



2018-11-10

公司深度报告

买入/维持

法拉电子(600563)

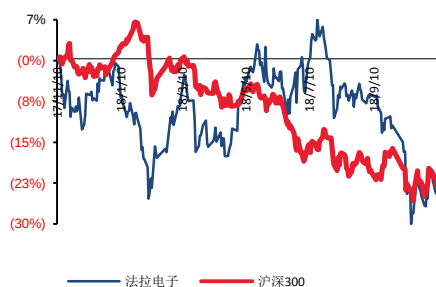
目标价: 46.6

昨收盘: 38.04

信息技术 技术硬件与设备

薄膜电容器龙头，喜迎新能源汽车爆发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	225/225
总市值/流通(百万元)	8,559/8,559
12 个月最高/最低(元)	54.05/35.24

相关研究报告:

法拉电子(600563)《太平洋证券-电子行业-法拉电子(600563.sh)-业绩说明会点评:薄膜电容器龙头,新能源市场引领未来-20180717》
--2018/07/17

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

报告摘要

全球领先的薄膜电容器供应商。法拉电子成立于1998年,主营业务为薄膜电容器的研发、生产和销售,产品广泛应用于照明、家电、光伏、风电、新能源汽车等领域。作为全球领先的薄膜电容器供应商,法拉不仅市占率仅次于龙头松下,其盈利能力也冠绝全行业。公司ROE多年来维持在17%以上,显著高于竞争对手,在A股电子行业中也名列前茅。

新能源汽车驱动行业成长,竞争转向品牌服务。薄膜电容器是新能源汽车电机控制和光伏风电逆变器中的关键器件,新能源汽车销量的爆发带动了薄膜电容器需求的高增长。伴随着新能源领域对薄膜电容器需求的快速增长,客户对品质的要求越来越高,并使行业竞争开始转向品牌和服务,具备高品牌认知度和完善服务体系的行业龙头将明显受益。

公司竞争优势突出,市场份额望持续提升。相比于主要竞争对手,我们认为法拉电子具备几大竞争优势使其获得持续成长:(1)下游的新能源汽车、光伏、家电、照明等产业,国内是全球主要的生产和消费国,这为法拉提供了有利的成长环境;(2)优秀的产品品质吸引了优质的客户,优质的客户积累也使公司工艺、品质和品牌得到持续提升;(3)更加贴近客户,在服务及时性、技术支持上比竞争对手更有优势;(4)成本效率领先行业(5)相比于海外竞争对手,公司更加专注、决策执行效率更加高效,可以及时满足客户对产品和产能的要求。

新能源汽车业务进入收获期。公司与2014年投资的东孚新区已于2017年投入使用,目前该新区内建设的首条产线已经达到满产。随着新厂产线建设的持续推进和新能源汽车需求的快速增长,我们预计公司新能源汽车业务的收入有望迎来爆发,公司也将进入新能源驱动的二次成长期。

给予买入评级,目标价46.6元。我们预测公司2018-2020年EPS为1.94、2.30、2.77元,参考可比公司wind一致预期平均估值以及公司未来三年业绩成长性,我们给予法拉电子2018年24倍PE,对应目标价46.6元,给予买入评级。

风险提示:光伏、风电行业政策风险;公司新能源汽车业务需求增速下滑风险;LED照明替代节能灯速度超预期;高压输变电、轨交等新兴市场开发进度低于预期;薄膜电容器行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1697.63	1777.82	2092.54	2517.85
(+/-%)	11.6%	4.7%	17.7%	20.3%
净利润(百万元)	423.58	436.20	518.50	623.25
(+/-%)	8.7%	3.0%	18.9%	20.2%
每股收益(元)	1.88	1.94	2.30	2.77
市盈率(PE)		19.62	16.51	13.73

资料来源：太平洋证券预测

投资案例

投资评级与估值

给予买入评级，目标价 46.6。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.94、2.30、2.77 元，当前股价对应未来三年 PE 分别为 19.6、16.5 和 13.7 倍。参考可比公司江海股份、艾华集团和顺络电子 2018 年 wind 一致预期平均估值为 23.29。考虑公司在薄膜电容器行业的全球领先地位和新能源汽车业务的高增长，我们给予法拉电子 2018 年 24 倍 PE，对应目标价 46.6 元，给予买入评级。

关键假设点

受益汽车销量高增长以及市场份额的提升，假设新能源汽车未来三年增速分别为 78.6%、57.5%和 44%；假设光伏装机量明年触底反弹，工业收入增速为-5%、21.3%和 26.5%；家电假设每年增长 7%；照明收入缓慢下降三年下滑幅度分别为 15%、10%和 5%。

假设每年的产品创新能抵消产品价格下降影响，毛利率维持稳定。

未来三年，假设管理费用分别为 10.08%、9.90%、9.99%；销售费用假设为 2.09%、2.17%和 2.13%。

报告的创新之处

1、首次对公司主要竞争对手进行了梳理；较为详细的分析了下游需求和行业竞争情况，并认为伴随着新能源领域对薄膜电容器需求的快速增长，客户对品质的要求越来越高，行业竞争也转向品牌和服务的竞争，龙头厂商也将因此受益。

2、部分投资者认为，公司的投资价值主要是受益未来新能源汽车行业爆发带来的成长性。我们认为，新能源汽车业务高增长只是公司成长的一个催化剂。公司真正的价值在于其几大核心竞争力，包括下游本土产业的支持、优秀产品品质和优质的客户、服务优势、成本效率优势、及时高效的决策机制等。正是这些核心竞争力使公司的盈利能力保持在较高水平，市场份额也持续获得提升进而使公司获得持续成长。

3、重点分析了公司核心竞争力的来源；对公司未来成长性来源进行梳理；在模型中对公司收入按新能源汽车、光伏、风电、纯工业、家电、照明、美星、其他电容、其他收入进行了详细拆分。

股价表现的催化剂

新能源汽车销量持续快速增长，公司东孚厂区产能释放超预期；高压输变电、轨道交通市场开拓超预期。

目录

一、法拉电子：全球领先的薄膜电容器供应商	6
（一）公司概况	6
（二）经营情况	7
（三）历年扩产	9
二、薄膜电容器行业介绍	10
（一）重要的电子元器件	10
（二）薄膜电容器类别	11
（三）全球 31 亿美元规模	11
（四）竞争格局分析	12
三、新能源驱动行业成长，竞争转向品牌和服务	15
（一）新能源汽车：规模虽小，前景广阔	15
（二）风电：需求保持稳定增长	17
（三）光伏：政策有望迎来拐点，长期成长空间巨大	18
（四）照明&家电：需求相对稳定	19
（五）行业竞争：转向品牌和服务	20
四、法拉电子核心竞争力分析	21
（一）下游本土产业支持	21
（二）优秀的品牌、优质的客户	22
（三）贴近客户、服务效率更高	23
（四）成本、效率领先行业	23
（五）及时高效的决策机制	24
五、公司成长性分析	25
（一）新能源汽车业务有望加速	25
（二）光伏仍有成长潜力	25
（三）积极开拓新市场	25
六、盈利预测与投资建议	25
（一）盈利预测	25
（二）投资建议	26
七、风险因素	27
附录：财务报表预测	28

图表目录

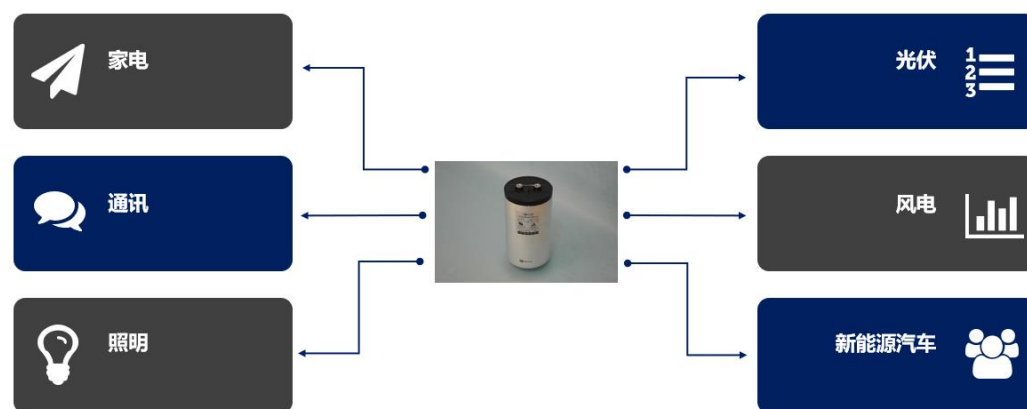
图 1：法拉电子薄膜电容器主要应用领域	6
图 2：法拉电子发展历史	6
图 3：法拉电子股权结构	7
图 4：公司历史营收情况	7
图 5：公司历史净利润情况	7
图 6：2017 年公司各板块收入占比	8
图 7：净利率稳步向上	9
图 8：ROE 保持在较高水平	9
图 9：薄膜电容器产业链	10
图 10：2017 年全球各类电容器市场分布	11
图 11：中国薄膜电容器市场规模，亿元	11
图 12：2014 年薄膜电容器全球市占率情况	12
图 13：FY2018 公司各业务收入占比	13
图 14：AIS 历年营业利润及营业利润率，百万美元	13
图 15：2017 年公司各业务收入占比	13
图 16：法拉电子历年营业利润及营业利润率，百万元	13
图 17：FY2018 公司各业务收入占比	14
图 18：FEC 历年营业利润及营业利润率，百万美元	14
图 19：FY2018 公司各业务收入占比	15
图 20：公司历年营业利润及营业利润率，百万美元	15
图 21：直流支撑电容是新能源汽车中的关键器件	15
图 22：电机控制主回路	15
图 23：薄膜电容器取代铝电解电容在丰田 PRIUS 中的应用	16
图 24：全球新能源汽车销量，万辆	17
图 25：中国新能源汽车销量，万辆	17
图 26：全球风电新增装机容量预计，GW	18
图 27：全球风电装机容量，GW	18
图 28：光伏电力占全球用电量比重，十亿千万时	19
图 29：“萤火虫”节能灯	19
图 30：国内荧光灯产量和 LED 渗透率，亿只	19
图 31：空调销量稳定，万台	20
图 32：冰消、洗衣机销量稳中有升，万台	20
图 33：客户对薄膜电容器品质越来越高	20
图 34：行业竞争转向品牌和服务	21
图 35：国内冰箱、洗衣机产量，万台	21
图 36：国内彩电、空调产量，万台	21
图 37：中国、全球新能源汽车销量，万辆	22
图 38：中国、全球光伏新增装机容量，GW	22
图 39：优质客户带来公司工艺、产品品质及品牌的升级	23
图 40：法拉单位员工产值高于 KEMET、TDK，万美元	24
图 41：法拉固定资产周转率更高	24
图 42：松下管理结构	24

一、法拉电子：全球领先的薄膜电容器供应商

（一）公司概况

主营业务：公司主要从事薄膜电容器的研发、生产和销售，产品广泛应用于光伏风电、新能源汽车、照明、家电等行业。

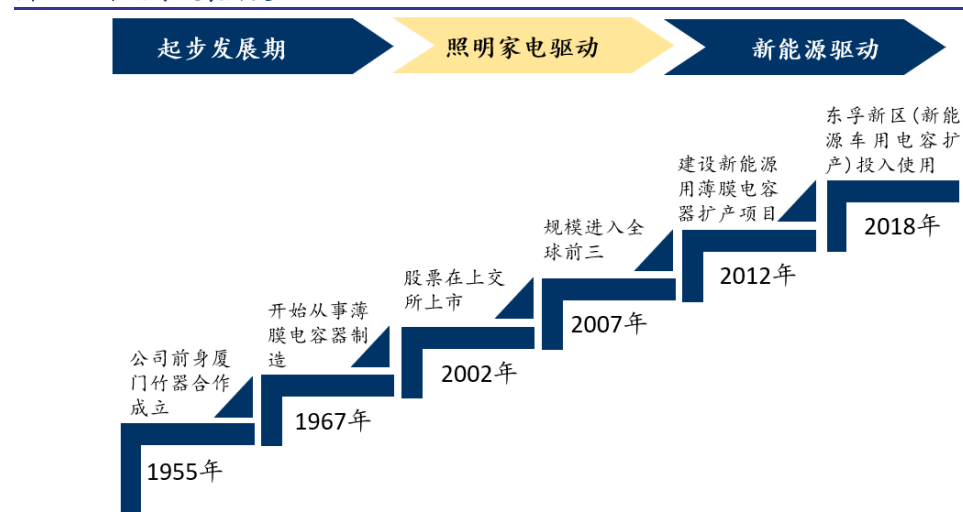
图 1：法拉电子薄膜电容器主要应用领域



资料来源：太平洋证券整理

历史沿革：法拉总公司的前身“厦门竹器社”，成立于 1955 年；1998 年，改制为厦门法拉电子股份有限公司；2002 年，股票在上海证券交易所挂牌上市。经过几十年的发展，法拉电子已经成长为国内外薄膜电容器领先企业。

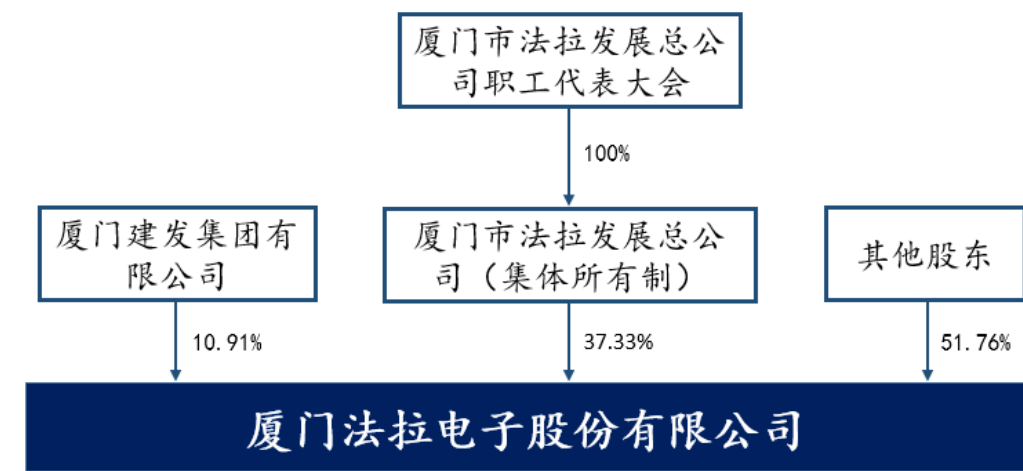
图 2：法拉电子发展历史



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

股权结构：公司控股股东和实际控制人是厦门市法拉发展总公司。法拉发展总公司属于集体所有制企业，职工代表大会是其权利机构。

图 3：法拉电子股权结构

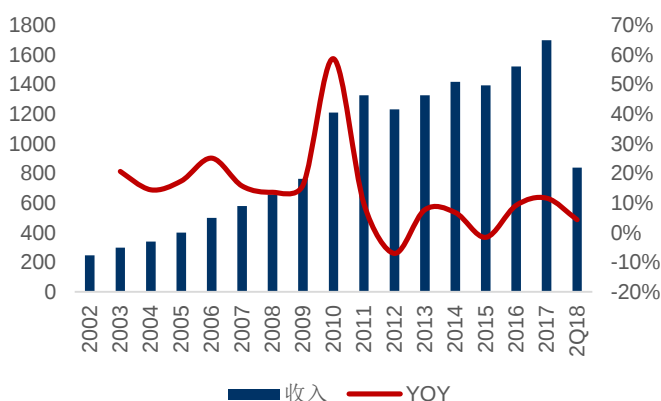


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）经营情况

成长能力：2018，公司收入 8.38 亿，同比增长 4.32%；上半年公司实现净利润 2.15 亿，同比增长 13.54%。公司净利润从上市时的 4434 万元增长到了 2017 年的 4.23 亿，增长了 10 倍。上市以来，除 2008 和 2012 年外，公司净利润均实现了正增长。

图 4：公司历史营收情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

图 5：公司历史净利润情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

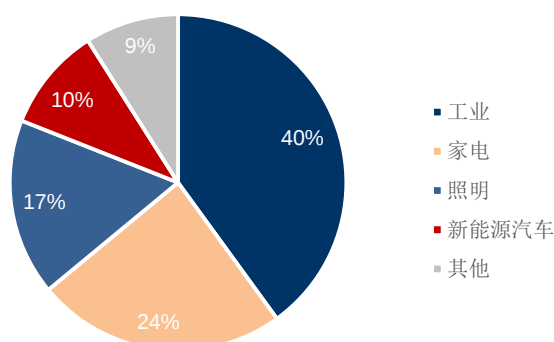
表 1：法拉电子 FCFF 占营收比重领先行业

公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
法拉电子	12.3%	20.9%	23.3%	19.0%	13.5%	15.2%	23.4%	15.5%
铜峰电子	21.6%	-0.3%	-26.6%	-33.9%	-30.7%	-13.9%	7.3%	-1.1%
艾华集团	0.7%	-12.2%	9.9%	12.2%	12.0%	12.3%	14.0%	-2.3%
江海股份	-5.9%	-11.7%	1.9%	6.0%	3.7%	-0.4%	5.3%	1.6%
顺络电子	-43.1%	-59.3%	-1.4%	-18.9%	-21.7%	-2.6%	-13.6%	5.7%
海康威视	11.5%	18.0%	13.3%	13.7%	18.0%	7.5%	16.6%	13.6%
Nichicon	10.3%	4.4%	4.9%	18.0%	14.1%	7.4%	-2.2%	-
Kemet	7.8%	3.2%	-8.2%	-4.7%	0.3%	1.6%	6.1%	4.7%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

从下游应用看，2017 年工业（含通讯、光伏、风电）、家电、照明、新能源汽车和其他收入占总收入比重分别在 40%、24%、17%、10%和 9%左右。

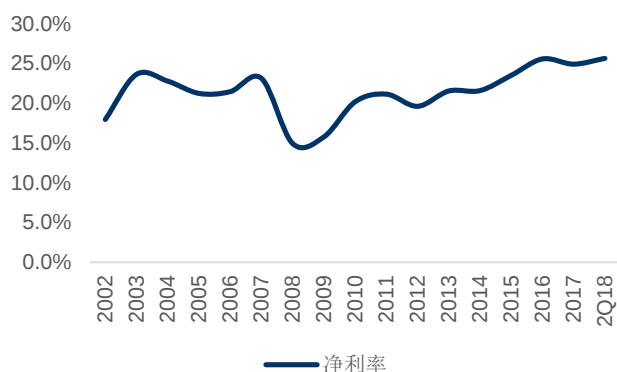
图 6：2017 年公司各板块收入占比



资料来源：太平洋证券整理

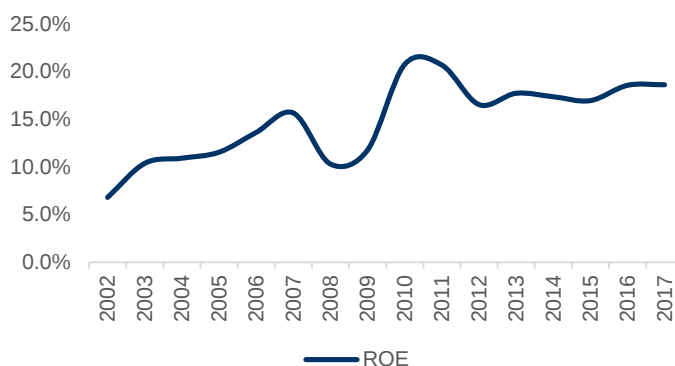
盈利能力：净利率稳步向上，ROE 保持在较高水平。净利率从 2008 年开始就稳步向上，2018 净利率 25.7%，创历史新高。ROE 近年来一直保持在较高水平，不考虑次新股（2017、2018 年上市的公司）法拉电子的四年平均 ROE 为 17.9%，不仅高于国内外竞争对手和同类公司，在 A 股电子行业也排名列前茅，四年平均 ROE 排电子子行业 13 名。

图 7：净利率稳步向上



资料来源：wind、太平洋证券整理

图 8：ROE 保持在较高水平



资料来源：wind、太平洋证券整理

表 2：法拉电子 ROE 在 A 股电子行业中名列前茅，也明显高于国内外同类公司

证券名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	四年平均	排名
汇顶科技	28.8%	72.2%	43.4%	43.0%	32.3%	31.3%	25.4%	33.0%	1
海康威视	21.7%	24.7%	27.4%	31.4%	30.5%	30.6%	31.0%	30.9%	2
德赛电池	38.0%	38.9%	38.6%	31.6%	24.7%	22.1%	21.4%	25.0%	3
崇达技术	29.7%	25.3%	19.3%	31.9%	29.0%	17.8%	17.6%	24.1%	4
大华股份	25.1%	32.7%	27.1%	22.0%	21.1%	22.2%	22.7%	22.0%	5
兆易创新	10.3%	23.7%	20.3%	23.4%	27.6%	13.8%	22.6%	21.9%	6
信维通信	11.2%	0.9%	-10.5%	9.4%	15.9%	27.6%	32.2%	21.3%	7
久之洋	54.1%	42.8%	36.3%	31.6%	30.3%	12.1%	3.8%	19.5%	8
纳思达	7.4%	3.8%	1.0%	35.9%	14.8%	3.4%	23.4%	19.4%	9
三环集团	42.8%	38.7%	32.1%	18.0%	20.4%	20.7%	18.4%	19.4%	10
欧普照明	27.5%	34.4%	31.6%	18.4%	24.0%	16.2%	18.7%	19.3%	11
朗科智能	26.5%	25.9%	26.1%	26.0%	24.9%	12.5%	12.3%	18.9%	12
法拉电子	20.7%	16.5%	17.7%	17.4%	17.0%	18.6%	18.6%	17.9%	13
艾华集团	20.6%	17.6%	23.6%	23.3%	13.1%	14.8%	15.9%	16.8%	同类公司
江海股份	8.2%	7.2%	8.9%	9.7%	7.7%	5.0%	6.1%	7.1%	同类公司
铜峰电子	6.2%	3.1%	0.8%	-5.9%	1.0%	-17.2%	1.1%	-5.2%	同类公司
Panasonic	-40.0%	-59.7%	7.8%	9.8%	19.2%	9.5%	13.8%	13.1%	同类公司
Kemet	2%	-30%	-31%	-9%	-48%	31%	55%	7.4%	同类公司
Nichicon	1%	-7%	3%	2%	-3%	3%	-12%	-2.4%	同类公司
TDK	-0.5%	0.2%	2.6%	6.7%	9.6%	18.3%	7.7%	10.6%	同类公司

资料来源：wind、太平洋证券整理

(三) 历年扩产

近年来，公司主要扩产项目有 2012 年的“新能源用薄膜电容器扩产项目”和 2014 年的“新能源用电容器厂房建设项目”两个。

表 3：法拉电子历年扩产情况

	新能源用薄膜电容器扩产项目	新型能源用电容器厂房建设项目（东孚项目）
公告时间	2012.8.1	2014.10.31
项目地点	厦门市海沧区新园路 99 号	厦门市海沧区鼎山路以西、一农路以北、文山东路以东、鼎山中路以南
项目内容	形成新增新能源用薄膜电容器 3 亿 uF/ 年的生产能力	7 栋建筑，4 个厂房，2 个传达室，1 个设备房
项目投资	1.12 亿元	1.87 亿元
建设期	两年	两年
当前情况	已经达产	目前只有一条产线，已经满仓，总体规划产能 30 万只

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、薄膜电容器行业介绍

（一）重要的电子元器件

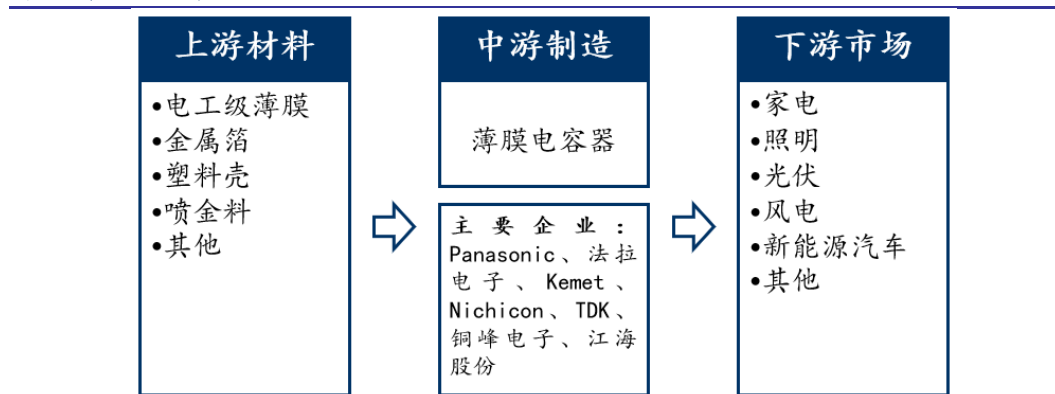
薄膜电容器是一种重要的电子元件。根据电介质的不同，电容器主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器四大类。其中，薄膜电容器是以有机塑料薄膜做介质，以金属箔或金属化薄膜做电极，通过卷绕方式制成的电容器。相比其他介质电容器，它具有耐压高、寿命长等特性，是一种重要的电子元件。

表 4：不同介质电容器比较

分类	优点	缺点	电容	频率	体积	主要厂家
陶瓷电容器	温度范围宽、稳定性高	电容量不大	0.3pF--10uF	高	小	村田、TDK、国巨、风华高科
铝电解电容器	高脉动电流、长寿命、大容量	温度特性差、介质损耗大、等效串联电阻大	1uF--100000uF	低	大	NCC、Nichicon、艾华、江海等
钽电解电容器	电容量稳定，漏电损耗低，受温度影响小	钽生产量小，单价昂贵	0.1uF--1000uF	低	大	AVX、宏达电子、火炬电子（代理）
薄膜电容器	耐压高、寿命长	难以小型化	0.3pF--1uF	中	中	TDK、kemet、法拉电子、铜峰电子、江海股份

资料来源：太平洋证券整理

图 9：薄膜电容器产业链



资料来源：太平洋证券整理

(二) 薄膜电容器类别

根据内部电极的形成方法不同，薄膜电容器大致分为箔电极型与蒸镀电极型(金属化薄膜型)；根据结构或加工方法分类，薄膜电容器可以分为卷绕型与积层型两大类；以薄膜材料分类，薄膜电容器所用薄膜材料主要有聚酯、聚丙烯、聚苯硫醚、聚碳酸酯等。

表 5：薄膜电容器分类

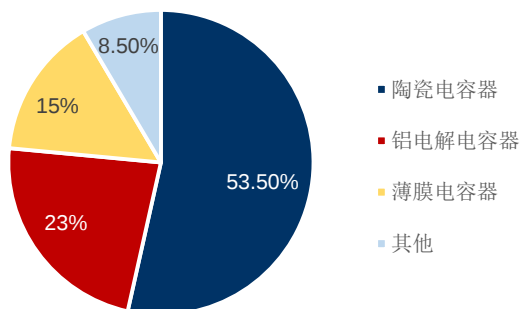
分类方式	类别	特点
电极	箔电极型	耐电流冲击、工艺流程短
	金属化	有自愈性、能够实现小型化
结构	卷绕式	分为有感式和无感式
	叠片式	抗脉冲能力强、自动化程度高、容积比大
介质	聚丙烯膜	高频损耗极低、电容量稳定性很高、负温度系数比较小、绝缘电阻极高、介质吸收系数极低、自愈性好、介电强度高
	聚酯膜	工作温度范围宽、介电常数高、电容量稳定性高、正温度系数、绝缘电阻高、容积比高

资料来源：太平洋证券整理

(三) 全球 31 亿美元规模

薄膜电容器具备安全性好、产品耐压高（单体工作电压甚至可达上千伏）、无极性、绝缘阻抗高、频率响应宽等优秀特性，广泛应用于家电、照明、工业、光伏和风力发电、新能源汽车等领域。据前瞻产业研究院预计，2017 年全球薄膜电容器市场总产值约为 31 亿美元，占电容器市场的 9%。其中，中国市场产值约为 13 亿美元，占全球市场总产值的 42%，居全球第一。

图 10：2017 年全球各类电容器市场分布



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

图 11：中国薄膜电容器市场规模，亿元



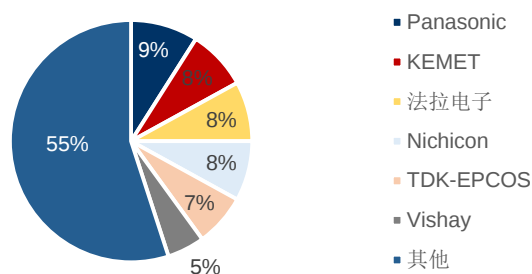
资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

(四) 竞争格局分析

从全球来看，日本欧美企业是薄膜电容器行业的主要供应商，主要企业包括日本松下、Nichicon 和 TDK，美国的 KEMET 和 Vishay，以及国内的法拉电子。

其中，日本和美国企业从事业务相对广泛，薄膜电容器业务收入占公司收入比重少，且盈利能力较差；国内企业相对比较专注，像法拉薄膜电容收入历年来都占其总收入的 90%以上，且盈利能力较强；大中华区除法拉电子跻身全球前三外，还有铜峰电子、江海股份等公司从事薄膜电容器的制造与销售，但在全球市场占比相对较小。

图 12：2014 年薄膜电容器全球市占率情况



资料来源：Paumanok publication，太平洋证券整理

1、Panasonic

松下集团（Panasonic）是全球性电子厂商，从事各种电器产品的生产、销售等事业活动，也是全球领先的薄膜电容器厂商。公司主营业务包括，家电冷热设备（Appliance, AP）、环境方案（Eco Solutions, ES）、互联解决方案（Connected Solutions, CNS）、汽车电子和机电系统（Automotive & Industrial Systems, AIS）四大板块。

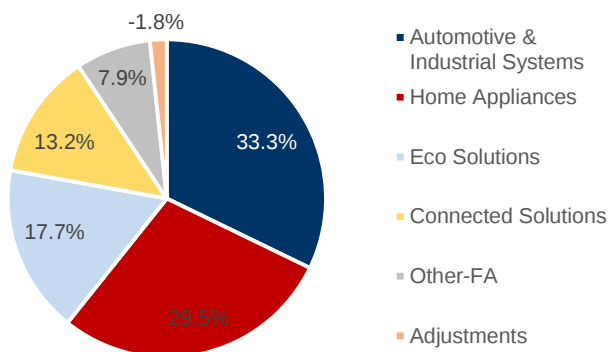
FY2018，AP、ES、CNS、AIS 四大板块收入分别为 212.8、127.8、95.3 和 240.1 亿美元。其中，薄膜电容器归属于 AIS 板块下的 Electronic Materials，我们估计，FY2018 公司薄膜电容收入在 2.90 亿美元左右，约占公司总收入的 0.4%。

表 6：Panasonic 业务介绍

事业名称	事业内容
家电冷热设备（AP）	家用空调、洗衣机、电冰箱、数字视听和各类小家电、以及大型空调、冷柜、制冷压缩机、冷冻机组等。
环境方案（ES）	照明、开关插座、低压配电、电动工具、导轨；全热交换器、进气风机、风幕机、天埋扇、浴霸、空气净化器等装修材料。
互联解决方案（CNS）	投影仪、液晶显示器、监控摄像头、视频会议系统、音响、广播电视设备等食品影像系统、一体机、扫描仪、笔记本电脑等办公关联系统
汽车电子和机电系统（AIS）	汽车电子、车载多媒体娱乐设备、电子元器件（薄膜电容器等）、电子材料、电池、工业自动化设备、工业生产设备等 B2B 解决方案事业

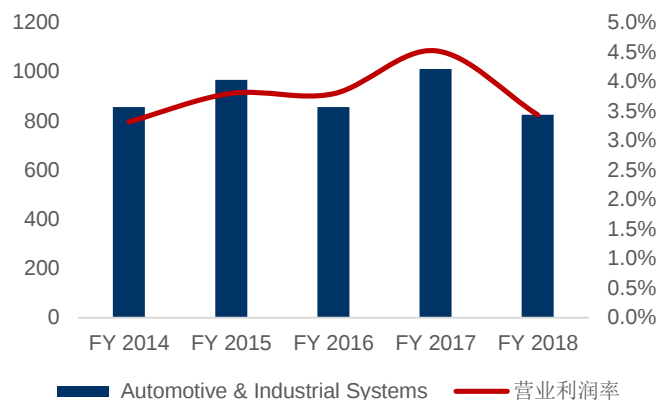
资料来源：Panasonic 官网，太平洋证券整理

图 13: FY2018 公司各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 14: AIS 历年营业利润及营业利润率, 百万美元



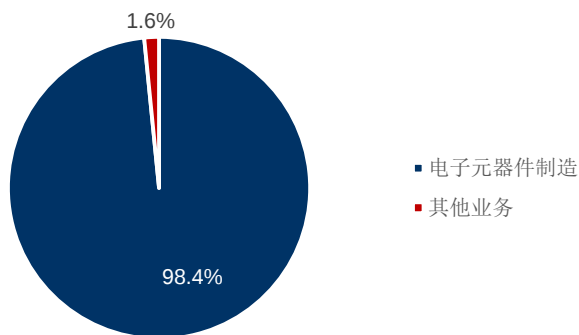
资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

2、法拉电子

全球领先的薄膜电容器提供商。法拉电子 前身“厦门竹器社”，成立于 1955 年，1967 年开始从事薄膜电容器的生产和销售。公司主营产品为薄膜电容器和薄膜电容器用金属化膜。

2017 年，公司电子元器件（薄膜电容器占比约 90%）营收 16.7 亿元，占公司总收入的 98.4%。2017 年公司实现营业利润 5.1 亿元，同比增长 13.7%，营业利润率为 30.15%，远超国内外同行。

图 15: 2017 年公司各业务收入占比



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图 16: 法拉电子历年营业利润及营业利润率, 百万元



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

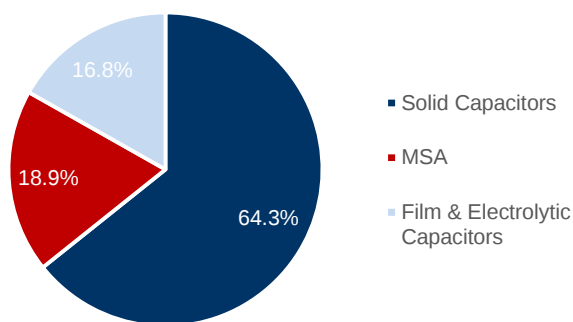
3、KEMET

全球知名的电容器制造商。基美公司 (KEMET) 成立于 1919 年，主营电容器的研

发、制造和销售，产品包括薄膜电容器、铝电解电容器、钽电解电容器以及 MLCC。目前公司业务分为固态电容（Solid Capacitors）、电磁&电感&执行器（MSA）和薄膜&电解电容器（Film & Electrolytic Capacitors）三大板块。

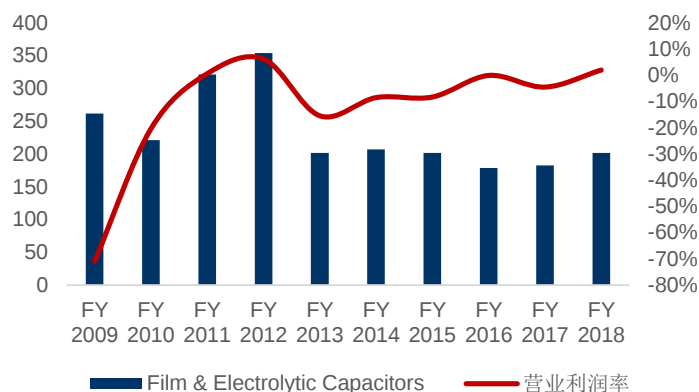
2018 财年，公司 Solid Capacitors、MSA 和 Film & Electrolytic Capacitors 三大板块收入分别为 7.7、2.3 和 2.0 亿美元。其中，薄膜电容所在的 Film & Electrolytic Capacitors 板块营业利润为 410 万美元，营业利润率为 4.1%。

图 17: FY2018 公司各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 18: FEC 历年营业利润及营业利润率, 百万美元



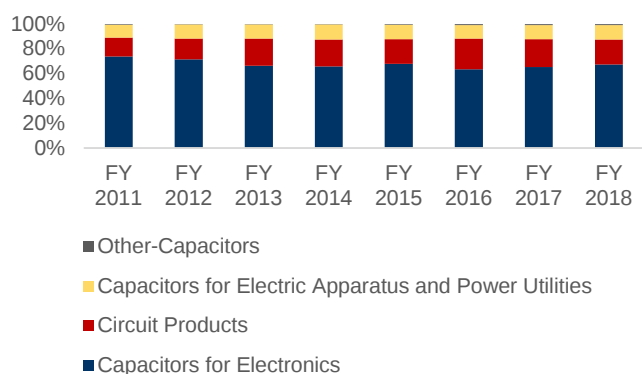
资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

4、Nichicon

全球主要的电容器供应商。尼吉康（Nichicon）成立于 1950 年，是全球领先的铝电解电容供应商以及主要的薄膜电容器制造商。公司主营产品包括铝电解电容器、薄膜电容器、热敏电阻等。公司业务分为三大块，电力电容（Capacitors for Electronics）、电路产品（Circuit Products）、电器电力设备电容（Capacitors for Electric Apparatus and Power Utilities）以及其他电容（Other-Capacitors）。

FY2018，Nichicon 电力电容、电路产品、电器电力设备电容和其他电容收入分别为 6.97、2.09、1.21 以及 0.09 亿美元。其中薄膜电容归属于电力电容事业部，我们预计公司 FY2018 薄膜电容收入约为 2.07 亿美元，占公司收入的 20%。

图 19: FY2018 公司各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 20: 公司历年营业利润及营业利润率, 百万美元



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

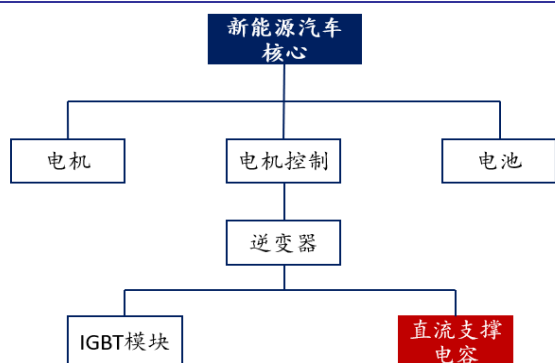
三、新能源驱动行业成长，竞争转向品牌和服务

下游需求方面，以法拉电子的收入来源为例，薄膜电容器的应用主要集中于照明、家电、光伏风电、新能源汽车等领域。照明和家电市场的需求，由于受到 LED 渗透率的持续提升、家电销量增速放缓的影响，预计将趋于稳定甚至下滑；随着新能源汽车、光伏风力发电市场的持续壮大，未来新能源领域将成为薄膜电容器需求的主要驱动力。

（一）新能源汽车：规模虽小，前景广阔

直流支撑电容是新能源汽车中的关键器件。电机、电池和电机控制技术是新能源汽车的三大核心。电机控制技术的核心是逆变器技术，影响逆变器技术的关键是其中的 IGBT 模块和直流支撑电容器。如果直流输入功率突然变化，会造成直流母线上的电压大幅度变化，从而影响 IGBT 的工作，也影响输出电压波形。所以在 IGBT 前端需要并联大容量的直流母线电容。

图 21: 直流支撑电容是新能源汽车中的关键器件



料来源: 太平洋证券整理

图 22: 电机控制主回路



资料来源: 太平洋证券整理

薄膜电容器替代铝电解电容器成为新能源汽车直流支撑电容首选。为了提高输出功率，新能源汽车的母线电压有不断提高的趋势，这对直流支撑电容的性能提出了更高的要求。相比铝电解电容器，薄膜电容器在安全性、耐压能力、寿命上明显优于铝电解电容器。同时金属化膜以及膜上金属分割技术的出现，使得薄膜电容器的体积越来越小，成本也越来越低，从而使得薄膜电容替代铝电解电容成为新能源汽车直流支撑电容的首选。目前像丰田普锐斯、model3、比亚迪“秦”等车型都采用薄膜电容器作为直流支撑电容。

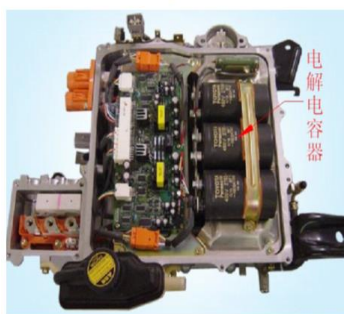
表 7：铝电解电容器和薄膜电容器比较

	铝电解电容器	薄膜电容器
耐压能力	抗浪涌电压能力在 1.2 倍的额定电压左右	抗浪涌电压能力大于 1.5 倍的额定电压
安全性	无自愈现象	具有自愈现象，电容理论上不会产生短路击穿的现象
温度特性	温度过低，电解液可能会凝固，从而导致电机控制器不能使用。	薄膜电容器具有良好的温度特性，不管是在低温或者高温地区都可以得到正常的使用。
额定电压	不高于 600V	可以高达上千伏
寿命	额定工况下预期寿命≤50000 小时	额定工况下预期寿命≥80000 小时

资料来源：太平洋证券整理

图 23：薄膜电容器取代铝电解电容在丰田 Prius 中的应用

第一代丰田Prius电机控制器采用
电解电容器



第二代丰田Prius电机控制器采用
薄膜电容器



资料来源：太平洋证券整理

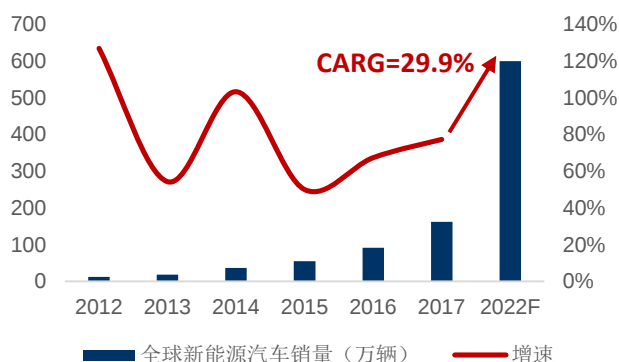
新能源汽车进入快速成长期。在各国政府政策的支持下，新能源汽车在近几年步入了快速成长期。全球销量从 2012 年 11.6 万辆增长到了 2017 年的 162.1 万辆，有望在 2022 年突破 600 万辆；国内新能源汽车销量从 2012 年的 0.08 万辆暴增至 2017 年的 77.7 万辆，预计 2020 年将达到 200 万辆。

表 8：各国新能源汽车政策

国别	主要政策
中国	2018.2.12 四部委联合发布新补贴政策，新政从 2018 年 2 月 12 日起开始实施，其中 2 月 12 日-6 月 11 日为过渡期。在过渡期间内上牌的新能源乘用车和客车按此前标准的 0.7 倍补贴，新能源货车和专用车按照此前标准的 0.4 倍补贴。
美国	单价>4.5 万美元，税收减免总额不超过 7500 美元；单价<4.5 万美元，税收减免不超过 10000 美元。此外各州政府自行实行交叉补贴政策。
日本	纯电动 50 万日元，混动 40 万日元，其他绿色能源车 20 万日元
德国	4000 欧元/车（纯电动），3000 欧元/车（混合动力）。
法国	补贴 6000 欧元/年（CO2 排放量<20g/km），1000 欧元/年（21g/km<CO2 排放量<60g/km）
英国	补贴汽车售价的 35%（上限为 4500 欧元/车）（CO2 排放量<50g/km 以及电动模式下续航里程大于 70 英里）等。

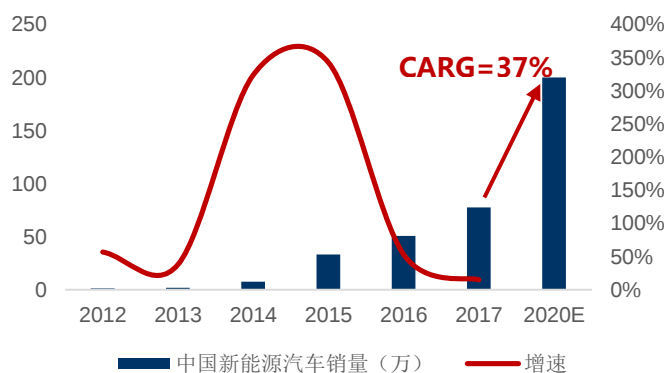
资料来源：各国政府网站，太平洋证券整理

图 24：全球新能源汽车销量，万辆



资料来源：GGII，太平洋证券整理

图 25：中国新能源汽车销量，万辆



资料来源：CAAM，太平洋证券整理

新能源汽车成薄膜电容器增长新引擎。根据产业链调研了解，目前新能源乘用车单车薄膜电容价值在 400-500 元左右，新能源客车单车薄膜电容需求在 600-700 元左右。结合上述新能源汽车销量预计，我们认为，国内车用薄膜电容市场将从 2017 年的 4.89 亿元增长到 2020 年的 9.93 亿元；全球新能源车用市场则有望从 2017 年的 10.18 亿元增长到 2022 年的 24.06 亿元。

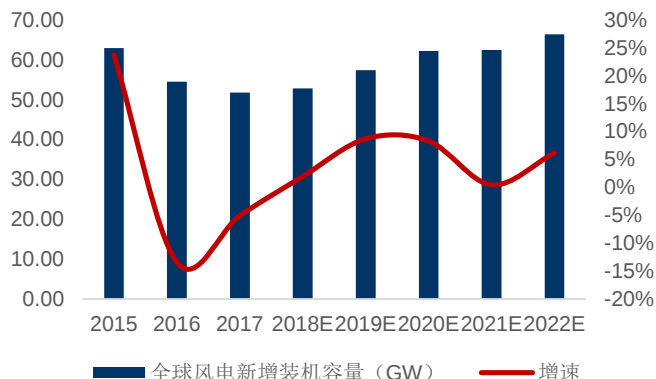
（二）风电：需求保持稳定增长

新型能源的大功率风电逆变应用中，由于需要长寿命或数千伏耐压要求，相对于电解电容器，薄膜电容器具有绝对的优势。风电市场对薄膜电容器的需求来自于两部分：新增装机对薄膜电容器的需求和存量替代铝电解电容的需求。

新增装机需求，GWEC 预计，全球新增装机容量从 2017 年的 51.84GW 增长到 2022 年的 66.5GW，五年复合增速 5.3%。存量替换方面，假设每年存量产品中的 10% 产品替

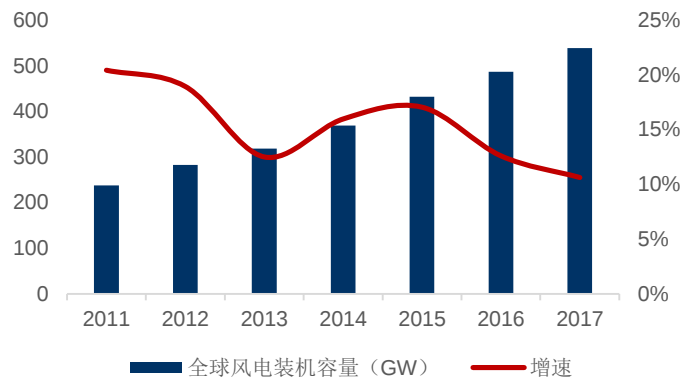
换为薄膜电容器，2017 年也有将近 10.78GW 的市场。

图 26：全球风电新增装机容量预计，GW



资料来源：GWEC，太平洋证券整理

图 27：全球风电装机容量，GW



资料来源：GWEC，太平洋证券整理

（三）光伏：政策有望迎来拐点，长期成长空间巨大

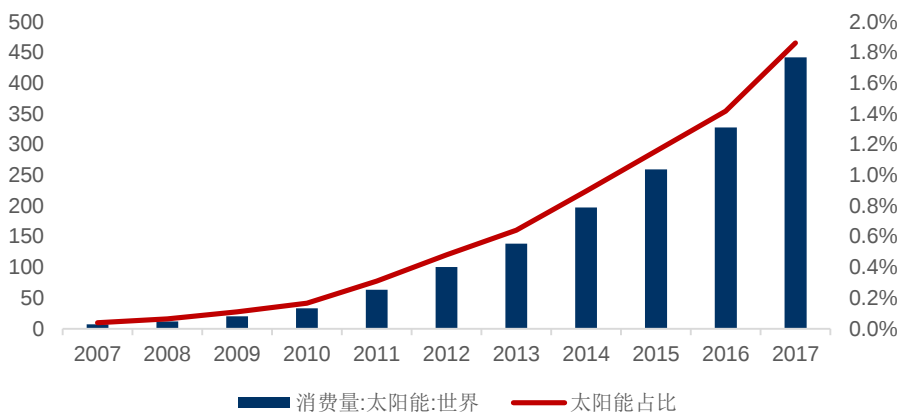
5.31 光伏新政对今年光伏建设规模的限制显著影响了光伏装机需求，也给薄膜电容器需求带来了明显的压力。而近日光伏十三五规划座谈会的召开预示着政策有望迎来拐点。11 月 2 日，主管部门召开行业座谈会，明确 2022 年前光伏发电都有补贴，并且每年的规模要保证，“十三五”光伏建设目标考虑由原先的 210GW 提高到 270GW。长期来看，2017 年光伏占全球电力消费比重只有 2%，未来成长空间巨大。

表 9：“531”光伏新政

政策	主要内容
优化光伏发电建设规模	1、暂不安排 2018 年普通光伏电站建设规模 2、今年安排 1000 万千瓦左右规模用于支持分布式光伏项目建设。
降低补贴强度	1、新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低 0.05 元，I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价 分别调整为每千瓦时 0.5 元、0.6 元、0.7 元（含税） 2、新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元，即补贴标准调整为每千瓦时 0.32 元（含税）。 3、符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5 兆瓦及以下）标杆电价保持不变。
加大市场化配置项目力度	1、所有普通光伏电站均须通过竞争性招标方式确定项目业主。 2、鼓励地方出台竞争性招标办法配置除户用光伏以外的分布式光伏发电项目，鼓励地方加大分布式发电市场化交易力度。 3、将上网电价作为重要竞争优选条件，严禁不公平竞争和限价竞争，确保充分竞争和建设质量。

资料来源：国家能源局，太平洋证券整理

图 28：光伏电力占全球用电量比重，十亿千瓦时

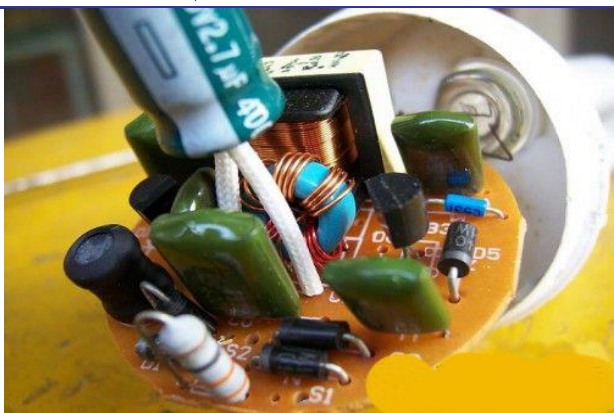


资料来源：EIA，BP，太平洋证券整理

（四）照明&家电：需求相对稳定

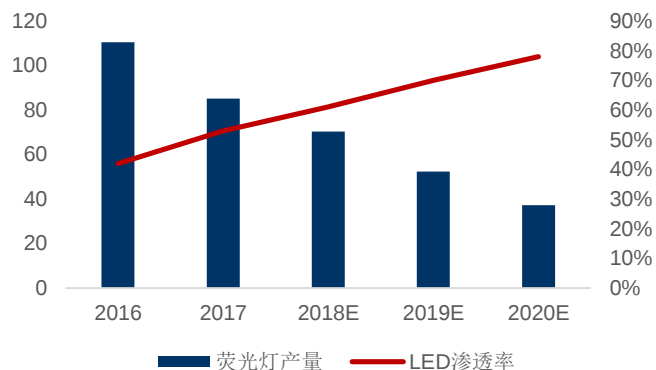
LED 渗透率升至高位，照明市场需求下滑减缓。参考“萤火虫”节能灯用量，单只节能灯中需要用到 5 个薄膜电容器左右。在 LED 照明中，只有 8w 以上灯具才会使用薄膜电容器，且单只所需量少于节能灯，因此 LED 渗透率上升会带来照明需求的下滑。不过，考虑到 LED 渗透率持续上升，我们认为未来照明用薄膜电容器需求下滑速度将有所减缓。

图 29：“萤火虫”节能灯



资料来源：百度图片，太平洋证券整理

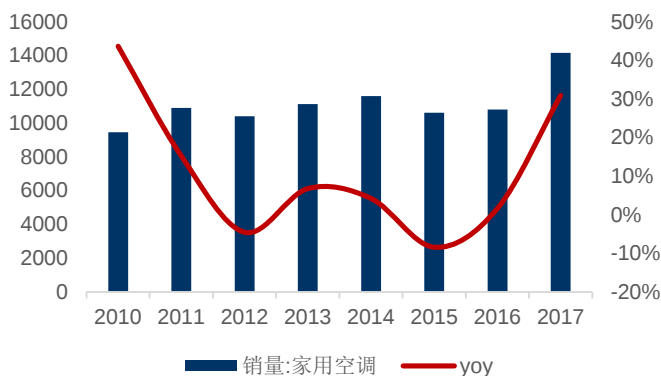
图 30：国内荧光灯产量和 LED 渗透率，亿只



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

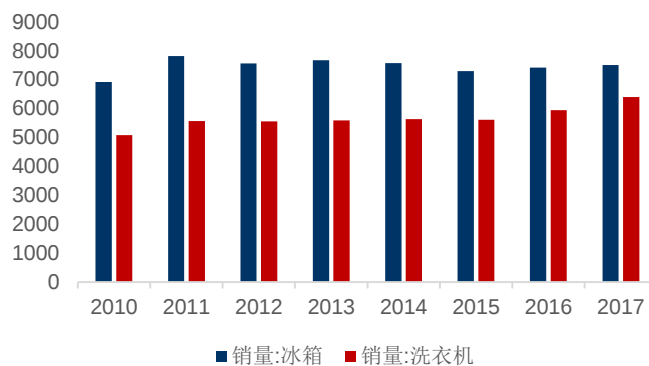
家电需求稳定增长。从终端销量来看，冰箱、空调、洗衣机等家电销量保持稳定增长。根据产业在线的数据，2017 年家用空调、冰箱、洗衣机销量分别为 1.42 亿、7507 万台、6407 万台，同比增长 31%、1.2%和 7.7%，下游需求的稳定增长保证了薄膜电容器在家电领域的稳定需求。

图 31：空调销量稳定，万台



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图 32：冰消、洗衣机销量稳中有升，万台



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

（五）行业竞争：转向品牌和服务

伴随着新能源领域对薄膜电容器需求的快速增长，客户对品质的要求越来越高。

（1）应用环境要求。光伏、风力电站大多数有很多安装在沙漠等极端环境下，新能源汽车作为机动车也需要适应户外恶劣环境，因此应用在光伏、风电和新能源汽车中的薄膜电容器相比家电、照明等产品对品质的要求会高很多。

（2）安全性要求。光伏、风力发电、新能源汽车对安全性要求非常高，因为其一旦发生故障，很可能引发重大的安全事故，而传统应用领域则不存在这种情况。

（3）经济性要求。即使产品不合格没有引发安全事故，但其导致的机器设备故障也会给企业带来经济损失，故企业在采购时会对产品品质会格外重视。

图 33：客户对薄膜电容器品质越来越高

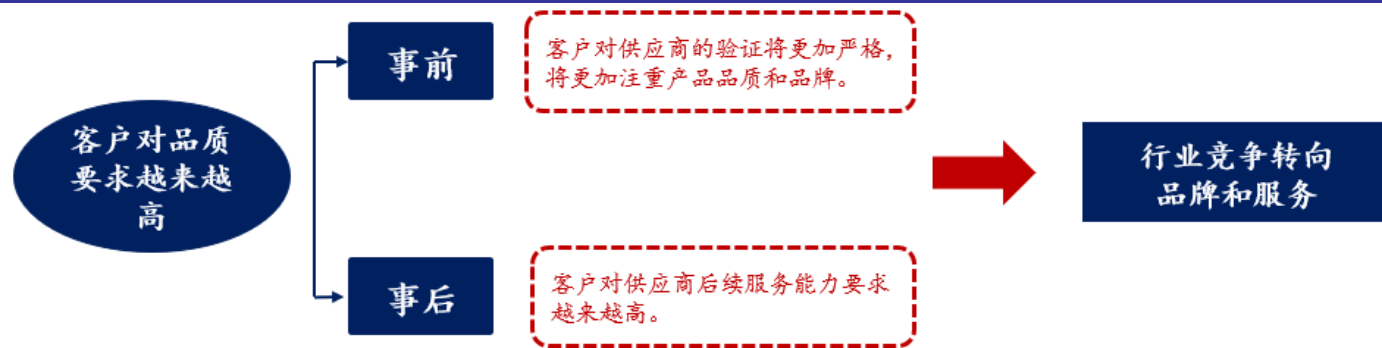


资料来源：太平洋证券整理

客户对产品品质要求提高使行业竞争转向品牌和服务。客户对品质要求的提高带来两个影响：（1）事前，客户对供应商的验证将更加严格，将更加注重产品品质和品牌，这提高了行业进入壁垒，有利于现有品牌厂商尤其是龙头厂商。（2）事后，客户

对供应商后续服务能力要求越来越高，不仅要求厂商有及时高效的故障处理能力，还将对厂商的定期检查服务、技术支持提出了更高的要求。鉴于此，我们认为，未来薄膜电容器行业的竞争将转向品牌和服务竞争。

图 34：行业竞争转向品牌和服务



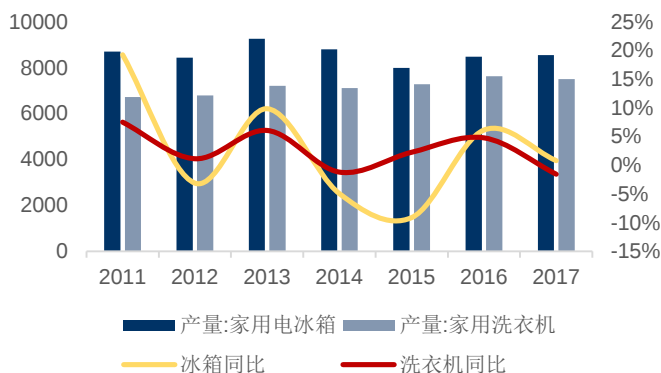
资料来源：太平洋证券整理

四、法拉电子核心竞争力分析

(一) 下游本土产业支持

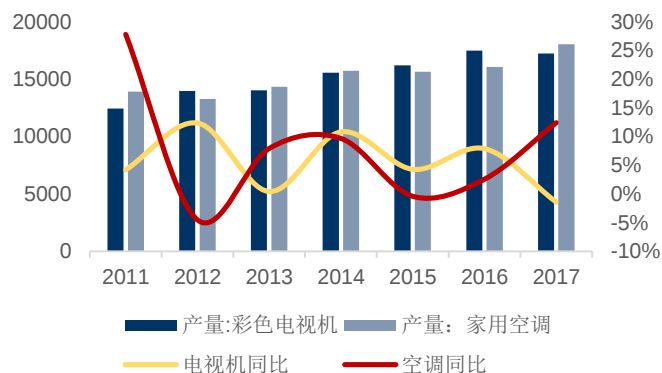
国内下游产业的发展壮大为法拉电子提供了良好的成长环境。根据上文分析，薄膜电容的下游需求主要在家电、照明、以及新兴的光伏、风电和新能源汽车等领域。经过多年的产业转移，中国已经成为了全球主要的家电、照明产品的制造中心；在光伏、风电、新能源汽车等领域，国内目前的产业规模和发展速度也在全球名列前茅。这些本土产业的发展壮大为法拉电子提供了良好的成长环境。

图 35：国内冰箱、洗衣机产量，万台



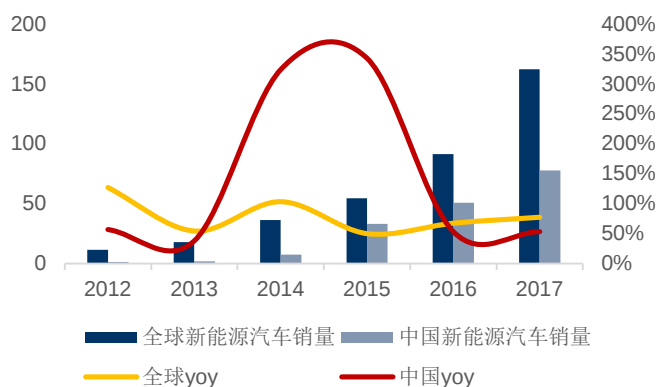
资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图 36：国内彩电、空调产量，万台



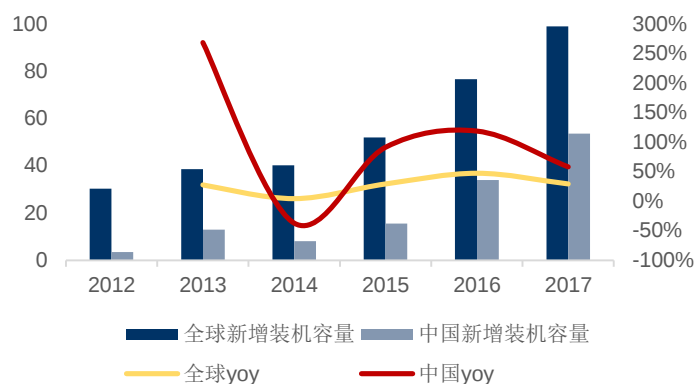
资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图 37：中国、全球新能源汽车销量，万辆



资料来源：EV-Sales、中汽协，太平洋证券整理

图 38：中国、全球光伏新增装机容量，GW



资料来源：21 世纪可再生能源政策网，太平洋证券整理

（二）优秀的品牌、优质的客户

公司从 1967 年就开始从事薄膜电容器的制造，至今有 50 多年的历史，在技术、质量管理和品牌方面有较深的积淀，在市场上赢得了众多国内外客户的信任。目前公司不仅进入了飞利浦、华为、格力、美的、阳光电源等知名公司的供应链，公司的产品品质也得到了汽车产业链博世、联电和特斯拉等公司的认可。

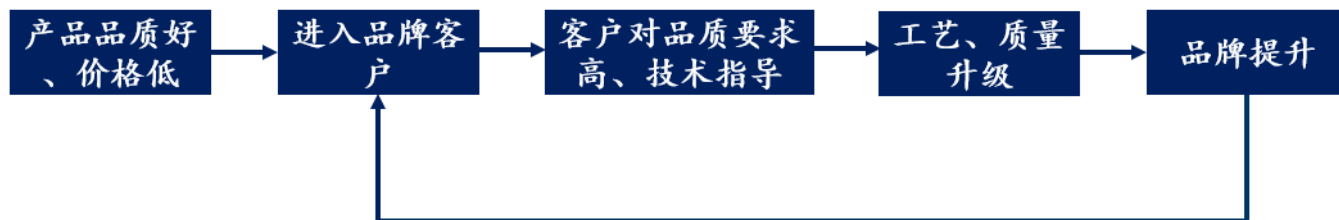
表 10：法拉电子获得主要荣誉

来源	主要荣誉
中国电子元件行业协会	连续 31 届入选中国电子元件百强企业（2018 年电子元件百强 29 名，电容器行业最高）
株洲南车	2013 年度最佳质量奖；
华为	能源业务优秀合作伙伴；
阳光电源	2012 年度优秀供应商
华为	2012 年度供应商合作支持奖
美的	2011 年度供应商卓越奖
飞利浦	2010 年度的创新成长奖（即最高等级白金供应商）
格力	核心供应商
艾默生	亚太区 "good supplier" 称号

资料来源：太平洋证券整理

优质客户的积累也使公司获得了更多技术升级方面的资源。如博世十年前就开始和公司合作，他们对公司长期的扶持、技术指导使公司工艺、产品品质得到了很大的提高。工艺和产品品质的提高又使公司品牌获得了提升，进而可以帮助其获取下一个高质量客户，同时开启了新一轮工艺改进和产品品质提高。

图 39：优质客户带来公司工艺、产品品质及品牌的升级



资料来源：太平洋证券整理

（三）贴近客户、服务效率更高

高端产品在设计阶段，研发人员就需要和客户进行及时交流沟通。另外，在售后阶段，供应商的技术人员也需要及时高效的故障处理能力和提供相关的技术支持服务。法拉主要竞争对手是日本和美国公司，虽然像 KEMET、Nichicon、TDK 等公司有在国内设厂，但上述企业都把研发中心设在本国。因此，海外竞争对手在客户服务方面相对法拉存在巨大劣势。

此外，海外竞争对手业务分散，对薄膜电容器业务的重视程度也无法和专注的法拉相比。

（四）成本、效率领先行业

通过对比法拉和其国外竞争对手的毛利率，我们发现法拉电子毛利率明显高于其竞争对手。毛利率反应了客户对产品的支付意愿和公司产品的成本控制能力。从支付意愿来看，通过草根调研了解，相同档次的产品，法拉产品价格低于国外产品。因此，高毛利率反应的是公司的成本控制能力。

表 11：法拉电子毛利率明显高于国外竞争对手

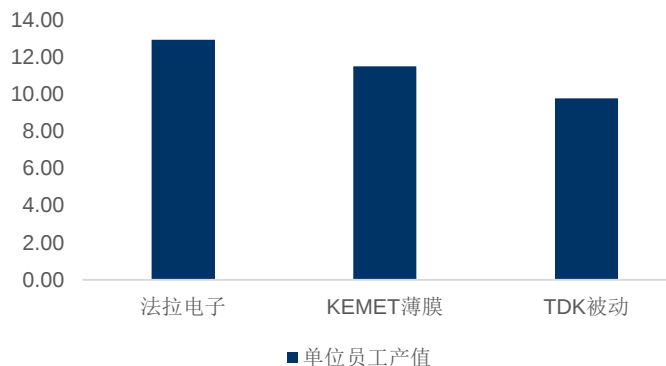
公司	2013	2014	2015	2016	2017
法拉电子	39.7%	40.1%	42.7%	44.4%	44.0%
TDK	22.0%	26.2%	31.2%	58.2%	30.9%
KEMET	-0.2%	6.8%	17.2%	13.4%	19.8%

资料来源：Bloomberg，太平洋证券估算

注：由于 Panasonic、Nichicon 中，薄膜电容器占收入比重较小故选 TDK 和 KEMET 来做比较；其中，TDK 毛利率采用薄膜电容所在的 Passive Components 营业利润率加公司费用率估算；KEMET 毛利率采用 Film & Electrolytic Capacitors 营业利润率加公司费用估算。

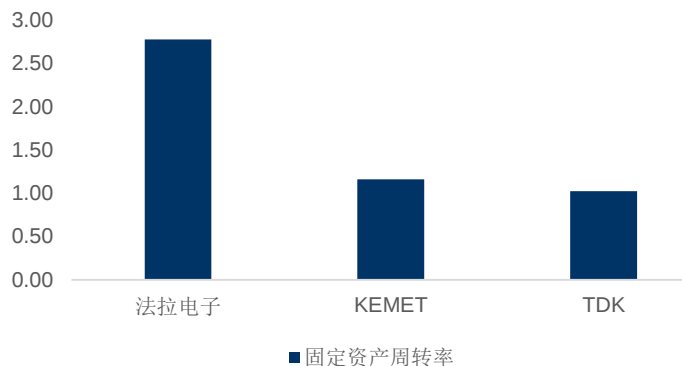
效率优势。法拉在单位员工产值和固定资产周转率上都优于国外同行 KEMET 和 TDK。

图 40：法拉单位员工产值高于 KEMET、TDK，万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 41：法拉固定资产周转率更高

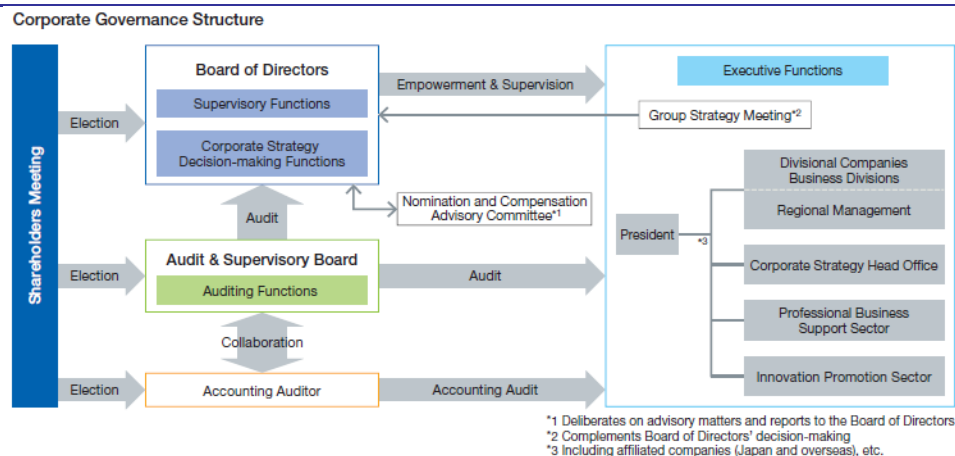


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

（五）及时高效的决策机制

国外竞争对手业务分散，组织体系复杂，对新项目的审批、立项程序繁多，无法满足客户及时的产能需求。盈利能力的不理想也加剧对扩产项目的担忧。

图 42：松下管理结构



资料来源：Panasonic，太平洋证券整理

法拉业务专注，组织效率更高，项目立项简单快速，能满足客户所需的及时扩产。重要客户董事长直接参与协商谈判。及时高效的决策机制使公司在客户争夺上处于领先地位。

五、公司成长性分析

（一）新能源汽车业务有望加速

需求爆发、份额提升，新能源汽车业务有望加速。公司在国内新能源汽车用薄膜电容器市场占据领先地位，公司客户涵盖吉利、比亚迪、蔚来等主要厂商，国内市场份额接近 40%。国内新能源汽车销售的持续高增长将明显提升公司车用薄膜电容器的需求。此外，基于上文我们对公司核心竞争力的分析，我们认为公司未来在国内市场乃至全球市场的份额将继续提升，这将使公司新能源汽车业务加速成长。而公司的东孚新厂（规划 30 万/月）则为新能源汽车业务的开拓提供了充足的产能储备。

（二）光伏仍有成长潜力

2017 年公司光伏、风电类电容器收入占比 20%。由于受到 531 新政的影响，公司今年光伏业务受到较大冲击。但我们认为，十三五光伏座谈会上释放出的信息有望使光伏行业在明年迎来触底反弹。长期看，光伏风电发电量在电力消费量中较低的比重是光伏行业成长的内在动力。法拉作为国内光伏市场薄膜电容器龙头，其光伏业绩仍有成长潜力。

（三）积极开拓新市场

公司积极开拓特高压输变电和轨道交通薄膜电容器市场，目前已经取得一定进展。高压输变电和轨道交通国内市场规模都在 10 亿元左右，其中大部分产品来自进口，有较大的进口替代空间。我们相信，未来法拉电子有望凭借公司优秀的竞争力顺利切入高压输变电和轨交市场，这两个市场也将成为公司在新能源之外的又一增长点。

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

收入方面，假设新能源汽车未来三年增速分别为 78.6%、57.5%和 44%；工业收入增速为-5%、21.3%和 26.5%；家电假设每年增长 7%；照明收入假设缓慢下降三年下滑幅度分别为 15%、10%和 5%。

毛利率方面，假设每年的产品创新能抵消产品价格下降影响，毛利率维持稳定，未来三年毛利率分别为 42.18%、42.13%、42.20%。

费用方面，未来三年，假设管理费用分别为 10.08%、9.90%、9.99%；销售费用假设为 2.09%、2.17%和 2.13%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 4.36、5.19、6.23 亿元，EPS 为 1.94、2.30、2.77 元。

表 12：法拉电子业绩拆分

类别	(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1697.63	1777.82	2092.54	2517.85
	YOY	0.0%	4.7%	17.7%	20.3%
	成本	979.80	1027.91	1211.03	1455.21
	毛利	717.83	749.90	881.51	1062.64
	毛利率	42.3%	42.2%	42.1%	42.2%
新能源汽车	收入	145.09	259.20	408.24	587.87
	成本	87.06	155.52	244.94	349.78
工业	收入	580.38	551.36	668.89	846.19
	成本	328.01	310.86	376.99	476.77
家电	收入	348.23	372.60	398.69	426.59
	成本	208.94	223.56	239.21	255.96
照明	收入	246.66	209.66	188.70	179.26
	成本	148.00	125.80	113.22	107.56
其他电容器	收入	130.59	156.70	188.04	225.65
	成本	76.95	92.34	110.81	132.98
美星	收入	220.00	200.00	210.00	220.50
	成本	128.70	117.00	122.85	128.99
其他业务	收入	26.69	28.29	29.98	31.78
	成本	2.14	2.83	3.00	3.18

资料来源：太平洋证券预测

(二) 投资建议

给予买入评级，目标价 46.6。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.94、2.30、2.77 元，当前股价对应未来三年 PE 分别为 19.6、16.5 和 13.7 倍。参考可比公司江海股份、艾华集团和顺络电子 2018 年 wind 一致预期平均估值为 23.29。考虑公司在薄膜电容器行业的全球领先地位和新能源汽车业务的高增长，我们给予法拉电子 2018 年 24 倍 PE，对应目标价 46.6 元，给予买入评级。

表 13：可比公司估值

公司代码	公司简称	当日股价		EPS（元）					PE（倍）		
		2018-11-8	17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E		
002484.SZ	江海股份	5.24	0.23	0.28	0.33	0.36	18.67	15.81	14.69		
603989.SH	艾华集团	22.87	0.97	0.84	1.11	1.40	27.14	20.67	16.32		
002138.SZ	顺络电子	14.50	0.44	0.60	0.80	1.05	24.05	18.09	13.83		
	平均						23.29	18.19	14.95		

资料来源：太平洋证券整理

七、风险因素

光伏、风电行业政策风险；公司新能源汽车业务需求增速下滑风险；LED照明替代节能灯速度超预期；高压输变电、轨交等新市场开发进度低于预期；薄膜电容器行业竞争加剧风险。

附录：财务报表预测

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	328	483	797	826	营业收入	1698	1778	2093	2518
应收款项	760	799	943	1132	营业成本	980	1028	1211	1455
存货净额	249	268	312	378	营业税金及附加	22	23	27	32
其他流动资产	370	347	13	15	销售费用	38	37	45	54
流动资产合计	1712	1903	2069	2356	管理费用	167	181	209	254
固定资产	552	617	678	732	财务费用	9	(8)	(14)	(20)
无形资产及其他	57	55	52	50	投资收益	19	10	14	12
投资性房地产	344	344	344	344	资产减值及公允价值变动	0	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	1	1	其他收入	11	0	0	0
资产总计	2664	2918	3144	3483	营业利润	512	524	626	752
短期借款及交易性金融负债	13	64	11	11	营业外净收支	3	6	4	5
应付款项	145	161	190	229	利润总额	515	530	630	757
其他流动负债	170	180	215	258	所得税费用	78	80	95	114
流动负债合计	328	405	416	498	少数股东损益	13	14	16	20
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	424	436	519	623
其他长期负债	16	18	20	22					
长期负债合计	16	18	20	22					
负债合计	344	423	436	520					
少数股东权益	47	52	64	78					
股东权益	2274	2443	2644	2886					
负债和股东权益总计	2664	2918	3144	3483					
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.88	1.94	2.30	2.77	净利润	424	436	519	623
每股红利	1.16	1.19	1.41	1.70	资产减值准备	(1)	0	0	0
每股净资产	10.11	10.86	11.75	12.83	折旧摊销	60	62	69	77
ROIC	19%	18%	21%	25%	公允价值变动损失	(0)	3	3	3
ROE	19%	18%	20%	22%	财务费用	9	(8)	(14)	(20)
毛利率	42%	42%	42%	42%	营运资本变动	(555)	(7)	214	(173)
EBIT Margin	29%	29%	29%	29%	其它	6	5	11	13
EBITDA Margin	32%	32%	32%	32%	经营活动现金流	(67)	499	816	544
收入增长	12%	5%	18%	20%	资本开支	(114)	(128)	(131)	(133)
净利润增长率	9%	3%	19%	20%	其它投资现金流	(6)	0	0	0
资产负债率	15%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(120)	(128)	(132)	(133)
息率	3.0%	3.1%	3.7%	4.5%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	20.2	19.6	16.5	13.7	负债净变化	0	0	0	0
P/B	3.8	3.5	3.2	3.0	支付股利、利息	(260)	(267)	(318)	(382)
EV/EBITDA	16.1	15.8	13.4	11.3	其它融资现金流	274	51	(53)	0
					融资活动现金流	(246)	(216)	(371)	(381)
					现金净变动	(433)	155	314	29
					货币资金的期初余额	761	328	483	797
					货币资金的期末余额	328	483	797	826
					企业自由现金流	(192)	358	662	385
					权益自由现金流	82	416	621	402

资料来源：Wind，太平洋证券预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。