔产品可稳定批量供应日系高端客户。

● 盈利预测

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.49/3.03/4.09 亿元，同比增长 12.6%/21.4%/35.1%，对应 EPS 为 1.04/1.26/1.71 元，对应 PE 为 16.89/13.91/10.30 倍。考虑到公司为国内电极箔的龙头，未来扩产步伐加快，参考国内行业内的估值水平，给予海星股份未来 6 个月 20 倍的估值，对应目标价 25.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

扩产不及预期，四川水电不足导致限电，新能源汽车销量不及预期，充电桩渗透率不及预期，光伏装机量不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1645	1776	2004	2721
增长率(%)	35.01	7.94	12.83	35.79
EBITDA（百万元）	313	311	375	495
归属母公司净利润（百万元）	221	249	303	409
增长率(%)	75.87	12.63	21.43	35.08
EPS（元/股）	0.92	1.04	1.26	1.71
市盈率（P/E）	19.02	16.89	13.91	10.30
市净率（P/B）	2.13	2.06	1.79	1.53
EV/EBITDA	18.44	12.13	9.82	7.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 国内电极箔龙头，发展进入提速期	6
1.1 专注电极箔数十年，产能快速扩张	6
1.2 下游需求迎来拐点，业绩增长可期	7
1.3 产能不断扩张，2025 年有望达到 6000 万平方米	9
2 电极箔市场稳步提升，行业马太效应或将加剧	11
2.1 电极箔是铝电解电容的核心原材料，市场广阔	11
2.2 消费电子有望复苏，新能源打开市场空间	14
2.3 环保和能耗限制趋严，海星有望强者恒强	17
3 盈利预测与估值	20
3.1 盈利预测	20
3.2 估值	21
4 风险提示	21

图表目录

图表 1: 海星股份化成箔产品.....	6
图表 2: 海星股份的产业布局.....	6
图表 3: 海星股份的发展历程.....	7
图表 4: 海星股份的股权结构.....	7
图表 5: 海星股份年度营收情况 (亿元)	8
图表 6: 海星股份季度营收情况 (亿元)	8
图表 7: 海星股份年度归母净利润情况 (亿元)	8
图表 8: 海星股份季度归母净利润情况 (亿元)	8
图表 9: 海星股份毛利率和净利率情况.....	9
图表 10: 海星股份的期间费用率情况.....	9
图表 11: 海星股份的研发投入 (万元)	9
图表 12: 海星股份现金流情况 (万元)	9
图表 13: 海星股份 2019 年公开发行项目情况	10
图表 14: 海星股份募投新增化成箔产能	10
图表 15: 海星股份 2020 年非公开发行项目情况	10
图表 16: 海星股份化成箔产能预测 (万平方米)	11
图表 17: 海星股份化成箔产量预测 (万平方米)	11
图表 18: 铝电解电容器的结构.....	12
图表 19: 化成箔的产业链情况.....	12
图表 20: 2020 年全球电容器类型占比	12
图表 21: 低压和中高压化成箔的区别	13
图表 22: 腐蚀箔的生产工艺流程.....	13
图表 23: 化成箔的生产工艺流程.....	13
图表 24: 全球铝电解电容器的市场规模 (亿元)	14
图表 25: 全球化成箔的需求规模 (万平方米)	14
图表 26: 国内化成箔产量及预测 (万平方米)	14
图表 27: 国内化成箔销售规模及预测 (亿元)	14
图表 28: 2020 年全球铝电解电容器的下游应用占比.....	15
图表 29: 全球消费电子行业市场规模 (亿美元)	15
图表 30: 中国消费电子行业市场规模 (亿元)	15
图表 31: 国内新能源汽车销量及预测 (万辆)	16
图表 32: 海外新能源汽车销量及预测 (万辆)	16
图表 33: 国内光伏的新增装机量 (GWh)	17
图表 34: 海外光伏的新增装机量 (GWh)	17
图表 35: 国内各省“十四五”光伏的发展规划 (GW)	17

图表 36: 2020 年全球化成箔市占率	18
图表 37: 2020 年全球化成箔产量格局图	18
图表 38: 2021 年海星股份化成箔的成本占比	18
图表 39: 2021 年宏达电子化成箔的成本占比	18
图表 40: 2021 年国内企业化成箔产量 (万平方米)	19
图表 41: 宏远电子化成箔的售价 (元/平方米)	19
图表 42: 国内化成箔企业毛利率情况	19
图表 43: 公司各业务营收拆分 (百万元)	20
图表 44: 行业内可比公司估值 (截至 2023/2/17)	21

1 国内电极箔龙头，发展进入提速期

1.1 专注电极箔数十年，产能快速扩张

深耕四十余年，国内电极箔行业引领者。海星股份主营业务为铝电解电容器用核心原材料-电极箔（又称化成箔）的研发、生产和销售，铝电解电容被广泛应用于节能照明、消费电子、通讯电子、工业控制、航空航天等传统领域的中，也在新能源发电、新能源汽车、车载电子、5G、大数据等增长迅猛的新兴领域存在较大的市场需求。

海星股份是国内从业时间最长、规模领先、技术领先的电极箔制造企业，是国内极少数具备低、中、高压全系列电极箔生产能力的企业之一，产品以中高端产品为主，既可以满足传统市场的高端需求，也可以满足新兴市场的快速增长需求。

图表1：海星股份化成箔产品



图表2：海星股份的产业布局



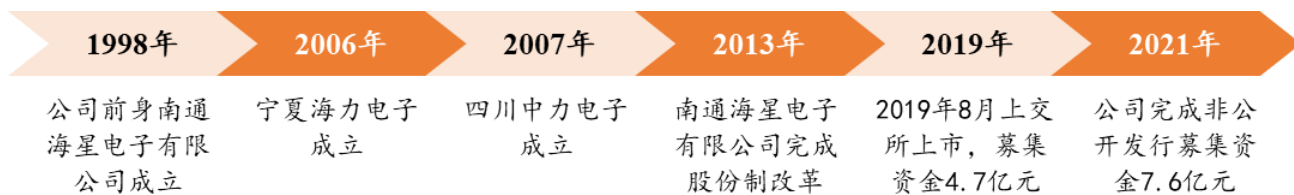
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

扩产加速，公司化成箔产能有望达到约 6000 万平方米。公司前身为南通海星电子有限公司，成立于 1998 年。2000-2017 年，公司逐渐建设江苏南通，四川雅安，宁夏石嘴山三大生产基地，产销规模、技术水平、产品品质、市场份额、人均效率位列国内同行前列，客户覆盖全球前十大铝电容器企业。

2019 年公司首次公开发行股票，募资约 4.7 亿元建设 1100 万平方米的化成箔等产能，建成后公司拥有 2990 万平方米的化成箔产能。2020 年 11 月公司非公开发行股票，募资 7.6 亿元用于 2820 万平方米的腐蚀箔和 1570 万平方米的化成箔。2022 年 3 月公司继续在宁夏石嘴山投资 15 亿元，建设约 1900 万平方米的电极箔。

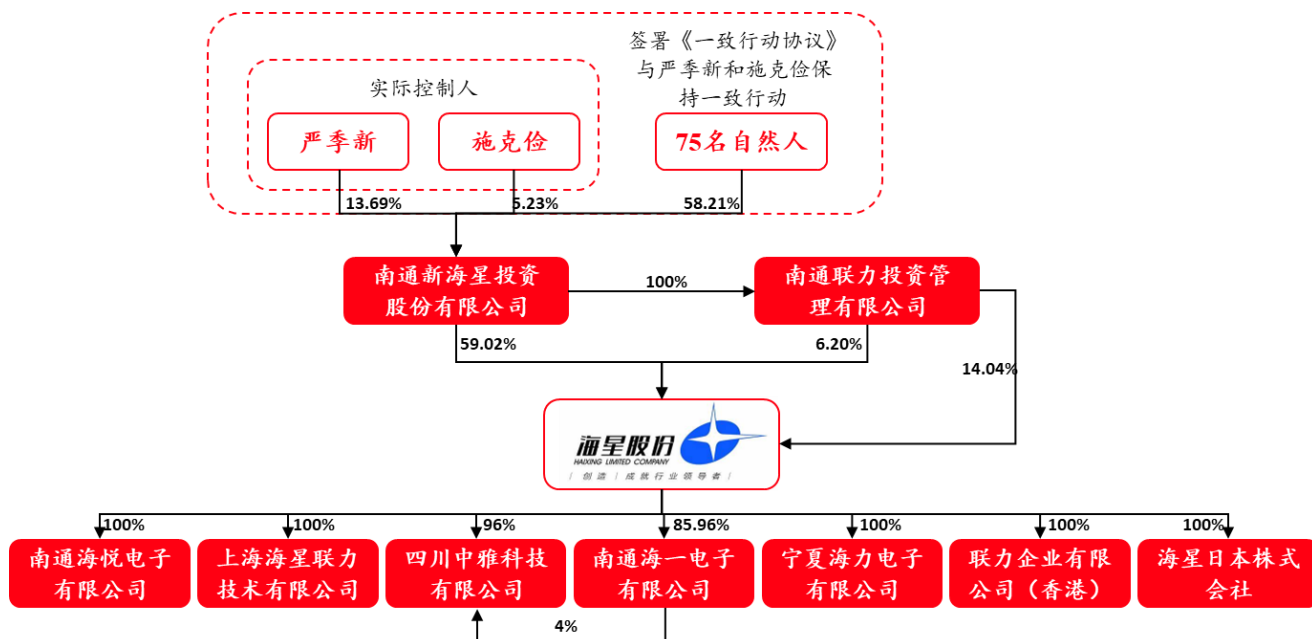
图表3：海星股份的发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

海星股份实际控制人是严季新、施克俭。公司控股股东为新海星投资公司，持有公司 59.02% 的股份。严季新、施克俭合计持有新海星投资公司 18.92% 的股份。新海星投资公司另外 75 名自然人股东（合计持有 58.21% 的股份）与严季新、施克俭采取一致行动，因此，严季新、施克俭就新海星投资公司 77.13% 的表决权享有控制力，从而通过新海星投资公司对海星股份实施共同控制。

图表4：海星股份的股权结构



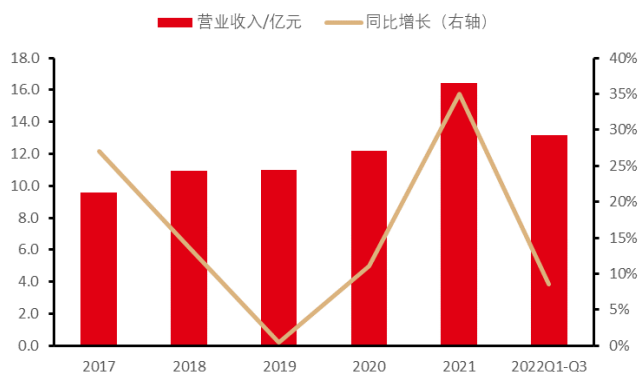
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 下游需求迎来拐点，业绩增长可期

四川限电叠加消费电子行业下行，公司 Q3 业绩有所下滑。2022 年前三季度公司实现营收 13.18 亿元，同比增长 8.56%，归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 17.67%；

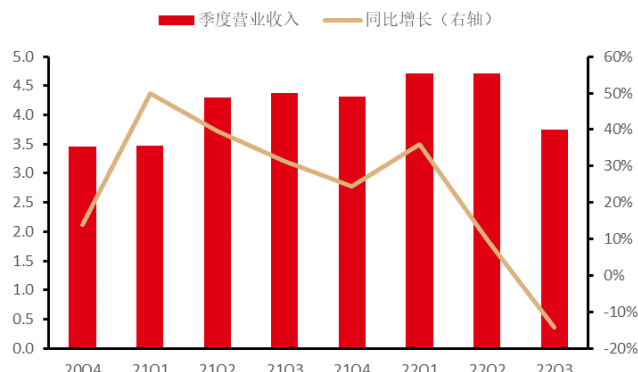
2022Q3 公司实现营收 3.75 亿元，同比下降 14.24%，环比下降 12.99%，归母净利润为 0.55 亿元，同比下降 24.13%，环比下降 11.29%。主要原因是 2022 年受持续高温干旱灾害性天气影响，四川多地出现不同程度的限电，公司四川中雅生产受到影响，同时下游消费电子行业需求较为低迷。

图表5：海星股份年度营收情况（亿元）



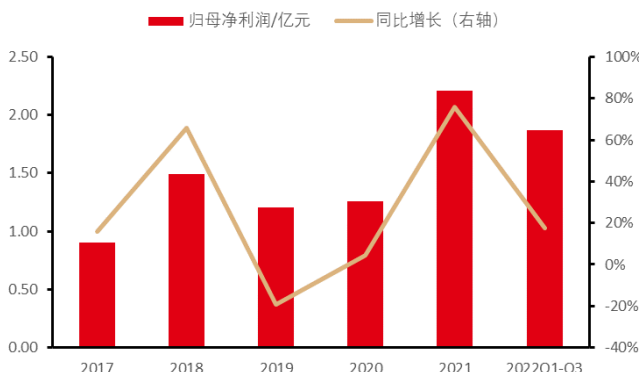
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：海星股份季度营收情况（亿元）



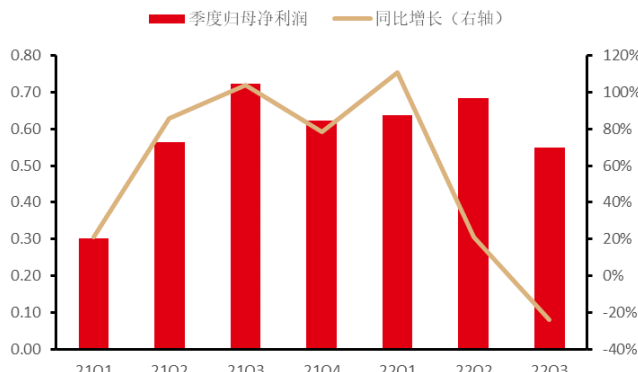
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：海星股份年度归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：海星股份季度归母净利润情况（亿元）

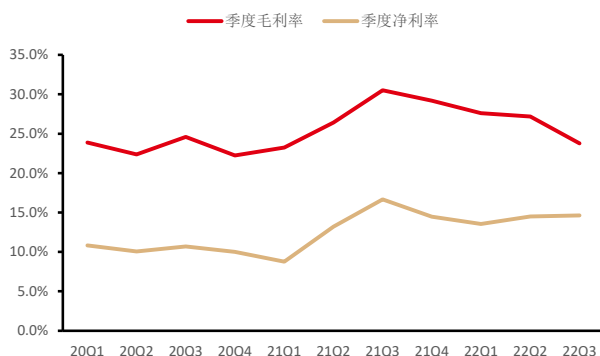


资料来源：iFind，中邮证券研究所

拐点已至，下游需求多点开花。2022Q3 公司毛利率为 23.76%，同比下降 6.75pct，环比下降 3.42pct，净利率为 14.63%，同比下降 2.04pct，环比增长 0.12pct。

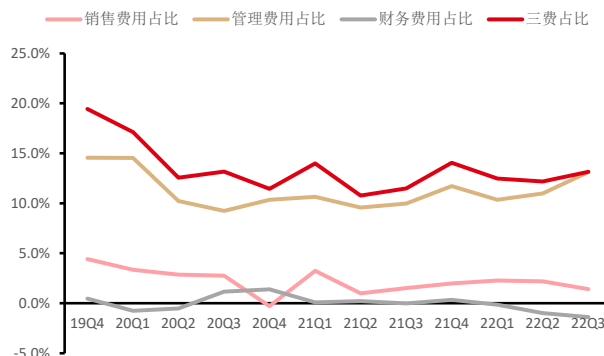
2023 年随着国内疫情放开，各地纷纷出台提振消费措施，消费电子迎来向上拐点。同时汽车电子、充电桩、大数据等新兴领域在迅猛增长。作为国内化成箔行业率先通过 IATF16949 认证的企业，公司车载电子用化成箔产品可稳定批量供应日系高端客户。公司也调整了产业布局，加大在宁夏地区的建设，未来产能稳定释放有保障。

图表9：海星股份毛利率和净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：海星股份的期间费用率情况

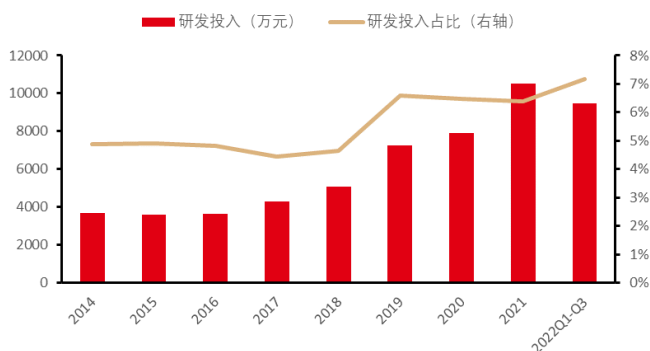


资料来源：iFind，中邮证券研究所

研发持续投入，构筑核心竞争力。海星股份拥有经国家发改委、科技部等五部委联合认定的国家企业技术中心，建有国家级博士后科研工作站等研发平台，拥有含 PCT 在内专利 120 余件。上市以来公司加大研发投入，研发费用增长明显，营收的占比在 6% 以上，2022Q3 公司研发费用占比进一步提升至 7.18%。

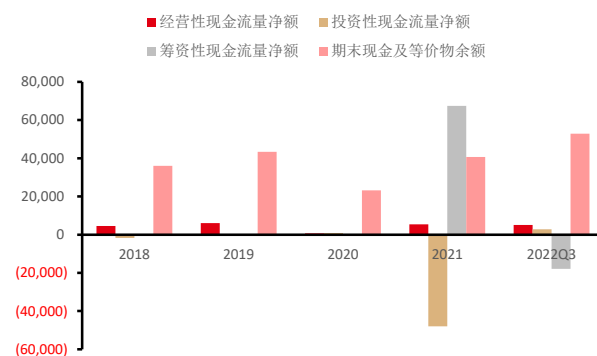
此外公司现金流和资产负债率都非常优秀，截止到 2022Q3 公司资产负债率为 18%，期末现金及等价余额为 5.28 亿元。

图表11：海星股份的研发投入（万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：海星股份现金流情况（万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 产能不断扩张，2025 年有望达到 6000 万平方米

上市募资建设 1100 万平方米化成箔，公司产能增长 58%。2019 年 7 月公司首次公开发行股票，募资约 4.7 亿元在江苏南通建设 1170 万平米腐蚀箔项目，其中低压腐蚀箔产能为 650 万平方米，中高压腐蚀箔产能为 520 万平方米；在四川雅安建设 1100 万平方米的化成箔，其中低压化成箔产能为 600 万平方米，中高压化成箔产能为 500 万平方米，建成后公司拥有 2990 万平方米的化成箔产能。

图表13：海星股份 2019 年公开发行项目情况

	新增产能（万平方米）	产品	地点	主体	周期（月）	建设投资（万元）	总募资（万元）
高性能低压化成箔扩产技改项目	600	低压化成箔	四川雅安	四川中雅	18	8106	10608
高性能中高压化成箔扩产技改项目	500	中高压化成箔	四川雅安	四川中雅	18	11532	15100
高性能低压腐蚀箔扩产技改项目	650	低压腐蚀箔	江苏南通	海一电子	18	10537	13220
高性能中高压腐蚀箔扩产技改项目	520	中高压腐蚀箔	江苏南通	海星股份	18	6284	8024

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：海星股份募投新增化成箔产能

项目	固定资产原值(万元)	产能（万平方米）	产能比（元/平方米）
公司现有化成箔产能	47,610.79	1,890.00	25.19
募投新增化成箔产能	36,459.00	1,100.00	33.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

继续扩产，公司化成箔产能再次增长 52%。2020 年 11 月公司非公开发行募资 7.6 亿元，计划在南通建设年产能 2150 万平方米的高性能中高压腐蚀箔项目和年产能 670 万平方米的长寿命高容量低压腐蚀箔项目。在宁夏石嘴山建设 460 万平方米的新一代纳微孔结构铝化成箔项目，在四川雅安建设 1110 万平方米的化成箔项目，其中 460 万平方米为中高压化成箔，650 万平方米为低压化成箔。

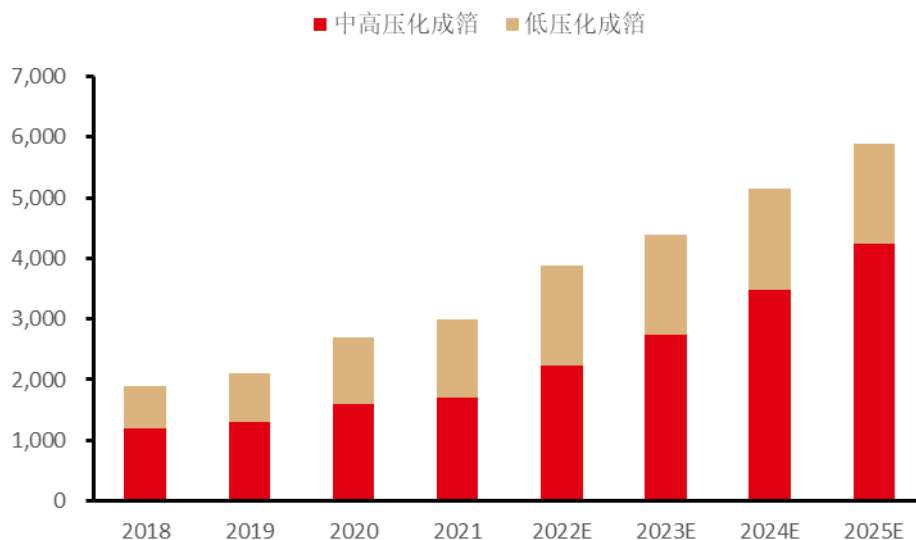
图表15：海星股份 2020 年非公开发行项目情况

	新增产能（万平方米）	产品	地点	主体	周期（月）	建设投资（万元）	总募资（万元）
新一代高性能中高压腐蚀箔项目	2150	中高压腐蚀箔	南通通州	海星股份	24	24600	39366
长寿命高容量低压腐蚀箔项目	670	低压腐蚀箔	南通通州	海一电子	24	11400	13660
新一代纳微孔结构铝电极箔项目	460	中高压化成箔	石嘴山	宁夏海力	24	8727	13127
新一代高性能化成箔项目	460	中高压化成箔	四川雅安	四川中雅	24		16000
	650	低压化成箔	四川雅安	四川中雅	24		
国家企业技术中心升级项目			南通通州	海星股份	24	1700	5508

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

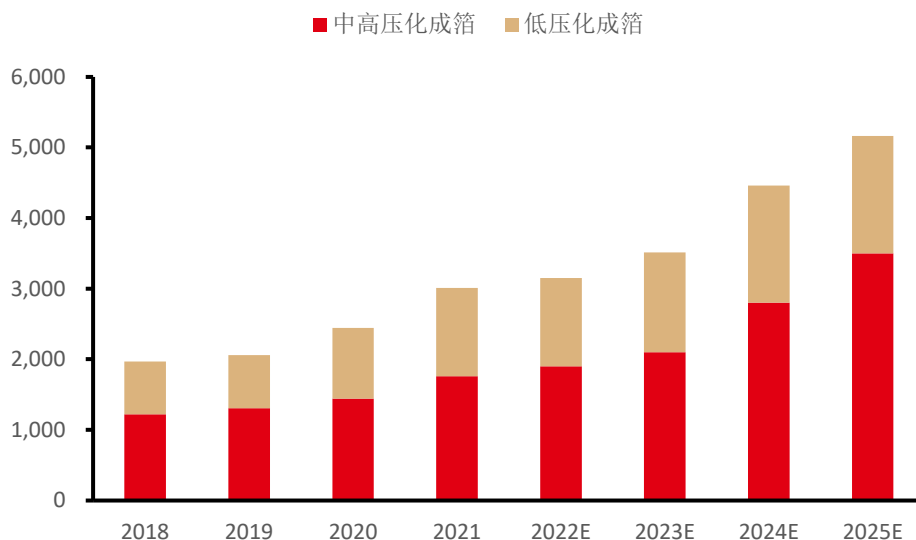
加大宁夏布局，再建 1900 万平方米化成箔。2022 年 3 月公司继续在宁夏石嘴山投资 15 亿元，建设“新能源、大数据、云计算用高性能化成箔项目”，计划建设 72 条高性能化成箔生产线及配套工程设施，项目完全达产后将年新增电极箔产能约 1900 万平方米，其中首批投运生产线 10 条，预计在 2023 年 10 月达产，达产后可形成年产 265 万平方米的高性能化成箔的生产能力。预计 2025 年公司化成箔产能达到约 6000 万平方米。

图表16：海星股份化成箔产能预测（万平方米）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：海星股份化成箔产量预测（万平方米）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

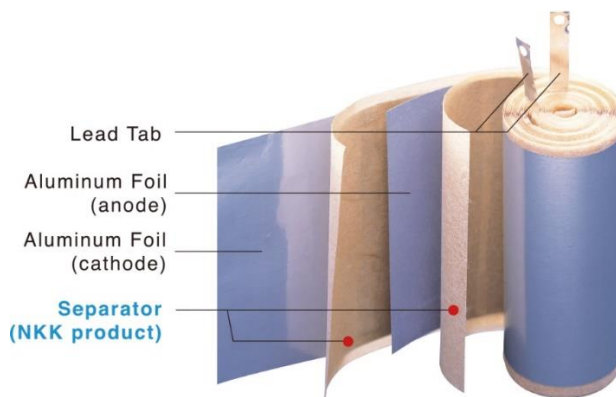
2 电极箔市场稳步提升，行业马太效应或将加剧

2.1 电极箔是铝电解电容的核心原材料，市场广阔

电极箔主要用于铝电解电容器的生产。电容器是三大被动电子元器件（电容器、电感器和电阻器）之一，是电子线路中必不可少的基础电子元器件，在电子元器件产业中占有重要地位。

根据电介质的不同，电容器主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器等，其中铝电解电容器使用量占比达 30% 以上。铝电解电容器在电子线路中的基本作用主要为：通交流、阻直流，具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能，并具有体积小、储存电量高、性价比高的特性，已广泛应用于家用电器、消费电子、智能照明、汽车电子、通讯电子、风力及光伏发电、工业机电等领域。

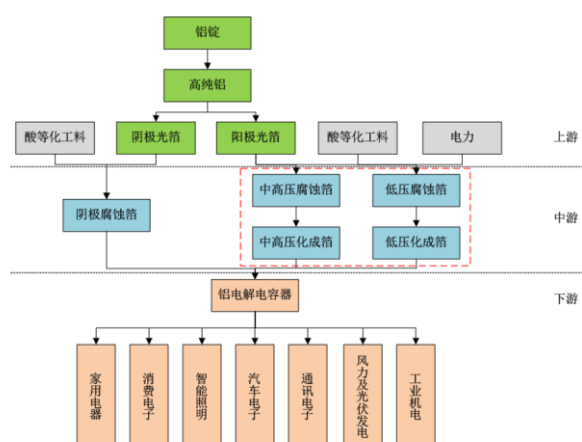
图表18：铝电解电容器的结构



资料来源：NIPPON KODOSHI，中邮证券研究所

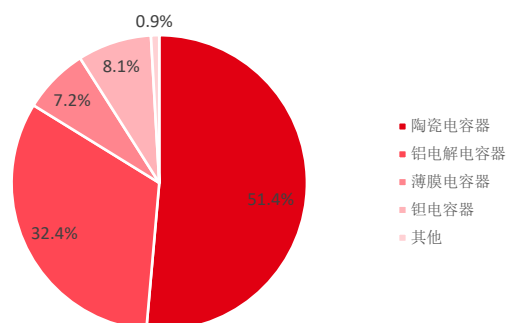
化成箔以光箔为主要原料，经腐蚀、化成两道加工工序制成，主要用于储存电荷，被称为“铝电解电容器 CPU”，是制造铝电解电容器所需的关键材料。化成箔生产过程中的腐蚀技术和化成技术直接决定了铝电解电容器的容量、漏电流、使用寿命和可靠性等性能，是铝电解电容器产业链中技术含量与附加值最高的部分之一。

图表19：化成箔的产业链情况



资料来源：宏远电子招股说明书，中邮证券研究所

图表20：2020 年全球电容器类型占比

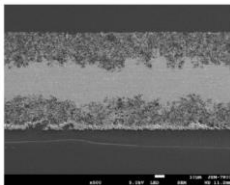
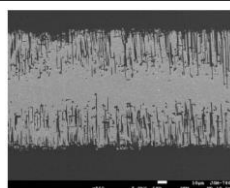


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

其中腐蚀工艺决定了化成箔比容的高低，比容越高，化成箔单位面积储存电荷的能力越强，同等电压下制成的铝电解电容器体积就可越小；化成工艺直接影响化成箔氧化膜的形成质量，氧化膜是否致密均匀决定了化成箔漏电流的大小、耐电压的高低等，最终决定电容器体积和使用寿命。

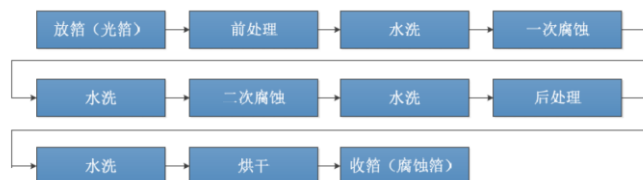
按照工作电压的不同，化成箔可分为低压化成箔、中高压化成箔两类。其中低压化成箔主要应用在消费电子、汽车电子等，中高压化成箔主要应用在工业控制。

图表21：低压和中高压化成箔的区别

	耐压范围 (Vf)	比容范围 ($\mu\text{F}/\text{cm}^2$)	抗拉强度 (N/cm)	抗弯强度 (回)	应用	微观结构
低压化成箔	2-170	0.1-450	>17.7	>60	消费电子、汽车电子	
中高压化成箔	>170	0.1-3.0	>19.6	>100	工业控制、充电桩、光伏	

资料来源：宏远电子招股说明书，中邮证券研究所

图表22：腐蚀箔的生产工艺流程



资料来源：海星股份招股说明书，中邮证券研究所

图表23：化成箔的生产工艺流程

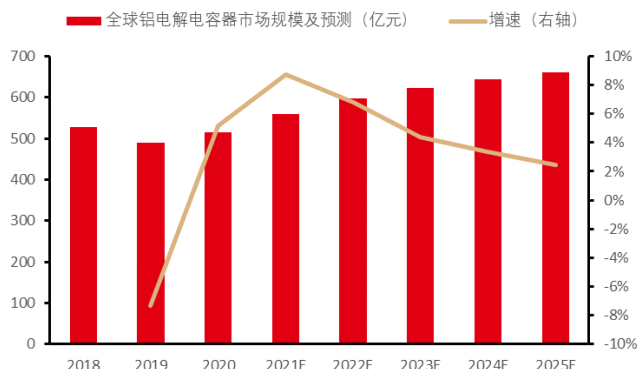


资料来源：海星股份招股说明书，中邮证券研究所

根据智多星顾问研究数据，2020 年全球铝电解电容器市场规模达 514.34 亿元，同比增长 5.2%，到 2025 年全球铝电解电容器市场规模将增长至 660.30 亿元，2021-2025 年复合增长率约为 5.1%。

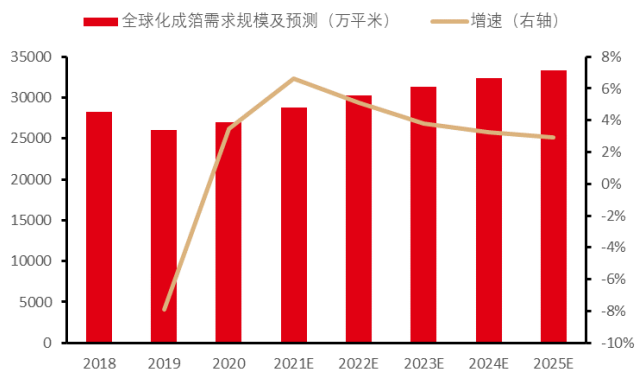
根据智多星顾问研究数据，从需求量的角度看，2020 年由于全球新冠疫情的影响，化成箔的产销量呈现先抑后扬的发展趋势，在中国大陆市场的带动下，全球化成箔需求量为 26980 万平方米，同比增长 3.5%，预计到 2025 年将达到 33330 万平方米，五年内年复合增长率约为 4.3%；从市场规模角度看，2020 年全球化成箔市场规模为 150.55 亿元，同比增长 3.7%。由于劳动力成本、原材料价格及电力成本增长等因素影响，预计到 2025 年全球化成箔市场规模将达 202.70 亿元，五年内年复合增长率约为 6.1%。

图表24：全球铝电解电容器的市场规模（亿元）



资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

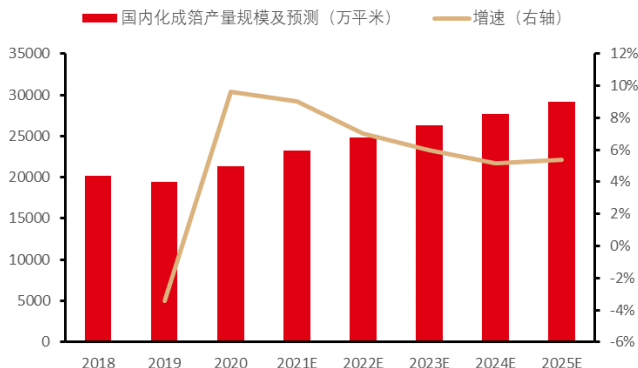
图表25：全球化成箔的需求规模（万平方米）



资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

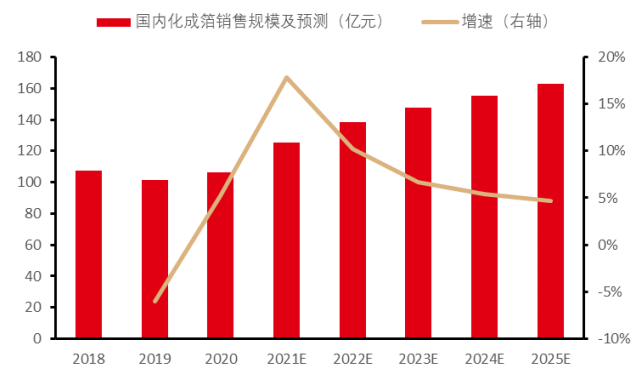
根据智多星顾问研究数据，从产量的角度来看，受全球新冠疫情的影响，2020 年中国化成箔生产呈现先抑后扬的增长态势，2020 年第四季度开始，铝电解电容器行业全面复工，由于国外地区疫情严重，部分下游订单转移到国内生产，因此对中国化成箔的需求大幅提升，全年国内化成箔产量约为 21300 万平方米，同比增长 9.6%，预计至 2025 年产量将达到 29190 万平方米，2020-2025 年的复合增长率为 6.5%。

图表26：国内化成箔产量及预测（万平方米）



资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

图表27：国内化成箔销售规模及预测（亿元）

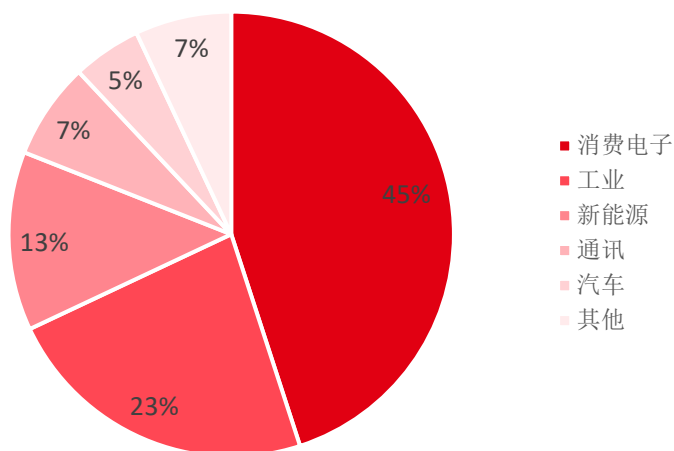


资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

2.2 消费电子有望复苏，新能源打开市场空间

从下游应用来看，消费电子为铝电解电容器最大的应用市场，市场占比约 45%，随消费电子产品更新换代速度加快，电容器需求持续扩大。其次是用于工业领域，包括照明、工业控制、变频等等，同时因新能源需变频以将电力输送至电网，风电、光伏中也广泛应用铝电解电容器。通信领域来看，5G 基站快速增长背景下，单基站铝电解电容器需求提升明显。

图表28：2020 年全球铝电解电容器的下游应用占比

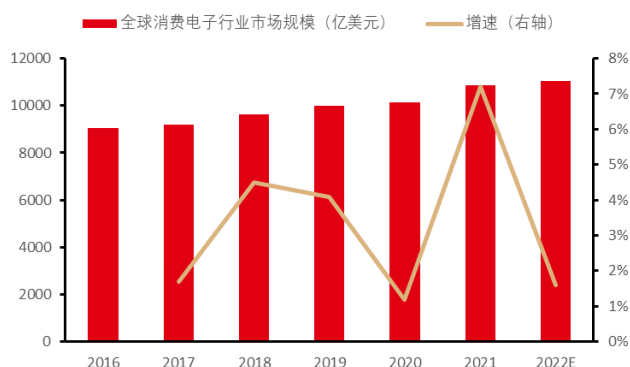


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

2022 年消费电子需求疲软，进入下行周期。在经历 2020-2021 年需求爆发的高景气周期后，2022 年以智能手机、PC 为代表的消费电子板块逐步进入去库存阶段，受到消费电子终端疲软态势传导，全球半导体销售额月度同比增速于去年 6 月回归个位数增长后于 2022 年 7 月开始进入负增速阶段，11 月同比跌幅达到-9.2%的年度新低，进入行业下行周期。

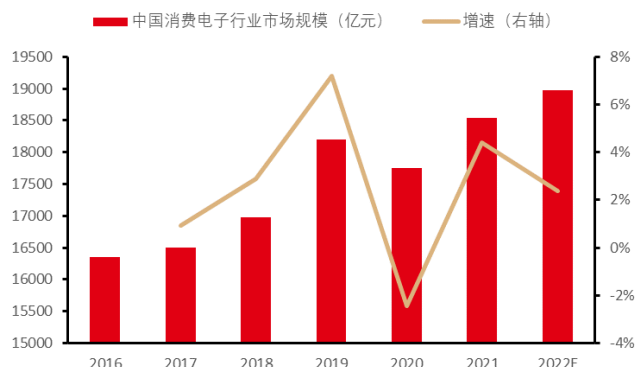
行业复苏预期增强，消费电子有望迎来向上拐点。当前上中下游公司对整体行业回暖的预期正在增强，虽部分公司 23Q1 业绩仍面临压力，但对未来信心恢复，产业链公司普遍看好 23Q2 后消费电子市场的需求复苏。供给端，目前上游芯片公司的库存持续去化，终端手机品牌厂的库存结构也有明显改善（中高端占比提升，新机占比提升），我们预计 Q2 末前后能回到正常水位；需求端，春节以来的消费复苏激活了消费者的消费意愿，后续预期有望随信心向好，并延伸至消费电子领域。我们认为当前行业景气底部确立，后面看好供需共振下的产业链公司业绩逐步改善。

图表29：全球消费电子行业市场规模（亿美元）



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

图表30：中国消费电子行业市场规模（亿元）

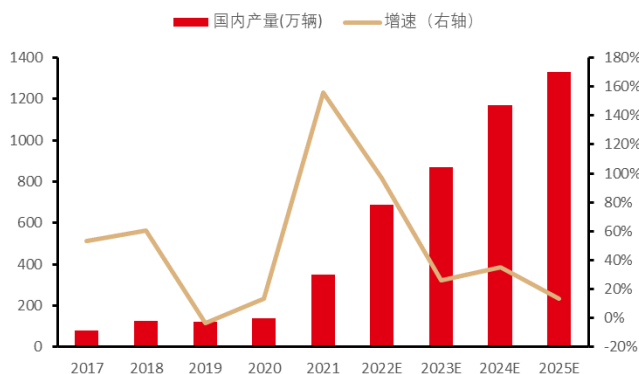


资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

我国新能源汽车市场发展迅速，新能源车保有量已突破千万辆。我国是全球最大的汽车生产国，国民对新能源车的接受程度正逐渐提升。2022 年，我国新能源汽车产销量分别为 704.1 万辆和 687.2 万辆，同比均翻倍增长。截至 2022 年 12 月末，我国新能源汽车保有量为 1310 万辆。

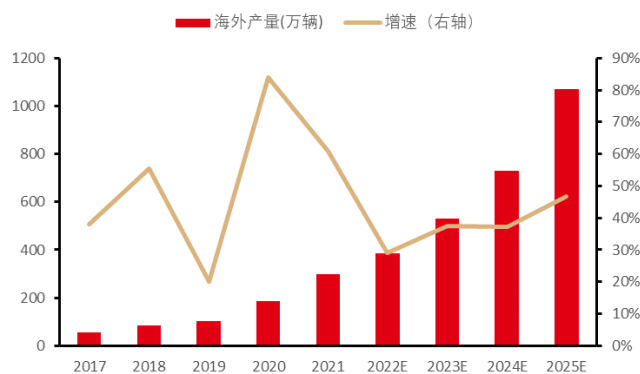
新能源汽车渗透率增长趋势不变，2023 年全年有望实现 900 万辆。2023 年 2 月 17 日，在中国电动汽车百人论坛专家媒体交流会中，第十三届全国政协经济委员会副主任苗圩表示，总体来看目前国内新能源汽车产能不存在过剩，燃油车过剩产能如何转化为新能源汽车产能将成为重要问题。预计今年新能源汽车销量将达 900 万辆，按 80% 产能利用率来计算，预计需要 1120 万辆年产能。

图表31：国内新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，中邮证券研究所

图表32：海外新能源汽车销量及预测（万辆）

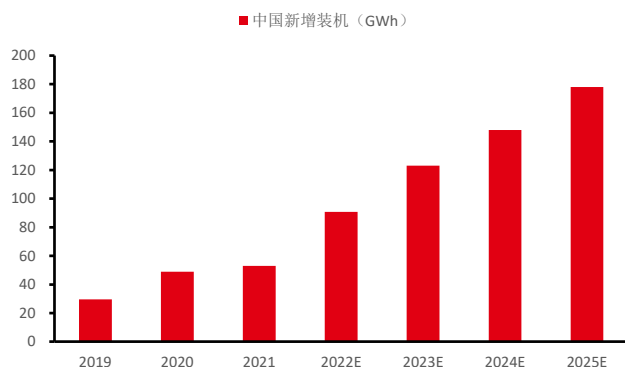


资料来源：Marklines，中邮证券研究所

“十四五”规划发布，推动光伏投资需求增长。《“十四五”可再生能源发展规划》已正式发布，文件一方面新增可再生能源发电量目标，同时进一步明确风光发展规划，文件提出到 2025 年可再生能源发电量达到 3.3 万亿度（2020 年约为 2.1 万亿度），“十四五”期间，风光发电量实现翻倍（2020 年约为 0.7 万亿度），经过测算，对应风光装机需求，风电约为 60-70GW/年、光伏约为 90-100GW/年。

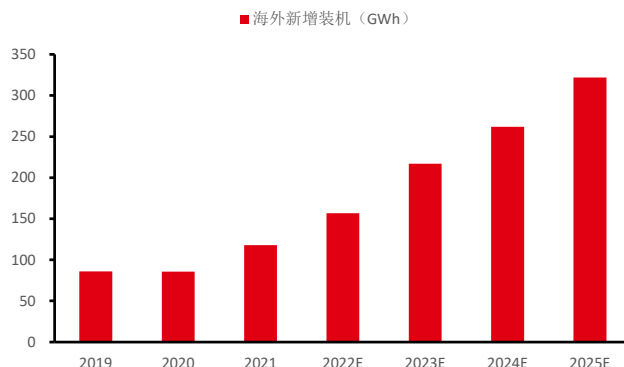
地方层面：积极响应政策目标，制定新能源发展规划。2021 年以来，已有 23 个省级政府发布“十四五”能源规划，另有新疆、云南在内等 8 省份在相关政策文件中明确“十四五”装机目标，对应总装机规划在 870GW，平均拆解下来光伏、风电分别约为 560GW、310GW，对应“十四五”年均装机量在 112GW、62GW。若考虑到 21 年光伏、风电新增装机 53GW、47GW，22 年预期为 85GW、45GW，则对应 23-25 年风光年均装机需求为 141GW、73GW，装机将迎来加速。

图表33：国内光伏的新增装机量（GWh）



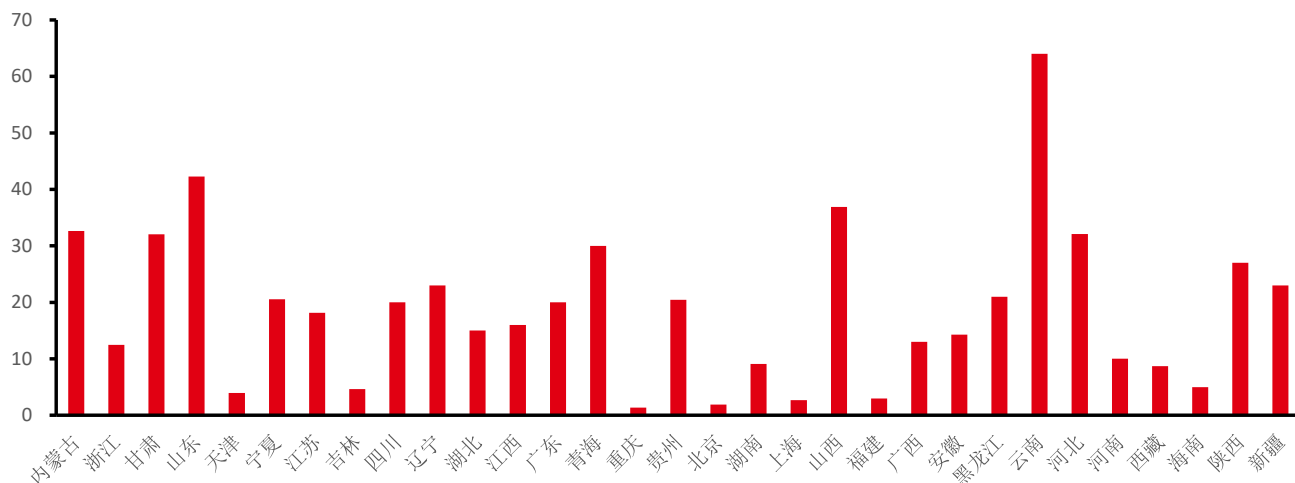
资料来源：BNEF，CPIA，中邮证券研究所

图表34：海外光伏的新增装机量（GWh）



资料来源：BNEF，CPIA，中邮证券研究所

图表35：国内各省“十四五”光伏的发展规划（GW）



资料来源：风芒能源，中邮证券研究所

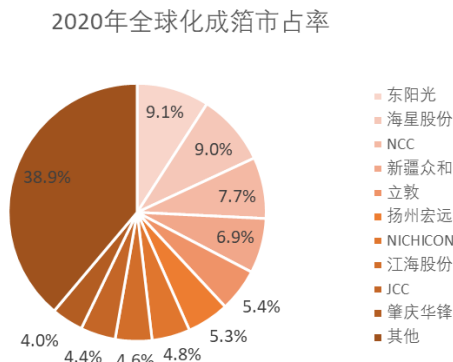
2.3 环保和能耗限制趋严，海星有望强者恒强

化成箔市场成熟，国内生产企业居于领先水平。目前，全球化成箔市场形成了集中度相对较高的成熟产业格局，生产企业及产能分布主要集中在亚洲地区，尤其是中国大陆地区和日本。此外，韩国、中国台湾地区等也有部分化成箔生产企业。欧美国家和地区化成箔生产企业仅存少数几家，其余企业因丧失竞争力等因素已逐步退出市场。

根据智多星顾问统计数据显示，2020 年中国大陆和日本化成箔生产企业的总销量占全球化成箔需求总量的比重达到 84.1%。其中中国大陆地区化成箔生产企业众多，整体销量达到 17270 万 m²，占全球化成箔消费总量的 64.0%，位居全球第一；以 NCC、JCC、NICHICON 等为代表的日本企业虽然长期占据全球化成箔高端市场的主导地位，但随着中国大陆地区化成箔产业的崛起，其市场份额已从 21 世纪初期的 80%以上下滑至 2020 年的 20.1%。

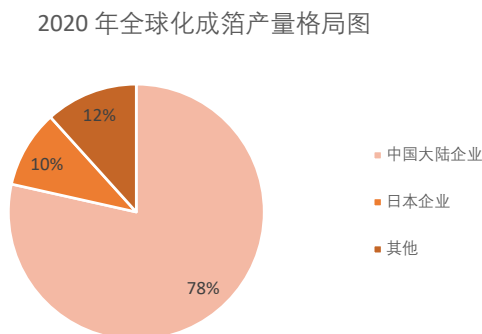
根据智多星顾问统计数据，2020 年全球前十大化成箔企业市场占有率达到 61.1%，其中中国大陆地区企业市场占有率达到 38.81%，大幅领先其他国家或地区的生产能力。

图表36：2020 年全球化成箔市占率



资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

图表37：2020 年全球化成箔产量格局图



资料来源：智多星顾问，中邮证券研究所

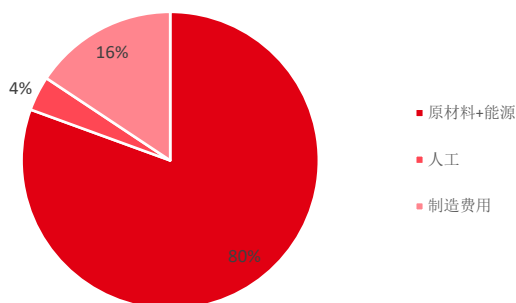
化成箔生产会导致废酸带来环境问题，同时也需要消耗大量电力。在腐蚀箔的生产过程中，需要使用酸进行电化学腐蚀，该环节会产生废酸及废水排放，容易对环境造成污染。同时在化成箔的生产过程中需要用直流电对铝箔进行电化学处理，使铝箔表面发生阳极氧化，形成一定厚度的致密氧化铝膜。

环保和能耗控制，开启强者恒强行业格局。从竞争地位来看，国内市场上的化成箔企业可划分为两个梯队：

第一梯队是产品系列化、规模化的领先企业，如东阳光、新疆众和、海星股份、宏远电子、华锋股份等。这些龙头企业凭借着自身技术优势，具备环保和能耗控制等优势，在激烈的市场竞争中市场份额逐步扩大，并不断抢占国外企业在国内的中高端市场份额。

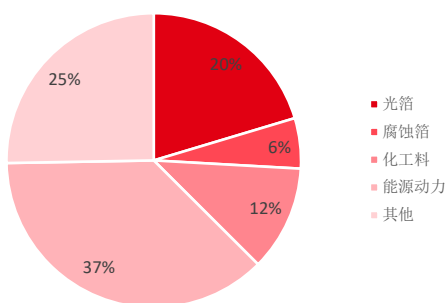
第二梯队是中小型生产企业，该类企业数量众多，产品附加值相对较低，随着未来环保、能耗等趋严，这部分企业或将逐步出清。

图表38：2021 年海星股份化成箔的成本占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表39：2021 年宏达电子化成箔的成本占比

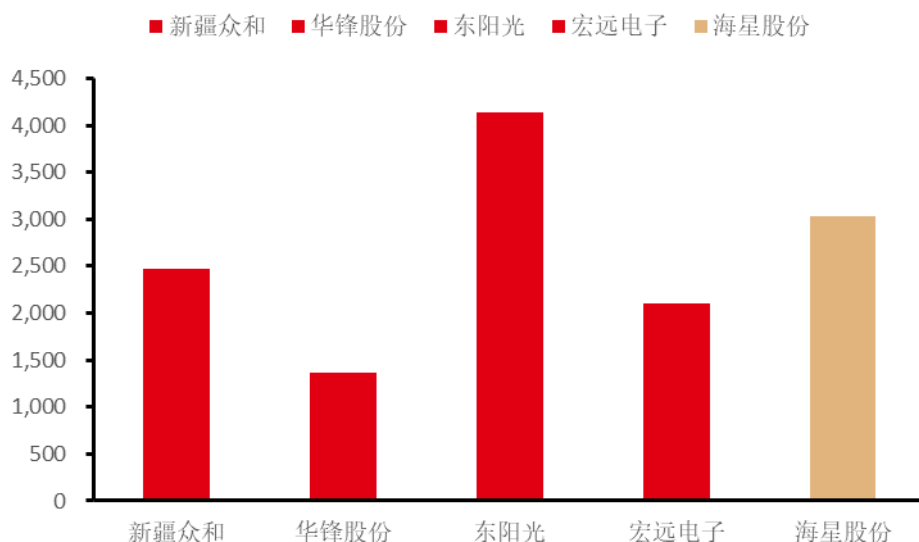


资料来源：宏远电子招股说明书，中邮证券研究所

海星股份专注化成箔生产，产能居于 TOP2。国内化成箔生产企业主要可以分为三大类：
(1)以江海股份等为代表的铝电解电容器生产厂商，其主要基于满足自身电容器生产的需求，

向上游化成箔行业拓展；(2) 以新疆众和、东阳光为代表的铝炼制或铝加工为背景的企业，向下游高纯铝冶炼、铝箔轧制和化成箔生产领域扩展；(3) 以海星股份、宏远电子、华锋股份为代表的以化成箔生产为主业的企业，通过自产化成箔对外销售。2021 年海星股份化成箔产量为 3037 万平方米，仅次于东阳光的 4140 万平方米，随着之后海星股份项目的逐步落地，公司产能有望保二争一。

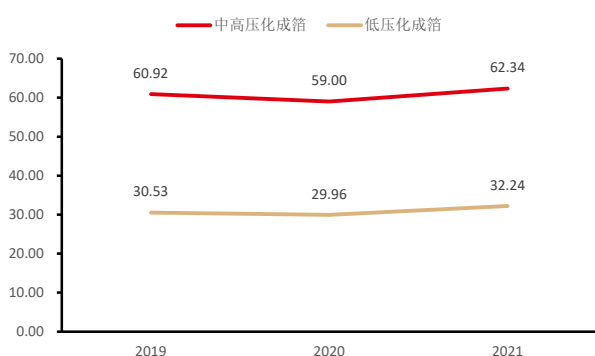
图表40：2021 年国内企业化成箔产量（万平方米）



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

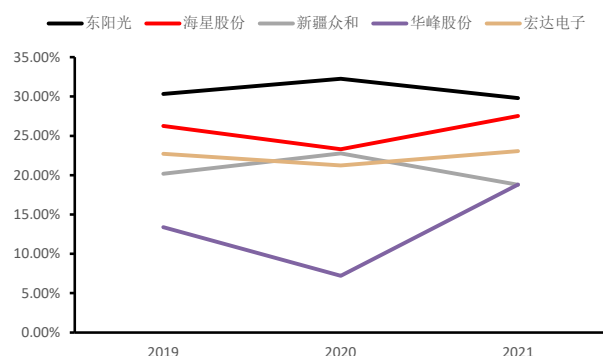
对比业内同行的毛利率，可以看到海星股份 2019-2021 年化成箔的毛利率均居于行业前列。海星股份是国内从业时间最长、规模领先、技术领先的化成箔制造企业，是国内极少数具备低、中、高压全系列化成箔生产能力的企业之一，产品以中高端产品为主，既可以满足传统市场的高端需求，也可以满足新兴市场的快速增长需求。

图表41：宏远电子化成箔的售价（元/平方米）



资料来源：宏远电子招股说明书，中邮证券研究所

图表42：国内化成箔企业毛利率情况



资料来源：宏远电子招股说明书，中邮证券研究所

产品通过 IATF16949 认证，海星股份成功进入汽车电子供应链体系。目前在汽车电子应用方面，品质要求极为严格，公司已通过 IATF16949 认证。海星股份是国内第一批通过此认证

标准的化成箔生产企业，公司车载电子用化成箔产品可稳定批量供应日系高端客户。同时，海星股份在 2019 年承担了国家级研发项目，并于 2021 年高分通过验收，解决汽车电子用化成箔进口替代。

环保技术优势明显，助力长远发展。海星股份是江苏省首批绿色工厂，行业绿色工厂评价标准的牵头起草单位，环保信用等级为绿色；同时公司通过了 ISO50001 能源体系认证，通过了安全二级标准化认证，单位水耗、单位能耗均优于行业平均水平。在目前双碳背景下，低能耗水平已成为可持续发展的核心竞争力。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

国内龙头，海星股份深耕化成箔多年，虽然短期受到了消费电子行业疲软以及四川限电等影响，公司业绩有所下滑，但是我们预计 2023 年消费电子有望企稳回升，同时新能源光伏、充电桩、汽车电子等对铝电解电容器需求旺盛，化成箔价格有望进一步提升。海星股份为国内化成箔龙头企业，产能稳步扩张，预计公司业绩快速增长。

我们预计 2022-2025 年中高压化成箔业务营收为 13.1/14.7/21.0/26.6 亿元，毛利率为 27.54%/28.57%/28.57%/28.57%，低压化成箔的营收为 4.25/4.94/5.81/5.81 亿元，毛利率为 29.41%/31.43%/31.43%/31.43%。

图表43：公司各业务营收拆分（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中高压化成箔					
营收	1196	1311	1470	2100	2660
营业成本	862	950	1050	1500	1900
毛利	334	361	420	600	760
毛利率(%)	27.94%	27.54%	28.57%	28.57%	28.57%
低压化成箔					
营收	413	425	494	581	581
营业成本	302	300	339	398	398
毛利	111	125	155	183	183
毛利率(%)	26.95%	29.41%	31.43%	31.43%	31.43%
其他					
营收	36	40	40	40	40
营业成本	28	30	30	30	30
毛利	8	10	10	10	10
毛利率(%)	22.05%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
总计					
营收	1645	1776	2004	2721	3281
营业成本	1192	1280	1419	1928	2328
毛利	453	496	585	793	953
毛利率(%)	27.56%	27.93%	29.20%	29.13%	29.03%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 估值

考虑到公司为国内电极箔的龙头，未来扩产步伐加快，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.49/3.03/4.09 亿元，同比增长 12.6%/21.4%/35.1%，对应 EPS 为 1.04/1.26/1.71 元，对应 PE 为 16.89/13.91/10.30 倍。参考国内行业内的估值水平，新疆众和主要业务是电解铝，东阳光除电极箔外还有化工产品、铝箔加工等业务，因此参考江海股份估值，给予海星股份未来 6 个月 20 倍的估值，对应目标价 25.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表44：行业内可比公司估值（截至 2023/2/17）

证券简称	PE				PB
	2021	2022E	2023E	2024E	2023E
东阳光	30.6	21.1	13.1	9.0	2.3
新疆众和	13.1	9.5	8.2	7.0	1.3
江海股份	52.2	30.1	23.1	17.9	3.5
海星股份	19.0	16.9	13.9	10.3	1.8
平均值	28.7	19.4	14.6	11.0	2.2

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4 风险提示

扩产不及预期，四川水电不足导致限电，新能源汽车销量不及预期，充电桩渗透率不及预期，光伏装机量不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	1645	1776	2004	2721	营业收入	35.0%	7.9%	12.8%	35.8%
营业成本	1192	1280	1419	1928	营业利润	75.8%	13.1%	21.4%	35.1%
税金及附加	9	10	11	15	归属于母公司净利润	75.9%	12.6%	21.4%	35.1%
销售费用	31	36	40	54	获利能力				
管理费用	67	71	80	109	毛利率	27.6%	27.9%	29.2%	29.1%
研发费用	105	124	140	190	净利率	13.4%	14.0%	15.1%	15.0%
财务费用	3	-4	-4	-5	ROE	11.2%	12.2%	12.9%	14.8%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	11.1%	11.6%	12.3%	14.2%
营业利润	252	285	345	467	偿债能力				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	15.1%	17.4%	14.9%	19.9%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	5.58	4.57	5.26	4.02
利润总额	253	285	345	467	营运能力				
所得税	30	34	41	56	应收账款周转率	5.00	4.50	4.50	4.50
净利润	222	250	304	411	存货周转率	13.15	13.14	13.38	13.37
归母净利润	221	249	303	409	总资产周转率	0.83	0.73	0.76	0.87
每股收益(元)	0.92	1.04	1.26	1.71	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.92	1.04	1.26	1.71
货币资金	510	454	549	698	每股净资产	8.26	8.55	9.82	11.53
交易性金融资产	550	550	550	550	估值比率				
应收票据及应收账款	349	442	449	760	PE	19.02	16.89	13.91	10.30
预付款项	4	4	4	6	PB	2.13	2.06	1.79	1.53
存货	142	129	171	236	现金流量表				
流动资产合计	1792	1830	2007	2635	净利润	222	250	304	411
固定资产	456	518	577	633	折旧和摊销	61	38	41	44
在建工程	26	76	126	126	营运资本变动	-98	-15	-100	-206
无形资产	36	36	36	36	其他	2	-6	-7	-10
非流动资产合计	551	663	772	828	经营活动现金流净额	187	267	238	238
资产总计	2344	2494	2779	3464	资本开支	-78	-150	-150	-100
短期借款	20	20	20	20	其他	-435	7	8	11
应付票据及应付账款	248	335	311	567	投资活动现金流净额	-513	-143	-142	-89
其他流动负债	53	45	51	69	股权融资	680	0	0	0
流动负债合计	321	400	382	656	债务融资	-10	0	0	0
其他	33	33	33	33	其他	-163	-180	-1	-1
非流动负债合计	33	33	33	33	筹资活动现金流净额	507	-180	-1	-1
负债合计	354	433	415	689	现金及现金等价物净增加额	175	-56	95	149
股本	239	239	239	239					
资本公积金	1103	1103	1103	1103					
未分配利润	554	586	843	1191					
少数股东权益	13	15	16	18					
其他	80	118	163	224					
所有者权益合计	1989	2060	2364	2775					
负债和所有者权益总计	2344	2494	2779	3464					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048