



## 全球薄膜电容龙头增长中枢上台阶

### 买入 (首次覆盖)

行业： 电力设备与新能源  
日期： 2021年10月11日

分析师： 开文明  
Tel: 021-53686172  
E-mail: kaiwenming@shzq.com  
SAC 编号: S0870521090002

研究助理： 王璠

Tel: 021-53686164

E-mail: wangjin@shzq.com  
SAC 编号: S0870121090013

#### 基本数据 (2021年10月8日)

报告日股价 (元)	172.6
12mth A 股价格区间 (元)	69.11~212.97
总股本 (百万股)	225
无限售 A 股/总股本	225
流通市值 (亿元)	388

#### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 公司是薄膜电容行业的全球龙头

公司深耕薄膜电容50余年,成长为国内第一,全球前三的薄膜电容厂商。新能源车全球市占率超30%,新能源(光伏和风电)全球市占率超60%。

#### ■ 下游高增长带动公司增长增速上台阶

2021H1,新能源车+新能源的收入占比近50%,新能源车+新能源+工控的收入占比超70%,占比提升和下游快速增长有望带动公司业绩增长中枢上台阶。2010~2020公司净利润CAGR约8%,2020年开始加速,预计2021~2023公司净利润CAGR约35%。

1) **新能源车**:国内由政策推动向市场推动转变,欧洲补贴强度持续,美国超预期加码。长期看,新能源车增长确定性高,2021~2025年新能源车销量CAGR将达到39%,新能源车用薄膜电容市场CAGR约为40%,到2025年市场空间超65亿元。

2) **新能源**:各国纷纷响应碳减排。随着LCOE持续下降,光伏、风电迎来黄金发展期。我们预计2021~2025年风电和光伏领域中薄膜电容的市场空间CAGR约21%,到2025年市场空间约24亿元。

3) **工控**:5G基站、数据中心、充电桩等“新基建”提供长效驱动力。其中,5G基站年建设峰值有望突破150万个,数据中心、充电桩新建数量年化增速分别高达15%和44%。

#### ■ 竞争力强,有望成为全球薄膜电容第一

1) **行业地位**:全球龙头,在新能源车和新能源领域占比达30%、60%。

2) **成本优势**:原材料端,成本占比超60%,公司采购高性价比的基膜原材料,且基膜国产化率超65%;人工费用,成本占比在25%左右,公司人员稳定,工作熟练度高。

3) **客户**:公司与博世、联合汽车电子、华为、ABB等下游大客户均建立了供货关系。

4) **经营能力**:公司盈利能力强,毛利率和净利率维持在43%和28%左右,经营性现金净流量/净利润维持在1左右。

#### ■ 盈利预测

公司是薄膜电容龙头,下游行业驱动力动能强劲。我们预计公司2021~2023年营收分别为28.2、37.3和48.6亿元,同比分别+49%、+33%和+30%;归母净利润分别为7.8、10.8和14.4亿元,同比分别+41%、+38%和+33%。对应PE分别为50、36和27倍。考虑到公司进入新一轮高增长期以及在薄膜电容行业的竞争力,首次覆盖,我们给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示

原材料价格上涨,汇率波动

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,891	2,817	3,732	4,863
年增长率	12.5%	49.0%	32.5%	30.3%
归属于母公司的净利	556	782	1,080	1,435
年增长率	21.8%	40.8%	38.0%	32.9%
每股收益（元）	2.47	3.48	4.80	6.38
市盈率（X）	43.5	49.6	36.0	27.1
市净率（X）	8.4	11.8	10.2	8.6

数据来源：Wind 上海证券研究所（2021年10月8日收盘价）

## 目 录

<b>一、新旧动能初步完成切换</b>	<b>5</b>
1.1 动能接替，业绩增速中枢切换	5
1.2 新旧动能初步完成切换	6
<b>二、薄膜电容行业分析</b>	<b>7</b>
2.1 薄膜电容是基础被动元器件	7
2.2 我国薄膜电容市场空间超 100 亿元，法拉电子市占率全球前三	8
2.3 新能源车、新能源等新动能强劲	9
<b>三、竞争力强，有望成为全球薄膜电容龙头</b>	<b>20</b>
3.1 深耕薄膜电容 50 余年，管理层和股权结构稳定	20
3.2 高研发投入，持续改进质量管理	22
3.3 成本优势显著	23
3.4 客户优质，合作稳定	24
3.5 盈利能力强，资产质量优	25
<b>四、盈利预测</b>	<b>26</b>
<b>五、估值与投资建议</b>	<b>27</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>28</b>
<b>七、公司财务预测与估值</b>	<b>29</b>

## 图

图 1 以 2010 年为分水岭，营收增速分为两个阶段	5
图 2 以 2010 年为分水岭，净利润增速分为两个阶段	5
图 3 不同时期公司营收结构	5
图 4 随着新能源、新能源车和工控的业绩释放，公司营收增速中枢重上新台阶	6
图 5 随着新能源、新能源车和工控业绩释放，公司净利润增速中枢重上新台阶	6
图 6 以新能源、新能源车和工控为代表的新动能营收占比不断提升	7
图 7 2021H1，以新能源车、新能源和工控为代表的新动能营收占比超 70%	7
图 8 到 2020 年我国薄膜电容行业市场空间突破 100 亿元	8
图 9 2018 年全球薄膜电容企业市占率	9
图 10 2021 年 8 月新能源车型销量 TOP	9
图 11 2021 年新能源车销量持续高景气	10
图 12 2021 年新能源车销量持续高景气	10
图 13 到 2025 年，国内新能源车渗透率有望达到 30%	11
图 14 2021 年欧洲主要国家新能源车销量高增长，8 月渗透率达 27%	12
图 15 到 2025 年欧洲新能源车渗透率有望达到 34%	12
图 16 到 2025 年美国新能源车渗透率有望达到 25%	13
图 17 能源发电与供热占全球碳排放的 43%	16

图 18 光伏和风电等新能源发电 LCOE 曲线与化石燃料成本区 间相交.....	16
图 19 到 2025 年全球光伏领域对逆变器的需求量有望达到 461GW.....	17
图 20 到 2025 年, 风电装机量有望达到 112GW.....	18
图 21 2021~2025 年新能源带动薄膜电容市场空间年化增速 21%.....	19
图 22 预计 5G 基站建设逐步加快.....	19
图 23 2021~2023 年数据中心市场空间年增速达 15%.....	19
图 24 2021~2025 年新增充电桩年化增速约 44%.....	20
图 25 公司第一大股东为厦门法拉发展总公司职工代表大会 .....	21
图 26 公司研发费用率维持在 4%左右.....	23
图 27 研发人员数量占比在 10%左右.....	23
图 28 公司经过多重标准认证.....	23
图 29 公司营业成本构成(单位: 万元).....	24
图 30 公司营业成本占比情况.....	24
图 31 毛利率、费用率和净利率分别维持在 43%、11%和 28% 左右.....	25
图 32 公司分红比例 54%左右, 上市累计分红金额达到 27 亿 元.....	25
图 33 公司盈利能力处于业内领先.....	25
图 34 公司负债率处于较低水平.....	26
图 35 2011~2020 年公司 PE 中枢在 23X 左右.....	28

## 表

表 1 相比其他电容器, 薄膜电容具有绝缘阻抗高、自愈能力强 等特点.....	7
表 2 主要几种薄膜电容.....	8
表 3 2021 年各国新能源车补贴强度基本不变.....	11
表 4 美国新能源车补贴政策超预期.....	13
表 5 到 2025 年新能源车用薄膜电容市场空间将超 60 亿元.....	14
表 6 应对气候变化重要会议.....	15
表 7 各国碳中和主要目标时间.....	15
表 8 新能源发电利好政策频出.....	17
表 9 各国风电装机量预测.....	18
表 10 公司深耕薄膜电容行业 50 余年.....	20
表 11 公司管理层长期在公司供职, 行业经验丰富.....	22
表 12 业内主要公司生产基地情况.....	24
表 13 公司客户资源优质, 市占率高.....	24
表 14 公司薄膜电容业绩预测.....	27
表 15 公司具有全球竞争力, 未来 3 年业绩高增速, PE 估值存 在一定的溢价.....	28

## 一、新旧动能初步完成切换

### 1.1 动能接替，业绩增速中枢切换

公司从 2002 上市后，业绩保持 10% 以上的增长。下游动能切换，公司业绩增速大致可划分为 2 个阶段：

1) 2002~2010 年，公司营收、净利润年化增速保持在 20% 以上，主要是由于照明业务的快速发展，从 2000 年营收占比 8% 提升至 2007 年的 40%，7 年再造一个法拉电子；

2) 2011~2020 年，公司营收、净利润年化增速下降到 10% 以内，主要是 LED 渗透率提升，照明业务逐步萎缩，其他业务如新能源、新能源车等行业波动性发展。

图 1 以 2010 年为分水岭，营收增速分为两个阶段

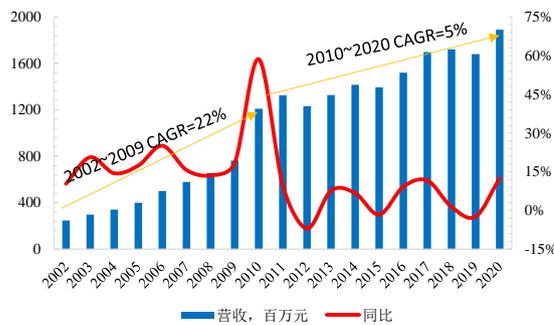
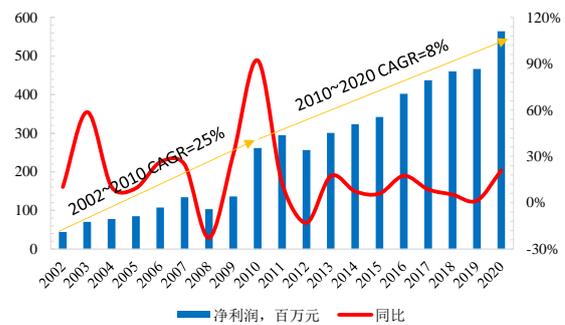


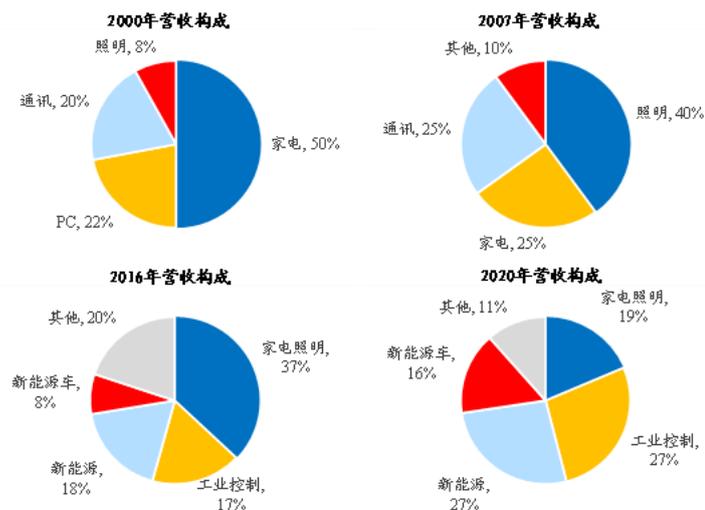
图 2 以 2010 年为分水岭，净利润增速分为两个阶段



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

图 3 不同时期公司营收结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 1.2 新旧动能初步完成切换

复盘 2017~2020 年近四年公司的业绩发展，我们可以发现随着新能源车、新能源和工控业绩的释放，公司业绩增速中枢开始重上新台阶：

1) 2017 年，光伏风电装机量上升，新能源车受补贴政策推动快速发展，公司营收、净利润增速提升至 10%；

2) 2018 年，虽然 18H1 业绩同比正增长，18H2 受光伏“531 政策”影响，国内光伏需求大幅下滑，叠加照明市场长期萎缩、风电发展停滞，公司业绩增速出现回落，甚至同比下滑；

3) 2019 年，19H2 欧洲新能源车高增长等因素带动公司业绩恢复至 18H2 水平；

4) 2020 年，虽有疫情影响，碳中和（新能源、新能源车）、新基建（5G 网络、数据中心、新能源汽车充电桩等）等涉及业务均实现较快增长。

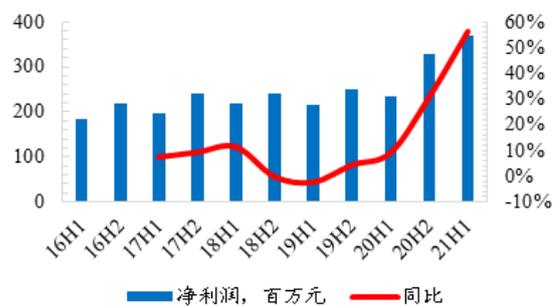
5) 2021 年，21H1 受下游新能源车、新能源和工控的带动，公司整体业绩增速超 50%。

图 4 随着新能源、新能源车和工控的业绩释放，公司营收增速中枢重上新台阶



数据来源：Wind 上海证券研究所

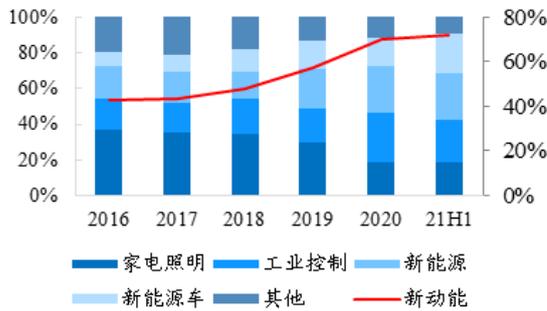
图 5 随着新能源、新能源车和工控业绩释放，公司净利润增速中枢重上新台阶



数据来源：Wind 上海证券研究所

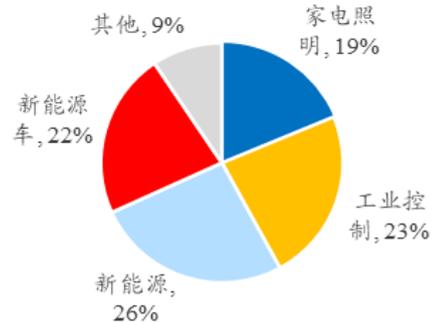
从业务分类上看，下游新基建和碳中和等新动能强劲，截止 21H1，已经初步完成了业绩驱动力的切换，以新能源车、新能源和工控为代表的新动能营收占比超 70%。

图 6 以新能源、新能源车和工控为代表的新动能营收占比不断提升



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 7 2021H1，以新能源车、新能源和工控为代表的新动能营收占比超 70%



数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 二、薄膜电容行业分析

### 2.1 薄膜电容是基础被动元器件

电容器是三大被动元件之一，在调谐、旁路、耦合、滤波等电路中起着重要的作用。相比于陶瓷电容和铝电解电容，薄膜电容具有绝缘阻抗高、自愈能力强、耐压性能好、适用温度广、可靠性好等特点，被广泛应用工业控制、照明、消费电子和汽车等领域中。

表 1 相比其他电容器，薄膜电容具有绝缘阻抗高、自愈能力强等特点

	陶瓷电容器	铝电解电容器	钽电解电容器	薄膜电容
优点	工作温度高，耐潮湿性好，介质损耗小，成本低	容量大、成本低、能耐受大的脉动电流	漏电流小、寿命长、容量误差小、储存性好、可靠性高、体积小、温度范围宽、频率特性好	温度范围宽、使用寿命长、自愈功能、耐压高、无极性、频率特性好、介质损耗小
缺点	容量小、抗电强度不高	容量误差大、泄漏电流大、温度特性差、频率特性差、寿命短、有极性	耐压低、成本高	容量小、成本高
电容量	0.1pF~10μF	1~100000μF	0.1~1000μF	0.3pF~1μF
额定电压	10~4000V	6.3~450V	6.3~125V	6.3~1000V
应用领域	应用于高频电路中，如振荡器、手机等通信电路	适合大容量、中低频率电路	应用于低压电源滤波、低压交流旁路中，如手机电源、电脑主板等	应用于损耗低、高频特性好、耐压要求高的电路

数据来源：电子发烧友 CNKI 上海证券研究所

薄膜电容器一般是以金属箔当电极，将其和塑料薄膜，从两端重叠后，卷绕成圆筒状的构造。根据料薄膜的种类，薄膜电容可分为不同类型。

表 2 主要几种薄膜电容

薄膜种类	简称	特性
聚对苯二甲酸乙二醇酯膜	PET	耐寒耐热，适用温度范围广，价格低廉
聚丙烯膜	PP	绝缘电阻高，低损失，适用于大电流，耐热性稍差
聚苯酸醚膜	PPS	耐热性强，温度特性良好，价格高
聚萘二甲酸乙二醇酯	PEN	耐热性良好，与 PP、PPS 相比温度特性较差

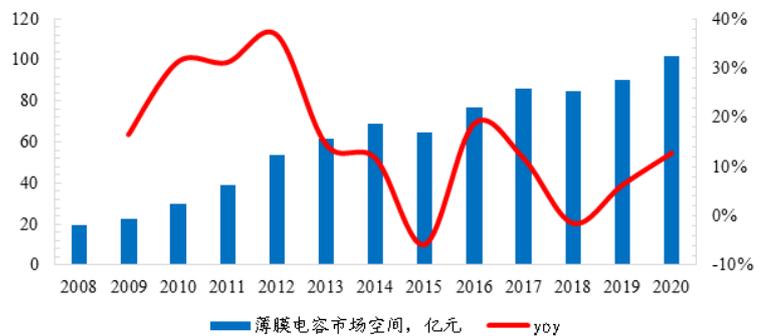
数据来源：TDK 上海证券研究所

## 2.2 我国薄膜电容市场空间超 100 亿元，法拉电子市占率前三

### 三

我国是最大的薄膜电容制造国，约占全球总产值的 60% 以上。根据前瞻产业研究院数据，到 2020 年我国薄膜电容行业市场空间突破 100 亿元。

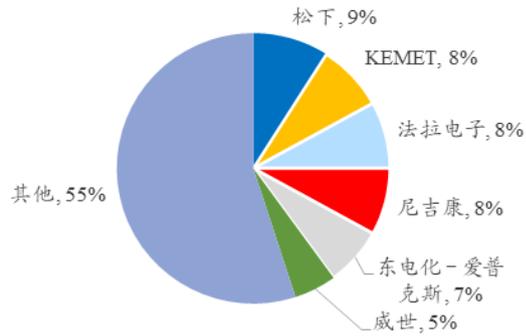
图 8 到 2020 年我国薄膜电容行业市场空间突破 100 亿元



数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

法拉电子市占率全球前三。从全球范围来看，日本厂商是薄膜电容器的主力军，其中包括松下、尼吉康和东电化-爱普克斯。松下、基美、法拉电子为前三大厂家，2018 年市占率分别为 9%、8%、8%。

图 9 2018 年全球薄膜电容企业市占率

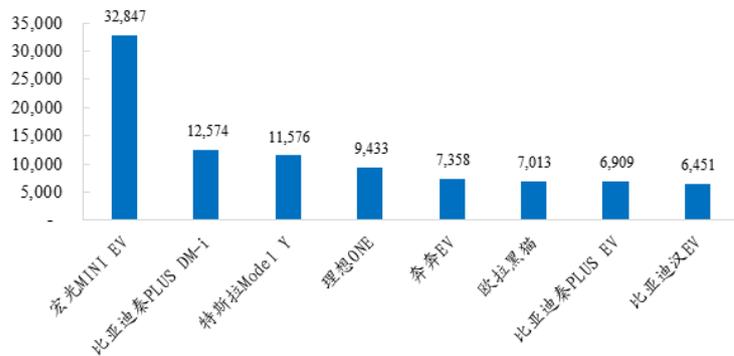


数据来源：智研咨询 上海证券研究所

### 2.3 新能源车、新能源等新动能强劲

我国新能源车市场从政策推动向市场驱动转变。新能源汽车补贴逐步退坡，售价补贴边际效应减弱，消费者偏向理性消费。供给端，插电、纯电两种技术路线并进，产品竞争力和矩阵不断提升和完善。需求端，消费者接受度提高，多款車型持续热销。

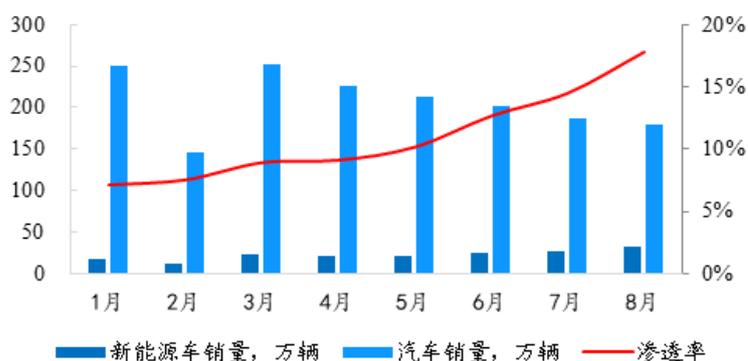
图 10 2021 年 8 月新能源车型销量 TOP



数据来源：乘联会 上海证券研究所

2021 年新能源车销量超预期增长，高景气度持续升温。2021.1-8 月新能源车累计销量约 180 万辆，同比+194%。从渗透率来看，新能源车占比逐月攀升，8 月达 17.8%，累计占比已经达到 10.9%。

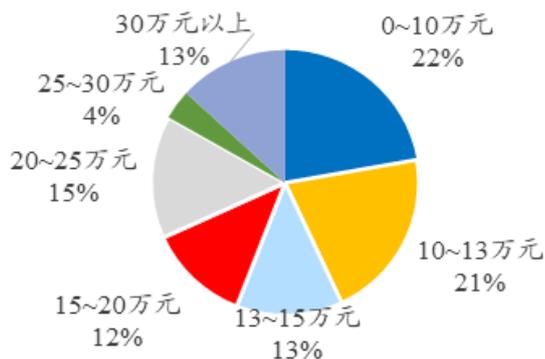
图 11 2021 年新能源车销量持续高景气



数据来源：中汽协 上海证券研究所

供给端更加丰富，加速 ToC 市场增长。2022 年多家车企上市新能源车，兼具插电和纯电，合力挖掘 10-20 万元价格区间，有望推动 ToC 市场加速发展。

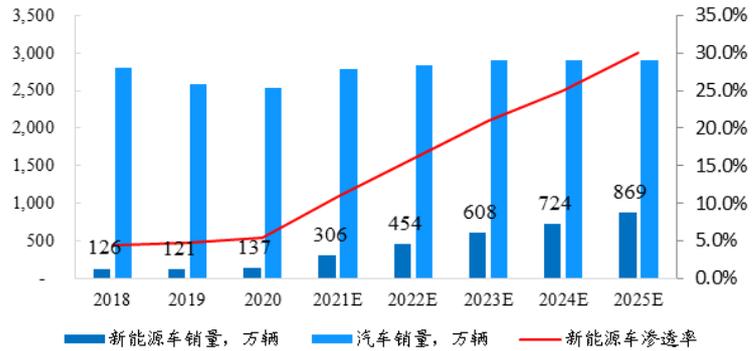
图 12 2021 年新能源车销量持续高景气



数据来源：中汽协 上海证券研究所

我们预计未来 5 年，在需求释放、供给丰富等因素的催化下，新能源车渗透率将从 2020 年的 5.4%，提升到 2025 年的 30%，对应 2025 年销量约 869 万辆。

图 13 到 2025 年，国内新能源车渗透率有望达到 30%



数据来源：中汽协 上海证券研究所预测

2021 年欧洲主流国家政策支持强度基本不变。受疫情影响，2020 年欧洲出台补贴政策促进新能源车的发展。2021 年，仅英国、法国和瑞典补贴退坡。

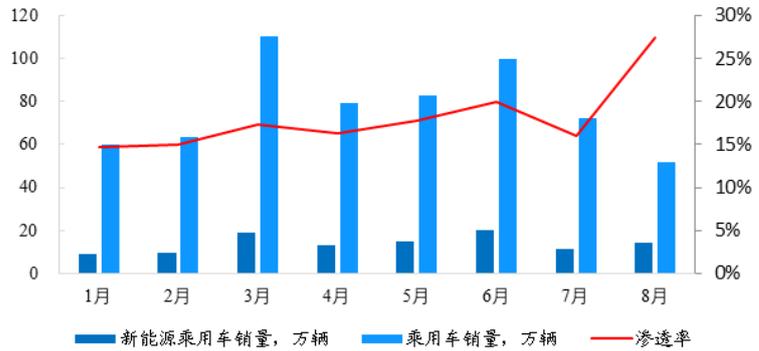
表 3 2021 年各国新能源车补贴强度基本不变

国家	车辆类型	2020 年最高补贴, 万欧元	2021 年最高补贴, 万欧元
德国	EV	0.9	0.9
	PHEV	0.675	0.675
法国	个人 EV	0.7	0.6
	企业 EV	0.5	0.4
	企业 PHEV	0.2	0.1
荷兰	EV	0.4	0.4
意大利	EV	0.6	0.4
	PHEV	0.35	0.15
英国	EV	0.3	0.25
瑞典	EV	0.6	0.68
	PHEV	0.39	0.29
西班牙	EV、PHEV	0.4	0.45

数据来源：各国官网 上海证券研究所

欧洲各国新能源车高增长，8 月渗透率达 27%。在补贴政策和供给端车型日益丰富的催化下，2021 年欧洲新能源车继续维持 2020 年高增长的势头。8 月欧洲主要 8 国的新能源车销量达到 14.2 万辆，同比+84%，渗透率约 27%，同比+15.7 个 pct。

图 14 2021 年欧洲主要国家新能源车销量高增长，8 月渗透率达 27%

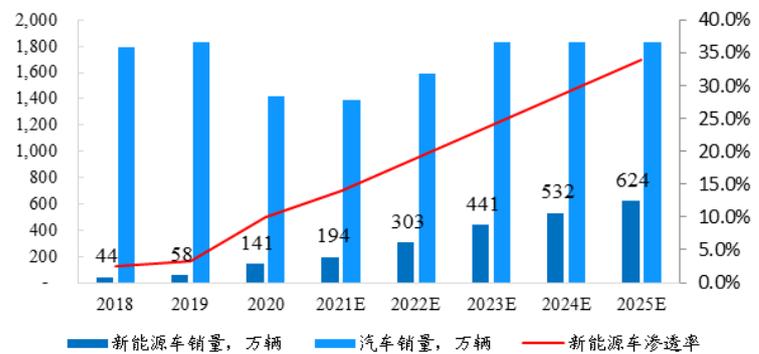


数据来源：欧洲各国汽车工业协会 上海证券研究所

**碳排放趋严。**2020 年欧盟范围内所销售的 95% 的新车平均碳排放须 95g/km，到 2021 年 100% 的新车平均碳排放量需满足该要求，超出碳排放标准的车辆将受到 95 欧元/g 的罚款，核准计算时，2020 年计为 2 辆，2021 年计为 1.67 辆，2022 年计 1.33 辆，2023 年计 1 辆。2025 年新车平均碳排放量比 2021 年减少 15%。

我们预计欧洲新能源车渗透率有望从 2021 年 15% 提升到 2025 年 34%。新能源车销量则从 194 万提高到 624 万辆。

图 15 到 2025 年欧洲新能源车渗透率有望达到 34%



数据来源：欧洲各国汽车工业协会 OICA 上海证券研究所预测

拜登上台后，美国新能源车政策超预期。根据美国参议院财政委员会提出的清洁能源提案，新能源车单车补贴上限从 0.75 万美元上调到 1.25 万美元，补贴退坡触发条件从累计销量 20 万辆放宽到电动车销量占比达 50%。白宫确认拜登将签署行政令，2030 年电动化比例将达 50%，包括 EV、PHEV 及和燃料汽车。

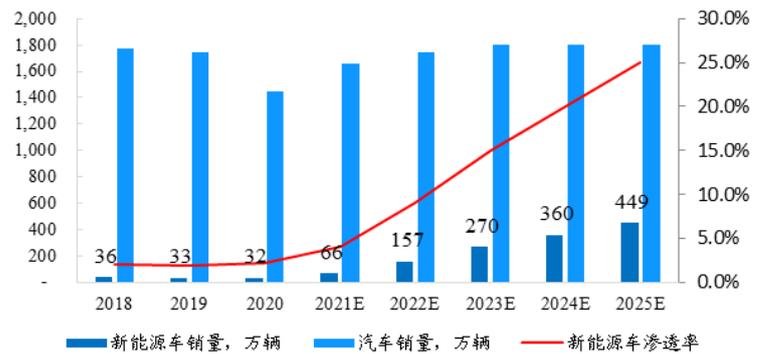
表 4 美国新能源车补贴政策超预期

	2009 年补贴	2021 年《清洁能源法案》提案
最高单车补贴	0.75 万美元	1.25 万美元
价格限制		零售价不超过 8 万美元
退坡机制	新能源车销量超 20 万辆后，每年按照 50%、25% 和 0% 的比例发放补贴	放宽汽车厂商享税收减免的 20 万辆限额；当美国新能源车销量渗透率达到 50% 时，税收减免将在三年内退坡。

数据来源：白宫 上海证券研究所

2020 年美国新能源车销量约 32 万辆，渗透率约 2.2%。与中国和欧洲相比，处于较低的水平。随着拜登上台后，美国新能源车政策超预期，有望加速美国电动化进程。我们预计到 2025 年美国新能源车销量将达 449 万辆，渗透率约 25%。

图 16 到 2025 年美国新能源车渗透率有望达到 25%



数据来源：ANL OICA 上海证券研究所预测

我们预计到 2025 年全球新能源车销量将达到 2166 万辆。随着 800V 高压平台渗透率的提升，薄膜电容的单车价值量提升。2020 年薄膜电容单车价值量约 306 元，我们假设到 2025 年微升至 311 元。我们预计 2021~2025 年新能源车用薄膜电容市场 CAGR 约为 40%，到 2025 年市场空间约 67 亿元。

**表 5 到 2025 年新能源车用薄膜电容市场空间将超 60 亿元**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车销量, 万辆								
中国	126	121	137	306	454	608	724	869
欧洲	44	58	141	194	303	441	532	624
美国	36	33	32	66	157	270	360	449
其他			11	19	42	96	160	223
合计	205	211	320	586	956	1,414	1,776	2,166
渗透率								
普通电压	100%	100%	100%	100%	98%	90%	80%	50%
800V				0%	2%	10%	20%	50%
单车价值量, 元								
普通电压	450	360	306	300	294	294	294	294
yoy		-20%	-15%	-2%	-2%	0%	0%	0%
800V					353	335	328	328
yoy						-5%	-2%	0%
平均	450	360	306	300	295	298	301	311
yoy		-20%	-15%	-2%	-2%	1%	1%	3%
市场空间, 亿元								
普通电压	9	8	10	18	28	37	42	32
800V					1	5	12	36
合计	9	8	10	18	28	42	53	67

数据来源: 中汽协 欧洲各国汽车工业协会 ANL 上海证券研究所预测

气候变化关系到全球可持续发展。1992 年《联合国气候变化框架公约》便明确了各国共同但有区别的责任。此后, 京都议定书、哥本哈根协议和巴黎协议等逐步确定了全球升温的长期控制目标: 控制在 2°C 以内, 并寻求将气温升幅进一步限制在 1.5°C 以内。

表 6 应对气候变化重要会议

时间	重要会议	具体内容
1992	联合国气候变化框架公约	最终目标：将大气温室气体的浓度稳定在防止气候系统受到危险的人为干扰水平以上；基本原则：共同但有区别的责任、公平、各自能力、可持续发展
1997	京都议定书	将大气中的温室气体含量稳定在一个适当的水平，进而防止剧烈的气候改变对人类造成伤害
2007	巴厘路线图	1. 签署《京都议定书》的发达国家要履行京都议定书的规定，承诺在 2012 年后大幅度量化减排指标；2. 发展中国家和未签署《京都议定书》的发达国家则在《联合国气候变化框架公约》下采取进一步应对气候变化的措施
2009	哥本哈根协议	设立哥本哈根绿色气候基金，以支持发展中国家应对和减缓气候变化及其能力建设；支持全球升温不超过 2 摄氏度的可续共识，讨论全球升温不超过 1.5 摄氏度的目标
2015	巴黎协定	2020 年后全球应对气候变化作出安排，长期目标是将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在 2 摄氏度内，并努力控制在 1.5 摄氏度内

数据来源：中国碳排放交易网 上海证券研究所

各国纷纷响应碳减排。美国、德国、日本等发达国家以 2050 年碳中和作为目标，中国作为全球最大的发展中国家，2060 年将实现碳中和。

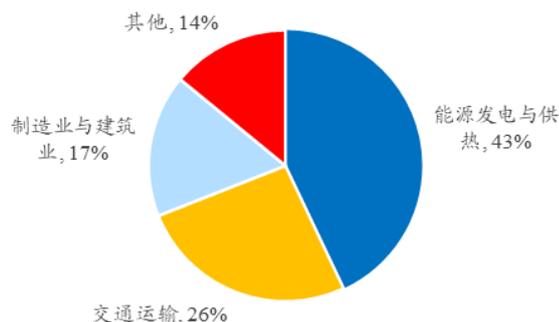
表 7 各国碳中和主要目标时间

	2035	2050	2060
中国			碳中和
芬兰	碳中和		
丹麦		碳中和	
德国		碳中和	
法国		碳中和	
英国		碳中和	
西班牙		碳中和	
韩国		碳中和	
日本		碳中和	
美国		碳中和	

数据来源：智汇能源 各国能源网站 上海证券研究所

降低电力行业碳排放是碳减排重要组成部分。从全球碳排放的能源结构来看，碳排放主要来自于发电供热、交通运输、制造业和建筑业等行业，其中，发电供热占比最大。2020 年占比达 43%。

图 17 能源发电与供热占全球碳排放的 43%

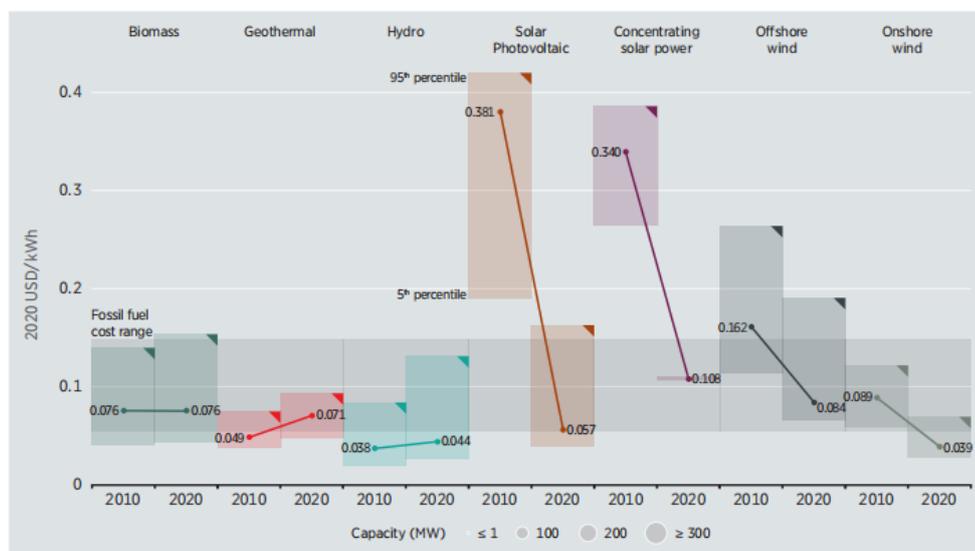


数据来源：国际能源署 前瞻产业研究院 上海证券研究所

从 2010~2020 年来看，光伏发电 LCOE 降幅约 85%，从 2010 年的 0.381 美元/KWh 快速下降至 2020 年的 0.057 美元/KWh；陆风和海风发电 LCOE 降幅分别约 56%和 48%，从 2010 年的 0.089、0.162 美元/KWh 快速下降至 2020 年的 0.039、0.084 美元/KWh。

成本快速下降推进平价的出现，能源供给革命在即，光伏和风电有望成为重要的能源技术路线。

图 18 光伏和风电等新能源发电 LCOE 曲线与化石燃料成本区间相交



数据来源：IRENA 上海证券研究所

国内利好政策频出。5 月 20 日，国家能源局下发《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，90GW 无附加条件保障性并网。同时，上网电价按照当地燃煤电价执行，超市场预期。6 月 20 日，对试点地区屋顶总面积可安装光伏发电比例提出了最低要求。

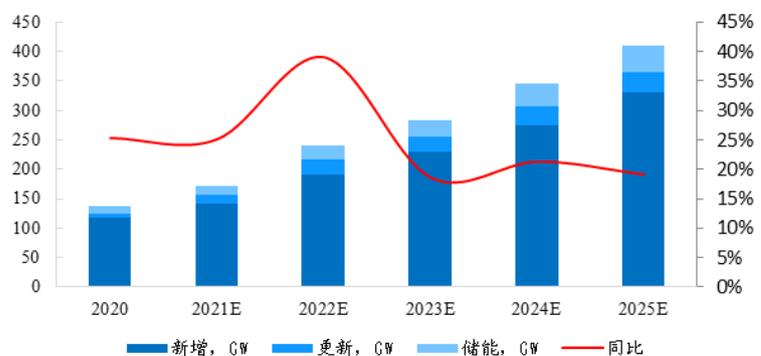
表 8 新能源发电利好政策频出

时间	政策	具体内容
2021.5.20	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	90GW 是无附加条件的保障性并网，由电网企业保障，超出部分通过自建、合建、共享或并网购买等市场化并网。
2021.6.11	《关于 2021 年新能源上网电价政策相关事项的通知》	新建项目上网电价按照当地燃煤发电基准价执行，新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价，以更好体现光伏发电、风电的绿色电力价值。试点地区屋顶总面积可安装光伏发电最低比例要求：1) 党政机关建筑不低于 50%；2) 学校、医院等公共建筑不低于 40%；3) 工商业厂房屋顶不低于 30%；4) 农村居民屋顶不低于 20%，同时提出宜建尽建、电网应接尽接的要求。
2021.6.20	《屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	

数据来源：发改委 国家能源局 上海证券研究所

我们预计到 2025 年全球光伏领域对逆变器的需求量将达到 461GW。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 389GW。根据 1.18 的容配比，大致需要 330GW 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 25%，2025 年逆变器需求约为 97GW。综上，全球光伏领域对逆变器的需求量快速增长，2021~2025 年 CAGR 约 28%，到 2025 年有望达到 461GW。

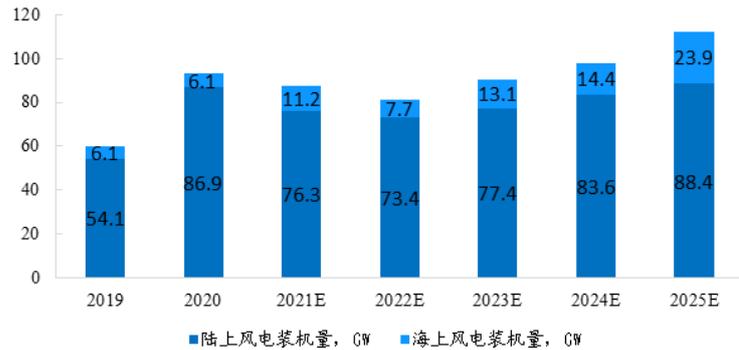
图 19 到 2025 年全球光伏领域对逆变器的需求量有望达到 461GW



数据来源：IHS Solarzoom 上海证券研究所预测

海风空间广阔，陆风稳健发展。海风不占用土地资源，风场资源丰富。随着技术进步和成本下降，海风将进入快速发展期。根据GWEC，2020年海上风电装机量分别为6.1GW，预计到2025年将达到23.9GW，2021~2025年CAGR达到21%。陆风相对稳定。根据GWEC，未来陆风增量贡献主要为国内地区。预计到2025年陆风装机量约88.4GW，其中国内占比近50%。

图 20 到 2025 年，风电装机量有望达到 112GW



数据来源：GWEC 预测 上海证券研究所

表 9 各国风电装机量预测

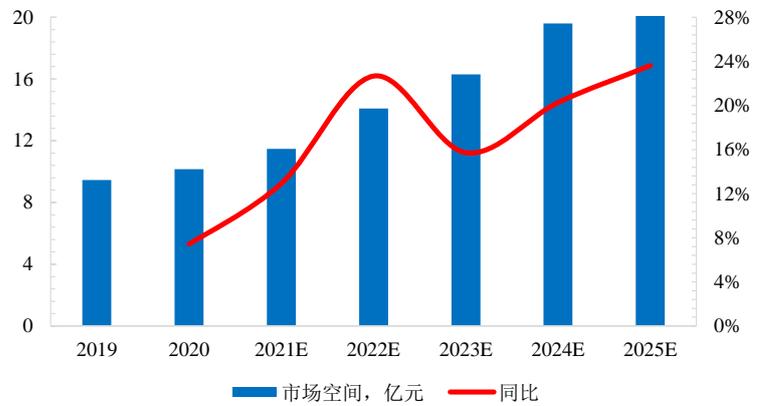
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>陆上风电</b>							
中国	23.8	48.9	30	37	40	42.5	45
印度	2.4	1.1	3.1	4.2	4.6	4.1	4.2
亚洲其他地区	1.9	2.5	5.4	2.5	3.1	3.7	4.3
亚洲合计	28.1	52.5	38.5	43.7	47.7	50.3	53.5
北美	9.7	17.1	14.7	8.3	6.5	10.5	10.6
南美	3.7	4.7	5.3	4.6	4.4	4	4
美洲合计	13.4	21.8	20	12.9	10.9	14.5	14.6
欧洲合计	11.7	11.8	15.9	14.1	15.6	14.9	16
南非	0	0.5	0.8	0.8	0.8	1.6	1.6
非洲其他地区	0.9	0.3	1.1	1.9	2.4	2.3	2.7
非洲合计	0.9	0.8	1.9	2.7	3.2	3.9	4.3
全球合计	54.1	86.9	76.3	73.4	77.4	83.6	88.4
<b>海上风电</b>							
亚洲	2.5	3.1	8.3	4.5	5.5	7	10
北美	0	0	0	0	1.1	3.5	3.6
欧洲	3.6	3	2.9	3.2	6.5	3.9	10.3
全球合计	6.1	6.1	11.2	7.7	13.1	14.4	23.9

数据来源：GWEC 预测 上海证券研究所

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 2021~2025 年风电和光伏领域中薄膜电容的市场空间 CAGR 约 21%，到 2025 年市场空间约 24 亿元。

图 21 2021~2025 年新能源带动薄膜电容市场空间年化增速 21%



数据来源: Solarzoom GWEC 上海证券研究所预测

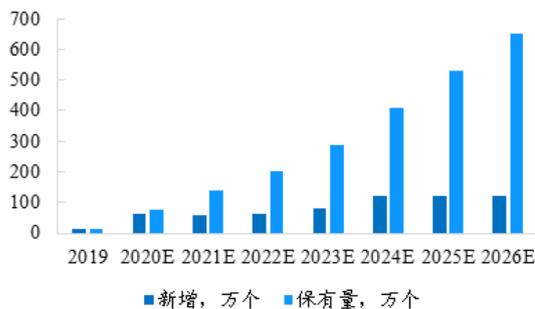
新基建提供长效驱动力:

1) 5G 基站, 2020 年我国新建 5G 基站超 60 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, 我们预计将呈逐步加快的趋势, 年新增量峰值将突破 150 万个。

2) 数据中心: 未来随着远程办公、在线教育、网上娱乐等线上业务的不断拓展, 其海量数据的处理与分析需求将持续推动互联网行业数据中心的发展。赛迪顾问预计, 到 2023 年中国互联网行业数据中心市场规模将达到 1796.2 亿元, 未来 3 年复合增长率将达到 15%。

3) 充电桩: 我国新能源车保有量快速增长, 而充电桩的发展相对滞后。我们预计到 2025 年, 充电桩保有量将超 1700 万个, 车桩比从 2020 年的 2.9 下降到 1.9, 2021~2025 年 CAGR 约 44%。

图 22 预计 5G 基站建设逐步加快



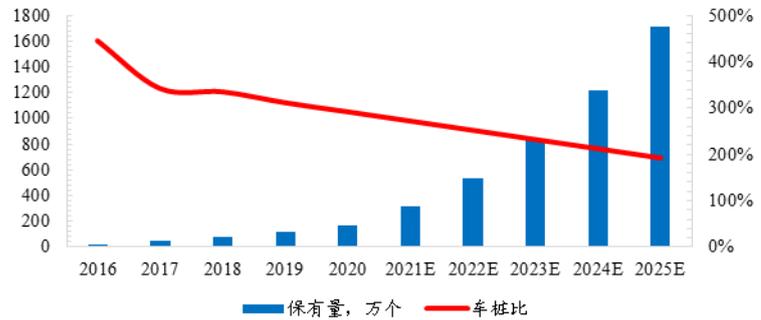
数据来源: 工信部 上海证券研究所预测

图 23 2021~2023 年数据中心市场空间年增速达 15%



数据来源: 赛迪顾问预测 上海证券研究所

图 24 2021~2025 年新增充电桩年化增速约 44%



数据来源：充电联盟 上海证券研究所

### 三、竞争力强，有望成为全球薄膜电容第一

相比以日本企业为代表的竞争者，公司具备成本优势、专注度高。公司供货新能源、新能源车等领域中的优质客户，市占率高。长期看，在薄膜电容市场主要驱动力向新能源、新能源车切换的趋势下，公司有望成长为全球薄膜电容龙头。

#### 3.1 深耕薄膜电容 50 余年，管理层和股权结构稳定

公司成立于 1955 年，1967 年开始从事薄膜电容的制造，经过 50 余年的发展，公司成为国内薄膜电容领军者。

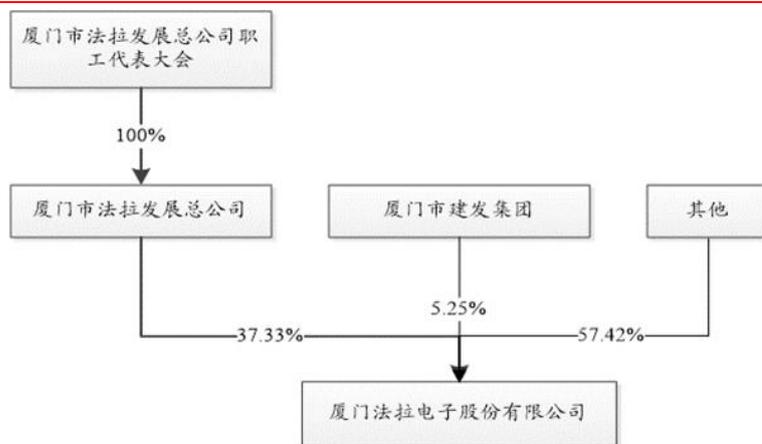
表 10 公司深耕薄膜电容行业 50 余年

时间	事件
1955	厦门竹器合作社成立
1967	开始从事薄膜电容器的制造
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	改名为厦门法拉电子股份有限公司
2002	在上交所挂牌交易
2003	火炬计划优秀高新技术企业
2006	进入世界直流薄膜电容器及金属化膜十大生产厂商
2007	规模进入世界前三
2011	自主研发的抗干扰电容器获厦门市技术进步二等奖
2014	海沧新厂区三期工程建设完成
2017	东孚厂区工程建设完成
2019	连续三十二届进入中国电子元件百强

数据来源：公司官网 公司公告 上海证券研究所

公司股权结构稳定，第一大股东为厦门法拉发展总公司职工代表大会，持有公司 37.33% 的股权。

图 25 公司第一大股东为厦门法拉发展总公司职工代表大会



数据来源：公司公告 上海证券研究所

从公司基层成长，管理层行业经验丰富。公司总经理和副总经理分别从公司的生产、工艺、设备、研发和供应链等部门的基层起步，经过二、三十年的磨练逐步走到公司管理岗位。

**表 11 公司管理层长期在公司供职，行业经验丰富**

姓名	职务	公司供职年限	工作经历
陈国彬	总经理	29	1992 年 8 月进入厦门市法拉发展总公司, 历任厦门法拉电子股份有限公司设备员, 五分厂技术厂长, 技术科科长, 技术部副经理, 技术中心主任, 总经理助理, 2017 年至今任公司总经理。
陈宇	副总经理	33	1988 年进入厦门电容器厂(厦门市法拉发展总公司的前身)历任科员, 进出口部副经理, 投资部经理. 1998 年后历任厦门法拉电子股份有限公司董事会秘书, 2002 年任总经理助理, 2008 年至今任副总经理. 现任公司副总经理, 董事会秘书, 财务负责人。
林晋涛	副总经 理, 董秘, 财务负责 人	38	1983 年进入厦门电容器厂(厦门市法拉发展总公司的前身), 享受国务院特殊津贴. 历任计量科科长, 设备科副科长, 技术科科长. 1998 年后历任厦门法拉电子股份有限公司技术部副经理, 技术中心主任, 总经理助理, 2012 年至今任公司副总经理。
卢慧雄	副总经理	25	1996 年 7 月进入厦门市法拉发展总公司任技术员, 1998 年后历任厦门法拉电子股份有限公司物资供应部副经理, 办公室副主任, 进出口部副经理, 出口二部经理, 进出口部经理, 总经理助理, 2017 年至今任副总经理。
罗荣海	副总经理	25	1996 年进入厦门市法拉发展总公司工作, 1998 年后历任厦门法拉电子股份有限公司试验中心试验员, 六厂工艺员, 六厂副厂长, 六厂厂长, 技术部副经理, 技术部经理, 总经理助理兼技术中心主任, 现任公司副总经理兼技术中心主任。
王清明	副总经理	26	1995 年进入厦门市法拉发展总公司工作, 1998 年后历任厦门法拉电子股份有限公司财务部材料会计, 财务部副经理, 成控部经理, 总经理助理, 现任公司副总经理。
吴东升	副总经理	23	1998 年进入厦门法拉电子股份有限公司, 历任六车间前道工序班长, 投资部科员, 进出口部副经理, 公司财务部经理, 总经理助理, 现任公司副总经理。

数据来源：公司公告 上海证券研究所

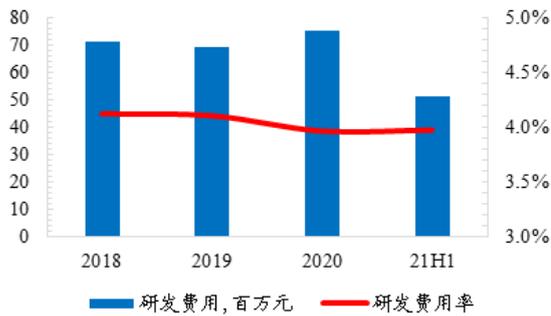
### 3.2 高研发投入，持续改进质量管理

1) 生产端，公司拥有 50 余年的薄膜电容生产历史，掌握了诸多 know how。公司不断致力于建立持续改进，强调缺陷预防、减少变差和浪费的品质体系。公司建立了完善的质量管理，经过了国际多重标准认证。

2) 开发体系，公司技术中心 2000 年被确认为省级技术中心，拥有 400 多套电容器试验设备，经过多年发展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。

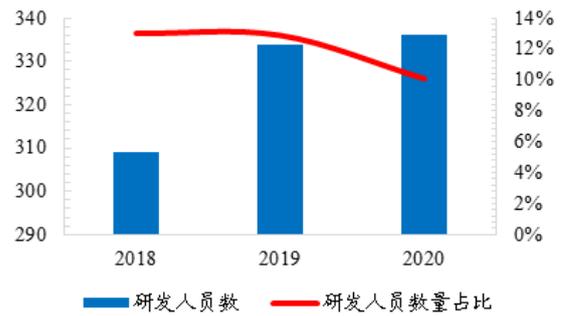
3) 新品，公司研发费用率占比在 4% 左右，公司研发具有前瞻性和原创性，每年至少有 3 个新品成功推向市场。

图 26 公司研发费用率维持在 4%左右



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 27 研发人员数量占比在 10%左右



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 28 公司经过多重标准认证



数据来源: 公司官网 上海证券研究所

### 3.3 成本优势显著

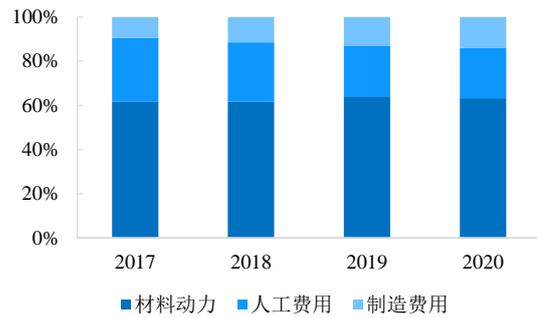
从成本结构看，1) 原材料，基膜等原材料占比在 62%~64%。公司基膜的原材料主要由性价比较高的北欧化工提供，且公司基膜国产化率超 65%，相对松下等竞争者有一定的原料成本优势。2) 人工费用，为成本组成中占比第二高，约 23%~29%。公司工厂在厦门，人员稳定，工作熟练度高。相对日本等海外企业，公司的人员成本具备相对优势。

图 29 公司营业成本构成 (单位: 万元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 30 公司营业成本占比情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 12 业内主要公司生产基地情况

公司	生产基地
法拉电子	在厦门工厂进行薄膜电容器的制造
威世	主要分布在美国、中国 (天津、北京、上海、惠州)、捷克共和国、德国、印度等地
Nichicon	工厂主要分布在日本
松下	主要在日本
Nippon Chemi-con	主要工厂在日本、德国
TDK	主要在日本, 在中国的工厂主要为珠海保税区工厂
村田	主要在日本, 有生产基膜的技术

数据来源: 公司官网 公司公告 上海证券研究所

### 3.4 客户优质, 新能源和新能源车领域龙头

公司深耕行业, 和下游各大客户均建立了广泛的合作: 1) 新能源车, 与博世、大陆汽车、联合汽车电子和汇川等合作, 提供定制化的车用薄膜电容, 全球市占率 30% 以上; 2) 新能源, 是华为、阳光、固德威、维斯塔斯等主流逆变器和变流器的供应商, 全球市占率 60% 左右; 3) 工业控制, 下游客户多, 拥有汇川、麦格米特等国内领先客户, 也向 ABB、西门子和台达等国际一流厂商供货。

表 13 公司客户资源优质, 市占率高

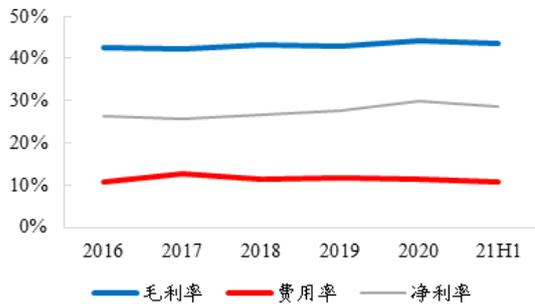
	产特性	主要客户	全球市占率
新能源车	定制化	博世、大陆汽车、联合汽车电子等	30% 以上
新能源	标准品	华为、阳光、固德威、维斯塔斯等	60%
工控	定制化	汇川、麦格米特、ABB、西门子和台达等	/

数据来源: 产业调研 上海证券研究所

### 3.5 盈利能力强，资产质量优

盈利能力强，利润质量优，分红比例高。公司费用率稳定，毛利率、净利率常年维持在高位，毛利率、费用率和净利率分别维持在 43%、11%和 28%左右。公司利润质量高，经营性现金净流量/净利润维持在 1 左右。公司分红比例较为稳定，平均 54%。上市累计分红金额达到 27 亿元。

图 31 毛利率、费用率和净利率分别维持在 43%、11% 和 28%左右



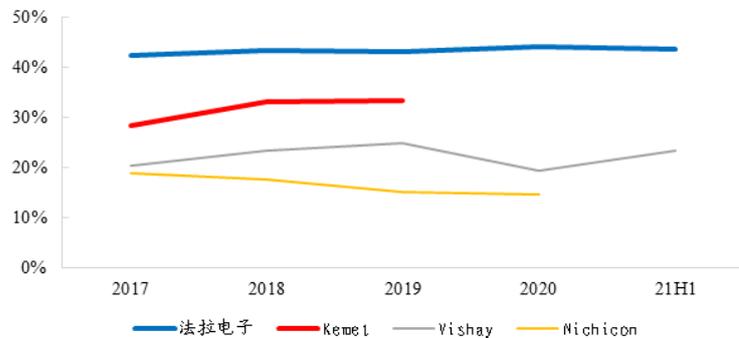
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 32 公司分红比例 54%左右,上市累计分红金额达到 27 亿元



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 33 公司盈利能力处于业内领先



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司资产质量优异。由于产能规模的扩大，公司负债率近年处于增长阶段，不过负债率依然较低水平。

图 34 公司负债率处于较低水平



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 四、 盈利预测

1) 新能源车, 公司竞争力强, 我们预计公司全球市占率逐步攀升, 假设 2021~2023 年分别为 40%、41%和 42%, 则新能源车业务营收增速分别为 135%、63%和 52%;

2) 新能源, 由于公司供货全球主要的逆变器和变流器厂商, 预计未来公司市占率维持稳定, 假设 2021~2023 年市占率分别为 63%、65%和 65%, 则新能源业务营收增速分别为 27%、27%和 17%;

3) 随着新基建的建设, 我们预计未来工业控制业务维持较快发展, 假设 2021~2023 年工业控制业务营收增速分别为 45%、30%和 30%。

**表 14 公司薄膜电容业绩预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收, 百万元					
家电	292	219	307	338	371
照明	175	132	172	180	189
工业控制	379	519	752	978	1,271
新能源	379	502	640	812	950
新能源汽车	233	301	709	1,154	1,750
其他	222	217	237	270	331
合计	1,680	1,891	2,817	3,732	4,863
营收同比					
家电	-22%	-25%	40%	10%	10%
照明	-22%	-24%	30%	5%	5%
工业控制	11%	37%	45%	30%	30%
新能源	50%	32%	27%	27%	17%
新能源汽车	5%	29%	135%	63%	52%
其他	-5%	-2%	9%	14%	22%
合计	2%	13%	49%	32%	30%
毛利率	43.0%	44.1%	43.1%	44.1%	44.5%
毛利, 百万元	723	833	1,215	1,646	2,164
归母净利润, 百万元	456	556	782	1,080	1,435
yoy	1%	22%	41%	38%	33%

数据来源: Wind 上海证券研究所

我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 28.2、37.3 和 48.6 亿元, 同比分别+49%、+33%和+30%; 归母净利润分别为 7.8、10.8 和 14.4 亿元, 同比分别+41%、+38%和+33%。

## 五、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）、江海股份（国内铝电解电容龙头，布局薄膜电容和超级电容）作为可比公司，公司作为薄膜电容行业龙头，具备全球竞争力，PE 存在一定的溢价。

复盘公司估值，2011~2020 年，公司净利润 CAGR 约 8%，PE 中枢约为 23X。我们预计未来 3 年净利润 CAGR 约 35%，给予 2022 年 PE 50X，目标价 240 元，股价仍有 40%的上升空间。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 15 公司具有全球竞争力，未来 3 年业绩高增速，PE 估值存在一定的溢价

证券代码	股票简称	股价	EPS				PE				PEG
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
603989.SH	艾华集团*	32.83	0.96	1.25	1.49	1.66	34.2	26.3	22.0	19.8	1.72
600885.SH	宏发股份*	62.30	1.12	1.49	1.88	2.35	55.6	41.8	33.1	26.5	1.63
002484.SZ	江海股份*	17.62	0.45	0.58	0.77	0.99	39.2	30.4	22.9	17.8	0.99
平均							43.0	32.8	26.0	21.4	1.45
600563.SH	法拉电子	172.60	2.47	3.48	4.8	6.38	69.9	49.6	36.0	27.1	1.40

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: “\*” 为 Wind 一直预期, 股价为 2021. 10. 8 收盘价

图 35 2011~2020 年公司 PE 中枢在 23X 左右



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 六、 风险提示

1) 原材料价格上涨的风险: 公司营业成本中原材料占比高, 原材料价格上涨影响公司盈利水平;

2) 汇率波动的风险: 公司海外营收占比约 32%, 汇率波动影响公司营收。

## 七、公司财务预测与估值

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	753	926	1141	1490
应收票据及应收账款	668	926	1227	1599
存货	363	549	714	924
其他流动资产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	17	17	17	17
固定资产和在建工程	613	514	458	395
无形资产和开发支出	69	81	93	105
其他非流动资产	89	89	89	89
<b>资产总计</b>	<b>3650</b>	<b>4327</b>	<b>5155</b>	<b>6267</b>
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	475	702	914	1183
长期借款	0	0	0	0
其他负债	224	280	349	436
<b>负债合计</b>	<b>709</b>	<b>992</b>	<b>1273</b>	<b>1629</b>
股本	225	225	225	225
资本公积	262	262	262	262
留存收益	2410	2792	3321	4056
归属母公司股东权益	2895	3277	3807	4542
少数股东权益	46	58	74	96
<b>股东权益合计</b>	<b>2941</b>	<b>3335</b>	<b>3881</b>	<b>4638</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3650</b>	<b>4327</b>	<b>5155</b>	<b>6267</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	355	622	855	1127
投资活动产生现金流量	78	-49	-90	-78
筹资活动产生现金流量	-300	-400	-550	-700
<b>现金流量净额</b>	<b>126</b>	<b>173</b>	<b>215</b>	<b>348</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1891</b>	<b>2817</b>	<b>3732</b>	<b>4863</b>
营业成本	1057	1602	2086	2699
营业税金及附加	20	28	37	49
销售费用	37	54	67	83
管理费用	111	155	194	243
研发费用	75	113	149	195
财务费用	-8	-7	-9	-11
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	20	28	37	49
公允价值变动损益	31	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>655</b>	<b>923</b>	<b>1275</b>	<b>1694</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>657</b>	<b>923</b>	<b>1275</b>	<b>1694</b>
所得税	92	129	178	237
净利润	564	794	1096	1457
少数股东损益	9	12	16	22
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>556</b>	<b>782</b>	<b>1080</b>	<b>1435</b>

**比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	44%	43%	44%	45%
净利率	29%	28%	29%	30%
ROE	19%	24%	28%	32%
资产负债率	16%	0%	0%	0%
流动比率	4.34	3.84	3.67	3.58
速动比率	3.78	3.25	3.08	2.98
总资产周转率	0.52	0.65	0.72	0.78
应收账款周转率	2.83	3.04	3.04	3.04
存货周转率	2.91	2.92	2.92	2.92

## 分析师声明

开文明, 王璘

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告, 并保证报告采用的信息均来自合规渠道, 力求清晰、准确地反映作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。此外, 作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

**股票投资评级:** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20%以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5%以上

无评级 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级

**行业投资评级:** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好, 相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定, 相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡, 相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 港股市场以恒生指数为基准; 美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权, 任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的, 须注明出处为上海证券有限责任公司研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下, 本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素, 也不应当认为本报告可以取代自己的判断。