

下游多重利好，薄膜电容龙头进入新一轮高增长长期

公司跟踪

● 新旧动力切换，2011 年开始公司业绩增速放缓

从 2002 年上市以来，公司营收、净利润增速长期保持在 20% 以上。2011 年公司进入新旧动能切换期，业绩增长放缓到 10% 以内。到 2020 年上半年，新动能（新能源车、新能源）占总营收比例达 40%，旧动能（家电、照明）营收占比下降至 24%，初步完成新旧动能切换。

● 下游多重利好，打开新一轮高增长长期

1) 新能源车：20H1 多国推出新能源车利好政策以刺激经济复苏。欧洲新能源乘用车注册量上半年实现同比+62% 的高增长。我国新能源车销量从 7 月开始同比转正。长期看，新能源车增长确定性高，2020-2025 年销量 CAGR 预计可达 38%，对薄膜电容需求从 2020 年的 9 亿元左右增长至 2025 年约 38 亿元，CAGR 达 33%。

2) 新能源：中欧致力于推进以清洁能源为核心的能源变革。光伏、风电迎来黄金发展期。我们预计全球光伏装机量将从 2019 年的 112GW 提高 2025 年的 300GW。同时，根据 GWEC 预估，全球风电将从目前的 60GW/年的装机量上升到 70GW/年。综合而言，未来光伏、风电将带动薄膜电容需求增速保持在 10% 以上，到 2025 年市场空间达到 17 亿元。

3) 工控：国内制造业逐步回暖，其中 5G 基站、数据中心、充电桩等“新基建”表现亮眼。长期看，“新基建”的驱动力强劲，其中 5G 基站年建设均值将近 150 万个，数据中心投资额、充电桩新建数量增速分别高达 11% 和 38%。

● 成本优势明显，公司龙头地位有望再巩固

公司机器设备 70% 以上计提完折旧，成本优势明显，较竞争对手平均毛利率高出 20% 左右。公司持续高研发投入，并与下游优质客户合作紧密。新能源车领域，公司与博世、大陆汽车、联合汽车电子等龙头合作，我们预计目前公司的市占率在 30% 以上；新能源领域，公司是华为、阳光、固德威、维斯塔斯和金风科技等主要供应商，公司在全球光伏中的占比约 60%；工控领域，公司供货汇川等国内优秀厂商，未来市场渗透率有望进一步提升。

● 盈利预测及投资建议

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 18.4、21.1、24.4 亿元，EPS 分别为 2.29、2.57、3.01 元，当前股价对应的 PE 分别为 36、32 和 28 倍。考虑到公司进入新一轮高增长长期，竞争优势明显，将评级上调至“强烈推荐”。

● 风险提示：原材料价格波动风险，海外市场业务波动，汇率波动

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,721	1,680	1,841	2,112	2,444
增长率(%)	1.4	-2.4	9.6	14.7	15.7
净利润(百万元)	452	456	516	578	678
增长率(%)	6.7	0.9	13.1	12.1	17.2
毛利率(%)	43.2	43.0	44.9	44.2	44.5
净利率(%)	26.2	27.1	28.0	27.4	27.7
ROE(%)	18.4	17.4	18.2	18.4	19.2
EPS(摊薄/元)	2.01	2.03	2.29	2.57	3.01
P/E(倍)	41.3	41.0	36.2	32.3	27.6
P/B(倍)	7.6	7.1	6.5	5.9	5.3

强烈推荐（调高评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

王璠（联系人）

wangjin3@xsdzq.cn

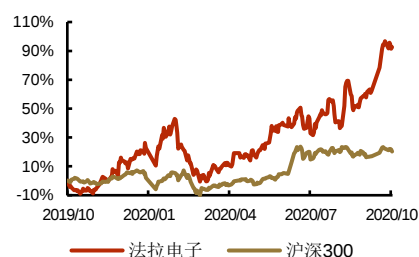
证书编号：S0280119120005

市场数据

时间 2020.10.23

收盘价(元):	83.0
一年最低/最高(元):	39.7/87.58
总股本(亿股):	2.25
总市值(亿元):	186.75
流通股本(亿股):	2.25
流通市值(亿元):	186.75
近 3 月换手率:	87.81%

股价一年走势



相关报告

《新基建驱动公司业绩增长，业绩符合预期》2020-08-30

《政策加码助力薄膜电容龙头腾飞》2020-04-04

《一季度业绩保持平稳，新能源汽车贡献长期动能》2019-04-26

《业绩符合预期，持续受益于新能源汽车行业发展》2019-04-03

《业绩符合预期，汽车电动化浪潮催生新动能》2018-10-30

目 录

1、 新旧动能初步切换完成.....	4
2、 多领域增长引擎同步启动，进入新一轮高增长期.....	5
2.1、 新能源车用薄膜电容长期增速在 30%以上	5
2.2、 新能源带动薄膜电容 10%以上增长	7
2.3、 制造业逐步恢复，“新基建”长期驱动力足	11
3、 成本优势明显，公司龙头地位有望再巩固	12
4、 盈利预测	14
5、 估值与投资建议	15
6、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

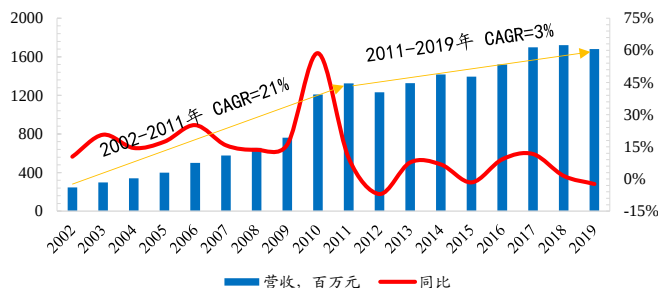
图 1： 2002~2019 年公司营收快速增长	4
图 2： 2002~2019 年公司净利润快速增长	4
图 3： 从 2019H2 开始，营收同比恢复增长	4
图 4： 从 2019H2 开始，净利润同比恢复增长	4
图 5： 目前公司发展驱动力初步完成向新型能源的切换	5
图 6： 国内纯电动乘用车里程补贴标准，万元	5
图 7： 国内新能源车销量从 7 月开始同比转正	7
图 8： 2020H1 欧洲新能源车同比+62%	7
图 9： 2025 年全球新能源车销量将达到 1475 万辆	7
图 10： 2025 年新能源车用薄膜电容市场空间约 38 亿元	7
图 11： 2010-2019 年全球新增光伏装机量 CAGR=23%	8
图 12： 2018 年各国光伏装机量占比	8
图 13： 2019 年各国光伏装机量占比	8
图 14： 到 2025 年，全球光伏领域用逆变器约 325GW	9
图 15： 2015-2019 年全球风电装机量较为平稳	9
图 16： 2019 年陆上风电装机占比	10
图 17： 2019 年海上风电装机占比	10
图 18： 2020-2024 年全球风电装机量将维持在 70GW 左右	10
图 19： 到 2025 年，风电、光伏带动薄膜电容市场空间年增速约 12%	10
图 20： 从 3 月开始制造业 PMI 连续站在荣枯线以上	11
图 21： 制造业固投累计同比逐步收窄	11
图 22： 制造业工业增加值同比快速恢复	11
图 23： 预计到 2025 年 5G 基站保有量超 800 万个	12
图 24： 2025 年数据中心投资超 7000 亿元	12
图 25： 预计到 2025 年，新建充电桩增速在 35%以上	12
图 26： 公司毛利率、净利率稳定在高位	12
图 27： 公司毛利率明显高于竞争对手	13
图 28： 制造费用占营业成本的 13%以下	13
图 29： 公司大部分机器设备已计提完折旧	13
图 30： 公司研发费用率维持在 4%以上	14
表 1： 欧洲主要国家税收优惠及补贴情况	5

表 2: 近期清洁能源主要政策和规划	7
表 3: 净资产收益率优异	13
表 4: 产品定制化需求高, 公司客户资源优质	14
表 5: 公司业绩预测	14
表 6: 公司估值处于合理水平	15

1、新旧动能初步切换完成

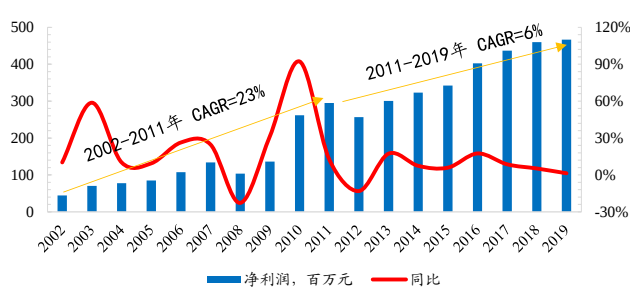
2011 年开始，公司进入业绩驱动力切换时期，业绩增速放缓。从 2002 年上市以来，营收、净利润增速保持在 10% 以上。分阶段看，2002-2011 年为公司高速发展期，虽然经历了 2008 年的金融危机，公司营收、净利润年复合增速依然维持在 21% 的高位；2011-2019 年公司进入新旧动能转换期，由家电和照明向新能源和新能源车切换，期间公司营收、净利润增速放缓，营收年复合增速下降到 3%，净利润增速下降到 6%。

图1：2002~2019 年公司营收快速增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

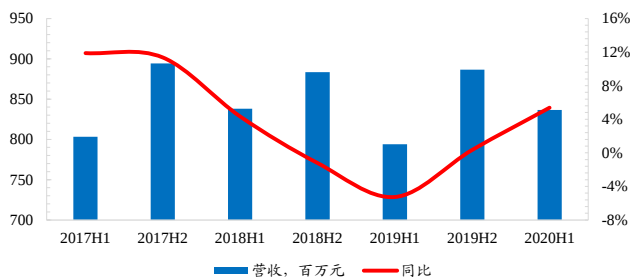
图2：2002~2019 年公司净利润快速增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

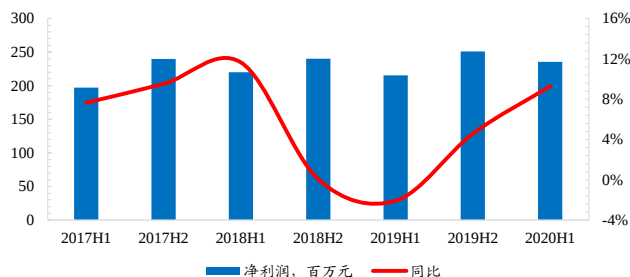
虽然近三年下游行业波动，公司新动能的营收占比逐步提升，20H1 已达 40%。复盘 2017-2020 年的业绩：2017 年，光伏、风电装机量上升和新能源车快速发展，公司业绩快速增长，营收、净利润增速约 10%。18H1 业绩持续高增长，净利润增速约 12%。18H2 受光伏“531 政策”的影响，国内光伏需求大幅下滑，叠加照明用薄膜电容市场处于长期萎缩状态，导致公司 18H2、19H1 业绩增速出现回落，甚至同比下滑。19H2 欧洲新能源车高增长等因素带动公司业绩恢复至 18H2 同等水平。20H1 虽有疫情的影响，5G 网络、数据中心等新基建建设加速，新能源和工控业务也实现较高增速和盈利，20H1 恢复同比增长。从新动能（新能源车、新能源）的营收占比来看，比例一直呈上升趋势，到 20H1 已达 40% 左右，而旧动能（家电、照明）的占比下降到 24%。

图3：从 2019H2 开始，营收同比恢复增长

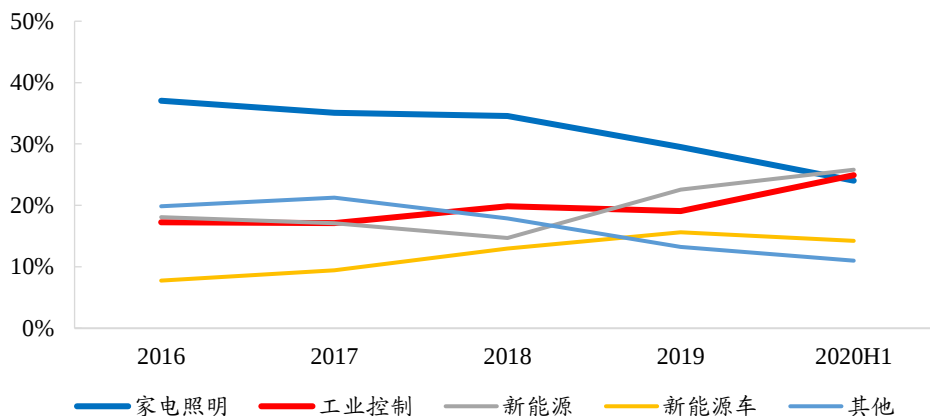


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：从 2019H2 开始，净利润同比恢复增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

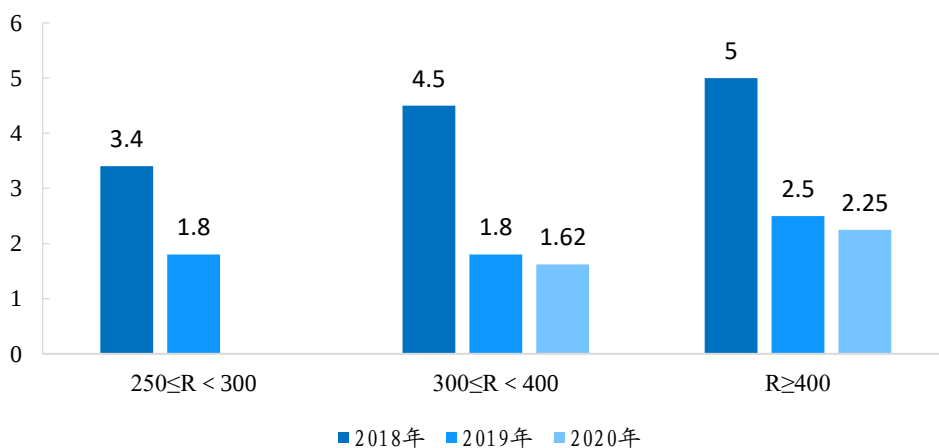
图5：目前公司发展驱动力初步完成向新型能源的切换

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、多领域增长引擎同步启动，进入新一轮高增长期

2.1、新能源车用薄膜电容长期增速在 30%以上

多国政策利好，推动新能源车快速发展。2020 年年初疫情突袭，实体经济下滑明显。在此背景下，国内外出台相关新能源车政策，推动新能源车健康、快速发展。1) 国内：4 月出台了 2020 年新能源汽车补贴政策，其中纯电动乘用车里程补贴标准只下降了 10%，并且购置补贴和免购置税政策延长 2 年。2) 海外：为了加快汽车行业中绿色能源的使用占比，欧洲各国积极实施税收优惠和补贴政策。如德国最高可补贴新能源车 0.9 万欧元，英国等国对于零排放车辆免税。

图6：国内纯电动乘用车里程补贴标准，万元

资料来源：财政部，新时代证券研究所

表1：欧洲主要国家税收优惠及补贴情况

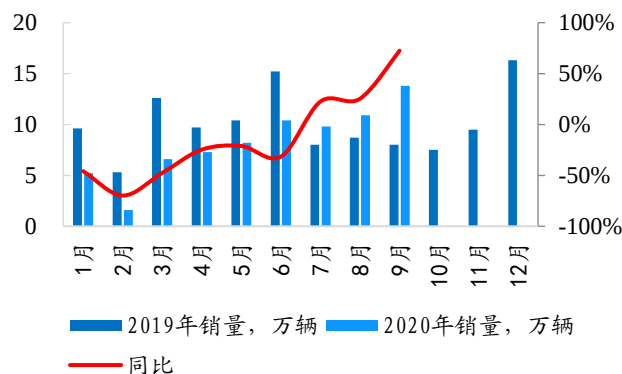
	税收		补贴
	增值税	个人公司	
德国	2020.7.1-2020.12.31 到 2020 年底注册 1. 减少 BEV 和 PHEV 的应 2020.6.4-2020.12.21 登记的所有 BEV、PHEV 和 FCEV 车 增值税率从 19% 下的电动车和燃料电 纳税额（从每月总目录价格 辆:		

税收				补贴
增值税	个人	公司		
	降到 16%	池车 10 年免汽车税	的 1% 到 0.5 %)。2. 电动汽车的应税金额进一步减少, 最高标价为 6 万欧元。	1. 净标价小于 4 万欧元的车: BEV&FCEV 奖励 0.9 万欧元; PHEV 奖励 6750 欧元; 2. 净标价大于 4 万欧元的车: BEV&FCEV 奖励 7500 欧元; PHEV 奖励 5625 欧元。
法国	全免或 50%减免替代能源车 (如电动、混动、CNG、LPG 等) 增值税	/	二氧化碳排放 ≤ 20g/km, 免征二氧化碳税	二氧化碳排放 ≤ 20g/km 的: 1. 个人购买价格 ≤ 4.5 万欧元的车奖励 7000 欧元。 2. 法人购买价格 ≤ 4.5 万欧元的车辆奖励 5000 欧元。 3. 个人和法人购买价格在 4.5~6 万欧元的车辆、大于 6 万欧元的燃料电池车辆奖励 3000 欧元。 价格 ≤ 6 万欧元、二氧化碳排放 ≤ 50g/km 的: 1. 乘用车: 个人购买奖励 5000 欧元; 法人购买奖励 2500 欧元。 2. 货车: 奖励 5000 欧元。
英国	零排放车辆免税	零排放车辆免税	零排放车型实行最低税率: 2020-2021:0%; 2021-2022:1%; 2022-2025:2%。	价格低于 5 万英镑, 零排放车辆最高补助 3000 英镑
意大利	/	电动车从登记注册起未来 5 年免税; 五年后, 相比同款车型的燃油车减免 75%税收	/	二氧化碳排放 ≤ 70g/km, 价格低于 5 万欧元 (不包括增值税), 最高奖励 6000 欧元
西班牙	二氧化碳排放 ≤ 120g/km 的车辆免税	主要城市 (如马德里、巴塞罗那、萨拉戈萨、瓦伦西亚等) 的 BEV 减免 75%税收	/	乘用车: 私人使用的 BEV 奖励 4000-5000 欧元, PHEV 奖励 2600 欧元; 货车和卡车: 私人使用奖励 4400-6000 欧元
挪威	25%减免	无需缴纳过路过桥费、轮渡费、城市排放费	/	/
瑞典	/	零排放车辆公路税 360 瑞典克朗	BEV、PHEV 减免 40%税收 (最多 10000 瑞典克朗)	零排放乘用车和轻卡: 60000 瑞典克朗; 二氧化碳排放 ≤ 70g/km 的 PHEV: 10000 瑞典克朗
荷兰	零排放车辆免税	零排放车辆免税	标价 45000 欧元以下的零排放车辆按照最低税率 8%, FCEV 没有价格限制	

资料来源: ACEA, 新时代证券研究所

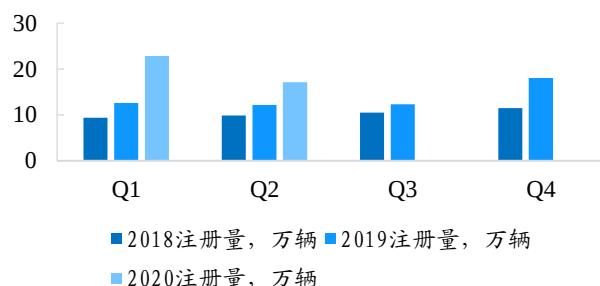
疫情影响逐步消退, 国内新能源车恢复中, 欧洲新能源车快速增长。国内: 新能源汽车销量从 3 月开始跌幅逐步收窄, 到 7 月同比转正, 且同比增长趋势快速扩大。2020Q1-3 累计销量约 73.4 万辆, 跌幅收窄至 -17.7%。欧洲: 新能源乘用车注册量快速增长, 2020H1 累计注册量约为 39.9 万辆, 同比 +62%。

图7：国内新能源车销量从7月开始同比转正



资料来源：中汽协，新时代证券研究所

图8：2020H1 欧洲新能源车同比+62%

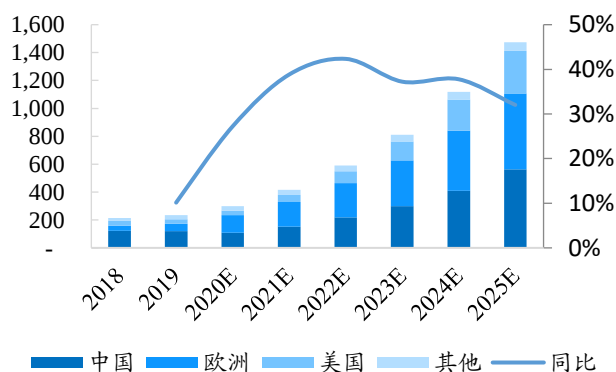


资料来源：ACEA，新时代证券研究所

注：统计范围包括欧盟、欧洲自贸联盟和英国

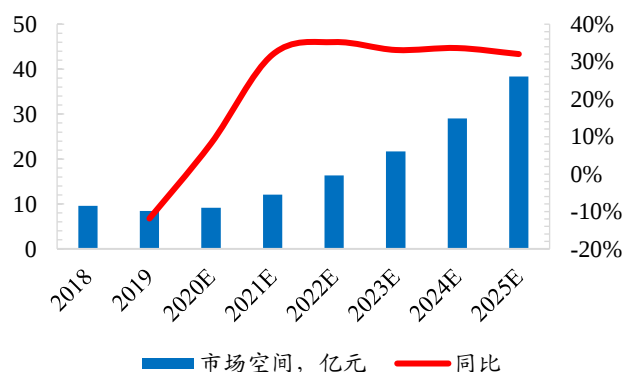
新能源车长期高增长，未来5年车用薄膜电容增速保持在30%以上。前期政策推动叠加后期新能源车成本下降，新能源车渗透率将不断提升。我们预计2020-2025年全球新能源车销量CAGR达到38%，到2025年将达到1475万辆。受疫情的影响，薄膜电容存在一定的价格下降调整。随着下游景气度回升，我们预计未来价格下降将趋稳。目前，单车价值量在310元左右，假设2025年下降到260元，对应的市场空间约38亿元，2020-2025年CAGR约33%。

图9：2025年全球新能源车销量将达到1475万辆



资料来源：中汽协，ACEA，Marklines，新时代证券研究所预测

图10：2025年新能源车用薄膜电容市场空间约38亿元



资料来源：中汽协，ACEA，Marklines，新时代证券研究所预测

2.2、新能源带动薄膜电容10%以上增长

各国推进清洁能源，光伏、风电前景广阔。习近平总书记第七十五届联合国大会提出我国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。预计“十四五”期间我国将继续推动以清洁能源为核心的能源变革，推动新能源行业快速发展。同时，欧洲也将提高2030年的温室气体减排目标，从目前的40%提高到60%。这将大大推动光伏、风电等清洁的使用。除了中欧在清洁能源的步骤一致外，美国在清洁能源布局中也计划加码。美国总统候选人拜登提出未来十年内对清洁能源的基础设施建设进行千亿级别的投资。光伏、风电作为清洁能源的重要组成部分，未来发展空间广阔。

表2：近期清洁能源主要政策和规划

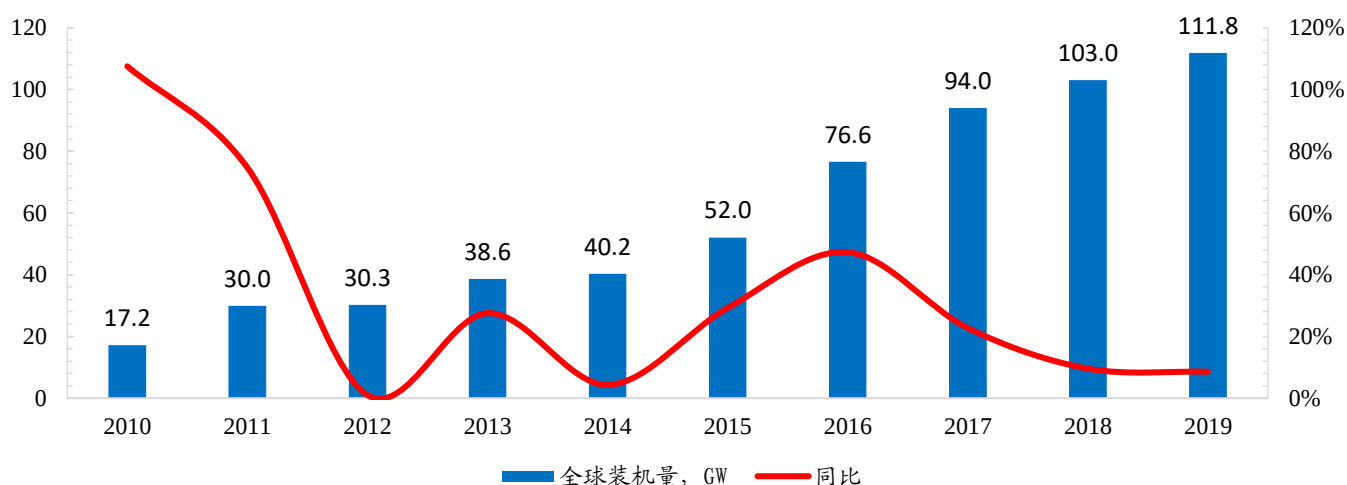
日期	主要内容
2019/6/4	美国总统候选人拜登团队发布的《清洁能源革命和环境计划》提出2050年前达到碳中和的目标，未来十年内对清洁能源的基础设施建设（风电、光伏）进行4000亿美元的投资，2030年海上风能增加一倍。

日期	主要内容
2020/9/22	习近平总书记第七十五届联合国大会一般性辩论上提出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和。
2020/10/6	欧洲议会通过提高欧盟 2030 年的气候目标, 将 2030 年温室气体排放量从目前 40% 的减排目标提高到 60%。法案将缓交欧盟 27 国部长理事会审批。
2020/10/14	国家能源局可再生能源司副司长表示, 将更大力度推动风电规模化发展; 更大力度推进风电技术进步和产业升级; 更大力度健全完善风电产业政策; 更大力度促进风电消费。

资料来源: Wind, 搜狐, 新时代证券研究所

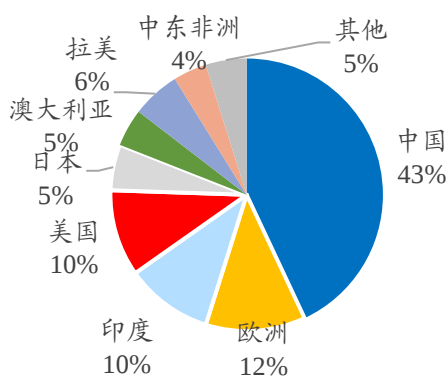
全球光伏装机量快速增长, 2019 年超 110GW。根据 Solarzoom 数据, 近年全球光伏新增装机量快速增长, 2010-2019 年 CAGR 约 23%, 到 2019 年装机量约 112GW。从地区来看, 中国、欧洲、印度、美国为主要的需求地区。

图11: 2010-2019 年全球新增光伏装机量 CAGR=23%



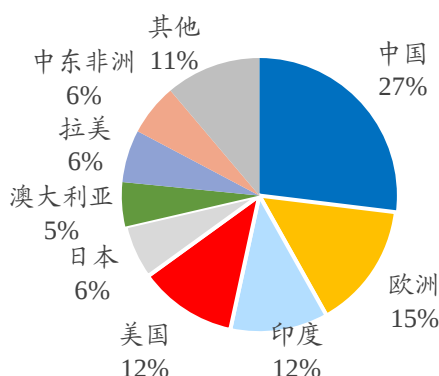
资料来源: Solarzoom, 新时代证券研究所

图12: 2018 年各国光伏装机量占比



资料来源: Solarzoom, 新时代证券研究所

图13: 2019 年各国光伏装机量占比

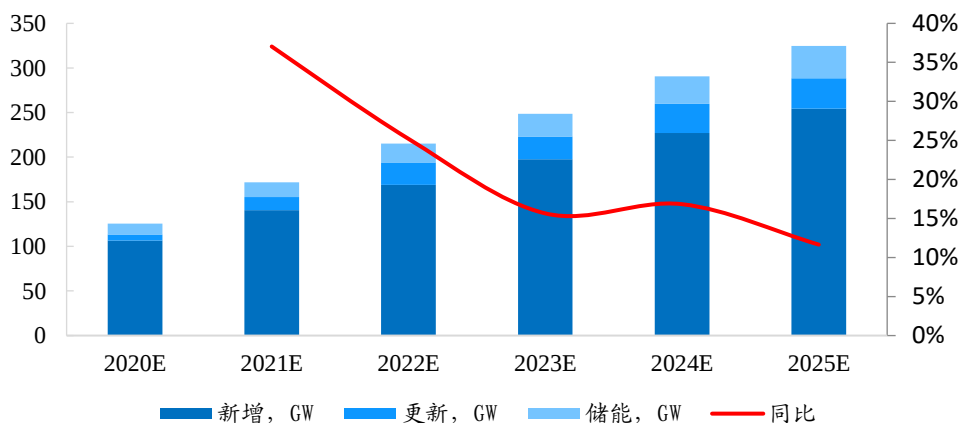


资料来源: Solarzoom, 新时代证券研究所

到 2025 年, 全球光伏领域对逆变器的需求有望达到 325GW。逆变器主要应用场景有光伏初始投资阶段安装、光伏运营阶段更新和未来新增长点储能配套。1) 光伏初始投资阶段逆变器安装: 在绿色能源占比不断提升、光伏发电成本不断下降的背景下, 我们预测未来光伏新增装机量继续呈现增长态势, 到 2025 年新增装机量有望达到 300GW。根据 1.18 的容配比, 大致需要 254GW 的逆变器。2) 光伏运营阶段更换需求: 由于逆变器中电子元器件的使用寿命约 10-15 年, 光伏电站运营周期内将会产生更换需求, 这里逆变器的更换周期我们取 10 年。预计到 2025 年逆

变器的更换需求约 34GW。3) 储能配套: 随着储能成本的下降, 储能装机量不断增加。根据 IHS 数据, 2015 年全球储能逆变器仅为 0.9GW, 2019 年达到 9.8GW, 配套比例从 1.7%提升到 8.8%。若假设 2025 年储能配套比为 12%, 2025 年逆变器需求约为 36GW。综上, 全球光伏领域对逆变器的需求量快速增长, 2019-2025 年 CAGR 约 19%, 到 2025 年有望达到 325GW。

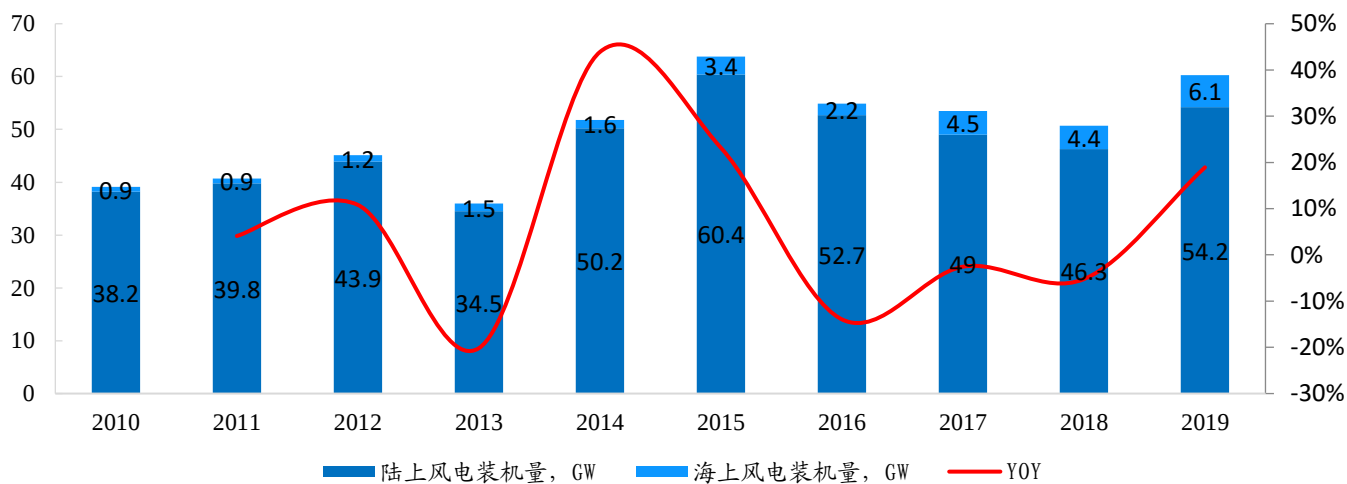
图14: 到 2025 年, 全球光伏领域用逆变器约 325GW



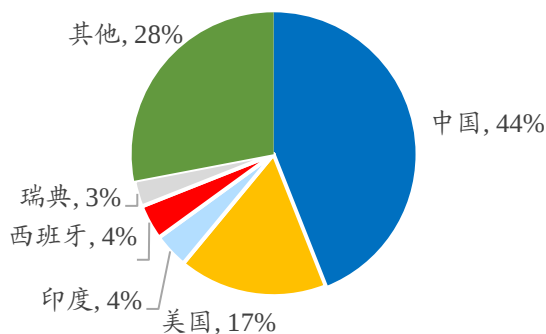
资料来源: HIS, Solarzoom, 新时代证券研究所预测

根据 GWEC 数据, 2015-2019 年全球风电装机量均值在 56GW 左右, 变化幅度较低。按地区看, 中国、美国和英国是陆上风电和海上风电的主要组成。2019 年中国、美国陆上风电占比分别为 44%和 17%, 中国、英国海上风电占比分别为 39%和 29%。未来 4 年, 全球风电装机量将处于一个景气高位。根据 GEWC 预测, 2020-2024 年全球风电装机量将维持在 70GW 左右的水平。

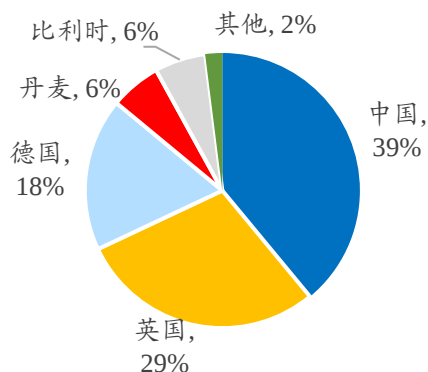
图15: 2015-2019 年全球风电装机量较为平稳



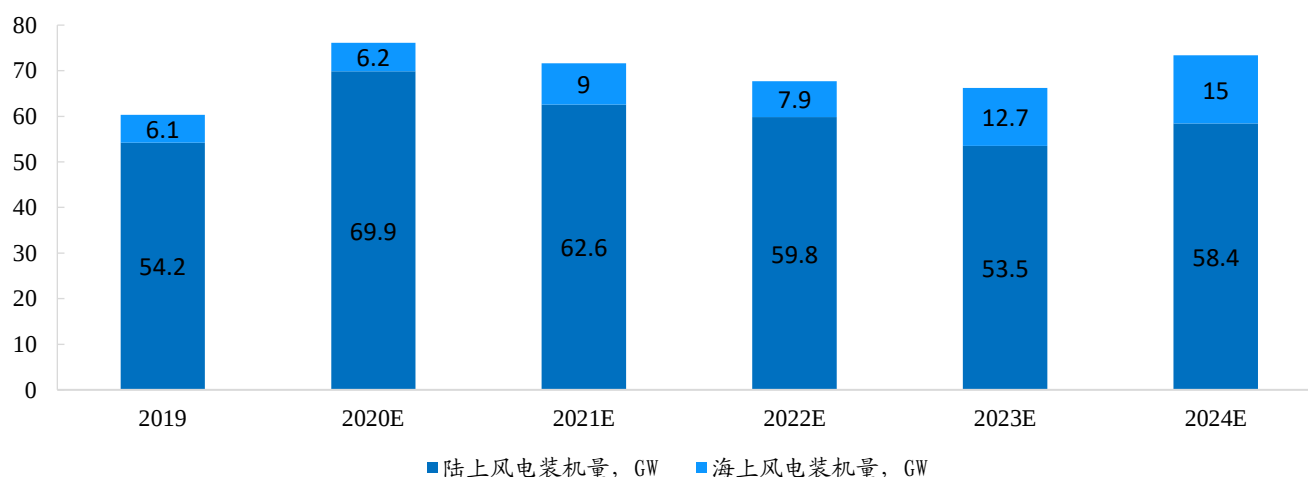
资料来源: GEWC, 新时代证券研究所

图16: 2019 年陆上风电装机占比

资料来源: GEWC, 新时代证券研究所

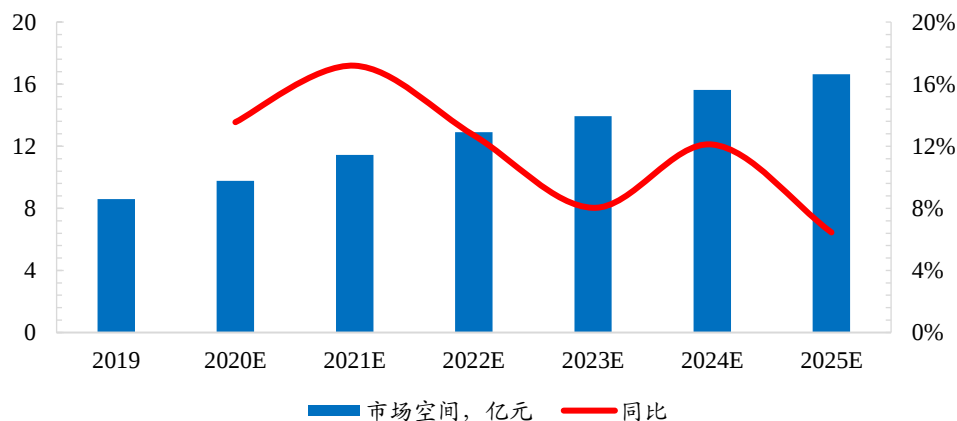
图17: 2019 年海上风电装机占比

资料来源: GEWC, 新时代证券研究所

图18: 2020-2024 年全球风电装机量将维持在 70GW 左右

资料来源: GEWC 预测, 新时代证券研究所

未来光伏、风电快速发展, 对薄膜电容的需求也将随之增长。我们预计 2019-2025 年风电和光伏领域中薄膜电容的市场空间 CAGR 约 12%, 到 2025 年市场空间约 17 亿元。

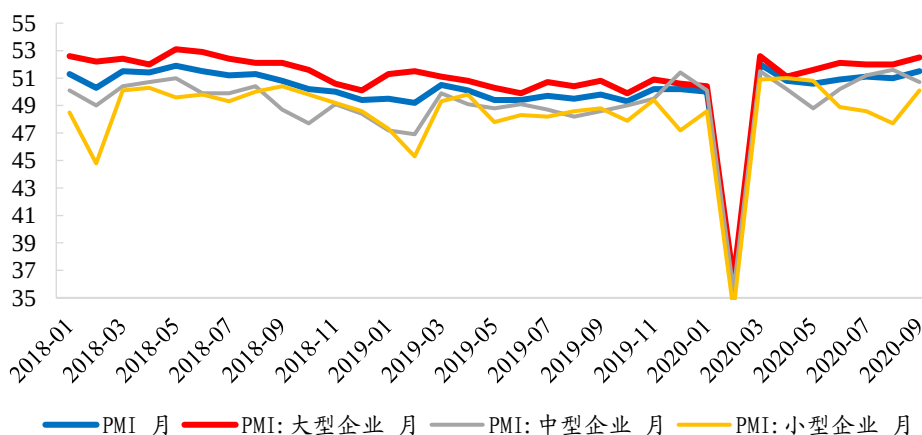
图19: 到 2025 年, 风电、光伏带动薄膜电容市场空间年增速约 12%

资料来源: Solarzoom, GEWC, 新时代证券研究所预测

2.3、制造业逐步恢复，“新基建”长期驱动力足

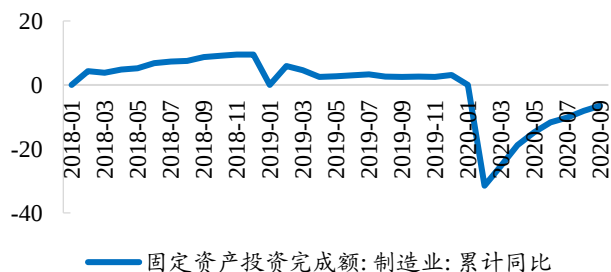
疫情之后制造业逐步恢复。9月制造业 PMI 51.5，从3月开始连续7个月在荣枯线以上，其中大型企业、中型企业和小型企业 PMI 分别从5、6、9月开始转好，9月 PMI 分别为 52.5、50.7 和 50.1。制造业固定资产投资累计同比降幅逐步改善，到9月累计同比已收窄至-6.5%。制造业工业增加值同比增幅稳步上升，9月达到 7.6%。

图20：从3月开始制造业 PMI 连续站在荣枯线以上



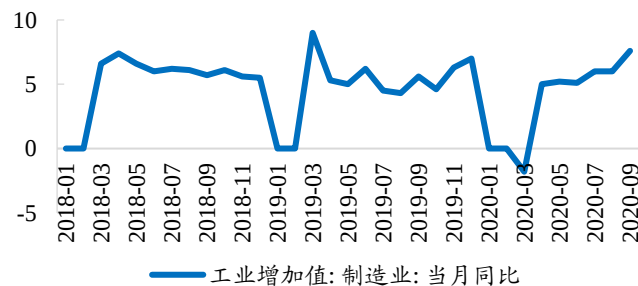
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图21：制造业固投累计同比逐步收窄



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图22：制造业工业增加值同比快速恢复



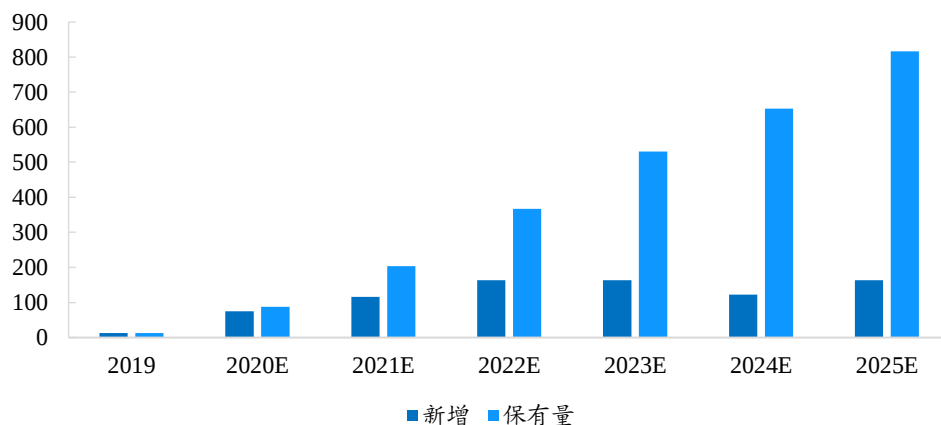
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

“新基建”如 5G 基站、数据中心、充电桩等长期发展驱动力足。

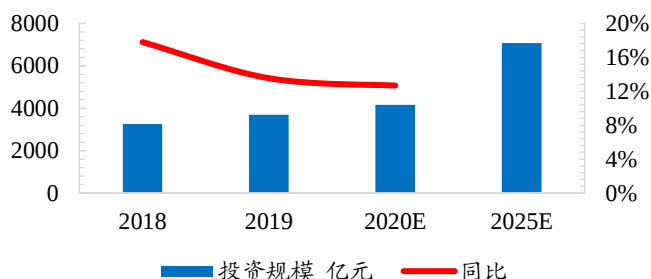
1) 5G 基站：根据工信部副部长刘烈宏表示，2020.1-9 月我国 5G 基站建设超 60 万个。我们预计 2020 年全面有望达到 75 万个。按照 5G 基站总数是 4G 的 1.5 倍推算，5G 基站总数有望超 800 万个。从建设节奏上来看，参考 4G 基站，我们预计 2022、2023 年迎来建设峰值，新建基站数超 150 万个。

2) 数据中心：5G 的投入使用，将带来更多的数据传输和新业务的发展。海量的数据、云计算等新业务的蓬勃发展将推动数据中心的爆发式发展。根据赛迪顾问预计，到 2025 年我国数据中心的投资规模将超过 7000 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 11.4%。

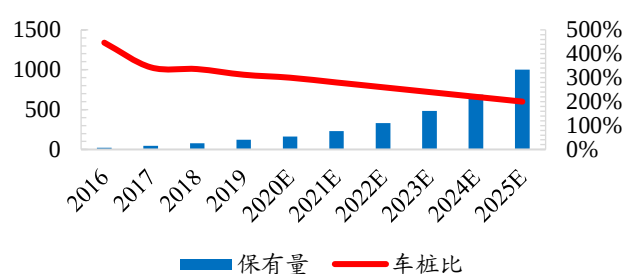
3) 充电桩：目前，我国的充电桩建设速度落后，到 2019 年底车桩比约为 3.1。我们预计到 2020 年底车桩比将进一步降低到 3.0，对应的充电桩保有量约为 163 万个。我们预计到 2025 年，充电桩保有量有望达到 1000 万个，车桩比达到 2，2019-2025 年新建充电桩增速约 38%。

图23: 预计到2025年5G基站保有量超800万个

资料来源: 工信部, 新时代证券研究所预测

图24: 2025年数据中心投资超7000亿元

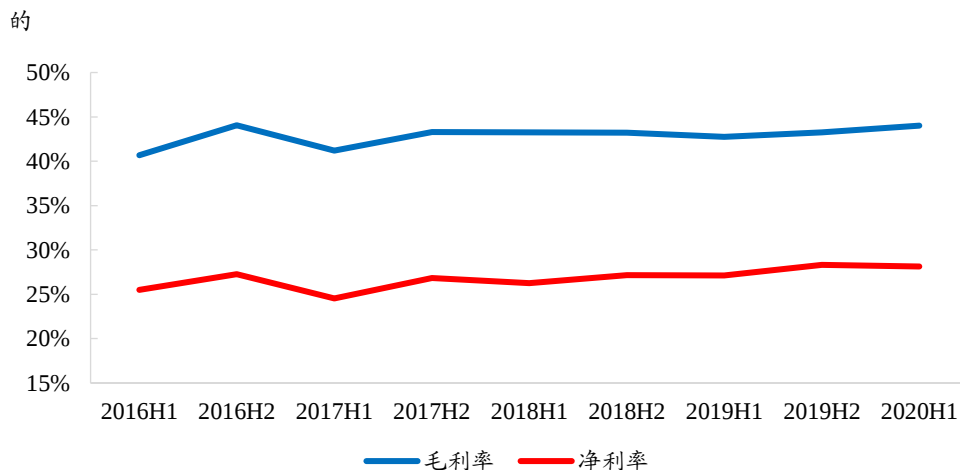
资料来源: CCID 预测, 新时代证券研究所

图25: 预计到2025年, 新建充电桩增速在35%以上

资料来源: 中国充电联盟, 公安部, 新时代证券研究所预测

3、成本优势明显, 公司龙头地位有望再巩固

盈利水平优异, 是公司具备核心竞争力的体现。公司毛利率、净利率一直维持在高位, 分别为43%、27%左右。受益于较高净利率、稳定的资产周转率和权益乘数, 公司平均净资产收益率处于18%~19%。

图26: 公司毛利率、净利率稳定在高位

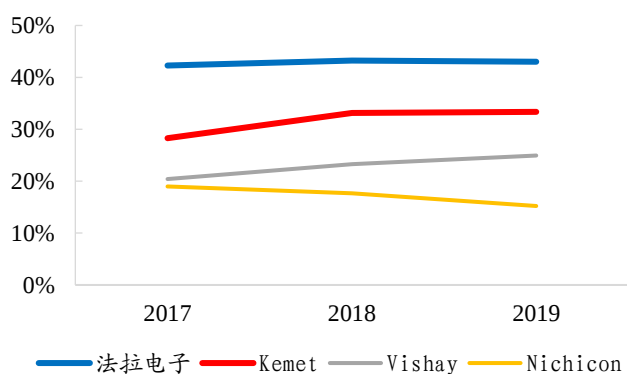
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表3: 净资产收益率优异

	2016	2017	2018	2019
净资产收益率 (平均)	19.3%	19.4%	19.1%	17.9%
归母净利率	25.9%	25.3%	26.6%	27.5%
资产周转率	0.64	0.65	0.60	0.53
权益乘数	1.17	1.18	1.20	1.23

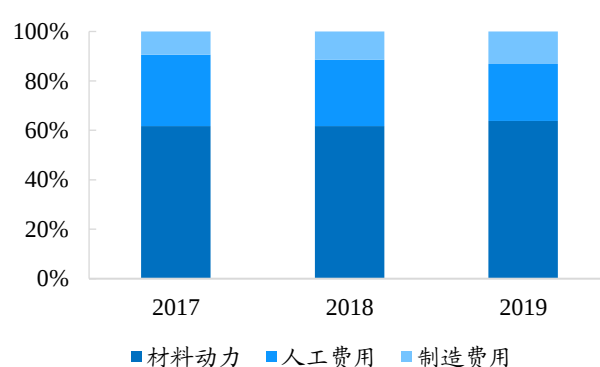
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

机器设备折旧低, 成本优势明显。公司毛利率水平维持在 43% 左右, 较竞争对手 24% 的平均毛利率优势显著。这主要是制造费用摊销低。由于薄膜电容技术迭代较慢, 机器设备使用年限较长, 公司的机器设备大部分已计提完折旧。

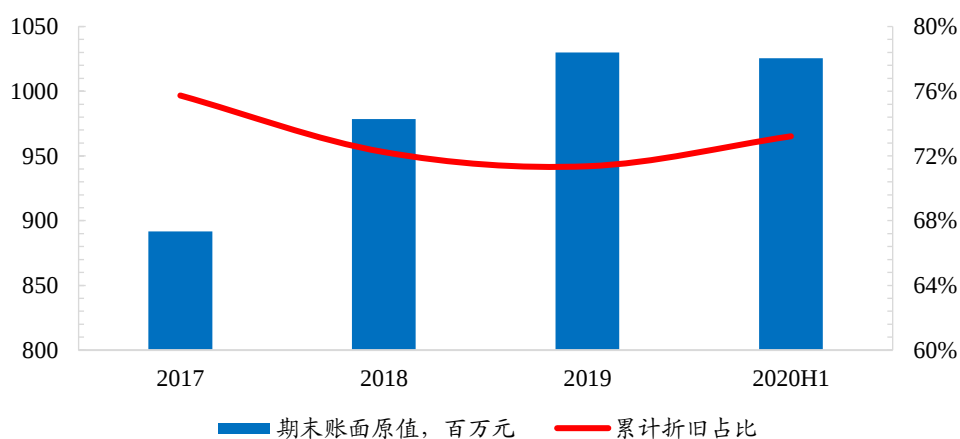
图27: 公司毛利率明显高于竞争对手

资料来源: 公司公告。新时代证券研究所

注: Nichicon 和 Kemet 的统计周期为第一年的 4.1 至第二年的 3.31

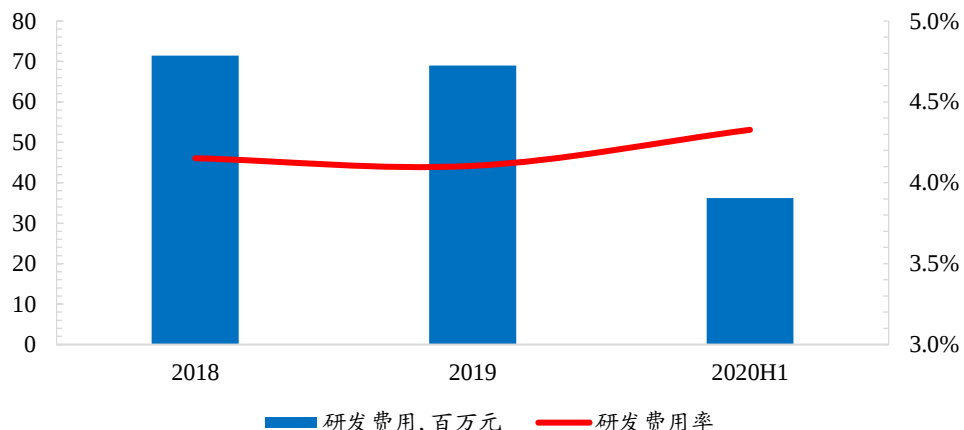
图28: 制造费用占营业成本的 13% 以下

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图29: 公司大部分机器设备已计提完折旧

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

专注薄膜电容五十年, 逐步建立材料、产品设计、生产等全方位的研发体系。公司拥有五十多年的薄膜电容生产历史, 掌握生产工艺的诸多 know how。近年把握住市场发展方向, 加大对新型能源用薄膜电容的研发力度。从 2018 年以来, 公司研发费用维持在 7000 万元左右, 营收占比超 4%, 逐步形成了由电容器设计开发延伸至材料应用、工装模具开发、生产设备开发等全方位的自主开发体系。

图30: 公司研发费用率维持在4%以上

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

产品定制化需求高, 客户资源优质, 有望推动公司市占率提升。1) 新能源车: 公司与博世、大陆汽车、联合汽车电子、汇川等合作, 我们预计目前公司的全球市占率在30%以上。2) 光伏风电: 公司是华为、阳光、固德威、维斯塔斯和金风科技等主流厂商的主要供应商, 目前公司在全球光伏的份额占比约60%。3) 工控: 公司下游客户覆盖多, 拥有汇川、麦格米特等优秀的国产厂商。随着国产优秀厂商市占率的提升, 公司有望占据更多市场份额。

表4: 产品定制化需求高, 公司客户资源优质

下游	产品特性	主要客户	全球市占率
新能源车	定制化	博世、大陆汽车、联合汽车电子等	30%以上
新能源	标准品	华为、阳光、固德威、维斯塔斯和金风科技等	60%
工控	定制化	汇川、麦格米特等	/

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

4、盈利预测

受下游行业长期发展向好, 公司客户结构稳定且优质, 对各业务作如下假设

- 1) 我们预测2020-2022年新能源车用薄膜电容行业增速约为27%、39%和42%, 我们假设公司新能源车营收增速分别为30%、40%、45%;
- 2) 我们预计2020-2022年新能源用薄膜电容行业增速约为14%、17%、13%, 公司加大与风电龙头企业的合作, 渗透率未来有进一步提升空间, 我们假设2020-2022年公司新能源营收增速分别为15%、20%、15%
- 3) 随着5G、数据中心、充电桩等新基建的逐步实施, 我们预计公司2020-2022年工控用薄膜电容增速约20%、15%、10%

表5: 公司业绩预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收, 百万元						
家电	349	372	321	305	311	317
照明	247	223	175	149	126	107
工业控制	291	342	321	385	443	487

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新能源	291	253	379	436	523	602
新能源汽车	160	223	262	341	478	693
其他	361	308	222	225	228	231
合计	1,698	1,721	1,680	1,841	2,109	2,437
营收同比						
家电		7%	-14%	-5%	2%	2%
照明		-10%	-22%	-15%	-15%	-15%
工业控制		18%	-6%	20%	15%	10%
新能源		-13%	50%	15%	20%	15%
新能源汽车		40%	18%	30%	40%	45%
其他		-15%	-28%	1%	1%	1%
合计		1%	-2%	10%	15%	16%
毛利率	42.3%	43.2%	43.0%	44.9%	44.2%	44.5%
毛利, 百万元	718	744	723	827	932	1,085

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

我们预测公司 2020-2022 年的营收分别为 18.4、21.1、24.4 亿元, 同比分别为 9.6%、14.7%、15.7%; 归母净利润分别为 5.2、5.8、6.8 亿元, 同比分别为 13%、12%和 17%。

5、估值与投资建议

选取艾华集团(国内铝电解电容龙头)、宏发股份(全球继电器龙头)、顺络电子(国内电感龙头)作为可比公司, 公司 PE 处于合理水平。考虑到公司进入新一轮高增长期、竞争优势明显, 我们将评级上调至“强烈推荐”。

表6: 公司估值处于合理水平

证券代码	股票简称	股价	EPS				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603989.SH	艾华集团*	26.08	0.87	1.02	1.26	1.53	30.0	25.6	20.7	17.0
600885.SH	宏发股份	48.31	0.95	1.08	1.29	1.57	50.9	44.7	37.4	30.8
002138.SZ	顺络电子*	24.95	0.50	0.69	0.90	1.13	49.9	36.2	27.9	22.0
	平均						43.6	35.5	28.7	23.3
600563.SH	法拉电子	83.00	2.03	2.29	2.57	3.01	40.9	36.2	32.3	27.6

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

注: “*” 为 Wind 一直预期, 股价为 2020.10.23 收盘价

6、风险提示

原材料价格波动, 海外市场业务波动, 汇率波动

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2253	2481	3098	3121	3649
现金	145	627	806	949	981
应收票据及应收账款合计	837	544	970	766	1242
其他应收款	5	4	6	5	8
预付账款	4	2	5	3	6
存货	258	281	290	374	390
其他流动资产	1002	1022	1022	1022	1022
非流动资产	751	751	741	763	803
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	596	612	610	639	681
无形资产	56	55	52	49	47
其他非流动资产	99	84	80	75	75
资产总计	3003	3232	3840	3884	4452
流动负债	471	505	876	620	788
短期借款	15	10	412	10	199
应付票据及应付账款合计	291	359	329	471	449
其他流动负债	166	136	135	139	139
非流动负债	31	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	50	50	50	50
负债合计	502	555	926	670	838
少数股东权益	45	45	58	73	88
股本	225	225	225	225	225
资本公积	262	262	262	262	262
留存收益	1969	2146	2337	2549	2797
归属母公司股东权益	2456	2632	2856	3141	3526
负债和股东权益	3003	3232	3840	3884	4452

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	579	611	102	907	218
净利润	460	466	529	592	693
折旧摊销	67	73	70	78	84
财务费用	-16	-16	-7	-11	-20
投资损失	-16	-19	-20	-20	-20
营运资金变动	39	79	-470	267	-519
其他经营现金流	46	28	0	0	0
投资活动现金流	-457	178	-40	-80	-103
资本支出	125	88	-10	22	40
长期投资	-376	246	0	0	0
其他投资现金流	-709	512	-50	-58	-64
筹资活动现金流	-285	-309	-286	-281	-272
短期借款	2	-5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-287	-304	-286	-281	-272
现金净增加额	-160	482	-223	545	-158

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1721	1680	1841	2112	2444
营业成本	977	958	1014	1178	1356
营业税金及附加	23	20	20	23	27
营业费用	39	37	42	49	56
管理费用	104	110	116	133	154
研发费用	71	69	75	87	100
财务费用	-16	-16	-7	-11	-20
资产减值损失	6	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-14	12	0	0	0
其他收益	10	13	15	15	15
投资净收益	16	19	20	20	20
营业利润	530	541	615	689	806
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	530	542	615	689	806
所得税	70	76	86	96	112
净利润	460	466	529	592	693
少数股东损益	8	11	14	14	16
归属母公司净利润	452	456	516	578	678
EBITDA	593	597	676	753	867
EPS(元)	2.01	2.03	2.29	2.57	3.01

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	-2.4	9.6	14.7	15.7
营业利润(%)	3.5	2.2	13.7	11.9	17.0
归属于母公司净利润(%)	6.7	0.9	13.1	12.1	17.2
获利能力					
毛利率(%)	43.2	43.0	44.9	44.2	44.5
净利率(%)	26.2	27.1	28.0	27.4	27.7
ROE(%)	18.4	17.4	18.2	18.4	19.2
ROIC(%)	20.6	37.4	31.6	41.7	34.8
偿债能力					
资产负债率(%)	16.7	17.2	24.1	17.3	18.8
净负债比率(%)	-4.7	-22.3	-12.8	-28.6	-21.1
流动比率	4.8	4.9	3.5	5.0	4.6
速动比率	2.2	3.9	2.9	4.0	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	4.5	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.03	2.29	2.57	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	6.80	0.45	4.03	0.97
每股净资产(最新摊薄)	10.91	11.70	12.69	13.96	15.67
估值比率					
P/E	41.3	41.0	36.2	32.3	27.6
P/B	7.6	7.1	6.5	5.9	5.3
EV/EBITDA	31.3	29.1	26.0	22.6	19.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>