

法拉电子 (600563.SH)

新能源业务引领，穿越周期的专注者迎来收获期

● 法拉电子：薄膜电容行业领导者

薄膜电容具有耐压高、温度特性好、寿命长等优势，广泛用于交直流转换、直流支撑 DC-Link 等领域。2013 年全球薄膜电容器市场规模约为 16-17 亿美元，国内薄膜电容器市场规模约 68 亿元。由于电子设备对于薄膜电容的需求十分稳定且保持上升，整体市场年增速约在 4%-7% 左右。法拉电子具备全面的薄膜电容技术，凭借核心技术与工艺，客户、服务、规模优势，是国内薄膜电容的绝对龙头，并且在国际上也处在第一梯队。

● 新能源业务引领，带动公司业绩重回高增长

2015 年全国新能源汽车销量达 33.1 万辆，较 2014 年大幅增长 3.7 倍。到 2025 年，中国新能源汽车年销量将达到汽车市场需求总量的 20% (预计为 400 万辆)，10 年的复合增长率将达 35%。薄膜电容作为新能源汽车电机用电容的最优选择，依据我们的调研，目前新能源汽车使用的薄膜电容平均单价约 800 元/只，毛利率约 50%。2015 年国内新能源汽车带动薄膜电容需求达 2.65 亿元，其中仅比亚迪薄膜电容需求约 5000 万元。按照 2025 年中国新能源汽车用薄膜电容市场规模将达到 32 亿元。法拉电子作为国内电动汽车薄膜电容主力供应商，销售额迅速提升。目前公司新能源产品产能吃紧，新建厂房有望在 16 年投入生产，新增产能释放后有望为公司带来营收和利润跨越式提升。

● 专注者的启示：下游兴起，专注类厂商将最大程度受益。

通过对电子类厂商 OCI Materials 与 Soulbrain 的比较研究，我们发现，当下游行业进入增长期，执行专注战略的厂商将拥有更强的竞争力，从而以超越下游行业增速的水平最大程度受益。公司战略专注，盈利能力突出，传统照明、通信等领域逐渐趋稳，未来随着下游光伏、风电装机稳步提升，与新能源汽车未来的爆发，公司将最大程度受益。同时公司凭借在薄膜电容中的技术、品牌等优势，逐步向工业控制、医疗电子、高铁等新兴领域拓展，为公司带来新的增长点。

● 盈利预测及评级

我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.46/1.96/2.50 元，对应 PE 分别为 20.14/14.98/11.74。考虑到公司是薄膜电容龙头，新能源业务增长强劲，发展空间广阔，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

新能源业务扩产进度慢于预期；行业景气度下行。

公司评级	买入
当前价格	29.32 元
前次评级	买入
报告日期	2016-03-11

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	225/225
流通 A 股市值 (百万元)	6,932
每股净资产 (元)	7.84
资产负债率 (%)	10.76
一年内最高/最低 (元)	45.82/24.01

相对市场表现



分析师：许兴军 S0260514050002

021-60750532

xxj3@gf.com.cn

相关研究：

法拉电子 (600563.SH)：新	2015-11-02
能源业务引领，业绩逐渐向好	
法拉电子 (600563.SH)：行	2014-08-06
业地位稳固，受益新能源业务	
增长	
法拉电子(600563.sh)：运营	2007-03-09
能力突出，增长前景可期	

联系人：王亮 021-60750632

gzwangliang@gf.com.cn

目录索引

法拉电子：薄膜电容行业领导者	4
薄膜电容：电容器家族中的重要成员	4
核心技术与工艺加成，薄膜电容行业规模效应显著	5
法拉电子：国际薄膜电容领导者	6
新能源业务引领，带动公司重回高增长	8
薄膜电容进入新能源领域，应用广泛	8
新能源汽车获政策大力推进，带动薄膜电容需求	9
风电及光伏稳步推进，增长可期	11
穿越周期的专注者，迎来超行业增速收获期	11
周期的启示：专注型和多元型企业的表现差异	11
再看法拉：穿越周期的专注者	14
盈利预测与投资评级	16
风险提示	17

图表索引

图 1: 不同电容器的优缺点	4
图 2: 主要电容器的用途	4
图 3: 全球电容分类占比	4
图 4: 中国电容分类占比	4
图 5: 全球电容器市场规模	5
图 6: 中国电容器市场规模	5
图 7: 薄膜电容产业链	5
图 8: 薄膜电容制造工序与壁垒	5
图 9: 薄膜电容市场销售壁垒	6
图 10: 公司主营业务构成	6
图 11: 公司下游行业构成 (2015H1)	6
图 12: 公司营收及增速	7
图 13: 公司净利及增速	7
图 14: 公司产品种类	7
图 15: 薄膜电容国内外竞争格局	8
图 16: 新能源领域薄膜电容应用举例	9
图 17: 国内新能源汽车补贴政策	10
图 18: 我国新能源汽车销量及预测	10
图 19: 丰田 Prius 混合动力汽车已采用薄膜电容替代电解电容	10
图 20: 比亚迪新能源汽车销量	11
图 21: 国内风电新增并网装机量及增速	11
图 22: 国内光伏新增装机量及增速	11
图 23: OCIM 收入构成	12
图 24: OCIM 下游行业构成	12
图 25: OCIM 在下游不同阶段的表现	12
图 26: Soulbrain 收入构成	13
图 27: Soulbrain 下游行业构成	13
图 28: Soulbrain 在下游不同阶段的表现	13
图 29: 专注型战略与多元型战略比较	14
图 30: OCIM 估值表现	14
图 31: Soulbrain 估值表现	14
图 32: 公司历史一直专注于薄膜电容制造研发	15
图 33: 公司历史毛利率、净利率保持稳定	15
图 34: 法拉电子毛利率稳定且处于行业高位	16
图 35: 法拉电子净利率稳定且处于行业高位	16
图 36: 公司收入与传统下游联动性	16
图 37: 可比公司估值比较	17

法拉电子：薄膜电容行业领导者

薄膜电容：电容器家族中的重要成员

电容器产品根据材质的不同可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器和薄膜电容器等。其中薄膜电容具有无极性、耐压高、频率响应宽广、温度特性好、寿命长、可金属化提升安全稳定性等优势，但同时单位体积的容量小，价格高。随着成本的下降和技术的提升，薄膜电容在交直流转换、直流支撑DC-Link等等领域起到越来越重要的作用。

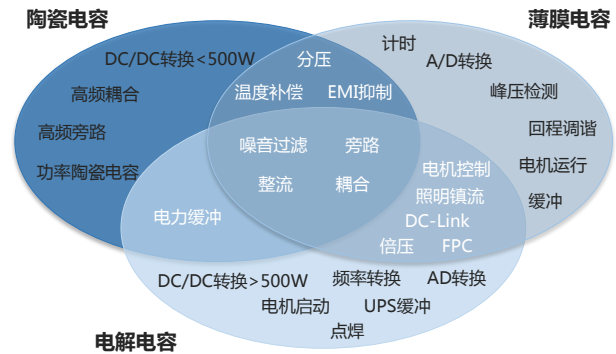
从市场规模上看，根据中国电子元件行业协会的数据，2013年全球电容器市场规模180亿美元，其中薄膜电容器占比9.06%，约为16-17亿美元；国内电容器市场规模773.5亿元，薄膜电容器占比8.7%，约68亿元。由于电子设备对于薄膜电容的需求十分稳定且保持上升，整体市场年增速约在4%-7%左右。

图1：不同电容器的优缺点

介质类型	云母电容	陶瓷电容	铝电解	钽电解	聚酯薄膜
优点	<ul style="list-style-type: none"> 稳定性好 耐高温 高精度 低损耗 	<ul style="list-style-type: none"> 稳定性好 绝缘性好 耐高压 价格低 	<ul style="list-style-type: none"> 容量大 体积小 价格低 	<ul style="list-style-type: none"> 耐高温 寿命长 精度高 机械性好 	<ul style="list-style-type: none"> 温度宽 寿命长 稳定性好 频率宽 耐压高
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 容量小 价格高 	<ul style="list-style-type: none"> 容量小 机械性差 	<ul style="list-style-type: none"> 寿命短 稳定性差 	<ul style="list-style-type: none"> 耐电流弱 价格高 	<ul style="list-style-type: none"> 容量小 价格高

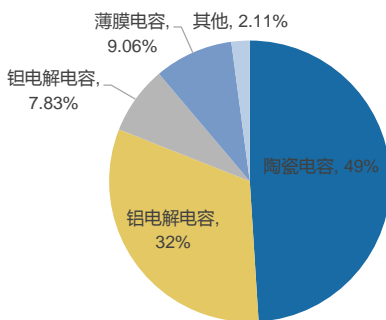
数据来源：广发证券发展研究中心

图2：主要电容器的用途



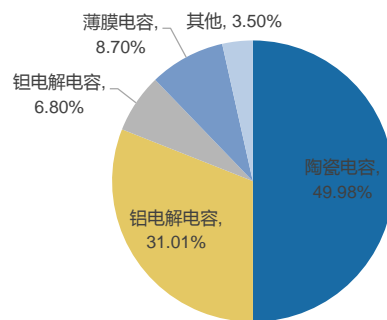
数据来源：广发证券发展研究中心

图3：全球电容分类占比



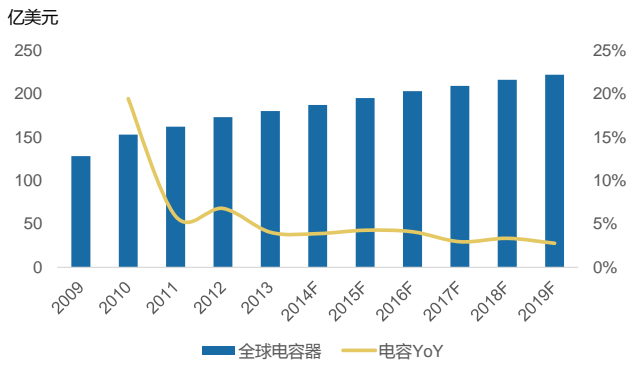
数据来源：中国电子元件行业协会，广发证券发展研究中心

图4：中国电容分类占比



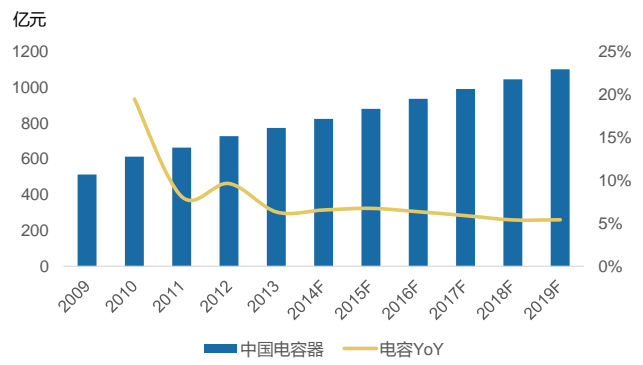
数据来源：中国电子元件行业协会，广发证券发展研究中心

图5: 全球电容器市场规模



数据来源: 中国电子元件行业协会, 广发证券发展研究中心

图6: 中国电容器市场规模



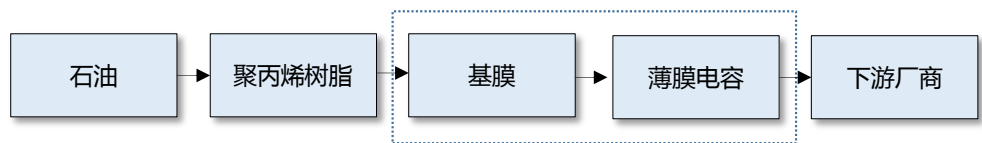
数据来源: 中国电子元件行业协会, 广发证券发展研究中心

核心技术与工艺加成, 薄膜电容行业规模效应显著

从产业链上看, 薄膜电容经由上游的石油、提取出聚丙烯树脂、制作成基膜、制造出薄膜电容、销售至下游厂商。

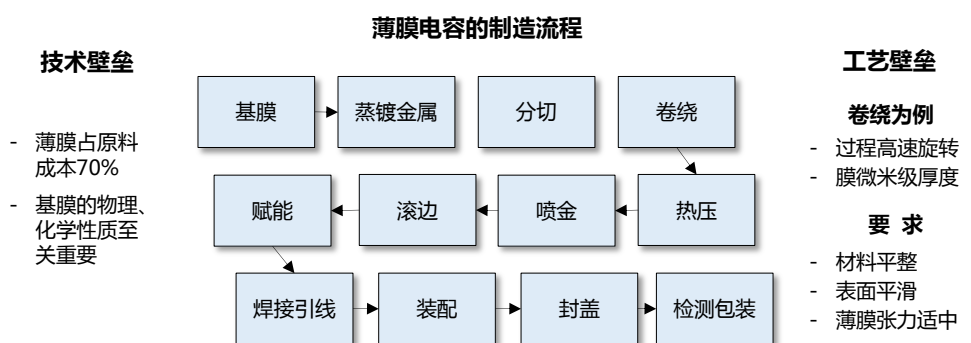
在制造过程中, 厂商主要面临着技术和工艺壁垒。技术上主要是基膜的制备, 基膜一般占原料成本70%以上, 且其性质直接影响电容器的性能; 工艺上, 薄膜电容制造过程中每一项工艺的优劣, 也将影响最终产品的结果。

图7: 薄膜电容产业链



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图8: 薄膜电容制造工序与壁垒



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

在市场销售环节, 薄膜电容厂商也需要越过客户壁垒、服务壁垒和规模壁垒。

- 客户壁垒主要是源于薄膜电容的主要买方为大型企业, 认证周期长达1-4年,

且不轻易变化供应商。

- 另外，随着电子产品一体化、全球化采购趋势的形成，与定制化需求、快速反应需求的提升，使得厂商需要将技术服务移至前端，提高了服务壁垒。
- 而规模壁垒则是由于大型买方的需求多样、标准高，一般不考虑小型企业；以及大型的生产企业本身具有相当的规模经济优势。

图9：薄膜电容市场销售壁垒



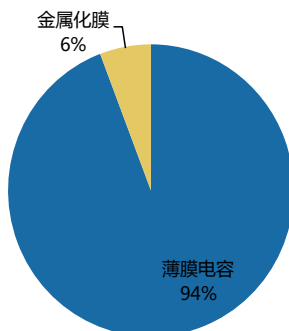
数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

法拉电子：国际薄膜电容领导者 业绩稳定的薄膜电容龙头

法拉电子是一家专业从事薄膜电容器和薄膜电容器用金属化膜制造与研发的公司，年产45亿只薄膜电容器及2500吨金属化膜。公司为各类整机客户如照明、通讯、家电、电源、工业控制、汽车电子、绿色能源等提供薄膜电容器“一站式”解决方案。

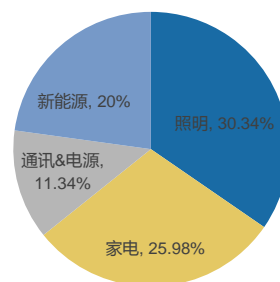
公司的经营十分稳健，过去12年公司收入由上市初2.5亿增长至2014年的14.16亿元，增长近6倍；净利润由上市初4400万元增至2014年的2.98亿元，增长达7倍。除2008年受全球金融危机影响外，公司毛利率稳定在35%-40%，净利率稳定在20%以上。

图10：公司主营业务构成



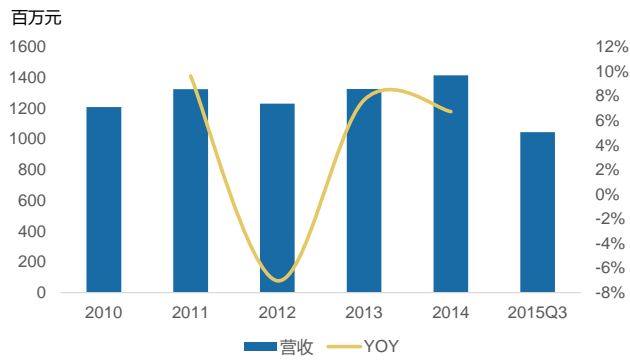
数据来源：广发证券发展研究中心

图11：公司下游行业构成（2015H1）



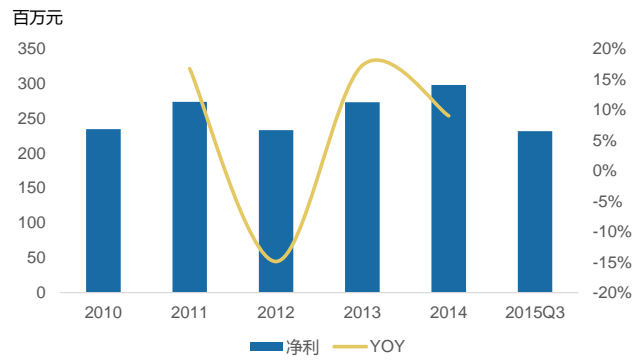
数据来源：广发证券发展研究中心

图12: 公司营收及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 公司净利及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司产品丰富 广受客户认可

在产品品类上, 公司拥有薄膜电容、电力电子电容、交流电动机电容、灯具电容和金属化膜五大系列产品, 并对应不同应用需求推出不同的规格。

公司的收入区域构成上, 国内占比56%, 海外占比44%, 不仅销售区域遍布世界, 更获得了各大核心供应商的充分认可。

图14: 公司产品种类



数据来源: 公司网站, wind, 广发证券发展研究中心

公司竞争力强劲, 为薄膜电容国际领先厂商

从竞争格局上看, 国内薄膜电容厂商普遍数量多、规模小, 营收一般在百万、千万级别, 很少有超过1-2亿; 另外, 厂商一般只做薄膜电容的某一单一应用领域(如照明等), 技术和市场能力均不全面。

国际上, 薄膜电容厂商均为大型厂商, 如日本东丽、日本村田、美国基美、韩

国三和、德国EPCOS、日本松下电工等，厂商不仅仅做薄膜电容，还同时是其他电子元器件、半导体、化学材料等的多元型厂商。国际厂商具备技术优势，但成本处于劣势，随着国内成本优势厂商的崛起，国际厂商逐步放弃传统的薄膜电容业务，转向新能源电容、超级电容等高附加值领域。

法拉电子具备全面的薄膜电容技术，2014年销售额为14.2亿元，为国内薄膜电容的绝对龙头，并且在国际上也处在第一梯队，约列前三。

图15: 薄膜电容国内外竞争格局



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

新能源业务引领，带动公司重回高增长

薄膜电容进入新能源领域，应用广泛

在新能源领域的风电、光伏和新能源汽车等终端中，薄膜电容在直流支撑、IGBT模块的吸收电容等具有十分广泛和成熟的应用。由于这些场景本身对于稳定性、安全性和温度特性宽的要求和薄膜电容的优势十分契合，薄膜电容的应用已成为趋势。早期由于成本和尺寸的原因，这些场景仍以电解电容为主，随着技术的提升以及成本的下降，薄膜电容已逐步替代电解电容在直流支撑、IGBT模块吸收电容等领域的作用。

图16: 新能源领域薄膜电容应用举例



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

新能源汽车获政策大力推进, 带动薄膜电容需求

近年来, 我国石油进口金额巨大、空气污染严重等问题日益受到重视。新能源汽车的尾气排放与传统内燃机汽车相比有着明显的优势, 尤其是在行驶过程中几乎零排放的纯电动汽车对于减轻大气污染作用突出。因此, 新能源汽车的发展与推广成为我国新能源发展战略的重中之重, 国家及地方政策持续跟进, 有力促进了我国新能源汽车的销量。

- 2013年9月国家相关部门出台了《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》, 明确了在2013~2015年, 对消费者购买新能源汽车继续给予免征车辆购置税等补贴。
- 2014年, 多个国家部委出台多项政策, 促进新能源汽车在国内的推广, 各地方也采取加大补贴或其它优惠的方式推广新能源汽车。例如在北京, 购买符合补贴条件的新能源车型, 可享受单独摇号政策, 摇号中签几率大; 上海对于消费者购买新能源汽车用于非营运的, 将免费发放专用牌照。
- 在国家政策支持下, 国内新能源汽车销量快速增长。2015年全国新能源汽车销量达33.1万辆, 较2014年大幅增长3.7倍。国内新能源汽车市场刚刚启动, 未来三年仍将保持高速增长的态势。另外根据国家发布的新能源汽车未来十年发展路线图, 到2025年, 中国新能源汽车年销量将达到汽车市场需求总量的20%(预计为400万量), 10年的复合增长率将达35%。

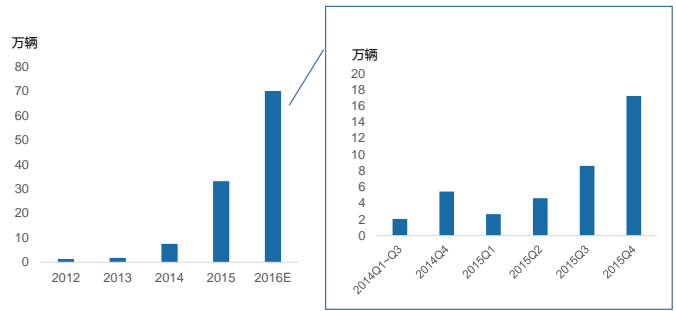
图17: 国内新能源汽车补贴政策

2014年新能源汽车补助				
车辆类型	纯电续航里程R			
	80公里 <=R<150公里	150公里 <=R<250公里	R>=250公里	R>=50公里
纯电动乘用车	3.325万元/辆	4.75万元/辆	5.70万元/辆	---
包括增强式在内的插电式混合动力乘用车	---	---	---	3.325万元/辆

燃料电池车推广应用补助标准	
燃料电池乘用车	19万元/辆

数据来源: 汽车之家, 广发证券发展研究中心

图18: 我国新能源汽车销量及预测



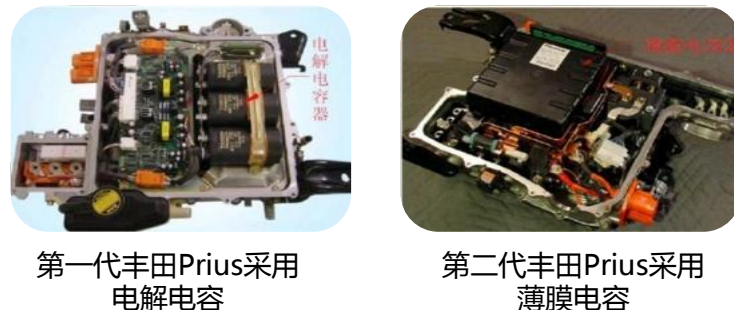
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

新能源汽车需求增长将带动薄膜电容需求的快速增长。在新能源汽车中, 薄膜电容器常见于电机驱动电路、DC/DC转换电路、DC/AC转换电路、电池管理系统等。汽车内部通常工作环境恶劣, 要求电容器耐高温性能强、可靠性高, 寿命长, 薄膜电容相比铝电解电容具备较大的优势。因此全球混动汽车龙头丰田已从第二代Prius开始采用薄膜电容替代电解电容; 国内市场中, 新能源汽车龙头比亚迪也在车型“秦”、“唐”、“E6”等上采用了薄膜电容, 随着政策力度加大与需求的提升, 全球新能源汽车将有广阔的发展空间。

依据我们的调研, 目前新能源汽车使用的薄膜电容平均单价约800元/只, 毛利率约50%。2015年国内新能源汽车销量33.1万辆, 带动薄膜电容需求达2.648亿元。其中仅比亚迪新能源汽车销量6.08万辆, 薄膜电容需求约5000万元。按照2025年, 中国新能源汽车年销量400万量计算, 薄膜电容市场规模将达到32亿元。

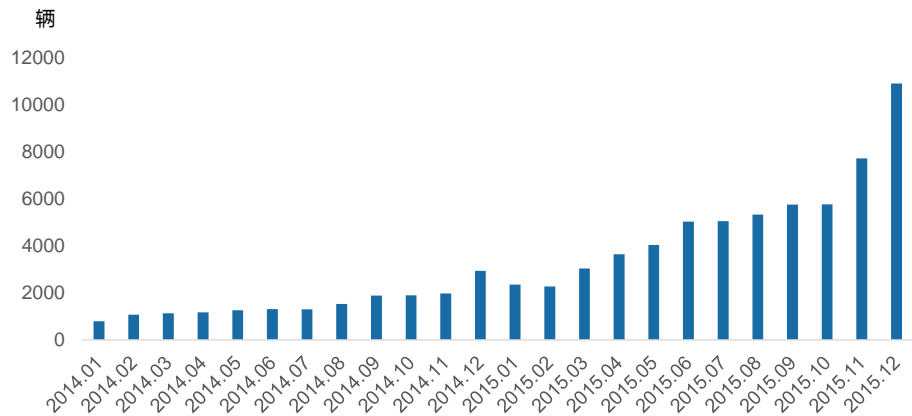
2014年法拉电子电动汽车用薄膜电容器销售2000多万元, 2015年上半年达4000万左右。2015年全年公司电动汽车用薄膜电容器销售将达1.5亿元。此外, 公司位于厦门市海沧区9万平方米地块, 也将主要用于新能源业务的扩产, 预期将在2016年上设备并投入生产, 新能源产能大幅扩充, 未来有望占到公司营收一半份额。

图19: 丰田Prius混合动力汽车已采用薄膜电容替代电解电容



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图20: 比亚迪新能源汽车销量

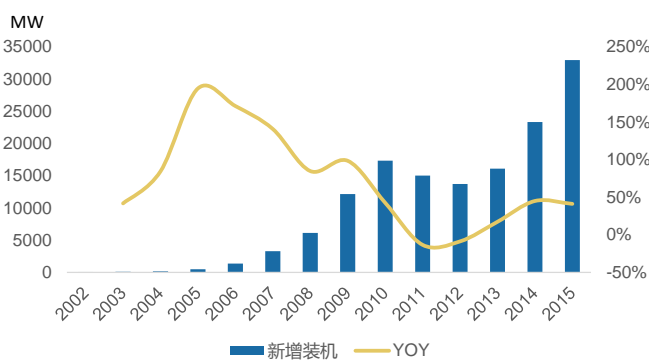


数据来源: 比亚迪, 广发证券发展研究中心

风电及光伏稳步推进, 增长可期

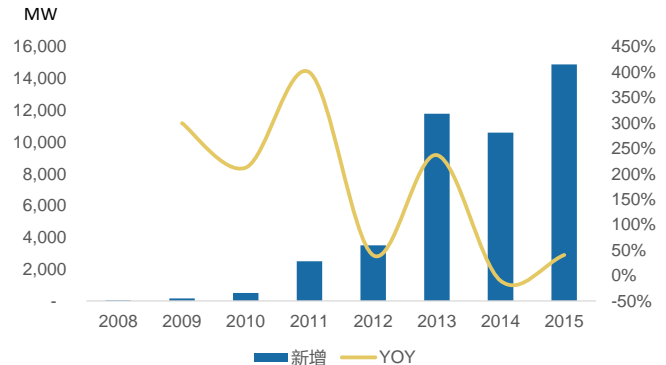
2015年国内风电新增装机约为32.9GW, 光伏新增装机约为14.9GW。按每MV 装机配套薄膜电容2万元计算, 2015年国内光伏、风电用薄膜电容市场规模约为9亿元。未来随着国内新能源电站, 尤其是光伏电站的大量建设, 将继续带动公司薄膜电容销量增长。

图21: 国内风电新增并网装机量及增速



数据来源: 水规总院, 能源局, 广发证券发展研究中心

图22: 国内光伏新增装机量及增速



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

穿越周期的专注者, 迎来超行业增速收获期

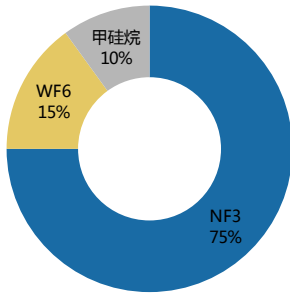
周期的启示: 专注型和多元型企业的表现差异

在下游新能源应用正在爆发, 薄膜电容需求迅速提升之际, 什么样的企业能够以最快速度、最大程度的受益, 我们通过比较OCI Materials与Soulbrain, 发现执行不同战略的企业在下游兴起时表现将有所差异, 我们得出的结论是: 下游兴起时, 专注类企业将以超越下游增速的幅度最大程度受益。

OCIM: LCD面板生产所需特殊气体NF3的专注者

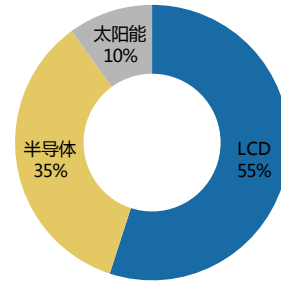
OCIM是一家主要生产LCD面板制造所需特殊气体NF3（三氟化氮）与甲硅烷的厂商。该企业在全球NF3市场份额排名第一（35%市占率），并在甲硅烷市场排名第二（20%市占率）。这两种气体被用于化学气相沉积（CVD）——LCD和半导体制造中的一个重要工序。作为领导厂商，OCIM为SEC、LG Display、SK Hynix海力士等企业供货。从收入构成上来看，公司营收的75%来自于NF3；而从下游行业的构成上来看，LCD面板产业占据公司下游客户55%的比例。毫无疑问，OCIM是一家全力专注于特殊气体，尤其是NF3制造的企业。

图23: OCIM收入构成



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

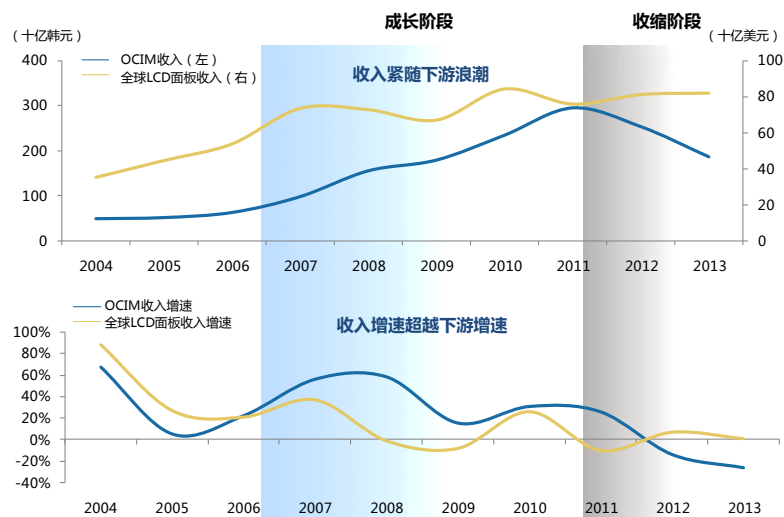
图24: OCIM下游行业构成



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

专注型厂商OCIM在周期中表现展现出如下特点：首先，当下游LCD面板产业进入蓬勃发展的阶段时，OCIM的收入增速紧跟着LCD面板的浪潮；但更为重要的是，由于其专注的策略提高了在关键产品上竞争能力，2006-2011年期间，OCIM的收入增速超越了下游LCD面板收入的增速。与此同时，当下游LCD面板增速放缓时，OCIM的增速同样也受到了较大影响。

图25: OCIM在下游不同阶段的表现



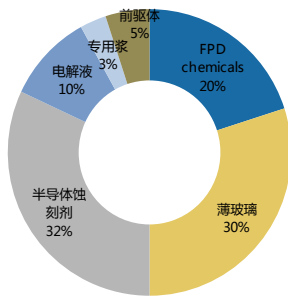
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

Soulbrain: LCD、半导体、电解液多元布局者

Soulbrain是一家生产LCD材料、半导体材料和电解液的厂商。Soulbrain初期是一家生产LCD和半导体用蚀刻剂的厂商，从2006年开始，公司拓展至薄玻璃和电解

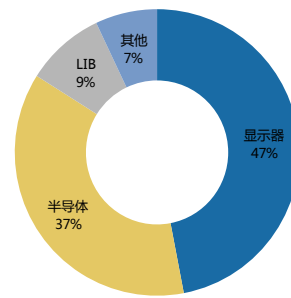
液领域，从收入构成上也同样体现了Soulbrain多元化的布局。而从下游行业构成上看，Soulbrain与OCIM相似，同样的以LCD面板为主要下游行业。

图26: Soulbrain收入构成



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

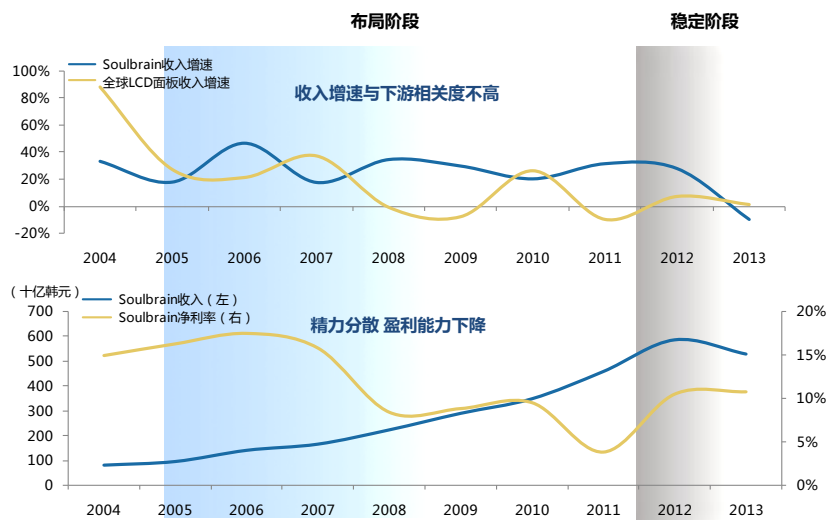
图27: Soulbrain下游行业构成



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

虽然对应着相同的下游行业，多元型厂商Soulbrain在周期中的表现却与专注型厂商OCIM有所差异。首先从收入增速上看，虽然Soulbrain在收入上节节攀升，但收入增速与下游LCD面板增速并无明显的相关性，也并未体现出显著的超越下游的特点；这主要源于Soulbrain的蚀刻剂、薄玻璃等产品并未具备相对其他厂商更为显著的竞争力。而从盈利能力来看，由于多元的布局，导致在布局阶段Soulbrain精力分散，成本高企，公司整体经营利润率不佳。而随着布局的完成，公司的营收和盈利能力才逐渐回暖并上了新台阶。

图28: Soulbrain在下游不同阶段的表现



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

从以上对比中我们得出了如下的结论：当下游行业兴起时，专注型厂商往往能够通过专注所形成的较强竞争力，以超越下游的增速最大程度受益；而多元型厂商则因精力分散往往需要在布局完成阶段才能充分受益。

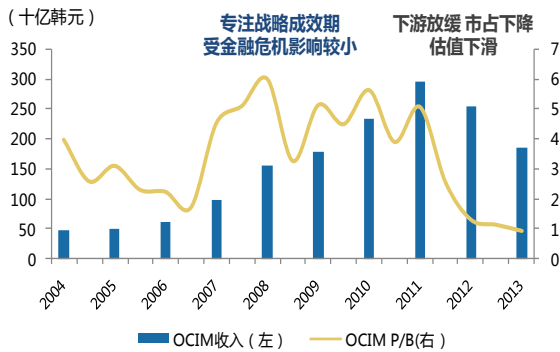
图29: 专注型战略与多元型战略比较

		OCIM	Soulbrain
企业战略		专注型	多元型
下游		LCD	LCD/半导体/智能手机
上升周期	时间	2006-2011	2006-2013
	增长点	NF3产能、市占率提升	盈利变好,多元化产品线
	下游增长	高	一般
	公司增长	高于下游行业	与下游相关度不高
下行周期	时间	2012-2013	2007-2009
	风险	客户调整供应结构	盈利能力下滑
	下游增长	一般	高
	收入增长	低于下游行业	与下游相关度不高

数据来源: 广发证券发展研究中心

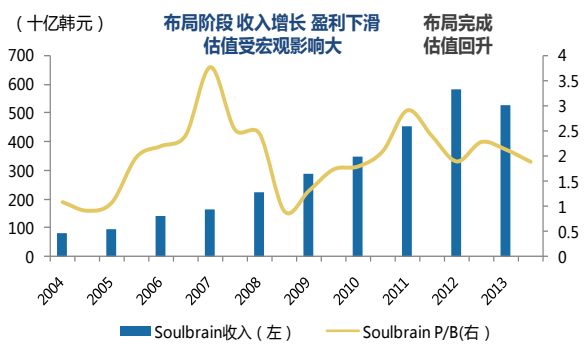
从估值上,我们也可以看出市场对于专注者和多元者认可的差异。OCIM在专注却战略卓有成效的阶段,收入提升的同时估值也明显提升,并且受到宏观金融危机的影响较小;但在下游放缓,市占率、收入下降时,估值明显下滑;而Soulbrain在多元布局阶段,虽然收入上升,但估值却由于盈利能力匮乏和宏观危机影响而下降猛烈,在布局完成后估值逐步回升。

图30: OCIM估值表现



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图31: Soulbrain估值表现



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

再看法拉: 穿越周期的专注者

带着专注者在周期中的启示,我们认为法拉电子在下游即将兴起时,将会以最快速度、最大程度的受益,主要基于以下几个方面:

客户壁垒: 公司具备优质的客户结构

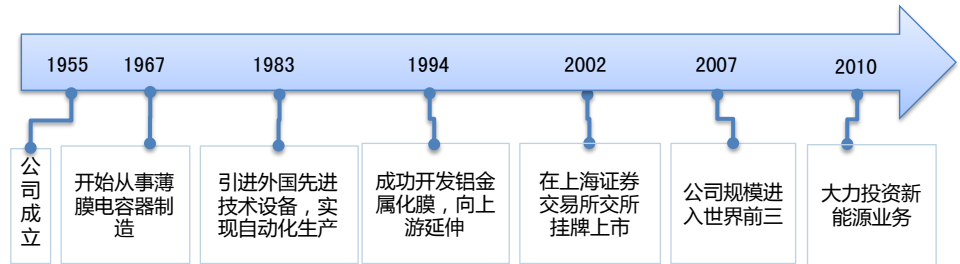
公司的下游行业主要为照明、家电、通信和新能源。在照明领域,公司为荷兰皇家飞利浦的最高等级白金供应商,而飞利浦为传统照明市场的龙头厂商。在家电领域,公司为美的集团、格力电器的核心供应商,均为国际家电巨头。在通信领域,公司是华为的优秀合作伙伴。在新能源领域中,公司客户比亚迪也为国内新能源车

的龙头厂商，客户结构优质。

公司战略：专注薄膜电容五十年

纵向来看，公司自成立以来就一直专注于薄膜电容的研发与制造，近几年来每年均有三个以上新品成功地推向市场。另外，公司从2010年就早早开始布局新能源业务，逐步进行品类的渗透和升级。

图32：公司历史一直专注于薄膜电容制造研发

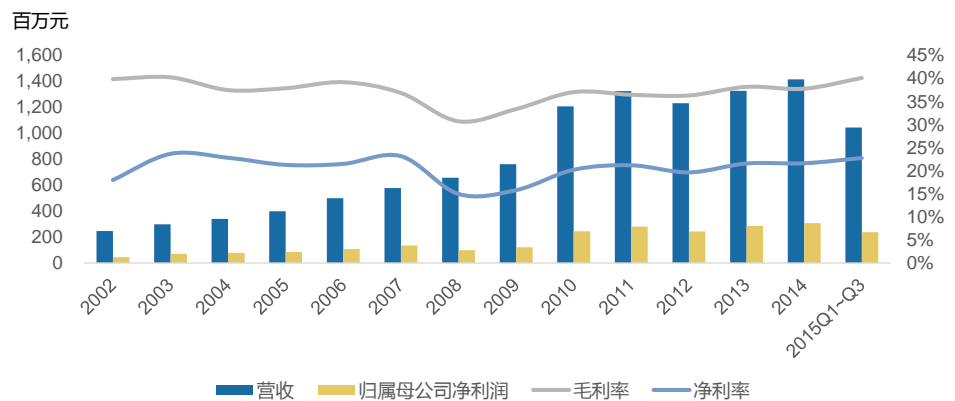


数据来源：半导体照明网，广发证券发展研究中心

穿越周期：公司经营稳如泰山

公司在周期中的表现同样令人惊艳。从公司历史上看，2002年以来，公司不仅在收入和利润上逐步攀升，更可贵的是毛利率和净利率始终保持在十分稳定的水平。除2008、2009年收到国际金融危机的轻微影响外，公司毛利率始终保持在35-40%的水平，净利率始终保持在20%以上。

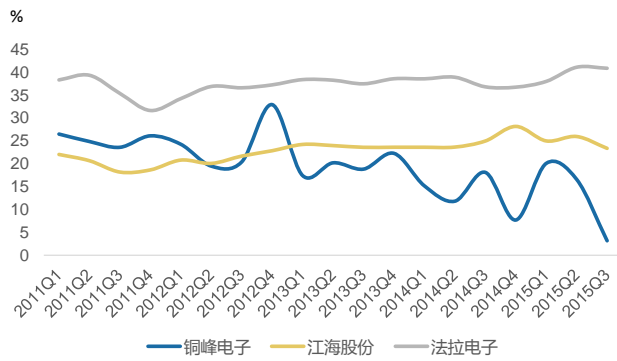
图33：公司历史毛利率、净利率保持稳定



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

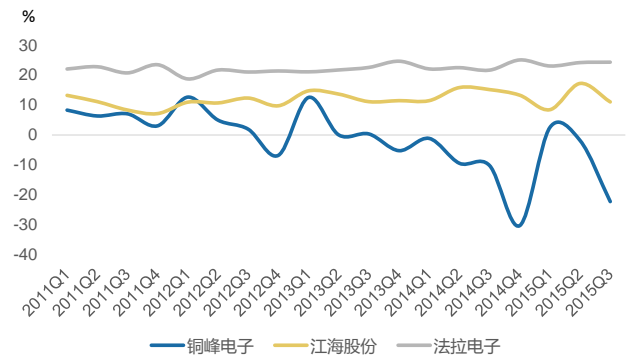
横向和A股其他电容器类公司比较，公司的毛利率和净利率同样波动极小，且处于行业中最有竞争力的水平。

图34: 法拉电子毛利率稳定且处于行业高位



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图35: 法拉电子净利率稳定且处于行业高位

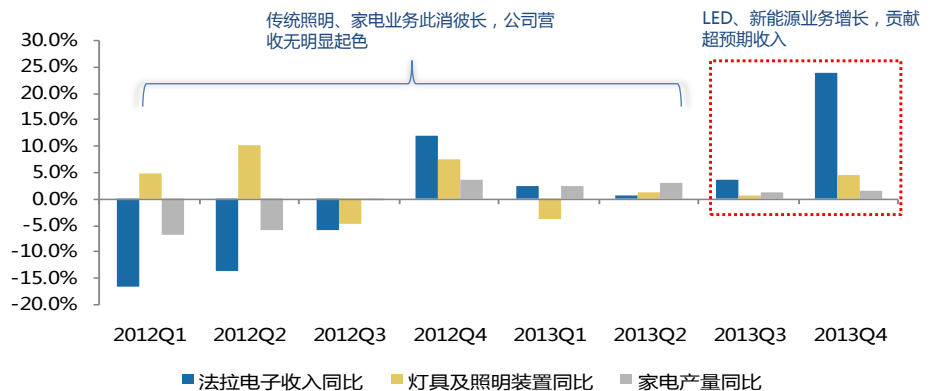


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

受益途径: 新能源业务高增长

作为薄膜电容领域的专注者,从历史上来看,公司收入与下游的联动性非常强。因此,未来一方面薄膜电容在LED领域的应用走出低谷期,另一方面新能源领域随着下游市场爆发式增长以及自身产能扩充,法拉电子将迎来属于专注者的收获期。

图36: 公司收入与传统下游联动性



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

我们预计公司15-17年EPS分别为1.46/1.96/2.50元,对应PE分别为21.32/15.88/12.45。考虑到公司是薄膜电容龙头,新能源业务增长强劲,发展空间广阔,给予公司“买入”评级。

图37: 可比公司估值比较

公司名称	股票代码	股价(元) 2016/3/8	市值 (亿)	EPS (元人民币)				PE		
				2014	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
法拉电子	600563.SH	31.13	70.04	1.36	1.46	1.96	2.50	21.32	15.88	12.45
铜峰电子	600237.SH	6.05	34.14	(0.15)	0.01	0.17	0.43	611.11	36.47	14.14
南洋科技	002389.SZ	12.97	92.08	0.09	0.14	0.24	0.38	90.51	54.11	34.32
江海股份	002483.SZ	11.53	51.16	0.29	0.39	0.58	0.78	29.56	19.88	14.78
艾华集团	603989.SH	25.49	76.47	1.20	0.77	0.98	1.20	33.18	26.04	21.16

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

风险提示

技术更新换代风险; 新能源业务扩产进度慢于预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1411	1497	1900	2431	2483
货币资金	706	363	692	992	809
应收及预付	476	507	592	771	935
存货	218	251	248	300	372
其他流动资产	10	377	368	368	368
非流动资产	473	526	478	472	1288
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	344	388	357	353	1171
在建工程	41	3	3	3	3
无形资产	38	81	64	62	61
其他长期资产	50	54	54	54	54
资产总计	1884	2023	2378	2903	3772
流动负债	219	206	216	277	554
短期借款	5	13	0	0	210
应付及预收	213	191	216	277	344
其他流动负债	1	2	0	0	0
非流动负债	14	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	12	12	12	12
负债合计	233	218	228	289	566
股本	225	225	225	225	225
资本公积	262	262	262	262	262
留存收益	1127	1276	1603	2044	2606
归属母公司股东权	1614	1763	2090	2531	3093
少数股东权益	37	42	59	83	112
负债和股东权益	1884	2023	2378	2903	3771

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	320	302	352	360	593
净利润	301	323	345	464	592
折旧摊销	64	67	75	87	184
营运资金变动	-44	-87	-48	-170	-169
其它	0	-1	-20	-20	-13
投资活动现金流	-65	-479	-9	-60	-980
资本支出	-68	-112	-20	-72	-992
投资变动	4	-367	12	12	12
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-154	-162	-14	0	203
银行借款	16	18	-13	0	210
债券融资	-19	-10	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-151	-170	0	0	-7
现金净增加额	102	-338	329	300	-184
期初现金余额	605	706	363	692	992
期末现金余额	706	368	692	992	809

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	7.7	6.7	9.0	30.1	25.8
营业利润增长	16.6	8.9	6.8	35.0	28.0
归属母公司净利润增长	18.3	7.0	7.0	34.4	27.6
获利能力(%)					
毛利率	38.2	37.8	38.4	39.5	40.3
净利率	22.7	22.8	22.3	23.1	23.4
ROE	17.7	17.4	15.7	17.4	18.2
ROIC	30.6	21.1	23.0	28.0	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	12.3	10.8	9.6	10.0	15.0
净负债比率	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2
流动比率	6.45	7.28	8.79	8.78	4.48
速动比率	5.44	6.06	7.62	7.67	3.80
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.72	0.70	0.76	0.76
应收账款周转率	4.29	4.32	4.06	4.06	4.29
存货周转率	3.82	3.76	3.84	4.06	4.06
每股指标(元)					
每股收益	1.27	1.36	1.46	1.96	2.50
每股经营现金流	1.42	1.34	1.56	1.60	2.64
每股净资产	7.17	7.83	9.29	11.25	13.75
估值比率					
P/E	17.9	21.2	20.1	15.0	11.7
P/B	3.2	3.7	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	11.2	14.7	12.9	9.2	7.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1327	1416	1544	2009	2527
营业成本	820	881	951	1216	1507
营业税金及附加	14	15	16	21	26
销售费用	28	29	32	41	52
管理费用	134	142	162	211	265
财务费用	-10	-18	-1	-3	4
资产减值损失	4	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资净收益	4	7	12	12	12
营业利润	340	371	396	535	685
营业外收入	13	8	9	9	9
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	353	379	404	543	693
所得税	52	55	59	79	101
净利润	301	323	345	464	592
少数股东损益	15	17	17	23	30
归属母公司净利润	286	306	328	440	562
EBITDA	395	418	458	606	860
EPS(元)	1.27	1.36	1.46	1.96	2.50

广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：研究助理，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：研究助理，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：研究助理，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。