

2022 年 03 月 25 日

江海股份 (002484.SZ)

需求景气+高端扩产驱动增长，原材料涨价短期承压

■事件：3 月 24 日，公司发布 2021 年年报，实现营业收入 35.50 亿元，同比增长 34.71%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 16.66%；实现扣非归母净利润 4.12 亿元，同比增长 42.06%。同时，公司发布利润分配预案，向全体股东派发现金红利 0.12 元/股。

■下游需求景气向好，原材料涨价拉低盈利：2021 年实现营收 35.50 亿元，YoY+34.71%，主要由于新能源（汽车、光伏）、工控等领域需求快速增长，以及公司产能持续扩张；毛利率 25.93%，YoY-1.94pct，净利率 12.25%，YoY-1.90pct，主要由于原材料涨价及化成箔用电价格大幅调涨。21Q4 单季度实现营收 9.67 亿元，YoY+9.24%；实现归母净利润 1.09 亿元，YoY-28.65%；实现扣非归母净利润 0.98 亿元，YoY+8.30%。

■三大电容业务齐头并进，材料自给优势明确：

(1) 铝电解电容：新能源车、光伏、工控等领域需求高企，2021 年该业务实现营收 28.47 亿元，YoY+38.73%，营收占比 80.21%；毛利率 26.97%，YoY-2.41%。具体而言，高端工业类产品营收占比超过 75%，光伏类营收占比达到 15%，全球光伏逆变器前十大厂商中的七家已成为公司客户；MLPC 月均出货达到 660 万只（产能 800 万只/月）。公司电极箔的自供率达到 75%，同时对外销售，2021 年电极箔业务实现营收 1.89 亿元，YoY-6.56%；毛利率 17.90%，YoY+0.75%。双控限电对产能及产品性能造成影响，21Q3 开始的电价提涨使得化成箔成本涨超 50%。公司通过优化产品结构等措施保障电容的材料供应与性价比。

(2) 薄膜电容：2021 年实现营收 2.24 亿元，YoY+15.33%，增量主要来自光伏、车载领域；毛利率 20.62%，YoY-0.34%。光伏领域，子公司新江海动力新建的分布式光伏用盒式薄膜电容产线实现量产，自产金属化膜产出提高 50%；车载领域，海美电子电动汽车驱动用薄膜电容中标多个车企与电驱厂项目。

(3) 超级电容：2021 年实现营收 2.40 亿元，YoY+47.34%；毛利率 23.86%，YoY-1.89%。智能表、轨道交通、电网等成熟市场的应用进一步提升，并切入港口机械、采掘装备、电网调频、油改电、电动大巴等领域。材料方面，公司自研多种超容电极，有效保障材料性能、品质和供给。

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价：28.82 元

股价 (2022-03-25) 21.52 元

交易数据

总市值 (百万元)	19,847.06
流通市值 (百万元)	18,641.68
总股本 (百万股)	830.42
流通股本 (百万股)	779.99
12 个月价格区间	12.50/27.74 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.4	9.14	84.53
绝对收益	-2.69	-6.27	80.04

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
 maliang2@essence.com.cn
 021-35082935

相关报告

■ **产品结构持续高端化，产能扩张稳步推进：**公司在互动易的投资者问答中公开表示，2022 年规划产能扩张 25%以上。从三大电容产品线来看：（1）铝电解电容：牛角型铝电解电容产能持续提升，MLPC 与固液混合电容试产顺利，奠定了大规模技改扩产基础，车载项目已培土动工。（2）薄膜电容：2016 年定增募资 4 亿元投入高压大容量薄膜电容器扩产项目，达产后每年新增产能为 100 万只高压薄膜电容及 1800 吨金属化膜；截至 2021 年底已累计投入约 2.01 亿元，占总投资额的 50.15%。（3）超级电容：2016 年定增募资 8 亿元投入超级电容器产业化项目，达产后每年新增产能为 300 万 Wh 双电层电容及 2500 万 Wh 锂离子电容；截至 2021 年底已累计投入约 5.87 亿元，占总投资额的 73.37%。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 45.46 亿元、59.39 亿元、75.69 亿元，归母净利润分别为 5.98 亿元、8.10 亿元、10.76 亿元，EPS 分别为 0.72 元、0.98 元和 1.30 元，对应 PE 分别为 33.2 倍、24.5 倍和 18.5 倍，予以“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**原材料涨价风险；限电限产风险；扩产进度不及预期；客户拓展不及预期。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,635.0	3,549.7	4,546.4	5,939.5	7,569.3
净利润	372.8	434.9	598.4	810.3	1,075.6
每股收益(元)	0.45	0.52	0.72	0.98	1.30
每股净资产(元)	4.70	5.18	5.77	6.60	7.75

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	53.2	45.6	33.2	24.5	18.5
市净率(倍)	5.1	4.6	4.1	3.6	3.1
净利润率	14.1%	12.3%	13.2%	13.6%	14.2%
净资产收益率	9.6%	10.1%	12.5%	14.8%	16.7%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
ROIC	16.4%	15.1%	18.1%	22.3%	24.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,635.0	3,549.7	4,546.4	5,939.5	7,569.3	成长性					
减:营业成本	1,900.7	2,629.3	3,281.2	4,255.6	5,377.2	营业收入增长率	24.1%	34.7%	28.1%	30.6%	27.4%
营业税费	16.5	19.7	30.0	36.4	46.1	营业利润增长率	23.2%	32.6%	38.3%	32.5%	35.1%
销售费用	55.1	73.3	94.1	123.3	156.8	净利润增长率	55.0%	16.7%	37.6%	35.4%	32.7%
管理费用	149.7	152.8	204.6	286.8	344.0	EBITDA 增长率	19.8%	30.2%	32.3%	29.7%	31.6%
研发费用	154.4	197.0	262.1	340.0	429.9	EBIT 增长率	21.6%	31.5%	38.2%	32.1%	35.1%
财务费用	26.0	7.3	-2.1	-5.7	-7.4	NOPLAT 增长率	35.9%	22.6%	37.4%	32.3%	34.5%
资产减值损失	-1.0	-5.8	-7.6	-4.8	-6.1	投资资本增长率	32.7%	14.5%	7.5%	24.4%	8.5%
加:公允价值变动收益	13.7	1.0	-	-	-	净资产增长率	9.7%	9.9%	11.8%	14.7%	17.7%
投资和汇兑收益	6.5	14.9	8.0	9.8	10.9						
营业利润	377.4	500.5	692.3	917.5	1,239.6	利润率					
加:营业外净收支	48.9	0.4	15.2	21.5	12.3	毛利率	27.9%	25.9%	27.8%	28.4%	29.0%
利润总额	426.3	500.9	707.4	939.0	1,252.0	营业利润率	14.3%	14.1%	15.2%	15.4%	16.4%
减:所得税	43.3	62.5	81.7	107.0	147.9	净利润率	14.1%	12.3%	13.2%	13.6%	14.2%
净利润	372.8	434.9	598.4	810.3	1,075.6	EBITDA/营业收入	19.2%	18.5%	19.2%	19.0%	19.6%
						EBIT/营业收入	14.4%	14.1%	15.2%	15.4%	16.3%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	151	137	111	90	75
货币资金	758.4	701.3	794.4	624.6	1,211.1	流动营业资本周转天数	144	148	136	135	133
交易性金融资产	134.8	63.0	63.0	63.0	63.0	流动资产周转天数	392	323	301	278	272
应收账款	963.0	1,118.2	1,770.6	1,958.6	2,708.1	应收账款周转天数	119	106	114	113	111
应收票据	212.0	238.9	342.5	437.3	537.1	存货周转天数	79	78	76	76	75
预付账款	23.9	36.1	88.6	40.8	122.8	总资产周转天数	660	544	482	418	385
存货	683.7	852.6	1,060.4	1,454.3	1,697.2	投资资本周转天数	352	320	276	246	223
其他流动资产	320.9	255.8	207.1	261.3	241.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.6%	10.1%	12.5%	14.8%	16.7%
长期股权投资	121.8	127.9	127.9	127.9	127.9	ROA	7.4%	7.9%	9.5%	11.6%	12.3%
投资性房地产	29.4	26.8	26.8	26.8	26.8	ROIC	16.4%	15.1%	18.1%	22.3%	24.2%
固定资产	1,311.6	1,383.3	1,430.6	1,536.1	1,601.2	费用率					
在建工程	65.2	122.9	98.3	78.7	62.9	销售费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
无形资产	100.7	97.6	94.4	91.1	87.9	管理费用率	5.7%	4.3%	4.5%	4.8%	4.5%
其他非流动资产	438.7	548.3	493.3	493.5	510.4	研发费用率	5.9%	5.5%	5.8%	5.7%	5.7%
资产总额	5,164.3	5,572.8	6,597.8	7,193.7	8,997.7	财务费用率	1.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	189.5	201.5	-	-	-	四费/营业收入	14.6%	12.1%	12.3%	12.5%	12.2%
应付账款	649.8	677.8	1,192.0	1,211.6	1,727.3	偿债能力					
应付票据	187.5	146.2	398.9	247.8	549.9	资产负债率	23.6%	22.2%	26.5%	22.7%	27.2%
其他流动负债	56.6	68.3	58.3	61.7	62.9	负债权益比	30.9%	28.6%	36.1%	29.4%	37.5%
长期借款	19.0	22.2	-	-	-	流动比率	2.86	2.99	2.62	3.18	2.81
其他非流动负债	116.7	121.7	100.4	112.9	111.7	速动比率	2.23	2.21	1.98	2.23	2.09
负债总额	1,219.0	1,237.7	1,749.7	1,634.0	2,451.8	利息保障倍数	14.59	68.41	-331.25	-160.06	-167.20
少数股东权益	45.9	34.4	60.3	81.7	109.6	分红指标					
股本	821.4	830.4	830.4	830.4	830.4	DPS(元)	0.12	-	0.13	0.14	0.14
留存收益	3,072.6	3,466.1	3,957.3	4,647.6	5,605.9	分红比率	26.5%	0.0%	17.9%	14.8%	10.9%
股东权益	3,945.3	4,335.1	4,848.1	5,559.8	6,545.9	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	383.1	438.4	598.4	810.3	1,075.6	EPS(元)	0.45	0.52	0.72	0.98	1.30
加:折旧和摊销	125.8	159.1	180.5	217.4	253.8	BVPS(元)	4.70	5.18	5.77	6.60	7.75
资产减值准备	-5.0	-14.7	-	-	-	PE(X)	53.2	45.6	33.2	24.5	18.5
公允价值变动损失	-13.7	-1.0	-	-	-	PB(X)	5.1	4.6	4.1	3.6	3.1
财务费用	29.8	13.1	-2.1	-5.7	-7.4	P/FCF	-65.4	855.3	160.9	-279.8	28.6
投资损失	-6.5	-14.9	-8.0	-9.8	-10.9	P/S	7.5	5.6	4.4	3.3	2.6
少数股东损益	10.3	3.5	27.3	21.7	28.5	EV/EBITDA	15.2	33.1	21.4	16.7	12.3
营运资金的变动	-370.9	-295.4	-176.8	-798.9	-353.5	CAGR(%)	29.5%	36.1%	33.0%	29.5%	36.1%
经营活动产生现金流量	286.1	310.8	619.3	235.0	986.2	PEG	1.8	1.3	1.0	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-1.9	-216.0	-192.0	-290.2	-289.1	ROIC/WACC	1.6	1.4	1.7	2.1	2.3
融资活动产生现金流量	-44.9	-117.9	-334.3	-114.7	-110.6	REP	1.7	4.5	3.0	2.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034