



行业：电子

# 驱动力转换下的国内薄膜电容龙头

## 新能源汽车及光伏风电需求增长带来发展机遇

**薄膜电容规模全球领先，产品应用领域广泛。**法拉电子前身是“竹器合作社”，成立于 1955 年，自 1967 年起转型从事薄膜电容业务，后于 2002 年在上交所上市。公司产品覆盖领域包括照明、家电、工控、光伏、风电、新能源汽车、轨道交通等。目前公司每年产能达到 45 亿只薄膜电容、2500 吨金属化膜，是国内专业从事薄膜电容研发、生产与销售的主要企业之一，薄膜电容规模位列中国第一、全球前三（前两位是日本的尼吉康和松下）。

**业绩增长提速，行业驱动力转换。**2020 年公司实现营收 18.91 亿元，同比上升 12.51%；归母净利润 5.56 亿元，同比上升 21.85%；2021 年一季度公司实现营收 5.81 亿元，同比增长 67.96%；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 78.08%。业绩增速提升主要受益于：1) 2020 年受疫情等因素影响，基数较低；2) 新能源（光伏、风电）、新基建、新能源车等下游市场需求提升；3) 业务结构调整导致新能源及新能源车占比提高。目前，薄膜电容市场的驱动力已由传统行业（照明、家电等）转向新需求（新能源车、光伏、风电等），公司的产品结构向高景气业务调整将为其发展带来新机遇。

**公司优势归纳。**公司主要优势有三：1) 领先的技术优势：公司是全球最早从事薄膜电容器的厂商之一，长期重视技术研发，技术水平与日本行业龙头尼吉康、松下处于同一层级；2) 产品结构转型较为成功：2020 年新能源汽车、新能源（光伏+风电）、工控、家电的营收占比分别为 18%、30%、31%、14%；3) 公司规模全球领先，盈利能力/财务能力均明显优于同业。

**盈利预测、估值与评级：**公司充分受益于：1) 薄膜电容附加价值提升；2) 行业驱动力转换；3) 扩产产品产销量不断增长。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.01/3.69/4.71 元。目前股价处于历史高位，但我们依旧看好公司长期发展，给予公司 2022 年 38x 估值，对应每股价值 140.23 元，相比 5 月 27 日股价 121.45 元存在 15.46% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；外部环境波动风险；汇率变动风险。

### 证券研究报告

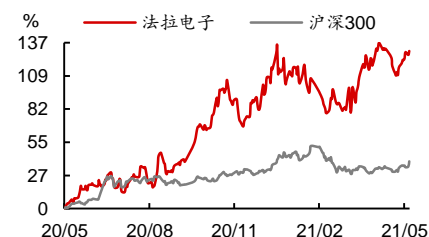
2021 年 05 月 27 日

评级(首次)	增持
目标价(首次)	140.23 元
收盘价(2021/05/27)	121.45 元
潜在上行空间	15.46%

### 基本数据

总股本(百万股)	225
流通股本(百万股)	225
总市值(亿元)	273
流通市值(亿元)	273
52 周最高/最低价(元)	121.45/52.58
30 日日均成交额(百万元)	216.19

### 股价走势图



### 分析师

先进制造研究团队

张新和

xinhe.zhang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120001

## 盈利预测

### 盈利预测简表

	2020A 实际	2021E 预测	2022E 预测	2023E 预测
营业收入(百万元)	1890.57	2329.68	2870.04	3608.09
营业收入增长率(%)	12.51%	23.23%	23.19%	25.72%
净利润(百万元)	555.56	677.27	830.31	1059.89
净利润增长率(%)	21.85%	21.91%	22.60%	27.65%
EPS(元/股)	2.47	3.01	3.69	4.71
市盈率(P/E)	43.56	40.35	32.91	25.78
市净率(P/B)	8.36	7.65	6.21	5.00

资料来源：野村东方国际证券，股价为 2021/05/27 收盘价

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1891	2330	2870	3608
%同比增速	13%	23%	23%	26%
营业成本	1057	1285	1601	1999
毛利	833	1044	1269	1609
%营业收入	44%	45%	44%	45%
税金及附加	20	25	31	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	37	47	57	73
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	111	142	173	218
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	75	94	115	145
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	-8	-21	-34	-50
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-6	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	16	19	24	30
投资收益	20	25	30	38
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	31	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	655	801	981	1253
%营业收入	35%	34%	34%	35%
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	657	802	983	1254
%营业收入	35%	34%	34%	35%
所得税费用	92	112	138	176
净利润	564	690	845	1079
%营业收入	30%	30%	29%	30%
归属于母公司的净利润	556	677	830	1060
%同比增速	22%	22%	23%	28%
少数股东损益	9	12	14	19
EPS (元/股)	2.47	3.01	3.69	4.71

## 基本指标

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.47	3.01	3.69	4.71
BVPS	12.87	15.88	19.57	24.28
PE	43.56	40.35	32.91	25.78
PEG	1.99	1.84	1.46	0.93
PB	8.36	7.65	6.21	5.00
EV/EBITDA	35.20	33.25	26.91	20.64
ROE	19%	19%	19%	19%
ROIC	17%	17%	17%	18%

资料来源：野村东方国际证券

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	753	1327	2045	2953
交易性金融资产	616	616	616	616
应收账款及应收票据	668	800	995	1247
存货	363	420	532	661
预付账款	4	4	6	7
其他流动资产	429	430	431	433
流动资产合计	2833	3598	4626	5917
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	17	17	17	17
固定资产合计	612	617	621	625
无形资产	69	78	88	98
商誉	19	19	19	19
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	100	100	101	101
资产总计	3650	4429	5472	6778
短期借款	10	0	0	0
应付票据及应付账款	475	545	692	859
预收账款	2	5	5	7
应付职工薪酬	90	110	136	170
应交税费	65	71	91	113
其他流动负债	11	11	15	18
流动负债合计	653	742	940	1167
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	37	37	37	37
其他非流动负债	19	19	19	19
负债合计	709	798	996	1224
归属于母公司的所有者权益	2895	3572	4403	5462
少数股东权益	46	58	73	92
股东权益	2941	3631	4476	5554
负债及股东权益	3650	4429	5472	6778

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	355	619	747	928
投资	190	0	0	0
资本性支出	-131	-59	-59	-59
其他	20	25	30	38
投资活动现金流净额	78	-34	-29	-21
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	10	-10	0	0
筹资成本	-300	0	0	0
其他	-10	0	0	0
筹资活动现金流净额	-300	-10	0	0
现金净流量	126	574	718	908

## 正文目录

核心摘要：驱动力转换，享受长期竞争优势 .....	4
驱动力转换，薄膜电容龙头扬帆再起 .....	4
技术助推转型，盈利/财务优势显著 .....	4
知日鉴中：后发布局汽车电子，享受长期竞争优势 .....	4
驱动力转换，薄膜电容龙头扬帆再起 .....	5
主业聚焦薄膜电容，下游应用领域广泛 .....	5
公司营收稳步增长，拓展光伏风电、新能源车市场 .....	6
技术助推转型，盈利/财务优势显著 .....	9
注重自主创新研发，多项技术获得认证 .....	9
高景气业务占比逐步扩大，下游客户多为行业龙头 .....	10
规模全球前三，盈利能力行业领先 .....	12
盈利预测 .....	15
关键假设 .....	15
盈利预测与投资评级 .....	15
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司股权结构 .....	5
图表 3：公司主要产品 .....	6
图表 4：公司营业收入及增速 .....	7
图表 5：公司归母净利润及增速 .....	7
图表 6：公司各业务占比 .....	8
图表 7：公司国内外收入占比 .....	8
图表 8：公司毛利率与净利率变化 .....	8
图表 9：公司研发投入及占营收比例 .....	9
图表 10：公司研发人员及占员工比例 .....	9
图表 11：公司参与起草的行业国家标准 .....	10
图表 12：公司前五大客户占比 .....	11
图表 13：公司客户展示 .....	11
图表 14：公司 2020 年不同领域产品营收占比情况 .....	12
图表 15：公司薄膜电容器产品平均单只营收贡献 .....	12
图表 16：业内主要企业历史产销量对比 .....	12
图表 17：公司产销量及产销率 .....	13
图表 18：同业公司毛利率对比 .....	13
图表 19：同业公司净利率对比 .....	13
图表 20：同业公司机器设备周转率对比 .....	14
图表 21：同业公司设备投资营收比 .....	14
图表 22：公司历年的预付设备款及预付工程款 .....	14
图表 23：公司每年的净现金头寸 .....	14
图表 24：公司业务分拆 .....	15
图表 25：公司盈利预测 .....	16
图表 26：可比公司估值分析 .....	16
图表 27：公司历史 PE-Band .....	17
图表 28：主要薄膜电容公司历史 PE 对比 .....	17

# 核心摘要：驱动力转换，享受长期竞争优势

厦门法拉电子股份有限公司前身是成立于 1955 年的“竹器合作社”，于 2002 年在上交所上市。自 1967 年转型从事薄膜电容业务以来，公司专注于薄膜电容及其金属化膜的制造与研发。公司产品下游应用广泛，其中家电行业竞争激烈、照明行业因 LED 技术革新而导致相关需求下降；但新能源（含新能源汽车、光伏、风电）领域的需求增长，成为公司业务未来的成长驱动力。

## 驱动力转换，薄膜电容龙头扬帆再起

公司薄膜电容器下游应用领域广泛，公司产品覆盖行业包括家电、照明、通讯、工业控制、新能源汽车、光伏、风电等。公司具有规模优势，且产品技术能力领先，获得各领域国内外知名客户的认可。2020 年公司新能源汽车、新能源（光伏+风电）、工控、家电的营收占比分别为 18%、30%、31%、14%。薄膜电容器的行业驱动力已经从传统行业逐步转变为新能源（光伏、风电）及新能源汽车，下游市场需求旺盛的发展潜力为行业企业带来光明前景。

## 技术助推转型，盈利/财务优势显著

公司历来重视自主研发，逐步形成自身研发体系，由电容器设计开发延伸至材料应用、工装模具开发、生产设备开发等多个方面。目前公司已在薄膜电容器行业的技术制高点上占据一席之地，与日本松下、尼吉康等处于同一层级。公司还整合了工艺、设备、管理优化成本，叠加产品结构优化、规模优势等方面的竞争优势，盈利能力常年维持较高水平，近年来毛利率总体维持在 40% 以上，净利率也超过 25%，显著高于同业。除去公司长期来为降低成本所进行的努力外，公司对设备投资的谨慎态度也是盈利能力较强的主因。

此次公司重启扩产后，或将对其财务指标造成一定的负面影响，但我们认为公司整体财务状况良好，扩产是公司业绩进一步上行的必要投入，长期来看利大于弊。此外，扩产也并不意味着公司的盈利能力必然会因此受损。目前新能源汽车、光伏等下游需求增长迅速，扩产重心或将放在车用及光伏等方面。

## 知日鉴中：后发布局汽车电子，享受长期竞争优势

在《从日本薄膜电容龙头看汽车电子部件的机遇》中，我们发现，日本企业在车载市场优势较大，早年 xEV 用薄膜电容几乎被松下、尼吉康所垄断，日本企业的发展历程对中国厂商的未来机遇有巨大的启示作用。我们研究了三家日本薄膜电容龙头企业的发展历程，发现规模定制化是其成功主因。然而，在未来汽车 OEM 必须面对的主要课题中，如何缩短车辆开发周期、降低开发/制造成本，同时把核心资源投放于附加价值性较高的新技术领域是整车厂的核心矛盾点。我们认为，日本汽车产业所擅长的“系列关系”、“磨合”文化，在闭环式的日本本土汽车产业链中形成了巨大的优势，然而未来新能源车的主要市场集中在中国、欧洲等国家地区，在产业链被逐步打开之后，曾经的优势很难成为维持日本汽车产业链核心竞争力的源泉；中国企业或可采用后发优势战略，借鉴日系龙头经验，在材料、设备端从外购逐步向国产化推进，长期实现降本降价并提升全球市场占有率。



# 驱动力转换，薄膜电容龙头扬帆再起

## 主业聚焦薄膜电容，下游应用领域广泛

厦门法拉电子股份有限公司前身是“竹器合作社”，成立于1955年，于2002年在上交所上市（600563.SH）。自1967年转型从事薄膜电容业务以来，公司专注于薄膜电容和薄膜电容用金属化膜的制造与研发。目前，公司每年产能达到45亿只薄膜电容、2500吨金属化膜。公司产品的技术、质量及服务通过多项标准认证、得到客户认可，为各类整机客户如照明、通讯、家电、工业控制、新能源汽车等提供薄膜电容“一站式”解决方案。公司主要产品包括薄膜电容、电力电子电容、交流电动机电容、灯具电容、金属化膜等。公司是国内专业从事薄膜电容研发、生产与销售的主要企业之一，连续三十三届入选中国电子元件百强，薄膜电容规模位列中国第一、全球前三（前两位是日本的尼吉康和松下）。

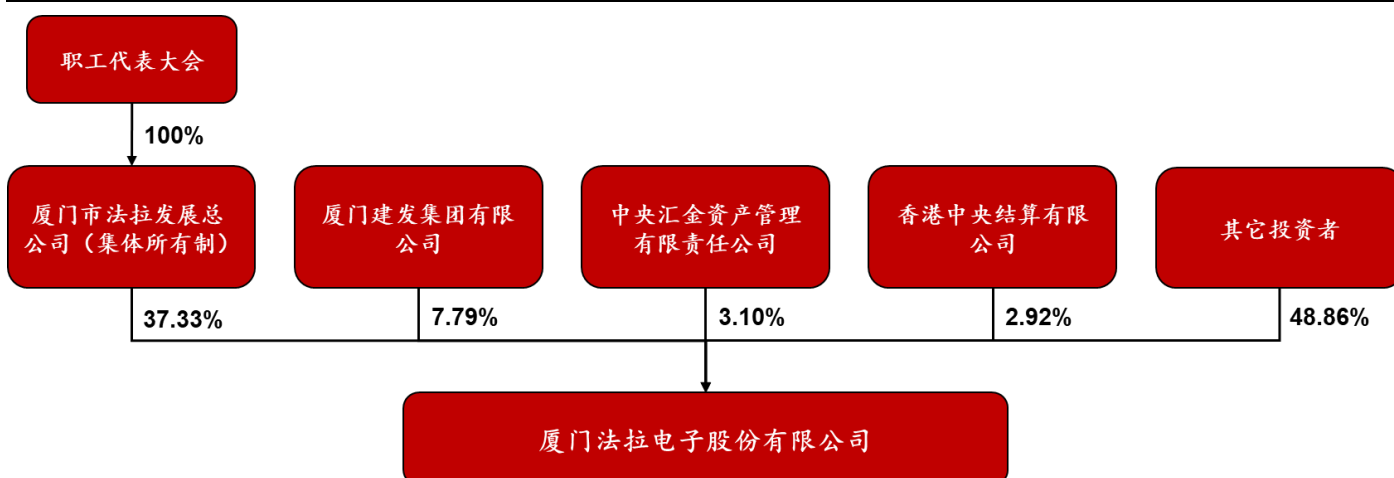
图表 1：公司发展历程

时间	历史沿革
1955	公司前身“竹器合作社”成立。
1967	转型开始从事薄膜电容器业务。
1970	更名为厦门市电容器厂。
1983	引进国外技术与设备，实现自动化生产。
1994	开发出铝金属化膜，产品向上游延伸，缩短电容器产品的交货时间。
1998	改制为厦门法拉电子股份有限公司。
2002	法拉电子在上交所挂牌上市
2007	规模达到世界第三
2011	获得荷兰皇家飞利浦授予2010年度的创新成长奖（即最高等级白金供应商）。
2020	连续三十三届进入中国电子元件百强。

资料来源：公司官网，公司公告，野村东方国际证券

法拉电子是集体所有制公司，第一大股东是厦门市法拉发展总公司（持有公司37.33%的股份），实际控制人为厦门市法拉发展总公司职工代表大会。公司前十大股东中有六个是证券投资基金，占比不高，股权结构较为分散。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司官网，公司公告，野村东方国际证券

公司业务为电子元器件，占营收比例100%，其中以电容及电容用金属化膜为主，具体产品可分为五个系列：

**1) 薄膜电容系列：**主要产品包括表面贴装电容器、聚苯乙酯膜电容器、聚酯膜电容器、聚丙烯膜电容器、抑制电源电磁干扰电容器、电容降压专用电容器、精密电容器等。

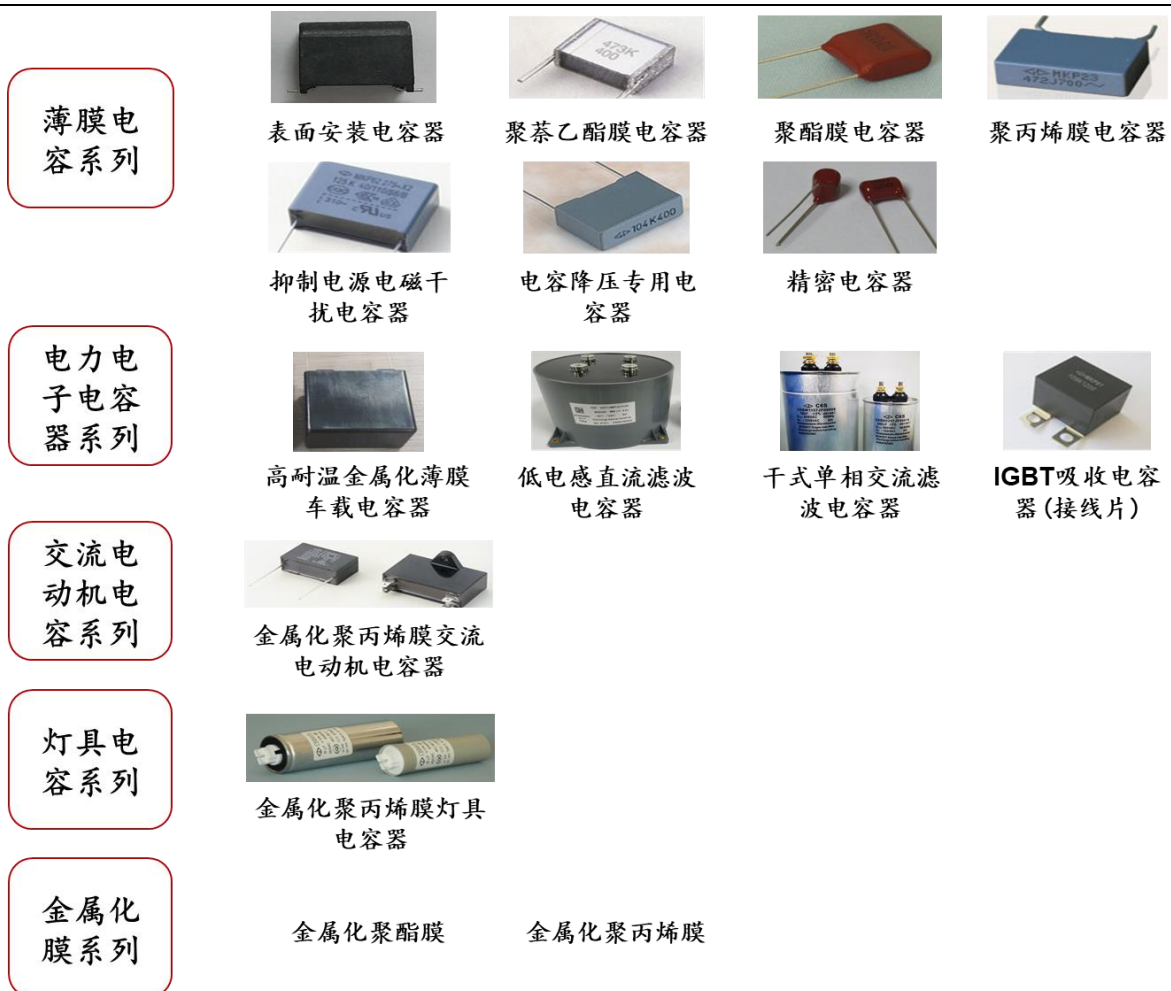
**2) 电力电子电容器系列：**主要产品包括金属化聚丙烯膜脉冲电容器、高耐温金属化薄膜车载电容器、低电感直流滤波电容器、干式单相交流滤波电容器、干式无功功率补偿电容器、油式交流滤波电容器、PCB 用 DC-Link 电容器、IGBT 吸收电容器(接线片)、三相电力电子电容器(组合)等。

**3) 交流电动机电容系列：**主要产品包括安全等级 S3(P2)的金属化聚丙烯膜交流电动机电容器、金属化聚丙烯膜交流电动机电容器、金属化聚丙烯膜交流电动机电容器、金属化聚丙烯膜交流电动机电容器等。

**4) 灯具电容系列：**主要产品包括金属化聚丙烯膜灯具电容器(防爆)、金属化聚丙烯膜灯具电容器、金属化聚丙烯膜灯具电容器、金属化聚丙烯膜灯具电容器等。

**5) 金属化膜系列：**主要产品包括：金属化聚酯膜、金属化聚丙烯膜等。

图表 3：公司主要产品



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

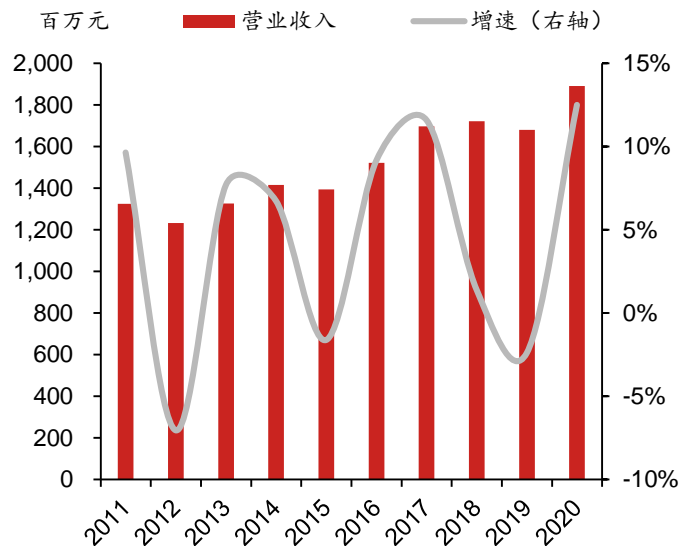
## 公司营收稳步增长，拓展光伏风电、新能源车市场

从历史上来看，公司营收及归母净利润虽有波动，但整体维持逐年上升的趋势。2020 年公司实现营收 18.91 亿元，同比上升 12.51%；实现归母净利润

5.56 亿元，同比上升 21.85%。2011 年到 2020 年期间，公司营收 CAGR 为 4.03%，归母净利润 CAGR 达 7.88%。整体来看，公司业绩增长较为稳定，近年来主要受益于新基建及新能源领域需求的迅速增长，业绩增速有所提升。

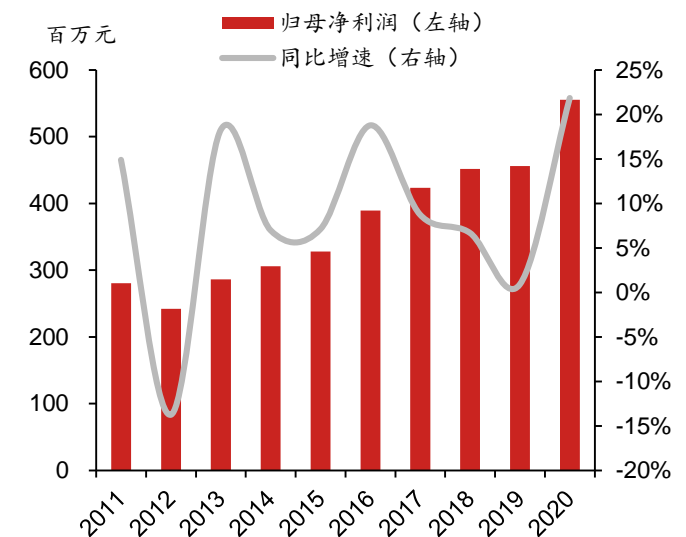
2021 年一季度公司实现营业收入 5.81 亿元，同比增长 67.96%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 78.08%，增速较此前有了较大的提高，主要受益于 2020 年的低基数及下游市场（新能源、新基建、新能源车等）的快速发展。

图表 4：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 5：公司归母净利润及增速

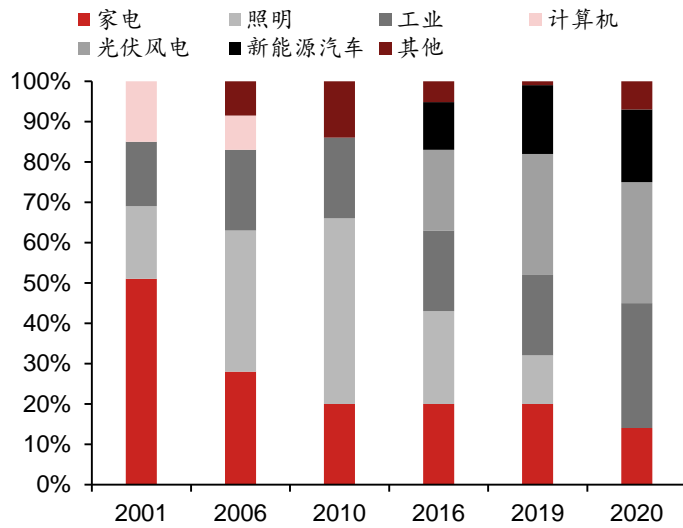


资料来源：Wind，野村东方国际证券

公司产品主要有五大下游应用领域：光伏风电、新能源汽车、工业控制、家电、及照明行业。近年来，各国政府大都推出了对新能源汽车的优惠政策，带动需求增长；光伏风电市场受成本下降因素驱动，整体需求也快速增长。跟随市场趋势，公司业务重心逐渐从传统的家电、照明行业转移至光伏风电、新能源汽车。尤其是在 2020 年，由于疫情的影响，国内外市场发生了较大变化，疫情带动了远程视频设施、防疫物资生产设备、医疗、服务器、数据中心、消杀照明等市场需求的增长，但也导致了传统家电市场需求的下降。

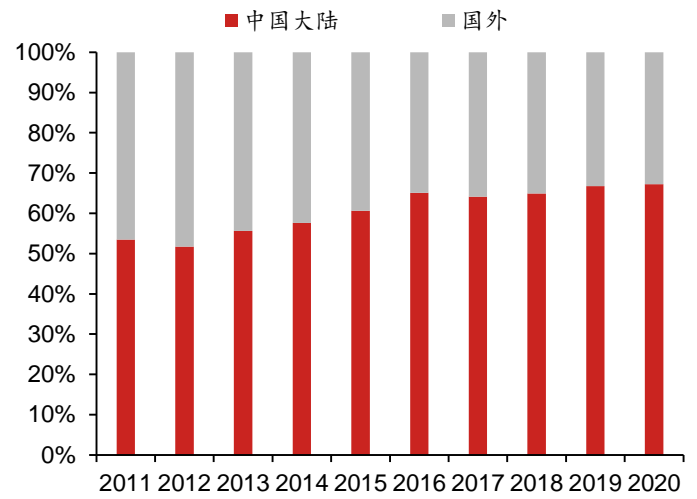
分地区来看，公司国内外收入稳步提升，国内市场占比有逐年扩大趋势，而国外市场占比相应缩小。2020 年国内市场实现收入 12.46 亿元人民币，占比 67.21%（2011 年：53.46%），同比增长 13.37%；国外市场实现收入 6.08 亿元人民币，占比 32.79%（2011 年：46.54%），同比增长 11.24%。

图表 6: 公司各业务占比



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

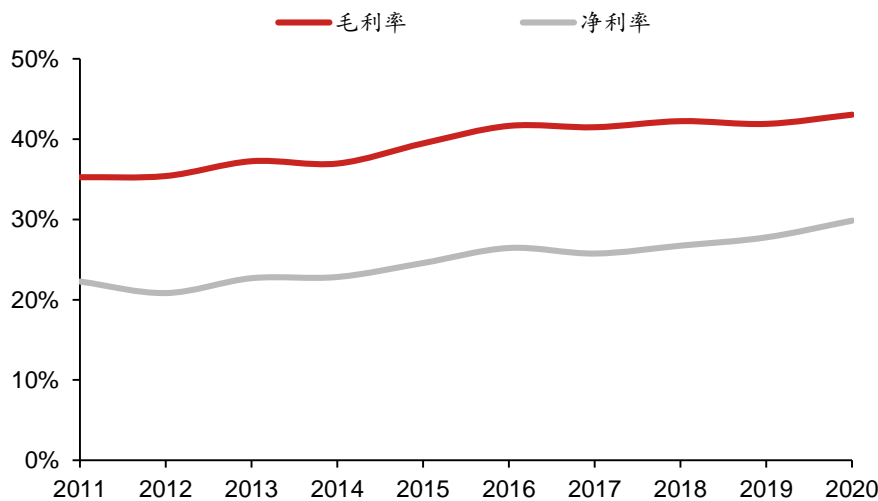
图表 7: 公司国内外收入占比



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

公司毛利率近年来总体维持在 40% 以上, 净利率则维持在 25% 以上, 并且逐年稳步提升。2020 年公司毛利率为 43.06%, 同比上升 1.15 个百分点; 净利率为 29.85%, 同比上升 2.09 个百分点。2021 年一季度公司毛利率与净利率依旧维持在较高水平, 分别为 43.98% 及 28.96%, 同比上升 2.03 及 1.34 个百分点。

图表 8: 公司毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 野村东方国际证券



# 技术助推转型，盈利/财务优势显著

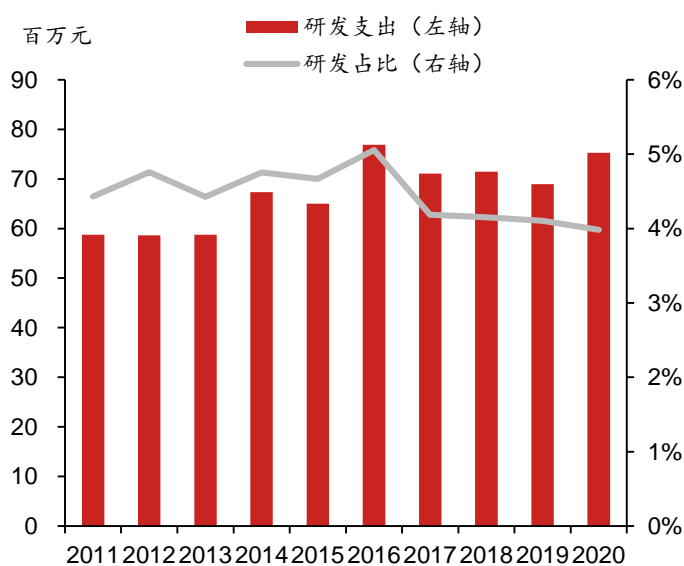
## 注重自主创新研发，多项技术获得认证

公司是全球最早从事薄膜电容器的厂商之一，历史可追溯至 20 世纪 60 年代，在工艺技术方面处于全球第一阵营。公司历来重视自主研发，逐步形成自身研发体系，由电容器设计开发延伸至材料应用、工装模具开发、生产设备开发等多个方面。目前公司已在薄膜电容器行业的技术制高点上占据一席之地，与日本松下、尼吉康等处于同一层级。

公司一直坚持对研发的积极投入。从 2011 年至 2020 年期间，公司研发投入从 5872 万元增长至 7527 万元；研发投入占营收比维持在 4% 左右。公司研发具有前瞻性和原创性，每年至少有 3 个新品成功推向市场，目前新能源汽车用薄膜电容器是公司重要的研发方向。

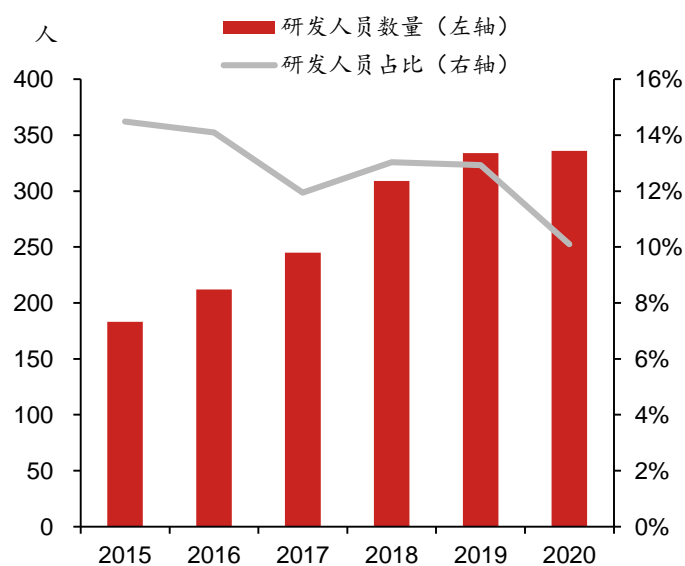
研发团队方面，公司研发人员数量持续上升，占公司总员工人数比相对稳定。从 2015 至 2020 年，公司研发人员占公司总员工数量保持在 10% 以上；公司研发人员总数从 183 人扩大至 336 人，每年保持稳定增长趋势。

图表 9：公司研发投入及占营收比例



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 10：公司研发人员及占员工比例



资料来源：Wind，野村东方国际证券

公司自 2016 起每年参与制定多项行业、国家标准，例如 2016 年公司参与制定了行业标准 SJ/T 11614-2016《电动汽车驱动电机系统用金属化膜电容器规范》。公司参与制定、修订且已发布的国家标准已有 13 项，包括：2016 年发布的 GB/T 3667.1-2016《交流电动机电容器 第 1 部分：总则 性能、试验和额定值 安全要求 安装和运行导则》、2017 年发布的 GB/T 6115.2-2017《电力系统用串联电容器 第 2 部分：串联电容器组用保护设备》、2018 年发布的 GB/T 25121.1-2018《轨道交通 机车车辆设备 电力电子电容器 第 1 部分：纸/塑料薄膜电容器》、2019 年发布的 GB/T 11024.1-2019《标称电压 1 000 V 以上交流电力系统用并联电容器 第 1 部分：总则》等。此外，根据全国标准信息公共服务平台数据，公司参与制定且还未发布的行业国家标准有 11 项。

图表 11：公司参与起草的行业国家标准

标准号	标准中文名称	发布日期	实施日期
GB/T 11024.1-2019	标称电压1000V以上交流电力系统用并联电容器 第1部分：总则	2019-03-25	2019-10-01
GB/T 11024.2-2019	标称电压1000V以上交流电力系统用并联电容器 第2部分：老化试验	2019-03-25	2019-10-01
GB/T 11024.3-2019	标称电压1000V以上交流电力系统用并联电容器 第3部分：并联电容器和并联电容器组的保护	2019-03-25	2019-10-01
GB/T 11024.4-2019	标称电压1000V以上交流电力系统用并联电容器 第4部分：内部熔丝	2019-03-25	2019-10-01
GB/T 25121.1-2018	轨道交通 机车车辆设备 电力电子电容器 第1部分：纸/塑料薄膜电容器	2018-12-28	2019-07-01
GB/T 25121.2-2018	轨道交通 机车车辆设备 电力电子电容器 第2部分：非固体电解质铝电解电容器	2018-12-28	2019-07-01
GB/T 34870.1-2017	超级电容器 第1部分：总则	2017-11-01	2018-05-01
GB/T 6115.2-2017	电力系统用串联电容器 第2部分：串联电容器组用保护设备	2017-09-29	2018-04-01
GB/T 12747.1-2017	标称电压1000V及以下交流电力系统用自愈式并联电容器 第1部分：总则 性能、试验和定额 安全要求 安装和运行导则	2017-07-31	2018-02-01
GB/T 12747.2-2017	标称电压1000V及以下交流电力系统用自愈式并联电容器 第2部分：老化试验、自愈性试验和破坏试验	2017-07-31	2018-02-01
GB/T 19749.1-2016	耦合电容器和电容分压器 第1部分：总则	2016-02-24	2016-09-01
GB/T 3667.1-2016	交流电动机电容器 第1部分：总则 性能、试验和额定值 安全要求 安装和运行导则	2016-02-24	2016-09-01
GB/T 3667.2-2016	交流电动机电容器 第2部分：电动机起动电容器	2016-02-24	2016-09-01

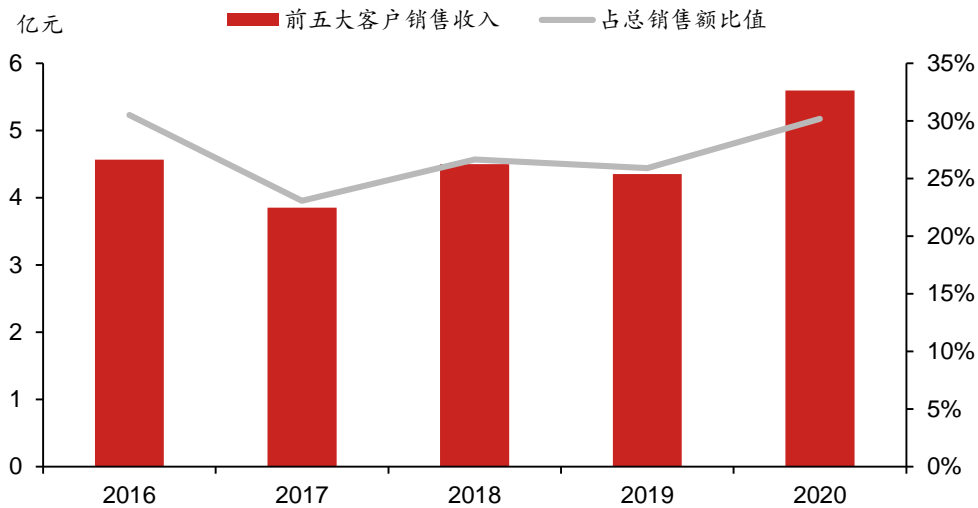
资料来源：全国标准信息公共服务平台，野村东方国际证券

## 高景气业务占比逐步扩大，下游客户多为行业龙头

薄膜电容器下游应用领域广泛，公司产品覆盖行业包括家电、照明、通讯、工业控制、新能源汽车、光伏风电等。公司具有规模优势，且产品技术能力领先，获得各领域国内外知名客户的认可。

在家电、照明等传统业务领域，公司的主要客户有美的、格力、飞利浦等；在工业控制领域，主要客户包括艾默生、麦格米特、汇川技术等；在新能源汽车领域，客户包括上汽、北汽新能源、蔚来、理想、小鹏、比亚迪、大众、奔驰、宝马、吉利、长安、特锐德，应用车型包含小鹏 P7、蔚来 ET7、北汽新能源 ARCFOX 等；在光伏风电领域，公司客户有 Vestas、金风科技、华为、阳光电源、固德威、Power-one、Sma、锦浪科技、科士达等，其中 Vestas（丹麦企业）和金风科技均为风电全球龙头企业（根据彭博新能源数据，2019 年两家企业的全球市占率分别达到 15.82%、13.59%）。此外，公司 2021 年 4 月发布公告，称其已取得 TUV 莱茵 ISO/TS22163:2017 认证证书，该标准是全球轨道交通行业通行的质量标准，为公司在轨交领域的进一步发展奠定基础。由于公司产品的应用领域广泛，其客户结构较为分散，其前五大客户营收合计占比连续多年低于 30%。

图表 12: 公司前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 13: 公司客户展示

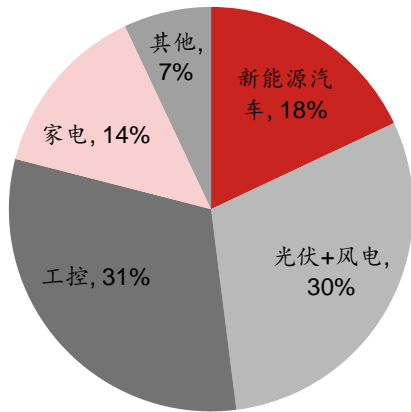
照明家电	美的 Midea, GREE 格力, PHILIPS
工业控制	EMERSON, MEGMEET, Inovance
新能源汽车	NIO 蔚来, 理想, 小鹏, 吉利汽车 GEELY AUTO, BYD 比亚迪汽车, 上汽集团 SAIC MOTOR, BAIC BJEV 北汽新能源, 长安汽车 CHANGAN, BMW, Mercedes-Benz, TERUIDEGYDO
光伏风电	Vestas, 金风科技 GOLDWIND, 固德威 GOODWE, SUNGROW 阳光电源, SMA, HUAWEI, 锦浪科技 JINLONG, KSTAR 科士达, power-one

资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

近年来, 由于国内房地产市场调控、LED 技术革新及替代率提升、以及存量经济下竞争残酷等因素, 家电、照明市场的需求下降较快, 也波及了公司的家电、照明等传统业务。但公司积极拓展汽车、光伏风电、工控等领域并着重传统家电领域的中高端客户, 产品结构持续优化, 汽车、光伏风电、工控的营收占比持续提升, 家电、照明则逐步下降。近年来, 公司薄膜电容器的单个平均营收贡献也呈持续上升态势 (图表 15)。

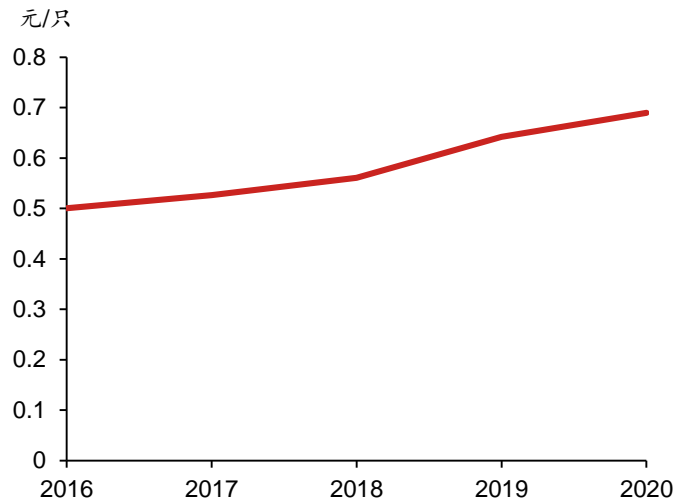
2020 年公司来自新能源汽车、新能源 (光伏+风电)、工控、家电领域的营收占比分别为 18%、30%、31%、14%。目前, 全球汽车智能化、电动化趋势逐步明朗, 而碳中和需求下向光伏、风电等新能源的转型也势在必行。考虑到目前公司在国内新能源车纯电和插电混合市场的市占率已超 40%, 且未来还有不断上升的空间, 而且光伏、风电市场需求将不断提升, 我们认为公司传统业务营收占比或将进一步降低, 而新能源汽车、光伏风电等新需求的占比则会相应提升, 其业绩将随着公司产品结构的转型而出现提升。

图表 14: 公司 2020 年不同领域产品营收占比情况



资料来源:公司公告,野村东方国际证券

图表 15: 公司薄膜电容器产品平均单只营收贡献



资料来源:公司公告,野村东方国际证券

## 规模全球前三, 盈利能力行业领先

整体来看, 公司是国内专业从事薄膜电容器研发、生产与销售的主要企业之一, 薄膜电容器规模位列中国第一、全球前三, 全球范围内仅次于少数日本龙头企业。相较于国内同行业的江海股份和铜峰电子, 公司产销规模具备明显优势。

图表 16: 业内主要企业历史产销对比

公司	产量/销量 (亿只)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
法拉电子	产量	31.49	29.80	31.62	30.08	25.58	27.50
	销量	31.43	29.91	31.72	30.11	25.61	26.88
江海股份	产量	6.91	7.09	10.26	10.13	10.85	11.83
	销量	6.75	6.98	9.86	10.18	10.81	11.56
铜峰电子	产量	0.28	0.41	0.66	0.59	0.54	0.47
	销量	0.27	0.40	0.61	0.58	0.55	0.48

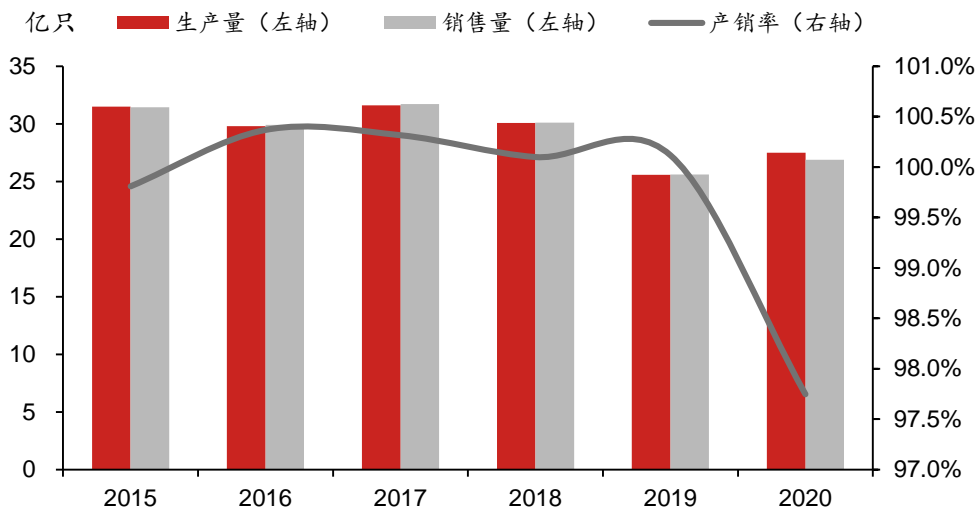
资料来源:各家公司公告,野村东方国际证券。

注:江海股份产销量取自其公告的电子元件产销量。

公司拥有几十年丰富的生产、研发与销售经验, 针对市场发展趋势及要求, 在最近几年加大了对新型能源用薄膜电容器的研发力度, 提高了产品的整体技术水平, 缩短了量产的速度, 使公司具有贴近市场、反应迅速、物流成本低、与客户的技术沟通更便捷等优势。公司近年的产销率保持在 97% 以上, 其中 2016-2019 年产销率均超过 100%。

2017 至 2020 年期间, 公司的薄膜电容器产量分别为 31.62、30.08、25.58、27.50 亿只, 销售量分别为 31.72、30.11、25.61、26.88 亿只。2018-2019 年产销量连续下滑, 主要由于下游需求不景气、家电行业竞争激烈、照明行业因 LED 技术革新而导致薄膜电容器相关需求持续下降所致。在 2020 年, 虽然照明、家电领域的产品销量依旧不见起色, 但随着新能源领域(含新能源汽车、光伏、风电)需求的增长, 出货量重回上升通道。

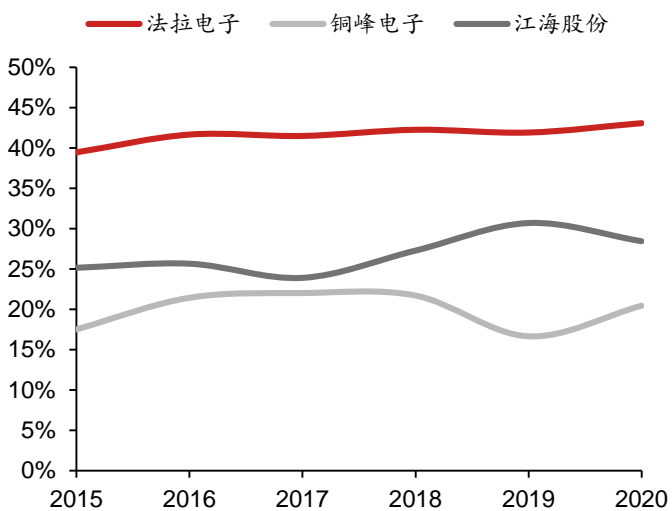
图表 17: 公司产销量及产销率



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

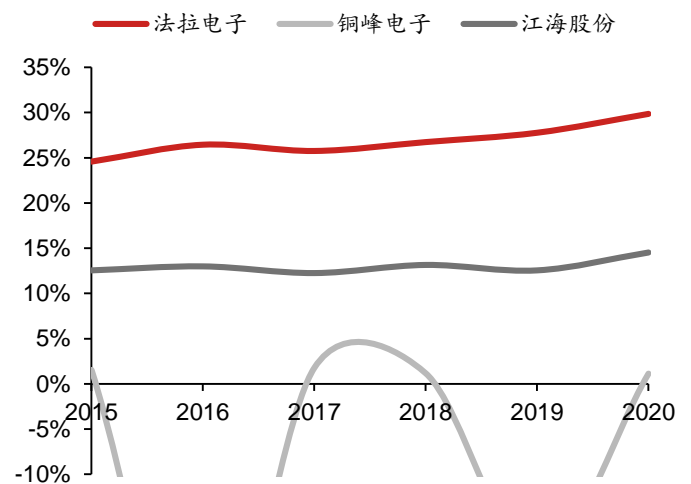
此外, 公司整合工艺、设备、管理优化成本, 叠加产品结构优化、规模优势等方面的竞争优势, 推动盈利能力常年维持较高水平, 近年来毛利率总体维持在 40% 以上, 净利率也在 25% 以上, 显著高于同业。2020 年公司盈利能力进一步提升, 毛利率达到 44.08%, 净利率达到 29.85%。

图表 18: 同业公司毛利率对比



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 19: 同业公司净利率对比

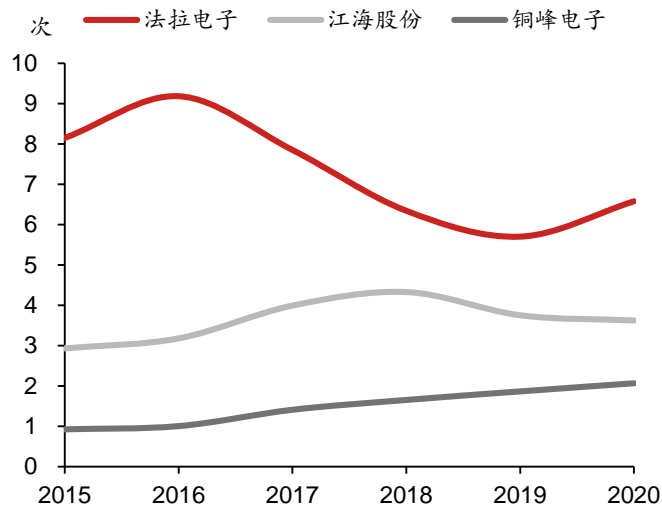


资料来源: Wind, 野村东方国际证券

除去公司长期来为降低成本所进行的努力外, 薄膜电容器设备使用时间较长导致的折旧费用减少也是公司盈利能力较强的重要因素之一 (公司 60 年代就从事薄膜电容器业务, 设备折旧年限都在 5-10 年内, 且公司已经多年没有进行扩产, 目前大部分设备已经完成折旧)。这也是公司的机器设备周转率大幅优于同业的主要原因。

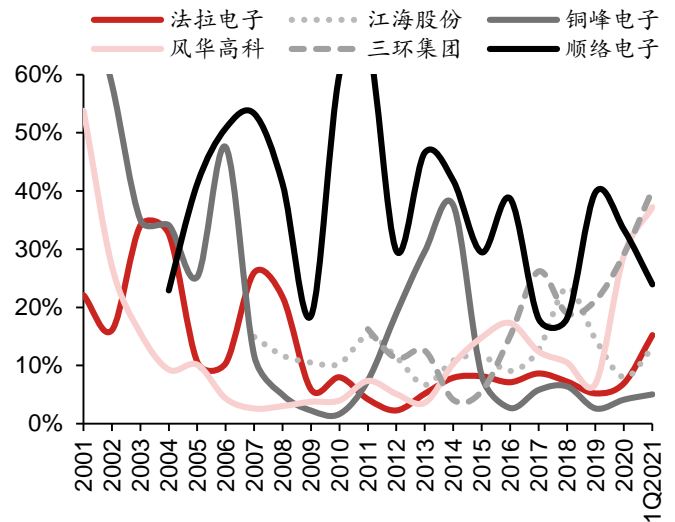


图表 20: 同业公司机器设备周转率对比



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 21: 同业公司设备投资营收比

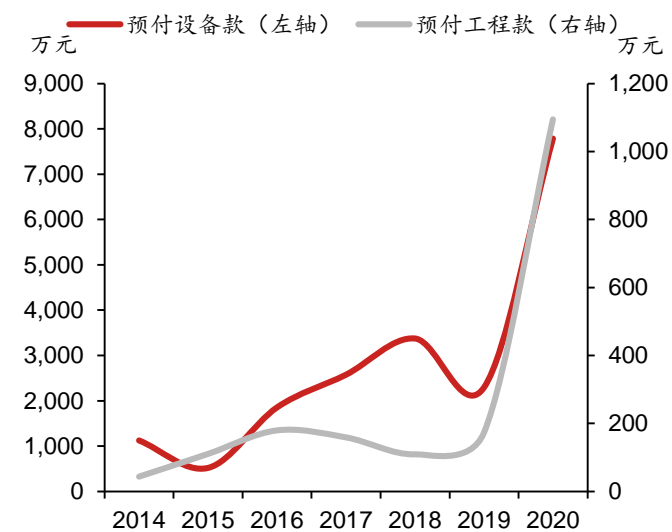


资料来源: Wind, 野村东方国际证券

目前公司主攻的下游产品都处于需求快速增长期。随着下游需求放量, 公司为满足客户需求或将重新开启扩产。事实上, 公司 2020 年的设备预付款及预付工程款已经出现了大幅提高, 分别由 2019 年的 2292/173 万元提升至 7785/1095 万元。此前公司的设备预付款及预付工程款均长期维持在较低水平, 2020 年剧增可能是由于公司开始购置新生产线并进行扩产。公司重启扩产后, 若规模与开支较大, 可能会对其相关财务指标造成一定的负面影响。但我们认为公司财务状况良好, 此次扩产将是公司业绩进一步上行的必要投入, 长期来看利大于弊, 而且扩产也并不意味着公司的盈利能力必然会因此受损。

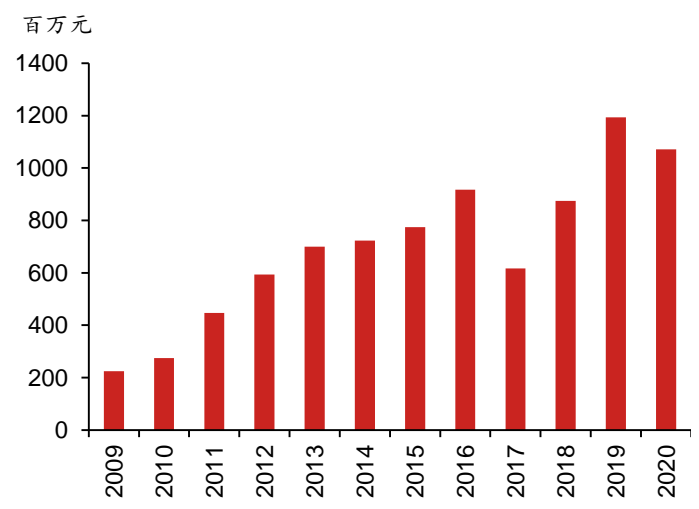
考虑到公司上市以来从未进行定向增发, 并且近期也尚未发布扩产公告, 我们推测公司或将使用自有资金进行扩产。目前新能源汽车、光伏等下游需求增长迅速, 我们认为公司扩产重心或将放在车用及光伏等方面。

图表 22: 公司历年的预付设备款及预付工程款



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 23: 公司每年的净现金头寸



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

# 盈利预测

## 关键假设

公司的业绩核心主要由其电子元器件业务驱动。我们判断公司未来两年的增长点源自：1) 新能源车方面，近年来国内新能源汽车产销两旺、下游需求景气度较高，且公司客户群体也在逐步扩大，这将为推高公司业绩起到积极作用；2) 新能源（光伏、风电）方面，由于碳中和相关政策的逐步推动、叠加光伏、风电生产成本的显著降低，行业装机量将逐步抬升，公司业绩有望受益市场需求增长。

在对公司进行盈利预测时，我们做了如下核心假设：

- 公司工控、家电业务：将维持稳定的小幅增长（约每年同比增长 5-10%）。
- 照明业务：出现小幅下滑（约每年同比下滑 2-5%）。
- 新能源汽车业务：随着市场需求的快速提升，预计公司新能源汽车相关业务在 2021-2023 年间将维持高速增长（约每年同比增长 50%左右）。其中，我们判断 2021 年上半年车企囤货行为将推动销售加快增长，下半年增速或因下游库存堆积而有所放缓。
- 光伏、风电业务：由于下游需求前景较好，预计将维持增长态势。其中，预计光伏相关业务 2021-2023 年增速总体维持高位（约每年同比增长 40-45%）；同期风电业务增速将因市场需求而出现一定波动（约每年同比增长 20-50%）。

总体来看，我们预计公司营收将在未来三年内维持稳定增长，2021-2023 年公司主要营收来源（电子元器件业务）将分别增长 24%/24%/26%。

图表 24：公司业务分析

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>电子元器件</b>					
收入	1645.2	1853.5	2290.8	2829.2	3565.2
同比增速	-2.58%	12.66%	23.59%	23.50%	26.01%
毛利率	41.91%	43.06%	44.00%	43.50%	44.00%
成本	955.65	1055.47	1282.85	1598.51	1996.52
<b>其他业务</b>					
收入	35.1	37.0	38.9	40.8	42.9
同比增速	7.52%	5.40%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	94.49%	95.13%	94.00%	94.00%	94.00%
成本	1.9	1.8	2.3	2.4	2.6
<b>综合</b>					
收入	1680.3	1890.6	2329.7	2870.0	3608.1
同比增速	-2.39%	12.51%	23.23%	23.19%	25.72%
毛利率	43.01%	44.08%	44.83%	44.22%	44.59%
成本	957.6	1057.3	1285.2	1601.0	1999.1

资料来源：公司公告，野村东方国际证券

## 盈利预测与投资评级

基于公司所处行业的发展趋势及对公司业务板块的上述假设，我们预计，2021-2023 年公司将实现营业收入分别为 23.3/28.7/36.1 亿元，同比增长率分别为 23.2%/23.2%/25.7%；实现归母净利润为 6.8/8.3/10.6 亿元，分别同比增长

21.9%/22.6%/27.7%。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.01/3.69/4.71 元，对应 5 月 27 日收盘价 PE 为 40x/33x/26x。

图表 25：公司盈利预测

	2020A 实际	2021E 预测	2022E 实际	2023E 预测
营业收入(百万元)	1890.57	2329.68	2870.04	3608.09
营业收入增长率(%)	12.51%	23.23%	23.19%	25.72%
净利润(百万元)	555.56	677.27	830.31	1059.89
净利增长率(%)	21.85%	21.91%	22.60%	27.65%
EPS(元/股)	2.47	3.01	3.69	4.71
市盈率(P/E)	43.56	40.35	32.91	25.78
市净率(P/B)	8.36	7.65	6.21	5.00

资料来源：野村东方国际证券，股价为 2021/5/27 收盘价

我们采用了相对估值法（PE 法）对公司估值进行测算。我们选取相关行业的江海股份、顺络电子、三环集团为可比公司，行业主要公司 2021/2022 年平均估值为 33x/25x。

图表 26：可比公司估值分析

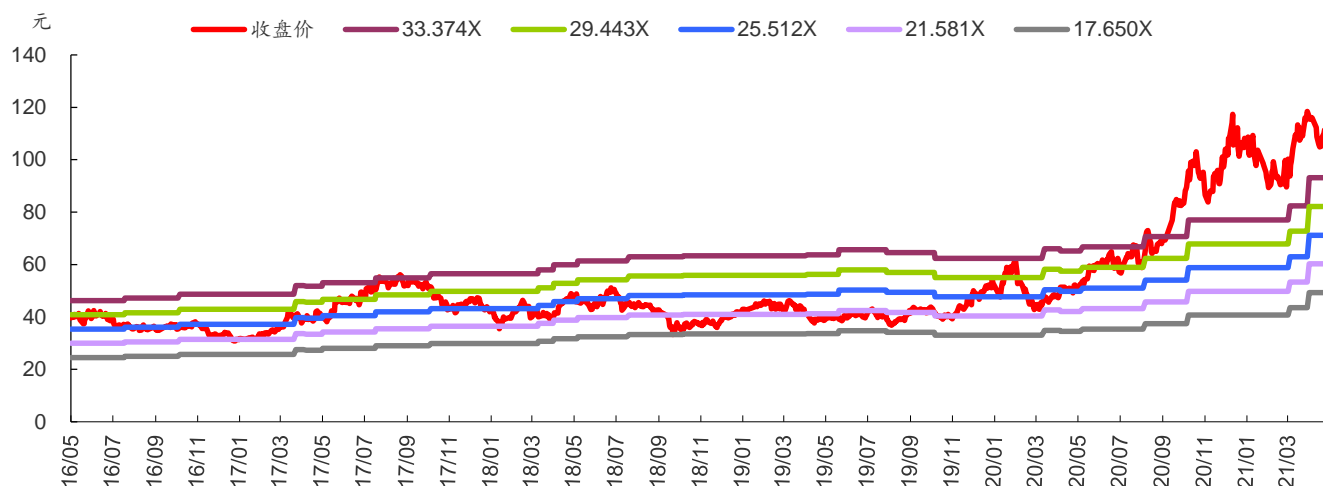
证券代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600563.SH	法拉电子	273.3	121.5	2.47	3.01	3.69	4.71	49.2	40.3	32.9	25.8
002484.SZ	江海股份	106.7	13.0	0.46	0.58	0.73	0.92	28.4	22.3	17.6	14.1
002138.SZ	顺络电子	258.3	32.0	0.73	0.94	1.28	1.56	43.9	34.2	24.9	20.5
300408.SZ	三环集团	698.1	38.4	0.79	1.15	1.56	1.91	48.5	33.4	24.6	20.1
平均								42.5	32.5	25.0	20.1

资料来源：Wind，野村东方国际证券，股价为 2021/05/27 收盘价

注：法拉电子、顺络电子、三环集团 EPS 为野村东方国际预测值，江海股份为 Wind 一致预期。

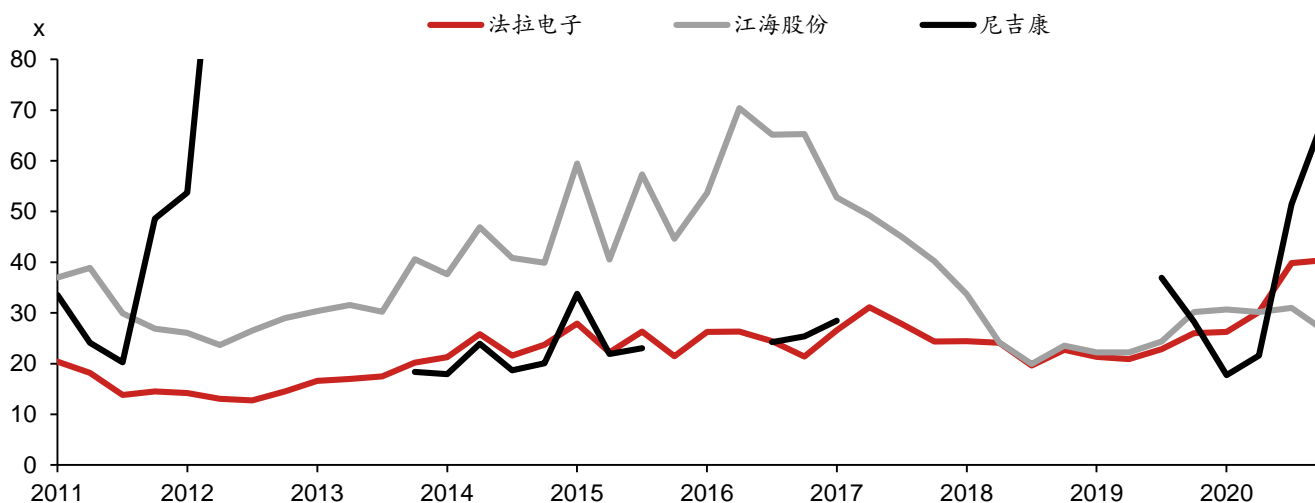
我们认为，法拉电子作为薄膜电容行业龙头，将充分受益于：1) 薄膜电容附加价值提升；2) 行业驱动力转换带来的下游需求提升；3) 扩产产品产销量实现不断增长，未来在新需求（新能源汽车、光伏、风电等）领域的市占率有望不断提升。公司近 5 年历史估值区间处于 18-51x，目前股价处于历史高位，但我们依旧看好公司长期发展，长期业绩成长可消化估值。参考可比公司盈利及估值情况，及公司的行业处于上行周期的因素，按照公司 2022 年 EPS 为 3.69 元，给予过去 5 年历史估值平均，叠加 10%溢价 38x，对应 2022 年每股价值 140.23 元，相比 5 月 27 日股价 121.45 元存在 15.46% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 27: 公司历史 PE-Band



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 28: 主要薄膜电容公司历史 PE 对比



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

注: 主要公司 PE 仅显示 0-80 区间的数据, 部分公司在该显示区间出现空缺主要由于公司业绩出现亏损。

# 风险提示

## 1、原材料价格波动风险

公司产品原材料包括聚丙烯膜、聚酯膜和有色金属等，占公司生产成本比重较大，主要原材料的大幅价格波动会对公司的毛利率及盈利水平带来较大影响。未来若出现公司主要原材料价格上涨而公司产品价格无法相应提高的情况，可能导致公司的利润水平受到挤压，存在盈利能力下降的风险。

## 2、外部环境波动风险

公司产品的出口比例较高，若出现地缘政治形势变化、全球新冠疫情反复、产品销往的国家/地区的政治经济环境变动及贸易保护政策改变等外部环境波动，可能对公司的出口业务造成负面影响。

## 3、汇率变动风险

随着中国经济的持续发展以及人民币汇率市场化进程的不断推进，人民币汇率存在一定的波动风险。若人民币汇率的变动区间逐步扩大，汇率的短期波动过大将会对公司出口业务的经营业绩产生不确定影响。



## 附录

## 绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

## 联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王威 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

## 投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)涨幅 10%以上。
	中性	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)波动在-10%与 10%。
	减持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)跌幅超过-10%。
行业评级	强于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数超越同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。
	中性	预期未来 6-12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)持平。
	弱于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。

## 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职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。