

艾华集团（603989）深度研究报告

铝电解电容开启国产替代，下游应用多点开花

推荐（首次）

目标价：36 元

当前价：28.07 元

- ❖ **大陆铝电解电容龙头，国产替代加速推进。**艾华是全球第四大铝电解电容器生产厂商，从早期生产引线式电子消费类铝电解电容器系列产品发展到以节能照明类为主，涵盖消费类、工业类等全系列铝电解电容器产品，拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链。近年来公司产能持续扩张，目前是中国第一大铝电解电容器生产厂商，其中在节能照明及手机快充等细分领域全球市占率第一，在其他消费电子与工业领域也占据较大市场份额，今年海外供应链受疫情冲击，中高端产品供给影响较大，叠加贸易摩擦加剧，下游厂商纷纷寻求国产供应，公司凭借长期的技术积累逐步推出中高端产品，目前已经陆续导入客户。
- ❖ **产能稳健扩张，新产品布局逐渐完成。**铝电解电容需求相对平稳，供给端存在较高壁垒，整体行业集中度逐渐提升，公司经营策略上稳健进取，上市以来分别通过 IPO 和可转债进行了两次扩张，截至 2019 年底，公司铝电解电容产能达 124 亿只/年，公司可转债募投项目仍在建设当中，根据下游需求有望在 21/22 年分批投产。公司新增产能主要围绕价值量较高的牛角电容和叠层片式固态电容，今年公司主要完成了新品送样，下游产能预订积极，预计明年产能投产后有望较快贡献产值。
- ❖ **下游应用稳健成长，新兴领域快速爆发。**铝电解电容主要应用于消费电子电源、照明、工控等领域，行业需求平均每年以 6-8% 速度复合增长。其中照明类受益于 LED 成本下行，行业渗透率持续提升，下游放量明显，拉动相应电容需求；新兴需求以快充为代表，手机适配器充电功率快速提升，带动单机 ASP 快速提升，快充渗透率在安卓旗舰机推动下正在加速提升，带动快充用电容量价齐升；工控领域受益于下游景气度提升，中游制造主动补库存，国产厂商逆势提升份额，电容需求增长强劲。
- ❖ **供给侧改革推动行业集中度提升，一体化布局巩固竞争优势。**铝电解电容生产环节污染较大，重要原材料铝箔属于高能耗产业，供给侧改革以来产能收缩明显，行业集中度明显提升。艾华及时调整战略，18 年开始布局上游铝箔，目前在新疆和南通分别建有化成箔和腐蚀箔产能，中高压铝箔自给率达 70%，有效保障自身原材料价格稳定，并且通过外销铝箔取得较好收益。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司目前产能处于供不应求状态，因新产品研发影响短期利润率，明年随着新产能的投放和铝箔自给率提升，预计公司收入利润将迎来更快增长。我们预期公司 20-22 年 EPS 分别为 0.97/1.2/1.34 元，考虑到公司在铝电解电容行业的国内龙头地位，以及下游工控/快充景气度，参考同行三环集团/风华高科/江海股份对应 21 年平均 30X，给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 36 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**下游应用不及预期，产能扩张不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，新产品开发不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	2,254	2,500	3,011	3,351
同比增速(%)	4.1%	10.9%	20.4%	11.3%
归母净利润(百万)	338	384	476	532
同比增速(%)	13.0%	13.7%	24.0%	11.7%
每股盈利(元)	0.85	0.97	1.20	1.34
市盈率(倍)	32	29	23	21
市净率(倍)	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 12 月 10 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
邮箱：gengchen@hcyjs.com
执业编号：S0360517100004

证券分析师：熊翊宇

邮箱：xiongyiyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520060001

公司基本数据

总股本(万股)	39,617
已上市流通股(万股)	39,617
总市值(亿元)	112.43
流通市值(亿元)	112.43
资产负债率(%)	33.5
每股净资产(元)	6.4
12 个月内最高/最低价	35.9/19.58

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本报告主要详细分析了公司的竞争力和产品下游应用的发展趋势。被动元件企业商业模式简单清晰，主要观察下游应用的景气度情况，对未来销量做预测，结合公司自身的产业布局和产能扩张情况对公司未来的成长路径做出推演。

投资逻辑

本文主要分为三个部分。第一部分介绍清楚公司的业务和发展历程，阐明公司的主要收入结构。第二部分着重分析了铝电解电容行业的发展前景，从国产替代和下游细分领域的景气度两方面阐述行业未来的需求情况。第三部分从公司自身的扩张和产业布局论证公司中长期的核心竞争力，结合下游需求判断未来产能扩张后的经营情况。

关键假设、估值与盈利预测

铝电解电容当前处于供需紧张状态，公司当前产能实现满产，预计随着新产能扩产，收入增速将显著提升。我们对公司未来的盈利预测基于以下假设：

- 1、铝电解电容景气持续较好，国产替代持续推进，公司新产能将及时被有效被消化。
- 2、明年一季度新增的牛角电容产能投产，二期三期的产能预计在 2021 年底投产
- 3、新疆化成箔产能扩产后，公司原材料自给率上升，电费下降，毛利率小幅提升。
- 4、快充领域需求较好，公司在快充用电容领导地位不变。

综合下游行业需求情况和公司自身产能扩张进度，我们预计公司 20-22 年净利润分别为 3.84/4.76/5.32 亿元，考虑到公司在铝电解电容行业的国内龙头地位，参考同行三环集团/风华高科/江海股份对应 21 年平均 30X，给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 36 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、铝电解电容龙头，盈利能力保持稳定.....	6
（一）铝电解电容龙头企业，行业地位稳固	6
（二）股权结构集中，家族企业管理层稳定	7
（三）营收受销量驱动，盈利能力保持稳定	7
二、市场规模稳步增长，国产替代加速进行.....	10
（一）终端市场蓬勃发展，行业空间稳步提升	10
（二）内资厂商快速崛起，国产替代加速进行	13
三、成本管控能力加强，产能规模持续扩张.....	16
（一）产业链上下游打通，成本管控能力不断提升	16
（二）产能持续扩建，多工序一体化提高生产效率	17
四、盈利预测及投资建议.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	公司打通上下游产业链.....	6
图表 2	各类铝电解电容器主要性能及应用领域对比.....	6
图表 3	公司下游主要客户情况.....	7
图表 4	2020 年 9 月底公司股权结构情况.....	7
图表 5	2015-2020Q3 公司营收及净利润情况（亿元）.....	8
图表 6	2014-2019 年公司铝电解电容销量及单价情况.....	8
图表 7	2015-2020Q3 公司毛利率及归母净利率.....	8
图表 8	2015-2020Q3 公司期间费用率情况.....	8
图表 9	2014-2019 年公司营收分产品情况.....	9
图表 10	2014-2019 年公司毛利率分产品情况.....	9
图表 11	2014-2019 年公司营收分地区情况.....	9
图表 12	2014-2019 年公司毛利率分地区情况.....	9
图表 13	2015-2020Q3 公司资本支出及增速情况.....	10
图表 14	2015-2020Q3 公司经营及投资活动现金流.....	10
图表 15	全球铝电解电容器市场规模情况（亿美元）.....	10
图表 16	全球铝电解电容器各应用领域占比情况.....	10
图表 17	中国铝电解电容器市场规模及增速情况.....	11
图表 18	中国铝电解电容器需求量及增速情况.....	11
图表 19	中国 LED 照明产品产销率情况（亿只）.....	11
图表 20	2009-2018 年全球 LED 照明行业渗透率.....	11
图表 21	2016-2022E 全球快充市场规模（亿美元）.....	12
图表 22	我国主要厂商部分快充产品的功率情况.....	12
图表 23	1998-2019 年中国主要家电销售量（台/万人）.....	12
图表 24	2011-2020 年中国彩电产量及增速.....	12
图表 25	2012-2020 年中国风力发电机组产量及增速.....	13
图表 26	2018-2020 年中国新能源汽车产量及增速.....	13
图表 27	全球铝电解电容器市场份额排名.....	13
图表 28	NCC 公司铝电解电容器业务收入及增速.....	14
图表 29	Nichicon 电子机器用电容器收入及增速.....	14
图表 30	NCC 公司营收分应用领域占比情况.....	14
图表 31	Nichicon 公司营收分应用领域占比情况.....	14
图表 32	全球主要铝电解电容厂商营业利润率对比.....	15
图表 33	全球主要铝电解电容厂商归母净利率对比.....	15

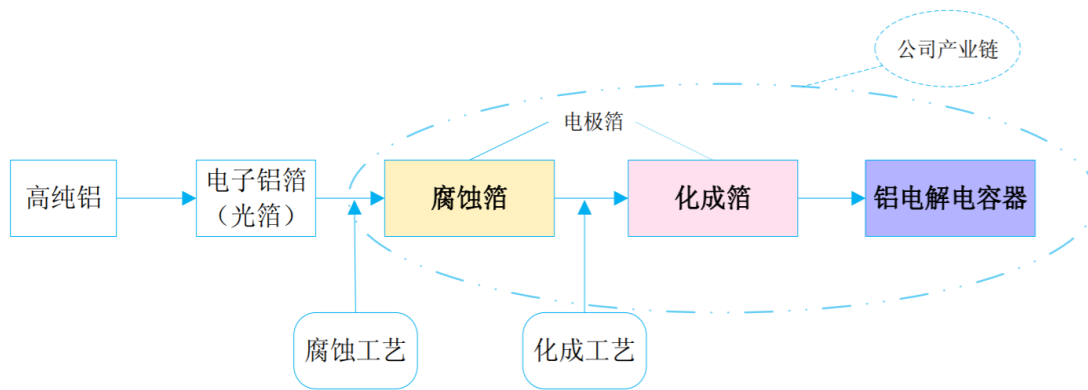
图表 34	NCC 和 Nichicon 资本开支（百万日元）	15
图表 35	NCC 公司营收分地区情况（十亿日元）	16
图表 36	Nichicon 公司营收分地区情况（十亿日元）	16
图表 37	铝电解电容器上下游产业链情况	16
图表 38	公司铝电解电容器业务成本构成（亿元）	17
图表 39	公司铝电解电容器单位成本构成（元/万只）	17
图表 40	2010-2020 年全球铝实际市场价格（美元/公吨）	17
图表 41	公司光箔、阳极箔和阴极箔采购价格	17
图表 42	2012-2019 年公司产能、产量及销量情况	18
图表 43	截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）	18

一、铝电解电容龙头，盈利能力保持稳定

（一）铝电解电容龙头企业，行业地位稳固

公司是全球第四大铝电解电容器生产厂商，在节能照明及手机快充领域保持行业第一。公司成立于 1993 年，从早期生产引线式电子消费类铝电解电容器系列产品发展到以节能照明类为主，涵盖消费类、工业类等全系列铝电解电容器产品，拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链。近年来公司产能持续扩张，目前是全球第四大、中国第一大铝电解电容器生产厂商，其中在节能照明及手机快充等细分领域全球市占率第一，在其他消费电子与工业领域也占据较大市场份额，公司已具有较强的品牌知名度。

图表 1 公司打通上下游产业链



资料来源：招股说明书，华创证券

公司产品系列丰富，广泛应用于节能照明、消费电子、通讯及汽车、工业应用等领域。公司产品包括液态和高分子固态铝电解电容器，其中液态铝电解电容器可分为引线式、贴片式、焊针式、焊片式、螺栓式，高分子固态铝电解电容器可分为引线式、贴片式和叠层片式。公司产品系列丰富齐全，广泛应用于照明、消费电子和工业等领域。

图表 2 各类铝电解电容器主要性能及应用领域对比

类别	主要优点	缺点	电容量	额定电压	应用领域
液态	电容量大、体积小、成本低；电压范围大；中高压大容量领域具有独特优势	ESR 较高、高频特性较差、温度影响较大；有极性	1uF-100000uF	4v-800v	适合大容量、中低频率电路，如电源电路、变频器电路、逆变器等，也用于储能
高分子固态	体积小、高频特性好、电容量大、低 ESR、温度影响小、使用寿命长	有极性	4.7uF-5600uF	2.5v-200v	应用于高端照明、消费电子等
	体积小、高频特性好、电容量大、低 ESR、温度影响小、使用寿命长、易于片式化	有极性、低耐压	2.2、低耐压使用寿命	2v-25v	应用于高频、大电流电路的 IT 类、AV 类、网通类、安防类产品

资料来源：公司公告，华创证券

公司在照明、消费电子等领域地位稳固，同时加速拓展 5G 基站、汽车电子等新兴领域。公司在照明领域全球市占率持续第一，客户包括世界三大照明产品制造商（德国欧司朗、荷兰飞利浦和美国 GE）以及其他知名照明企业（阳光照明、佛山照明、欧普照明及雷士等），在消费电子快充领域市场份额较高，下游客户包括赛尔康，航嘉，比亚迪，光宝，奥海飞宏等；工业领域的客户主要有英威腾和伊顿集团等。公司也在加快拓展新兴市场，2019 年在 5G 基站、汽车电子、电网智慧电表和数据中心等下游领域均有重大突破。

图表 3 公司下游主要客户情况

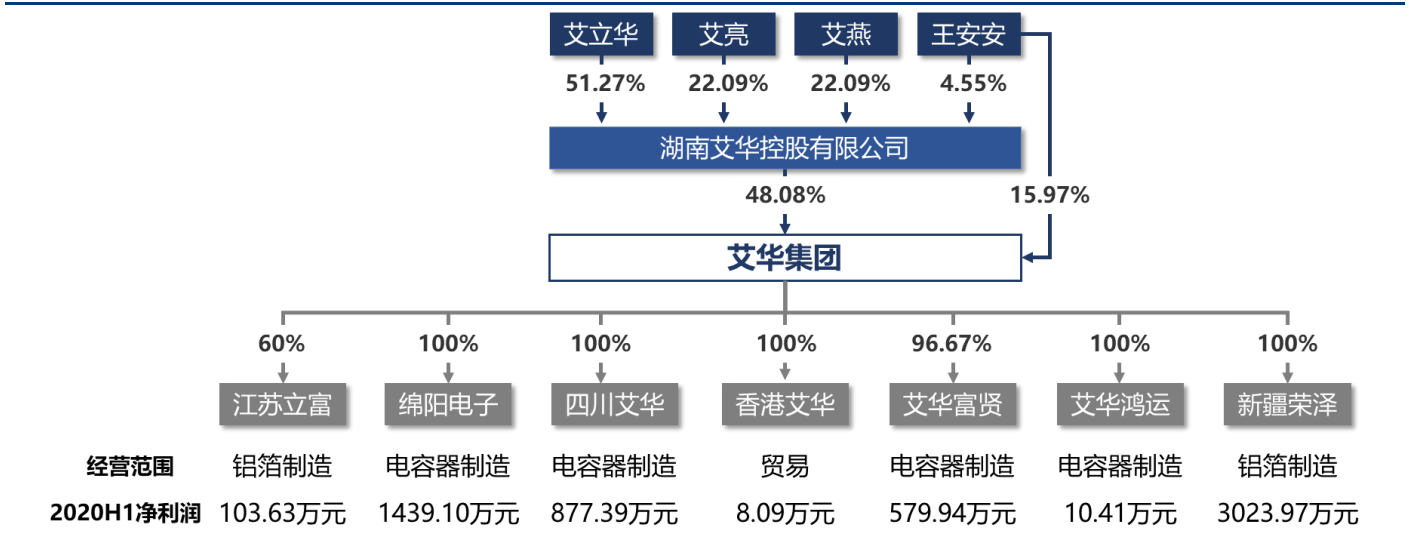


资料来源：公司公告，华创证券

（二）股权结构集中，家族企业管理层稳定

公司股权结构高度集中，家族企业管理层保持相对稳定。实际控制人艾立华、王安安夫妇通过直接和间接的方式控制公司 64.05% 的股份，艾亮、艾燕系两人之女儿，其中艾亮任总裁、副总经理，艾燕任董事会秘书。公司拥有 7 家子公司，其中江苏立富从事腐蚀箔的生产，新疆荣泽从事化成箔的生产。新疆荣泽成立于 2015 年，2020 年 6 月底总资产为 5.05 亿元，净利润达到 3023.97 万元。2020 年 10 月公司决定将子公司绵阳电子搬迁扩产，项目投资总金额约为 1.5 亿元，建设周期约为 2 年，项目全面建成后预计实现年产值 5.5 亿元。

图表 4 2020 年 9 月底公司股权结构情况

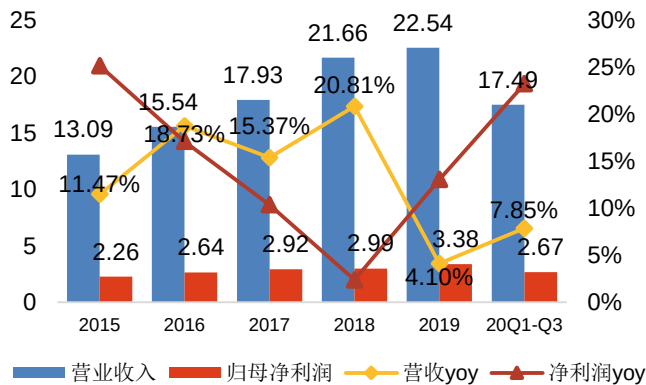


资料来源：公司公告，华创证券

（三）营收受销量驱动，盈利能力保持稳定

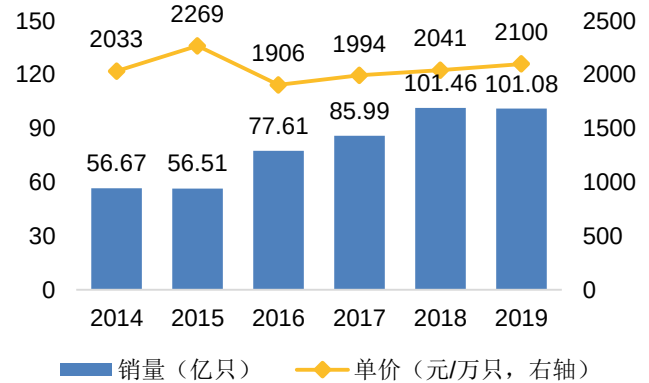
公司铝电解电容器单价小幅波动，营收主要受销量驱动。2016 年由于原材料成本下降、产品结构调整等，公司铝电解电容单价同比-16.00%，伴随着原材料成本上涨及产品结构升级，2017 年以来公司铝电解电容器单价年平均上涨 2%-5%。公司铝电解电容器单价小幅波动，营收增长主要受销量驱动，2018 年产能大幅扩产，公司铝电解电容器销量同比+17.99%，营收同比+20.81%，但由于原材料成本大幅上涨，公司归母净利润同比+2.37%，远低于营收增速，2019 年公司新增产能未完全释放，营收同比+4.10%至 22.54 亿元，归母净利润同比+13.04%至 3.38 亿元。

图表 5 2015-2020Q3 公司营收及净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

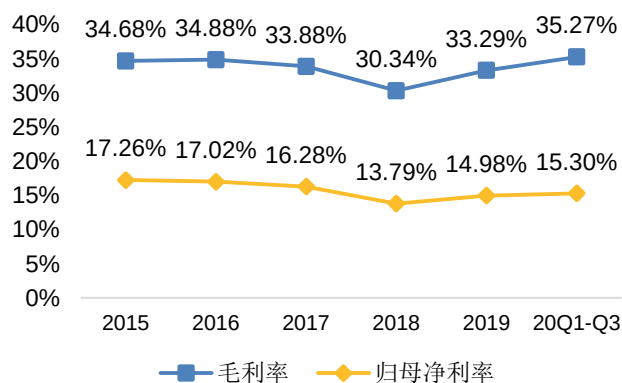
图表 6 2014-2019 年公司铝电解电容销量及单价情况



资料来源：公司公告，华创证券

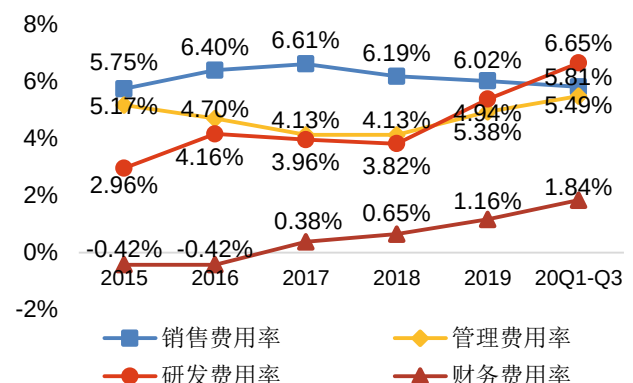
公司盈利能力保持相对稳定，新应用领域的研发投入有所加强。公司拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链，成本控制能力较强，近年来毛利率水平保持相对稳定。2018 年受原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率同比-3.55pct 至 30.34%，2019 年原材料成本下降叠加公司产品价格上涨，毛利率同比+2.96pct 至 33.29%，但受研发投入等费用增加拖累，公司归母净利率同比+1.18pct 至 14.98%。近年来公司加大在充电桩、汽车电子等新产品新应用领域的研发投入，未来公司有望陆续拓展工业、汽车领域抢占市场份额。

图表 7 2015-2020Q3 公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，华创证券

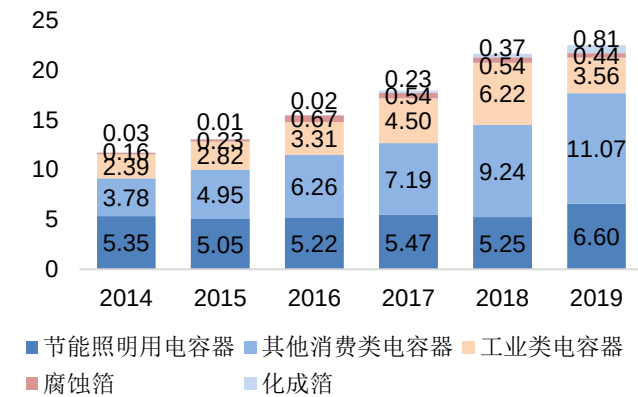
图表 8 2015-2020Q3 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华创证券

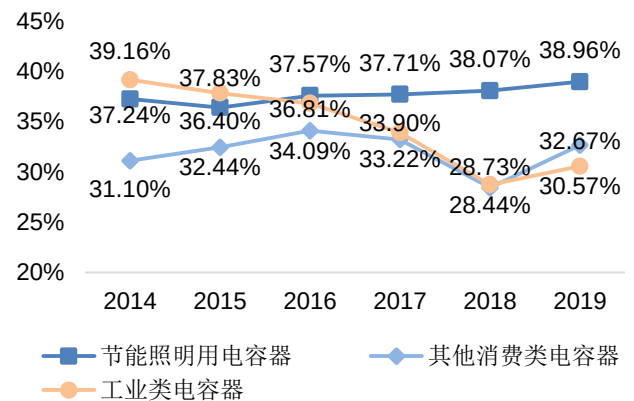
公司节能照明电容器盈利能力较强，其他消费类电容器收入快速提升。分产品看，公司节能照明电容器收入保持相对稳定，毛利率由 2014 年的 37.24% 小幅提升至 2019 年的 38.96%。在保持节能照明领域较强盈利能力的基础上，公司不断拓展其他领域市场，家电、IT 等其他消费类电容器业务收入占比由 2014 年的 32.28% 快速提升至 2019 年的 49.27%。2019 年公司工业类电容器收入仅 3.56 亿元，随着在建产能陆续投产，工业类电容器收入有望快速提升。

图表 9 2014-2019 年公司营收分产品情况



资料来源：公司公告，华创证券

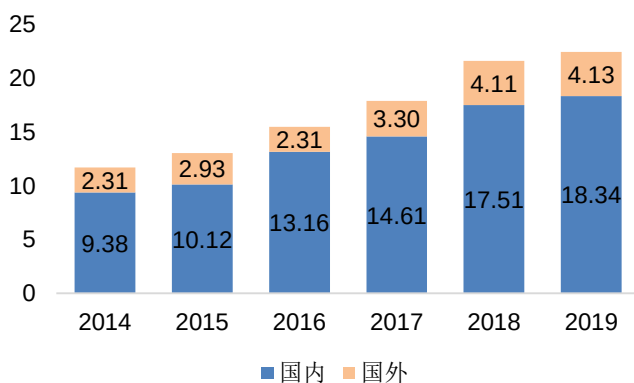
图表 10 2014-2019 年公司毛利率分产品情况



资料来源：公司公告，华创证券

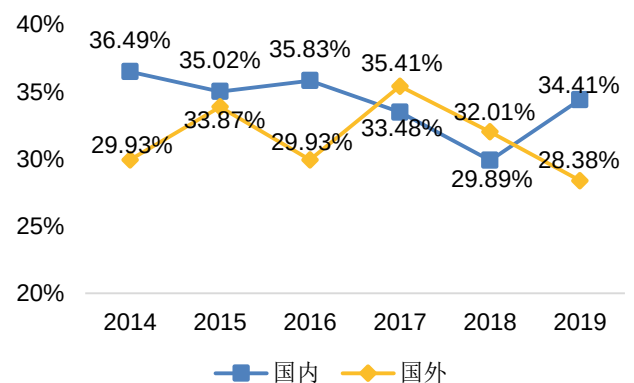
公司约 80% 的收入来源于国内市场，未来有望把握国产替代机遇进一步深耕国内市场。分地区看，公司约 80% 的收入来源于国内市场，目前已在照明、消费电子等领域逐步替代国外厂商，未来有望陆续拓展工业、汽车领域抢占份额，进一步深耕国内市场。公司在不断提高国内市场份额的同时也在加大海外市场的拓展力度，国外市场销售规模逐年增长，2019 年国外收入达到 4.13 亿元，占总收入的 18.37%。未来公司有望把握国产替代机遇进一步深耕国内市场，同时继续开拓国际市场，成为全球铝电解电容器行业的主流品牌。

图表 11 2014-2019 年公司营收分地区情况



资料来源：公司公告，华创证券

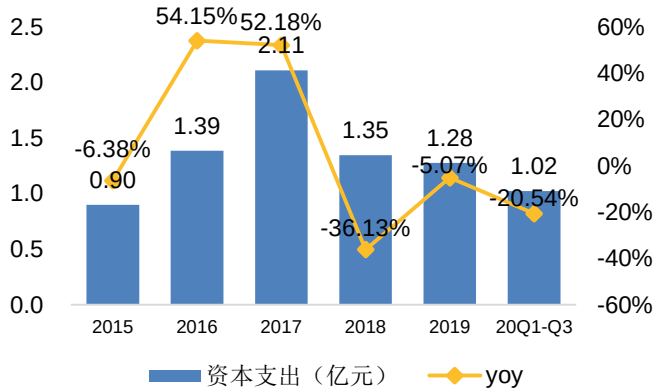
图表 12 2014-2019 年公司毛利率分地区情况



资料来源：公司公告，华创证券

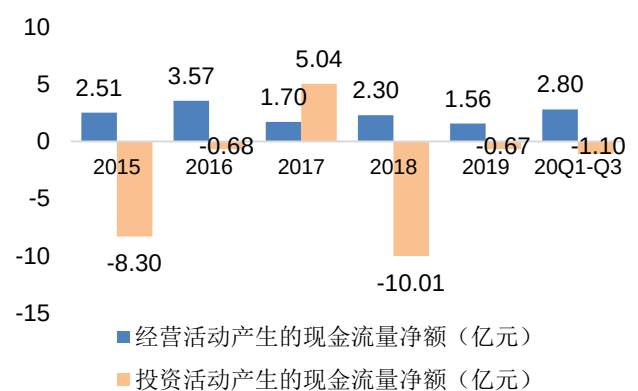
公司现金流状况较好，近年来通过 IPO、发行可转债等方式募集资金用于产能扩建。公司 2015 年通过 IPO 募集资金 9.87 亿元，其中 4.87 亿元用于产能及研发中心建设，2016-2017 年资本支出大幅增加；2018 年公司通过发行可转债募集资金 6.91 亿元用于产能扩建，但由于产品验证周期较长、厂房设计方案更改等原因，项目建设进度较慢，2018 年以来资本支出保持稳定。公司现金流状况良好，投资活动产生的现金流量净额受理财产品购买及赎回影响出现较大波动，2017 年受原材料价格上涨、材料紧俏影响，经营活动产生的现金流量净额同比-52.28%。

图表 13 2015-2020Q3 公司资本支出及增速情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 2015-2020Q3 公司经营及投资活动现金流



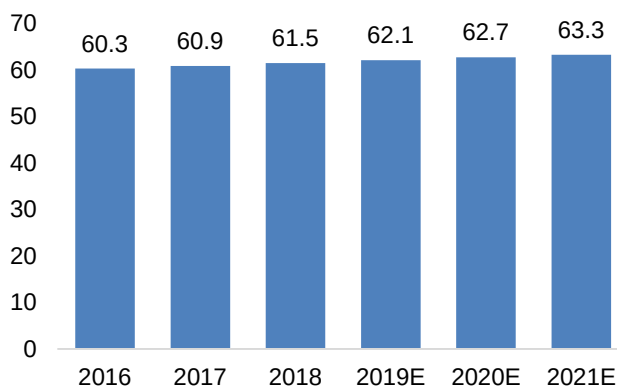
资料来源：公司公告，华创证券

二、市场规模稳步增长，国产替代加速进行

（一）终端市场蓬勃发展，行业空间稳步提升

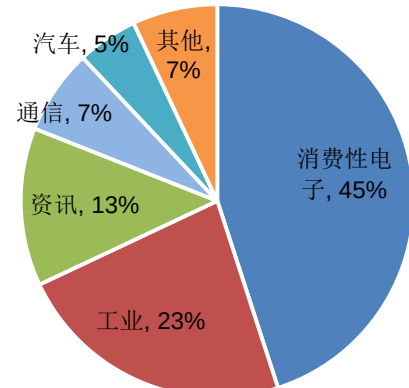
全球铝电解电容器市场保持相对稳定，其中消费性电子产品需求占比 45%。全球铝电解电容器市场相对稳定，2018 年市场规模为 61.5 亿美元，其中消费性电子产品需求占比 45%，主要用于节能照明、电视机、显示器、计算机及空调等消费类市场；工业需求占比 23%，主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等领域。根据华商情报网预计，2021 年全球铝电解电容器市场规模将达到 63.3 亿美元。

图表 15 全球铝电解电容器市场规模情况 (亿美元)



资料来源：华商情报网，华创证券

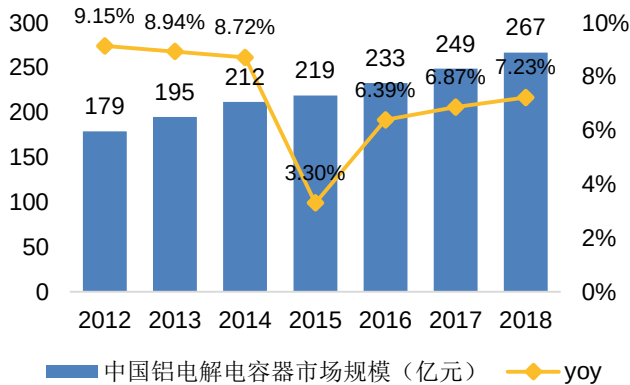
图表 16 全球铝电解电容器各应用领域占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

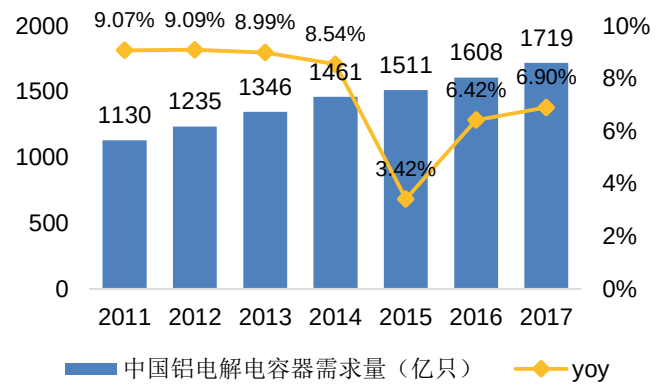
中国铝电解电容器市场增速高于全球增速，需求约占全球市场的 60% 以上。伴随着全球家电、PC、移动终端等下游电子产品制造业产能逐渐迁移到中国大陆，终端应用领域的蓬勃发展推动我国铝电解电容器需求快速增长，2012-2017 年中国铝电解电容器需求量由 1235 亿只增长至 1719 亿只，CAGR 为 6.84%；市场规模由 179 亿元增长至 249 亿元，CAGR 为 6.82%，远高于全球铝电解电容器市场增速。根据华商情报网预计，2018 年中国铝电解电容器市场规模为 267 亿元，同比增长 7.23%，我国铝电解电容器市场需求约占全球市场的 60% 以上。

图表 17 中国铝电解电容器市场规模及增速情况



资料来源：华商情报网，华创证券

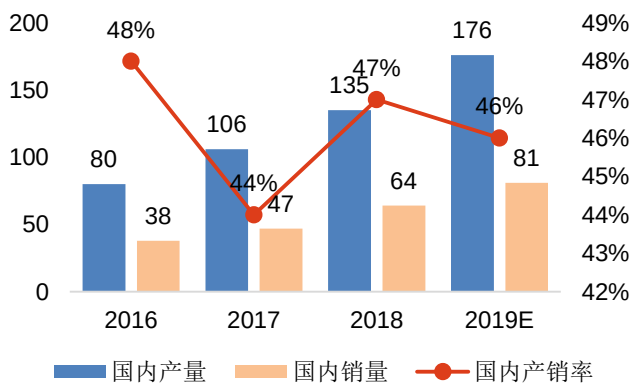
图表 18 中国铝电解电容器需求量及增速情况



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

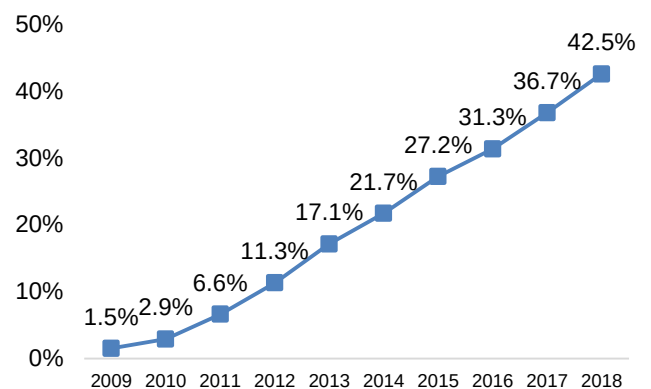
LED 渗透率相对较低，节能照明用铝电解电容需求仍有提升空间。相较于白炽灯，LED 灯具有高效、节能、环保等特点，随着 LED 技术提升、产品价格下降以及各国陆续禁产禁售白炽灯，LED 照明产品渗透率由 2009 年的 1.5% 不断提升至 2018 年的 42.5%。中国作为全球最大的 LED 照明产品生产基地，2018 年共生产照明产品 135 亿只，50% 以上销往国外。随着 LED 渗透率不断提升，国内 LED 灯产量提升有望推动节能照明用铝电解电容需求稳步增长。

图表 19 中国 LED 照明产品产销率情况（亿只）



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

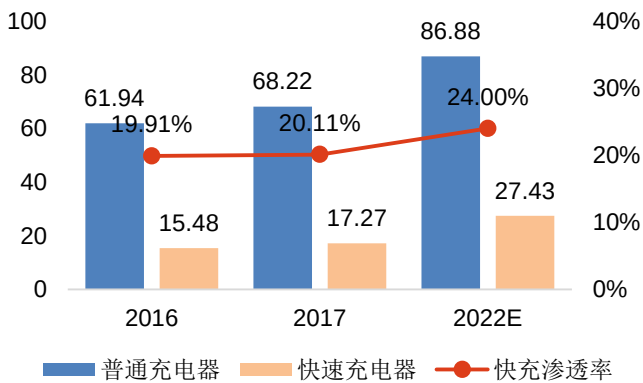
图表 20 2009-2018 年全球 LED 照明行业渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

随着快充渗透率及功率的不断提升，铝电解电容器需求有望快速增加。华为、小米、OPPO、vivo 等手机厂商都高度重视快充技术，快充正逐步成为智能手机的标配，市场渗透率快速提升。根据 BCC Research 数据，2017 年全球快速充电器市场规模为 17.27 亿美元，占比为 20.20%，预计 2022 年渗透率将提升至 24%。同时各大厂商也在积极推出功率更大、充电速度更快的快充产品，华为、小米、OPPO 近年来推出的快充产品功率明显提升。随着快充渗透率及功率不断提升，铝电解电容器需求有望快速增加，公司目前在手机快充领域市占率全球第一，有望最大受益。

图表 21 2016-2022E 全球快充市场规模（亿美元）



资料来源：BCC Research、观研天下、华创证券

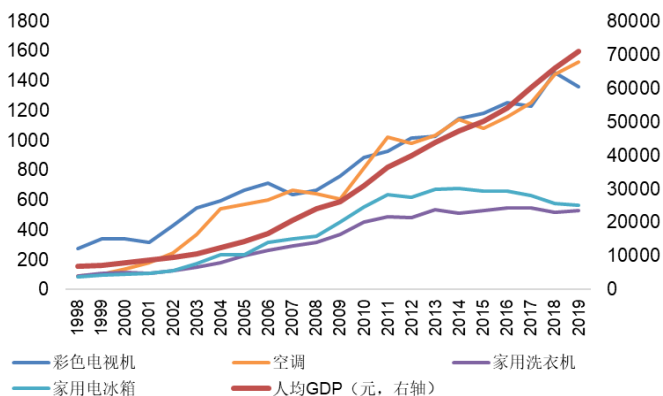
图表 22 我国主要厂商部分快充产品的功率情况

品牌	快充产品	发布时间	快充方案	功率
OPPO	V00C4.0	2019年9月	低压高电流	30W
	超闪饼干充电器	2020年7月	高压高电流	50W
	superV00C超级闪充	2020年7月	高压高电流	125W
小米	27W快充充电器	2019年2月	高压低电流	27W
	65WGaN快充充电器	2020年2月	高压高电流	65W
华为	120W秒充充电器	2020年7月	高压高电流	120W
	20w电荷泵快充充电器	2018年2月	高压低电流	20W
Anker	40WSCP快充充电器	2019年9月	高压高电流	40W
	AtomPD·1GaN充电器	2018年11月	高压低电流	60W
Anker	AtomPD·2GaN充电器	2019年6月	高压高电流	30W

资料来源：腾讯网、华创证券

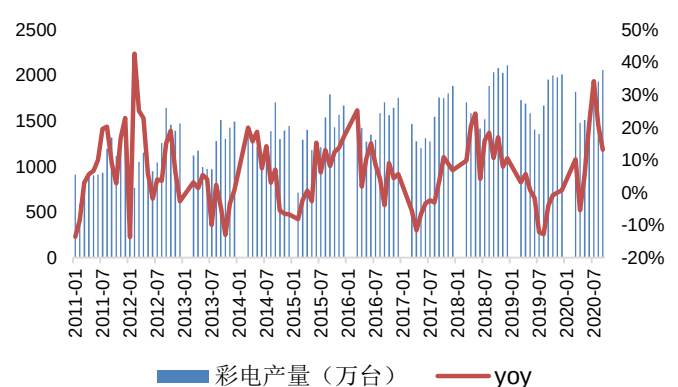
经济水平提升推动家电销量增加，上游铝电解电容需求有望增长。伴随着人均 GDP 水平的持续提升，家电销量也在不断增长。根据十九届五中全会公报，2035 年我国人均 GDP 达到中等发达国家水平，长期来看家电需求仍有增长空间。短期来看，疫情期间美国等地区居民补贴加大，家电需求快速增长，中国作为全球家电的主要生产基地，家电产量的快速增长有望带动上游铝电解电容需求增长。公司目前白电客户有格力美的海信等，黑电客户有长虹创维海尔等。

图表 23 1998-2019 年中国主要家电销售量（台/万人）



资料来源：国家统计局、wind、华创证券

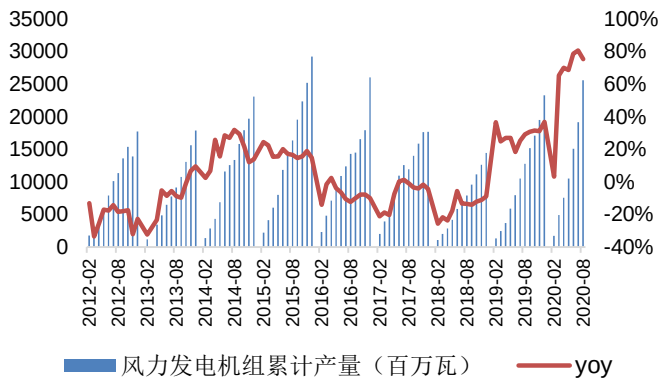
图表 24 2011-2020 年中国彩电产量及增速



资料来源：国家统计局、wind、华创证券

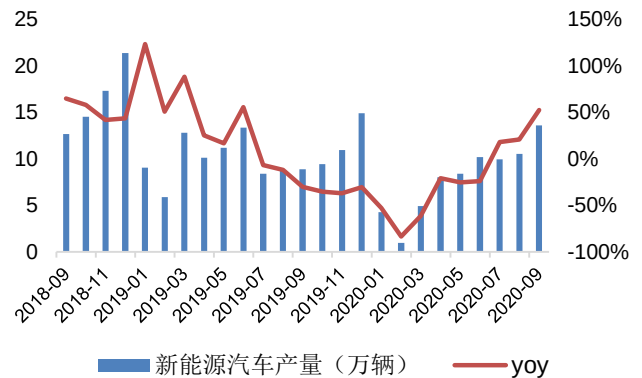
风力发电、新能源车等绿色能源领域兴起，有望带动铝电解电容器产业快速增长。随着风电相关技术不断成熟、设备不断升级，我国风力发电行业高速发展，2020 年 1-7 月我国风力发电机组产量同比+80.72%，达到 2012 年以来最高增速。新能源汽车作为绿色能源领域另一重要应用，2020 年一季度受疫情冲击后需求回暖，2020 年 9 月中国新能源汽车产量同比+52.74%至 13.6 万辆，目前新能源汽车渗透率相对较低，未来提升空间巨大。以风力发电、太阳能发电、新能源汽车等为代表的绿色能源领域兴起，有望带动铝电解电容器产业快速增长。

图表 25 2012-2020 年中国风力发电机组产量及增速



资料来源：国家统计局、wind，华创证券

图表 26 2018-2020 年中国新能源汽车产量及增速



资料来源：中国汽车工业协会、wind，华创证券

（二）内资厂商快速崛起，国产替代加速进行

日本厂商在全球铝电解电容器市场中保持领先，艾华等国内厂商快速发展。全球铝电解电容器市场由日本、中国和韩国主导，其中日本处于领先地位，全球前五大铝电容器厂商有四家是日本企业，分别为 Nippon Chemi-con、Nichicon、Rubycon 和 Panasonic，合计市场份额超过 50%。国内铝电解电容器厂商依托技术实力和自身努力逐步追赶日本、韩国等厂商，艾华集团作为国内最大的铝电解电容器生产企业，2015 年全球市占率排名第 6，2019 年上升至第 4 位。

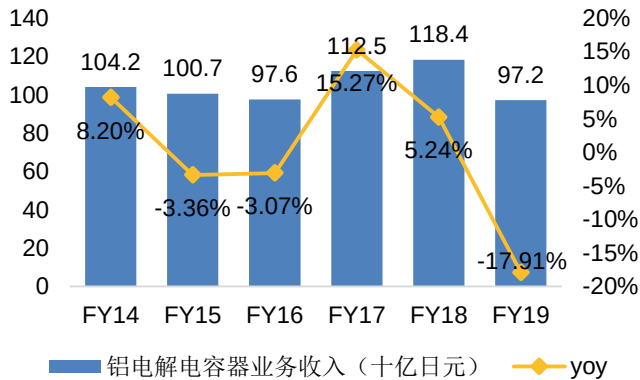
图表 27 全球铝电解电容器市场份额排名

企业名称	所在国家/地区	2015 年		2013 年	
		市场份额	排名	市场份额	排名
Nippon Chemi-Con	日本	20.5%	1	18.06%	1
Nichicon	日本	16.4%	2	16.43%	2
Rubycon	日本	11.7%	3	12.61%	3
Panasonic	日本	7.4%	4	8.41%	4
Sam Young Electronics	韩国	5.3%	5	6.80%	5
艾华集团	中国大陆	4.7%	6	3.64%	8
TDK-EPCOS	日本	3.9%	7	-	-
江海股份	中国大陆	3.9%	8	3.41%	9
Man Yue Electronics	中国香港	3.7%	9	4.56%	6
Lelon	中国台湾	3.4%	10	3.29%	10

资料来源：Paumanok Publications Inc.、公司公告，华创证券

国内厂商竞争实力逐渐增强，近年来 NCC、Nichicon 等日本厂商铝电解电容业务收入出现下滑。终端应用领域的蓬勃发展推动国内主要厂商的综合实力不断提高，国内厂商在工艺水平、产品质量、研发能力、管理水平等方面快速追赶，同时在原材料、人工成本等方面具有相对优势。在中国厂商的竞争下，日本厂商近年来逐渐退出中低档铝电解电容器市场，全球第一大和第二大 NCC、Nichicon 铝电解电容器业务收入由 2014 财年的 1042 亿日元、728 亿日元减少至 2019 财年的 972 亿日元、622 亿日元，CAGR 分别为-1.38%和-3.10%。

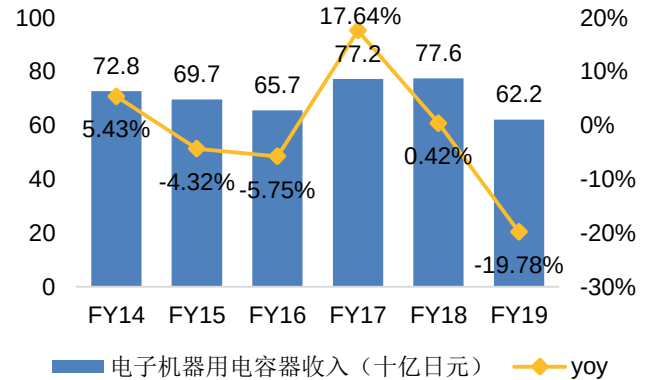
图表 28 NCC 公司铝电解电容器业务收入及增速



资料来源: NCC 公司公告, 华创证券

注: NCC、Nichicon 公司财年截止至次年3月31日, 下同

图表 29 Nichicon 电子机器用电容器收入及增速

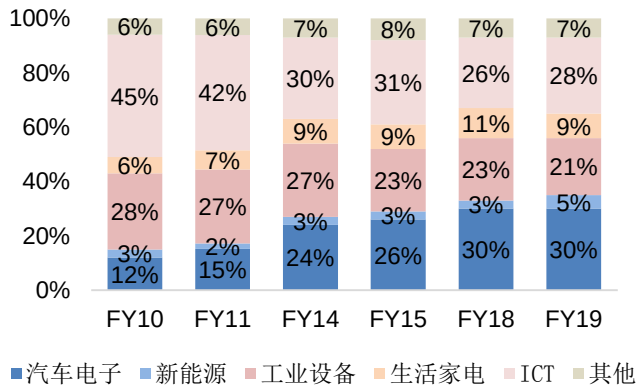


资料来源: Nichicon 公司公告, 华创证券

注: Nichicon 电子机器用电容器中约98%为铝电解电容器

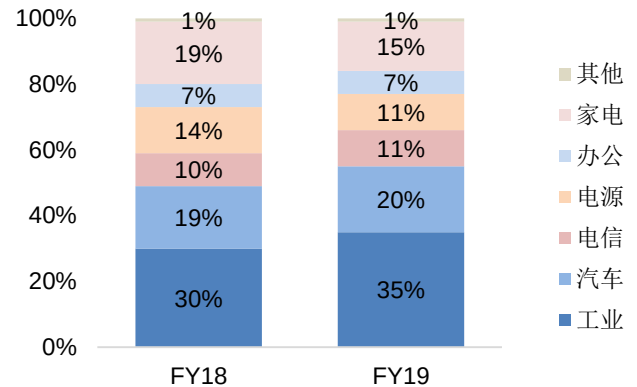
国内厂商在消费电子领域逐步蚕食日系厂商份额, 未来有望陆续切入工业、汽车领域抢占份额。分应用领域看, 伴随着艾华集团等国内厂商在照明、消费电子等领域的快速崛起, 日本厂商由于原材料及人工成本较高而逐渐丧失竞争力, 2010 财年 NCC 公司 ICT 领域 (PC、通信等) 收入占比为 45%, 2019 财年减少至 28%, Nichicon 公司在家电、电源等领域的收入占比也出现小幅下滑, 日本厂商的重心逐渐转移至汽车、工业等领域。国内厂商目前正逐步蚕食消费电子市场份额, 未来有望陆续拓展工业、汽车领域抢占份额。

图表 30 NCC 公司营收分应用领域占比情况



资料来源: NCC 公司公告, 华创证券

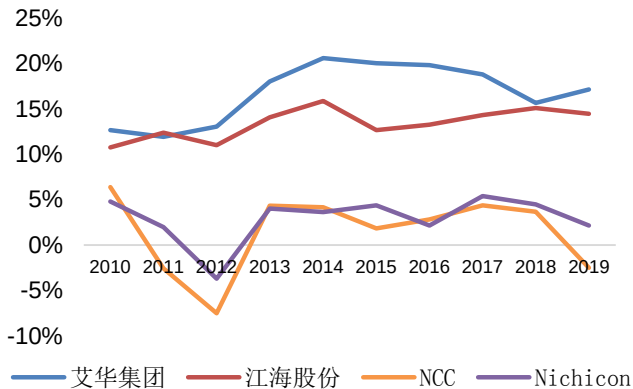
图表 31 Nichicon 公司营收分应用领域占比情况



资料来源: Nichicon 公司公告, 华创证券

NCC、Nichicon 等日系厂商近年来已处于亏损状态, 随着国内厂商的持续扩产, 国产替代料将加速进行。从盈利能力看, 日系厂商由于成本较高, 盈利能力远不及艾华、江海等国内企业, NCC、Nichicon 公司 2019 财年营业利润率分别为-2.52%、2.13%, 归母净利率分别为-5.17%、2.35%, 近年来归母净利润已处于亏损状态。随着国内厂商技术水平不断提升、产能扩张稳步进行, 未来如果艾华、江海等企业以降价等方式抢占市场份额, 日系厂商将面临大幅亏损, 国内企业具有显著的竞争优势, 国产替代料将加速进行。

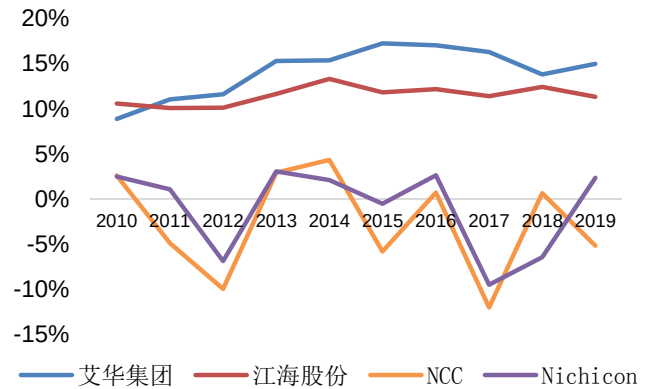
图表 32 全球主要铝电解电容厂商营业利润率对比



资料来源: wind, 华创证券

注: NCC、Nichicon 公司数据为对应财年数据, 下同

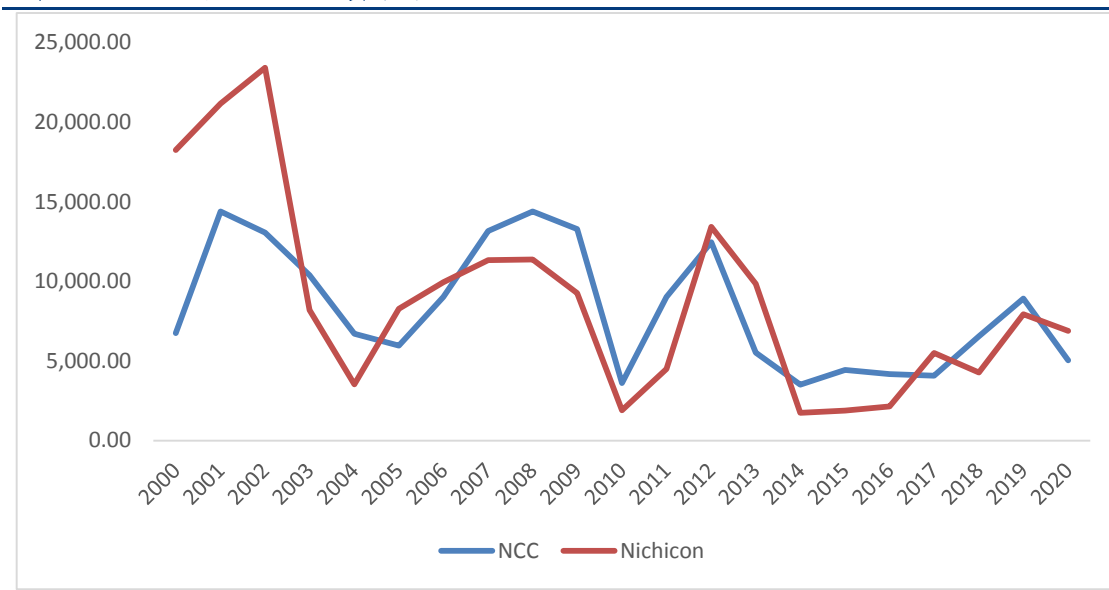
图表 33 全球主要铝电解电容厂商归母净利率对比



资料来源: wind, 华创证券

从资本开支情况看, 日系厂商由于盈利水平下滑, 产能扩张一直缓慢, 以头部两家为例, NCC 和 Nichicon 2000 年以来资本开支水平持续下滑, 可以预见的是随着国内厂商的崛起, 日系铝电解电容规模持续萎缩, 未来市场份额预计向大陆企业进一步集中。

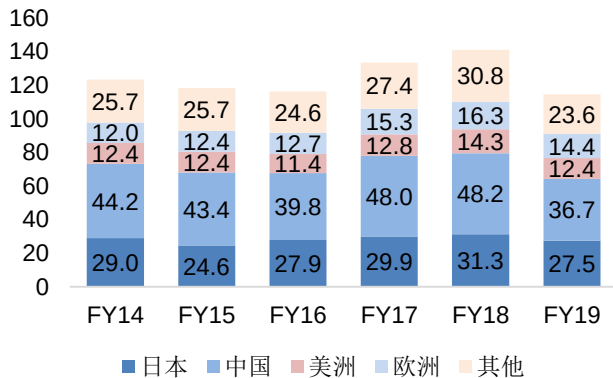
图表 34 NCC 和 Nichicon 资本开支 (百万日元)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

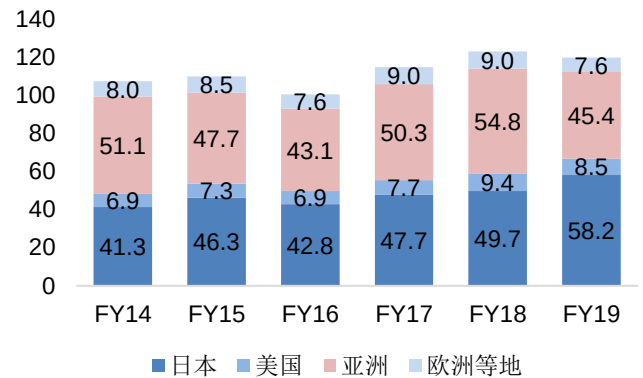
NCC、Nichicon 等公司在中国地区收入较高, 铝电解电容国产替代空间巨大。2019 财年 NCC、Nichicon 公司的铝电解电容业务收入占比分别为 84.8%、50.9%, 中美贸易摩擦后由于铝电解电容器等元件国产替代加速进行, NCC、Nichicon 在中国地区收入出现明显下滑, 2019 财年 NCC 公司在中国地区的收入为 367 亿日元(约为 23 亿元人民币), Nichicon 公司在亚洲地区收入为 454 亿日元(约为 29 亿元人民币), 合计为 52 亿元人民币, 约为艾华集团 2019 年铝电解电容器业务收入的 2.5 倍, 国内厂商的国产替代空间巨大。

图表 35 NCC 公司营收分地区情况（十亿日元）



资料来源：NCC 公司公告，华创证券

图表 36 Nichicon 公司营收分地区情况（十亿日元）



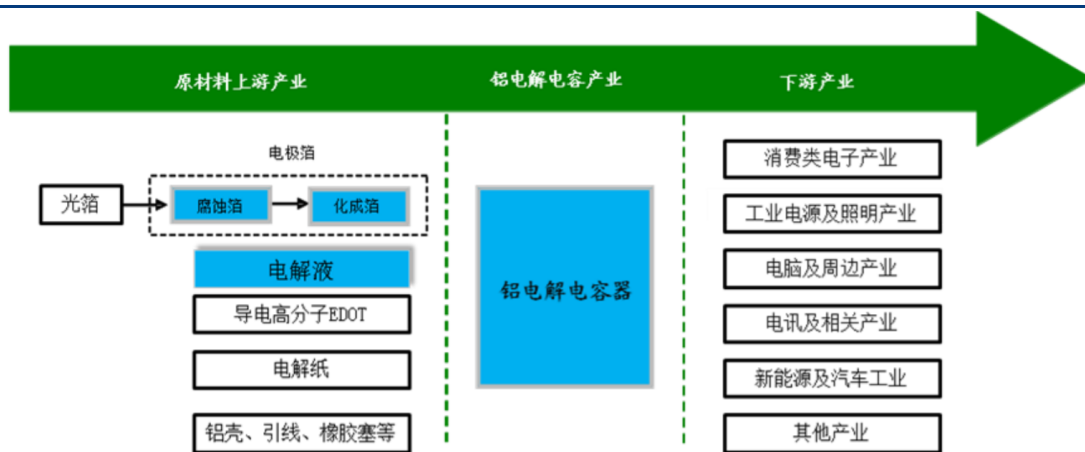
资料来源：Nichicon 公司公告，华创证券

三、成本管控能力加强，产能规模持续扩张

（一）产业链上下游打通，成本管控能力不断提升

电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，占生产成本的 30%-60%。电极箔用于承载电荷，其性能在很大程度上决定着铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等多项关键技术指标，是铝电解电容器产业链中最具价值及最需要技术含量的部分之一。化成箔成本占铝电解电容器生产成本的 30%-60%，在大型高压铝电容器制造成本中，化成箔更占到 50%-70%。

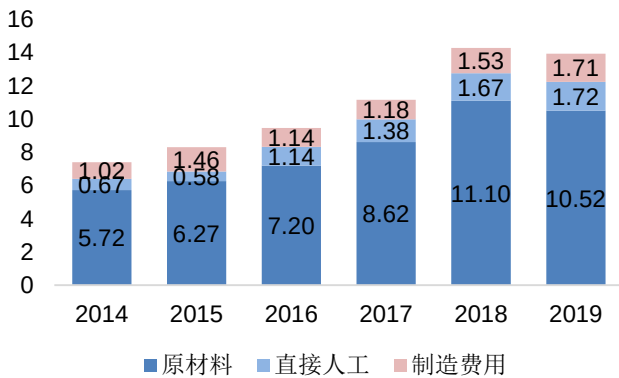
图表 37 铝电解电容器上下游产业链情况



资料来源：招股说明书，华创证券

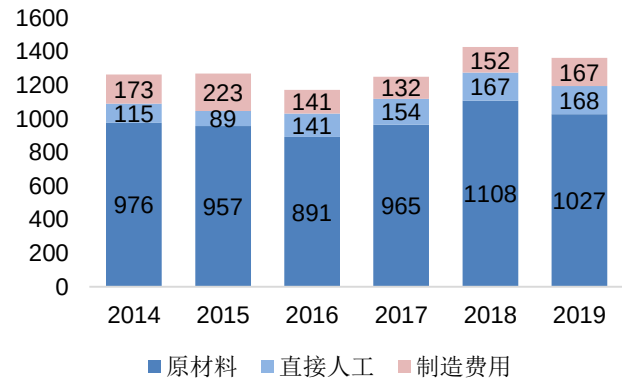
铝电解电容器成本中原材料占比较高，公司打通产业链上下游控制生产成本。原材料在铝电解电容器成本中占比超过 75%，2017 年下半年以来由于上游铝箔等材料环保限产，原材料价格上涨且供给趋紧，铝电解电容器厂商盈利能力受到严重影响。公司近年来对原材料进行重点布局，积极扩张新疆化成箔厂、江苏腐蚀箔厂产能，逐步提高主要原材料的自供率，目前是全球仅少数几家拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+专用设备+铝电解电容器”完整产业链的企业之一，产业链上下游打通使得公司的成本及品质都具有明显优势。

图表 38 公司铝电解电容器业务成本构成（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 公司铝电解电容器单位成本构成（元/万只）



资料来源：公司公告，华创证券

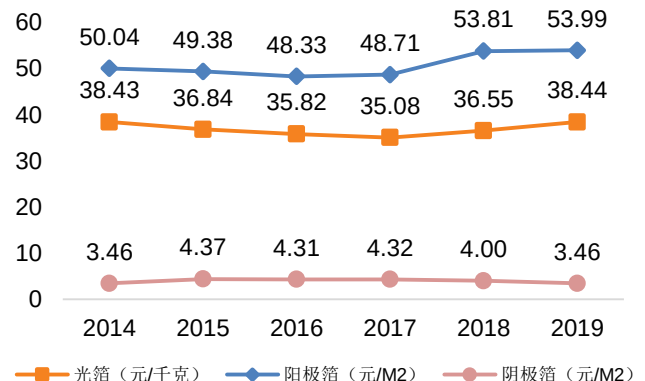
2019 年公司中高压化成箔自给率提高至 80%，新疆化成箔产能仍在积极扩建。电极箔分为阳极箔和阴极箔两种，需要经过腐蚀和化成两道工艺，其中阴极箔工艺简单，由公司直接向外采购；阳极箔采购额在原材料采购总额中占比较高，目前部分由公司制造、部分外购。2019 年新疆荣泽化成箔产线二期投产，公司中高压化成箔自给率提高至 80%。自给率提高使得综合生产成本有所下降，2018 年铝价大幅上涨的背景下，公司阳极箔采购价同比仅提升 10.47% 至 53.81 元/平方米。目前公司仍在进行新疆中高压化成箔产能扩建，未来将为牛角式电容器等产能提供配套。

图表 40 2010-2020 年全球铝实际市场价格（美元/公吨）



资料来源：IMF、公司公告，华创证券

图表 41 公司光箔、阳极箔和阴极箔采购价格



资料来源：公司公告，华创证券

注：阳极箔价格为集团内部采购结算价与外部采购的平均价格

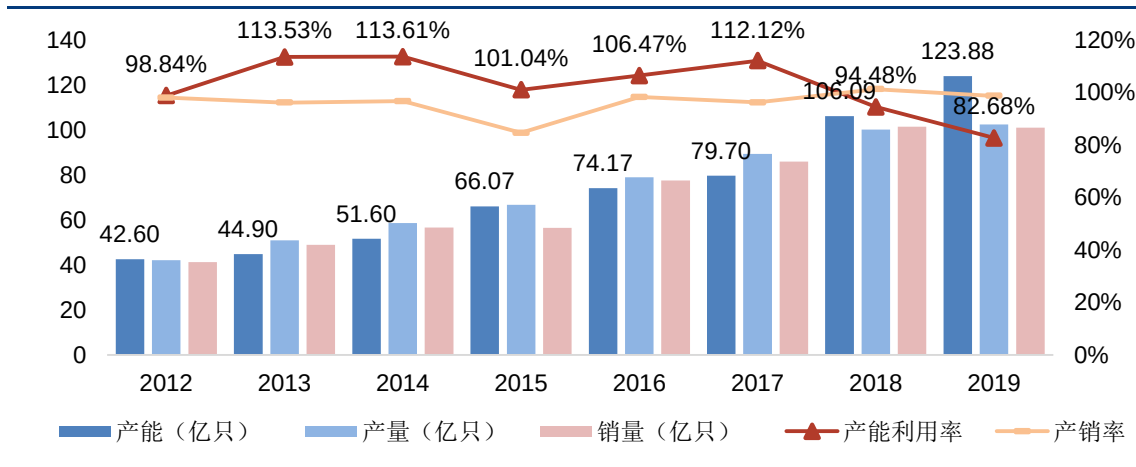
公司新疆化成箔生产基地电价远低于全国其它区域，电费开支按设计年产能可节约 7000 万元以上。化成箔制造费用中电费占比约为 40%，此前公司在四川雅安投资的化成箔项目电价已超过 0.4 元/kWh，不具市场竞争优势，而目前公司化成箔生产基地所在地新疆电价仅 0.27 元/kWh 左右，远低于全国其它区域电价水平。按设计年产能 900 万平方米、单位平方米产品耗能 60.00kWh 计算，仅电费开支节约就在 7000 万元以上。

（二）产能持续扩建，多工序一体化提高生产效率

2012-2019 年公司产能规模提升近 2 倍，产能利用率及产销率仍保持较高水平。公司持续推进产能扩张，产品向高端、高性能电容器继续升级。2012-2019 年，公司通过 IPO、可转债以及自有资金等方式进行产能扩张，2012-2019 年公司铝电解电容器年产能由 42.60 亿只持续提升至 123.88 亿只，同时公司产能利用率及产销率保持较高水平，2013-2017 年公司产能均为超负荷运载。2019 年公司铝电解电容器产量为 102.42 亿支，同比增长 2.18%，产能利用率为 82.68%，

随着新增产能逐步释放，公司产能利用率有望回到高位。

图表 42 2012-2019 年公司产能、产量及销量情况



资料来源：公司公告，华创证券

公司新增产能主要用于工业等领域，牛角式电容项目投产后预计实现年收入超过 4 亿元。2018 年公司通过发行可转债募集资金 6.91 亿元用于产能扩建，截至 2019 年末项目已累计投入 3.71 亿元。其中叠层片式固态铝电解电容器生产项目因客户对新产品验证周期较长，公司根据市场需求控制该项目投资进度；牛角式铝电解电容器扩产项目因更改新厂房设计方案，项目投资进度慢于计划建设进度。公司牛角式铝电解电容器扩产项目设计年产能 4800 万只，主要用于工业领域，项目建成达产后预计实现年收入 41025.64 万元（不含税），净利润 4338.85 万元。

图表 43 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划投资	已投资	应用领域	设计年产能
引线式铝电解电容器升级及扩产项目	4.48	2.29	节能照明、消费电子、消费电源、汽车电子、军工电子、智能电表等	39 亿只
牛角式铝电解电容器扩产项目	1.71	0.04	工业电源	4800 万只
叠层片式固态铝电解电容器生产项目	1.94	0.02	高端领域	36000 万只
新疆中高压化成箔生产线扩产项目	3.07	1.36	-	-
合计	11.20	3.71	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

公司研发专用设备及智能设备，通过多工序一体化提高生产效率、降低人工成本。公司在可转债募投项目实施后新引进一批先进全自动化设备，加上合理的现场设计，一条产线运作仅需对应一位工人操作，增加产效的同时也减少了人工成本。公司目前已陆续上线多工序一体机，提高生产销量、解决产能制约。

四、盈利预测及投资建议

公司三季度受新品送样影响，研发费用产生较多，预计后续费用率回归正常状态。铝电解电容当前处于供需紧张状态，公司当前产能实现满产，预计随着新产能扩产，收入增速将显著提升。我们对公司未来的盈利预测基于以下假设：

- 1、铝电解电容景气持续较好，国产替代持续推进，公司新产能将及时被有效被消化。
- 2、明年一季度新增的牛角电容产能投产，二期三期的产能预计在 2021 年底投产

3、新疆化成箔产能扩产后，公司原材料自给率上升，毛利率小幅提升。

4、快充领域需求较好，公司在快充用电容领导地位不变。

综合下游行业需求情况和公司自身产能扩张进度，我们预期公司 20-22 年 EPS 分别为 0.97/1.2/1.34 元，考虑到公司在铝电解电容行业的国内龙头地位，以及下游工控/快充景气度，参考同行三环集团/风华高科/江海股份对应 21 年平均 30X，给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 36 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

下游应用不及预期，产能扩张不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，新产品开发不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	209	271	194	361
应收票据	0	0	0	0
应收账款	693	728	876	975
预付账款	13	14	16	18
存货	557	558	666	742
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,256	1,125	1,117	959
流动资产合计	2,728	2,696	2,869	3,055
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	939	1,052	1,181	1,334
在建工程	68	88	68	68
无形资产	31	28	25	22
其他非流动资产	55	49	45	42
非流动资产合计	1,099	1,223	1,325	1,472
资产合计	3,827	3,919	4,194	4,527
短期借款	10	20	32	44
应付票据	268	288	343	382
应付账款	339	364	434	484
预收款项	8	8	10	11
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	2	2	2	2
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	285	310	368	410
流动负债合计	912	992	1,189	1,333
长期借款	0	0	0	0
应付债券	565	550	350	150
其他非流动负债	29	29	29	29
非流动负债合计	594	579	379	179
负债合计	1,506	1,571	1,568	1,512
归属母公司所有者权益	2,285	2,313	2,591	2,980
少数股东权益	36	35	35	35
所有者权益合计	2,321	2,348	2,626	3,015
负债和股东权益	3,827	3,919	4,194	4,527

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	156	455	373	660
现金收益	476	543	647	712
存货影响	-121	-2	-108	-76
经营性应收影响	-56	-36	-151	-101
经营性应付影响	-4	45	127	90
其他影响	-139	-95	-142	35
投资活动现金流	-67	-45	-80	-180
资本支出	-199	-255	-244	-303
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	132	210	164	123
融资活动现金流	-112	-348	-370	-313
借款增加	41	-5	-188	-188
股利及利息支付	-122	-237	-182	-251
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-31	-106	0	126

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,254	2,500	3,011	3,351
营业成本	1,504	1,613	1,924	2,144
税金及附加	16	18	21	23
销售费用	136	148	184	204
管理费用	111	138	166	184
研发费用	121	163	187	204
财务费用	26	35	33	27
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	37	37	37	37
其他收益	13	13	13	13
营业利润	386	440	549	614
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	394	448	557	622
所得税	57	65	81	90
净利润	337	383	476	532
少数股东损益	-1	-1	0	0
归属母公司净利润	338	384	476	532
NOPLAT	359	412	504	555
EPS(摊薄) (元)	0.85	0.97	1.20	1.34

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.1%	10.9%	20.4%	11.3%
EBIT 增长率	15.0%	14.8%	22.2%	10.2%
归母净利润增长率	13.0%	13.7%	24.0%	11.7%
获利能力				
毛利率	33.3%	35.5%	36.1%	36.0%
净利率	14.9%	15.3%	15.8%	15.9%
ROE	14.5%	16.4%	18.1%	17.6%
ROIC	17.5%	18.3%	20.4%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	39.3%	40.1%	37.4%	33.4%
债务权益比	26.0%	25.5%	15.6%	7.4%
流动比率	299.1%	271.8%	241.3%	229.2%
速动比率	238.0%	215.5%	185.3%	173.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	103	102	96	99
应付账款周转天数	81	78	75	77
存货周转天数	119	124	115	118
每股指标(元)				
每股收益	0.85	0.97	1.20	1.34
每股经营现金流	0.39	1.15	0.94	1.67
每股净资产	5.77	5.84	6.54	7.52
估值比率				
P/E	32	29	23	21
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	13	11	10	9

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2 年 TMT 研究经验。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：郭一江

北京大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500