

站在创新型成长的新起点上

买入 上调

目标价格：暂无

投资要点：

- 公司传统主业片式电感顺应下游消费电子轻薄化及智能化趋势，全球竞争优势越发明显，未来市场占有率有望持续提升
- 公司创新型产品如 NFC 天线、电子变压器、PDS 天线等有望复制电感成长路径，得到客户认证并即将量产，未来成长路径大幅拓宽

报告摘要：

- 传统主业之片式电感：竞争优势越发明显，继续以较快速度抢占全球市场份额。**智能手机、平板电脑功能多样化及体积轻薄化成为主流发展趋势，对电感从体积、性能、自动化水平、产能规模等方面提出更高要求，公司综合实力居全球前三，主流电感 0201 和即将量产的 01005 将以更领先的工艺水平及综合服务能力继续抢占全球市场份额。
- 新业务之天线：NFC 需求爆发明确受益者之一，PDS 天线技术面临推广契机。**以 NFC 为主导的近程移动支付市场正处于全球大规模推广的前期，公司作为国内唯一可量产 NFC 磁片的企业将明确受益此趋势；PDS 作为手机主天线技术具备高效率、低成本优势，公司联合上海德门进行 PDS 天线前瞻性研发与推广，有望成为该领域领跑者。
- 新业务之电子变压器：乘 LED 照明快速普及东风，以创新产品切入蓝海市场。**当前 LED 照明市场正处于爆发式增长阶段，公司提前四年布局该领域，现已通过欧司朗、GE 等国际大客户认证，有望以全自动化新产品抢占 LED 照明蓝海市场，成为未来重要利润增长点。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司 14/15/16 年 EPS 分别为 0.60/0.82/1.15 元。我们总体上认为，公司即将从过去以电感为主打产品的发展阶段过渡到依托创新型优势产品系列抢占新兴市场份额的成长新阶段，故上调公司至“买入”评级，公司未来片式电感业务持续成长能力及 NFC 天线、LED 照明电子变压器、PDS 天线等新品爆发式增长的业绩弹性是我们重点推荐的理由所在。
- 风险提示：**手机、平板等智能终端需求增速放缓超预期；NFC 市场启动时点慢于预期；电子变压器、PDS 天线订单量低于预期。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	744.9	1019.8	1305.3	1723.1	2274.4
增长率 (%)	35.3	36.9	28.0	32.0	32.0
归母净利润(百万)	122.4	150.8	222.5	304.7	425.5
增长率 (%)	52.8	23.2	47.	36.9	39.7
每股收益	0.33	0.41	0.60	0.82	1.15
市盈率	62.0	50.3	34.1	24.9	17.8

电子元器件研究组

分析师：

李振亚(S1180512080002)

电话：021-51782239

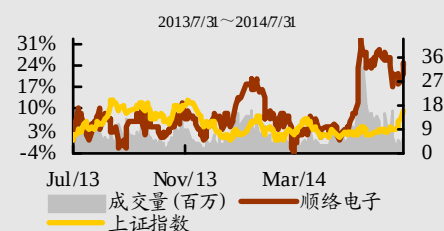
Email: lizhenya@hysec.com

王建伟(S1180514070002)

电话：0755-33352100

Email: wangjianwei@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《洲明科技：增长渐入佳境，买点显现》
2014/7/11
- 《奥拓电子：业绩拐点初现，世界杯助力成长》
2014/5/14
- 《利亚德：逻辑初步验证，回调现加仓良机》
2014/4/23
- 《奥拓电子：坚持高端品牌定位，发展战略提速》
2014/4/14
- 《利亚德：内涵外延协同发展，中期成长明确》
2014/3/30
- 《利亚德：小间距电视放量，黄金成长期来临》
2014/3/27

目录

我们对公司的核心观点：电感主业市场占有率持续提升+新产品打开新空间=未来三至五年看得见的高成长	4
新业务重点分析之天线：NFC 需求爆发明确受益者之一，PDS 天线技术面临推广契机.....	7
新业务重点分析之电子变压器：乘 LED 照明快速普及东风，以创新产品切入蓝海市场.....	10
传统主业分析之片式电感：竞争优势越发明显，继续以较快速度抢占全球市场份额.....	12
盈利预测及投资建议	17
风险提示	17

插图

图 1: 公司不断丰富完善自身片式电子元件产品线.....	4
图 2: 公司上市至今 (2007-2013) 收入、净利润复合增长率分别为 36%、18%, 保持稳健较快增长	4
图 3: 公司拥有全球范围内优质客户资源及认证体系	4
图 4: MTK 方案新一代手机电感使用数量提升 30%.....	5
图 5: 高通方案新一代手机电感使用数量提升 50%.....	5
图 6: 公司新产品情况总体介绍.....	5
图 7: 伴随新产品投放市场, 公司成长空间成倍扩张.....	6
图 8: NFC 技术使用场景.....	7
图 9: 近年来第三方移动支付市场蓬勃发展.....	8
图 10: 近场支付发展速度远落后于远程支付.....	8
图 11: 三大应用场景支撑三波发展浪潮.....	8
图 12: 磁片是手机 NFC 天线模组重要组成部分.....	9
图 13: PDS 天线较之 LDS 天线具有成本低、效率高的技术优势	10
图 14: 德门全球最薄天线 PDS 技术专利用于联想手机首款高端子品牌 VIBE X (S960)	10
图 15: 电子变压器工作原理.....	10
图 16: LED 灯具驱动工作原理 (电子变压器是 LED 驱动电源核心元器件)	11
图 17: 高性能电子变压器将充分受益于全球 LED 照明市场大发展	11
图 18: 顺络开发出的全自动制程电子变压器具有高生产效率以及高度一致性和可靠性等优点	11
图 19: 电子元器件分类.....	12
图 20: 2010 年全球被动电子元器件产值分布.....	12
图 21: 片式电子元器件在电路板上的安装密度逐年提高.....	13
图 22: 消费电子“轻薄短小”潮流决定了电感片式化、小型化的发展趋势	13
图 23: 片状电感器构造和特性.....	13
图 24: 片式电感与插装电感性能对比.....	13
图 25: 片式化率提升依然是未来我国电子元器件行业发展方向	14
图 26: 全球片式电感市场需求呈稳健较快增长趋势.....	14
图 27: 片式电感细分领域使用数量.....	15
图 28: 片式电感与插装电感性能对比.....	15
图 29: 公司片式电感类产品占销售收入比重约 95%.....	16
图 30: 未来两年公司片式电感产能仍将保持较快增长.....	16
公司财务报表预测 (百万元)	18

我们对公司的核心观点：电感主业市场占有率持续提升+新产品打开新空间=未来三至五年看得见的高成长

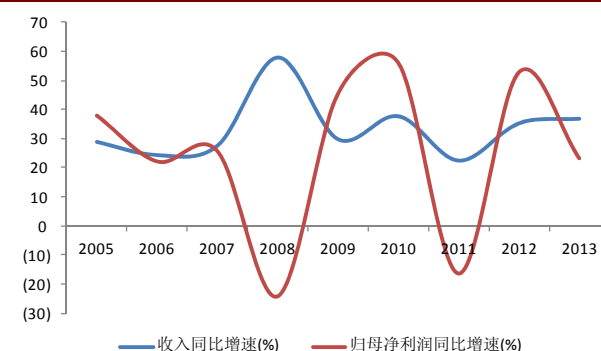
- 公司成立于 2000 年，以叠层片式电感起家并成功跻身世界片式电感领域一流企业行列，在此基础上公司依托叠层技术、绕线技术、复合材料技术、薄膜制造技术及自动化生产技术，陆续研发出绕线片式电感、共模扼流器、压敏电阻器、NTC 热敏电阻器、LC 滤波器、各类天线、NFC 磁片、无线充电线圈组件、电容、电子变压器等电子元件，将产品广泛应用于通讯、消费类电子、计算机、LED 照明、安防、智能电网、医疗设备以及汽车电子等领域。

图 1：公司不断丰富完善自身片式电子元件产品线



资料来源：公司网站、宏源证券研究所

图 2：公司上市至今（2007-2013）收入、净利润复合增长率分别为 36%、18%，保持稳健较快增长



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

- 公司通过片式电感核心产品在全球通讯、消费电子等领域的广泛推广，不断提升品牌形象及中高端产品定位，获得了全球众多知名客户认可及认证，并围绕新兴市场及优质客户丰富拓宽产品线，逐步形成一站式产品供应及服务能力，进一步加强了公司的市场竞争力。

图 3：公司拥有全球范围内优质客户资源及认证体系

应用领域	主要客户
通信	华为、中兴、联想、酷派、小米、步步高、TCL、海信、金立、天语、Nokia、LG、PANTECH、SHARP、诺西、阿朗、华三、思科
电脑	IBM、联想、华为、海尔、万利达、微星、蓝魔、台电、Microsoft、Amazon、INTEL、HP
电视	TCL、海信、长虹、康佳、创维、乐视、小米、三星、LG、索尼、松下、夏普、PHILIPS、Vestel、GOOGLE
照明	Osram、GE、CREE、Panasonic、通士达、海莱、阳光、宏微智达、台达
汽车电子	BOSCH、Panasonic、Denso、Pioneer、Clarion、华阳、航盛、天派、好帮手、飞歌、比亚迪
穿戴式设备	Fitbit、Nike Fuel Band、Adidas、Qualcomm Toq、360 奇沃、华米
芯片	高通、博通、MARVELL、INTEL、TI、IDT、MTK、展讯、海思、TRIUNE、RSA、Panasonic、NXP
其他	FOXCONN、伟创力

资料来源：公司资料、宏源证券研究所

■ **对于公司未来 3-5 年发展趋势的判断，我们整体持较为积极态度**，主要基于以下两方面因素考虑：

1，传统主业继续保持 20-30% 稳健较快增长：公司未来在主打产品电感领域的市场占有率仍有望持续提升，并伴随电感市场容量的较快扩张而保持较快增长势头。

✧ 公司现有产品主要应用于消费电子领域，其中大部分产品应用于智能手机、平板电脑，未来随着智能终端不断升级换代及 4G 手机不断普及应用，**单机电感用量仍将显著提升，进而带动电感市场容量快速提升。**

图 4: MTK 方案新一代手机电感使用数量提升 30%

举例1	MTK6572	MKT6782	单机电感用量增长
机型	3G/双模/四核	4G/五模/八核	
功率电感用量	4只/台	5只/台	25%
其他电感用量	48只/台	64只/台	33%

资料来源：公司资料、宏源证券研究所

图 5: 高通方案新一代手机电感使用数量提升 50%

举例2	高通8210	高通8916	单机电感用量增长
机型	3G/双模/四核	4G/五模/四核	
功率电感用量	5只/台	9只/台	80%
其他电感用量	60只/台	90只/台	50%

资料来源：公司资料、宏源证券研究所

✧ 2013 年公司电感类产品用于智能手机的单机价值约为 3.35 元/台，未来随着公司产品配套能力不断增强，叠层共模、NFC 天线、PDS 天线及 01005、0201 小型化电感等产品一站式供应，则**未来智能手机对公司的单机价值量贡献有望成倍增长，达到 20 元水平。**

2，新业务即将步入快速增长通道，市场空间有望成倍扩张：公司前期重点布局的新产品如 NFC 天线、LED 电子变压器等逐步进入规模化生产阶段，新产品提供新市场，打开了公司中长期更大的成长空间。

图 6: 公司新产品情况总体介绍

新产品名称	新产品所用研发技术	新产品功能及拓展资源
叠层共模	叠层技术和复合材料技术	实现智能终端高速数据接口的优良的 EMC 和 ESD 防护
电子变压器	绕线技术、材料技术及自动化生产技术	LED 照明产品中用于能量传输、电压转换及电气隔离等作用的基础元器件，已通过多家龙头照明公司认证
无线充电	材料技术，薄膜制造技术及自动化生产技术	实现 TX、RX 全自动生产，产品已进入 IDT、NXP 设计方案
NFC 天线	材料技术，薄膜制造技术及德门的天线设计技术	NFC 产品室内唯一进入高通、MTK 设计 BOM 的供应商
PDS 天线	德门的天线设计、制造技术	为客户提供优良的天线设计方案

资料来源：公司资料、宏源证券研究所

✧ **NFC 天线（含磁片）：**公司是大陆地区唯一可批量化生产 NFC 磁片的供应商，公司战略合作伙伴上海德门（公司参股 20%）所设计的 NFC 天线是 MTK 平台指定的唯一大陆厂商产品，也是高通和 NXP 平台力推的产品，未来将明确受益于近

程移动支付兴起浪潮。

- ✧ **PDS 天线:** PDS 天线技术具有效率高及成本低优势,有望成为下一代手机主天线主流技术之一,德门设计技术全球领先并拥有核心专利,公司未来有望在天线市场分享德门的高成长。
- ✧ **LED 用电子变压器:** 我们预计公司将拥有国际三大 LED 照明厂商欧司朗、飞利浦、GE 及国内照明龙头阳光照明等企业认证,进而成为中高端 LED 照明灯具用电子变压器重要供应商,并以全自动化电子变压器替代传统半手工半自动化产品,复制过去电感的成功发展路径。
- ✧ **无线充电及可穿戴式设备用电子元器件:** 由于全球范围内技术成熟度不高,我们预计此业务放量仍需要时日,但考虑该类产品采用与设备芯片联合开发的方式及公司与全球知名芯片设计厂家的良好合作关系,我们认为一旦市场需求放量,公司在高端产品领域将占有一席之地。

图 7: 伴随新产品投放市场,公司成长空间成倍扩张

公司产品对应市场空间测算		现有市场				新兴市场			合计
		智能手机	LCD-TV	MID	小计	汽车电子	LED照明	小计	
单机价值量 (元/台)	2013	3.4	3.1	2.6		33.5	0.5		
	2015E	22.5	9.1	8.6		43.5	3.0		
整机数量 (亿台)	2013	10.1	2.3	2.2		0.8	6.4		
	2015E	13.0	2.6	3.2		0.8	25.8		
对应市场空间 (亿元)	2013	33.8	7.1	5.6	46.6	26.8	3.0	29.8	76.4
	2015E	291.9	23.3	27.4	342.5	34.8	76.6	111.4	453.9
市场空间增长(亿元)		258.0	16.2	21.8	296.0	8.0	73.6	81.6	377.6
市场空间增长速度		763%	227%	390%	636%	30%	2447%	274%	494%

资料来源: 公司资料、宏源证券研究所

新业务重点分析之天线：NFC 需求爆发明确受益者之一， PDS 天线技术面临推广契机

- NFC（近场通信，Near Field Communication）是一种短距高频的无线电技术，在 13.56MHz 频率运行于十厘米距离内，该技术由非接触式射频识别（RFID）演变而来，由飞利浦半导体（现恩智浦半导体）、诺基亚和索尼共同研制开发，其基础是 RFID 及互连技术。
- NFC 技术面向近距离交互交易，特点是安全、快捷，适用于交换财务信息或敏感的个人信息等重要数据，支持卡模拟、P2P、读卡器三种模式，可广泛应用在手机支付、公交地铁、企业门禁、智能海报等多种场景，目前主要分为三种应用模式：
 - ◇ 卡模拟模式：近场通信设备可以作为信用卡、借记卡、标识卡或门票使用，实现“移动钱包”功能。
 - ◇ P2P 模式（点对点模式）：近场通信设备之间可以交换信息，例如：两个有近场通信功能的手机可以交换联系方式，类似于 iPhone 和 Android 手机上 Bump 等应用方式，但技术路线不同。
 - ◇ 读卡机模式：近场通信设备可以读取标签，类似于条形码扫描工作原理最，例如可以使用手机上的应用程序扫描条形码获取其他信息。

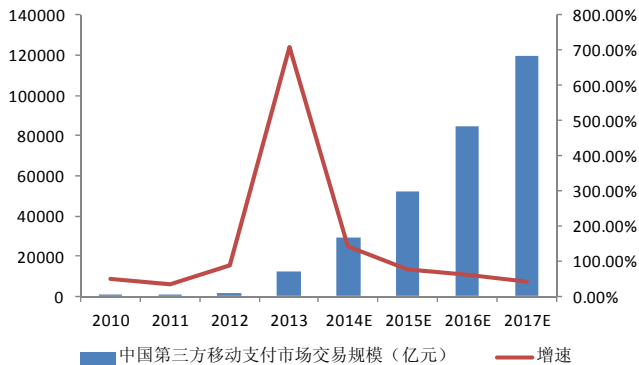
图 8：NFC 技术使用场景



资料来源：中国电信研究院、宏源证券研究所

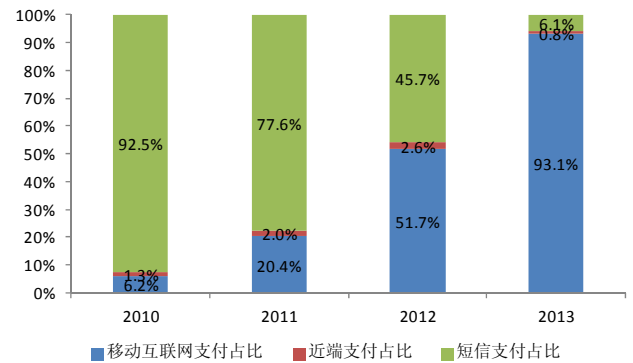
- 以 NFC 为核心的近场支付由于涉及产业链环节多、终端环境不成熟等原因，在我国第三方移动支付发展大潮中明显落后于以支付宝为代表的远程支付，根据艾瑞咨询数据，2013 年远程移动互联网支付在整体移动支付中的占比达到 93.1%，而近场支付行业比重则下降至 0.8%。

图 9：近年来第三方移动支付市场蓬勃发展



资料来源：艾瑞咨询、宏源证券研究所

图 10：近场支付发展速度远落后于远程支付



资料来源：艾瑞咨询、宏源证券研究所

- 然而，进入2014年我国NFC行业呈现出诸多积极的变化，如：市场普遍预期IPHONE6支持NFC技术；央行暂停二维码交易方式并鼓励商业银行拓展NFC手机支付应用；银联支持运营商的SWP-SIM方案的POS终端已达300万台（存量渗透率30%）；中移动将4G卡默认绑定NFC SIM卡共同推广；银联携手中国移动搭建了TSM平台，目前已经接入12家全国性银行，30余家区域性银行；支付宝联手住建部推出基于NFC解决方案的“未来公交”计划等，故我们总体认为，在外部基础条件不断成熟且O2O模式不断兴起的需求推动下，移动支付的第三波浪潮——NFC近场支付快速发展阶段即将来临。

图 11：三大应用场景支撑三波发展浪潮



资料来源：艾瑞咨询、宏源证券研究所

- NFC除了支付功能外，未来在身份识别、信息获取、信息交换等细分领域亦拥有广阔应用前景，在此背景下，NFC有望正式成为继摄像、WiFi、蓝牙、LBS（基于位置的服务，主要以GPS实现）之后又一项手机标配功能，且未来在平板电脑、智能手表、数字电视、耳机、计步器、汽车中广泛应用。

■ 基于上述我们对于 NFC 行业发展趋势的综合判断，我们认为公司将成为 NFC 普及应用最明确的受益者之一。

- ◇ 以智能手机中 NFC 为例，一般包括 NFC 模块与 NFC 天线两部分，其中 NFC 模块一般由一个高速单片机、射频芯片与匹配电路组成；NFC 天线则由 FPC 天线和磁片组成。
- ◇ NFC 天线作为一种近场耦合天线工作在 13.56MHz，波长很长且读写距离短，故线圈磁场耦合是较为合适的方式，而智能手机由于外观要求，天线均需要内置，位置贴近主板或电池（都含有金属导体成分），从而使得天线在导体表面产生涡流而削弱磁场，故需要磁片贴合 FPC 的方式来做天线以隔离金属材料对天线磁场的吸收并增加天线的磁场强度，有效增加通信感应距离。

图 12：磁片是手机 NFC 天线模组重要组成部分



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

- ◇ NFC 天线的核心部件是磁片，而目前国内能量产磁片的只有顺络一家，目前虽然国内多从日本企业如村田、TDK 等进口磁片，且考虑到上述日企本身亦可生产天线进而与国内天线厂商存在潜在竞争关系，故我们认为未来顺络在磁片产能跟进充分且市场需求放量后，将占有重要市场份额。现在市场 NFC 天线售价约在 1 美元，其中磁片大概 2-3 元，占比 1/3 强，预示着未来 NFC 成为手机及其他消费电子产品标配后广阔的市场空间。
- ◇ 目前顺络的磁片优先供应上海德门（顺络参股 20%），二者成为战略合作伙伴，共同拓展 NFC 市场。德门主推 NFC 天线和 PDS 天线，其中德门设计的 NFC 天线是 MTK 平台指定的唯一大陆厂商产品，也是高通和 NXP 平台力推的产品；PDS 天线（手机主天线）技术全球领先并拥有核心专利，如果 PDS 天线技术能够在手机等智能终端广泛使用，未来市场空间巨大。

图 13: PDS 天线较之 LDS 天线具有成本低、效率高的技术优势



资料来源：上海德门资料、宏源证券研究所

图 14: 德门全球最薄天线 PDS 技术专利用于联想手机首款高端子品牌 VIBE X (S960)

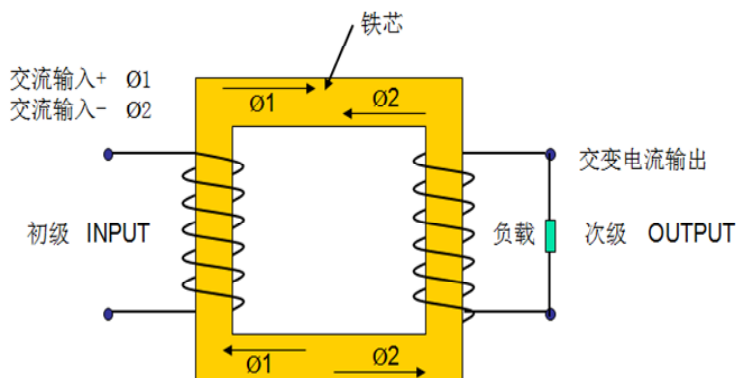


资料来源：上海德门资料、宏源证券研究所

新业务重点分析之电子变压器：乘 LED 照明快速普及东风，以创新产品切入蓝海市场

- 电子变压器是指利用电磁感应原理实现电能变换或由一个电路传递到另一个电路的电磁装置，可起到能量传输、电压转换和电气隔离的作用，被广泛应用于节能照明、计算机、消费类电子产品、通讯工程、工业控制、航空航天等领域。

图 15: 电子变压器工作原理



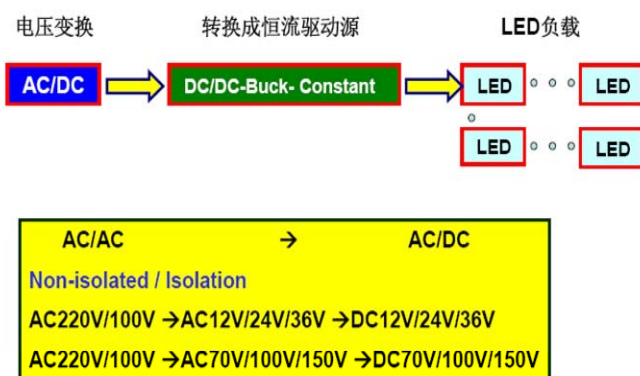
资料来源：宏源证券研究所

- 根据中国电子元器件行业协会信息中心数据，2010 年世界电子变压器市场规模在 110 亿美元左右，其预计到 2015 年我国电子变压器的销售额将增长至 560 亿。
- 同时，随着电子、工业设计等技术的发展，各类电子产品正在变得更轻更薄，其中电源模块更是需要设计的足够轻薄才能满足整机需求，这其中对低背高效能的电子变压

器的需求就十分突出。但目前电子变压器一般都采用手工的生产方式来制作，具有人工成本高、生产效率低等缺点。在此背景下，电子变压器产业迎来升级转型期，高能效、高开关频率、高转换效率、低损耗、高功率密度、低缺陷、高寿命成为电子变压器的发展趋势。

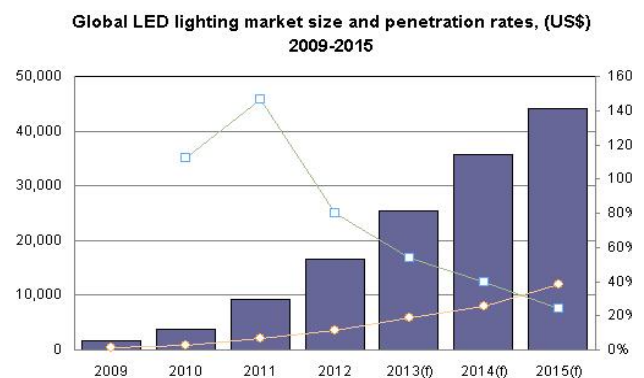
◇ 例如，近年来随着 LED 照明在全球范围内快速普及，与 LED 灯相配套的 LED 驱动电源需求正呈现快速增长势头，并对驱动电源中核心磁性元件电子变压器在散热性、一致性等方面提出了更高技术要求，故具有全球领先技术优势的电子变压器产品将充分受益于 LED 照明行业大发展。

图 16: LED 灯具驱动工作原理（电子变压器是 LED 驱动电源核心元器件）



资料来源：宏源证券研究所

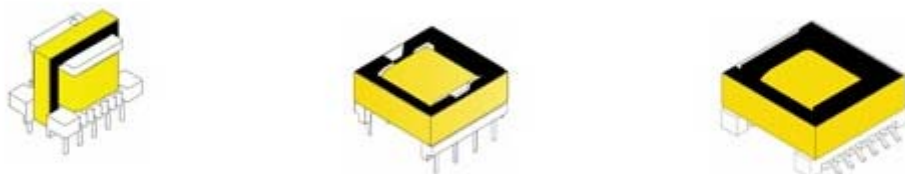
图 17: 高性能电子变压器将充分受益于全球 LED 照明市场大发展



资料来源：DIGITIMES Research、宏源证券研究所

■ 近期公司通过增发计划投资 2923 万元开展电子变压器新建项目，本项目从 2013 年 9 月开始筹建，全部工程到 2014 年 9 月完成，历时 13 个月，预计项目实施完成后将形成初具规模的电子变压器产品生产产线，电子变压器年产能将达到 4000 万只。

图 18: 顺络开发出的全自动制程电子变压器具有高生产效率以及高度一致性和可靠性等优点



资料来源：公司网站、宏源证券研究所

■ 我们看好公司未来在电子变压器领域的较大发展潜力，理由如下：

- ◇ **面向蓝海市场，发展空间大：**公司募投项目主要针对新兴应用领域如 LED 照明、消费类电子、家电等，市场需求增长快，产品性能要求高，竞争相对缓和。
- ◇ **公司拥有明显技术优势：**公司通过在片式电感器领域的经验积累，拥有国内先进的电子元器件生产制造平台和研发实力，未来有望构建起全自动标准化电子变压

器生产线，进而对传统领域手工半自动化产品形成明确替代。

- ◇ **公司具有明显渠道和品牌优势：**我们预计公司将拥有国际三大 LED 照明厂商欧司朗、飞利浦、GE 及国内照明龙头阳光照明等企业认证，进而成为中高端 LED 照明灯具用电子变压器重要供应商。
- ◇ **电子变压器产品有助于丰富产品线，提升公司综合竞争力：**AC-DC 电源、功率稍大的 DC-DC 供电电路上，既需要电子变压器进行能量传输、电压转换或电气隔离，也需要功率电感作扼流、滤波、储能及转换。因此，电子变压器和功率电感用户高度吻合。公司在功率电感方面的客户覆盖率具备一定优势，可通过挖掘培育，为电子变压器产品创造市场渠道优势，并提升公司一站式综合服务能力。

传统主业分析之片式电感：竞争优势越发明显，继续以较快速度抢占全球市场份额

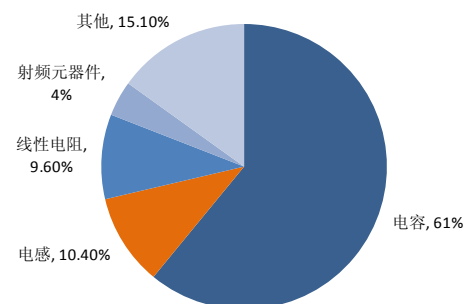
- 电感即电感器，其作为三大无源电子元件之一，占整个电子元件配套用量的 10~15%，在电子元器件产业中占有重要的地位。电感器的主要功能是筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰（EMI）等作用，广泛地应用于通信、计算机、网络设备、消费类电子、办公自动化及汽车电子等领域。

图 19：电子元器件分类



资料来源：宏源证券研究所

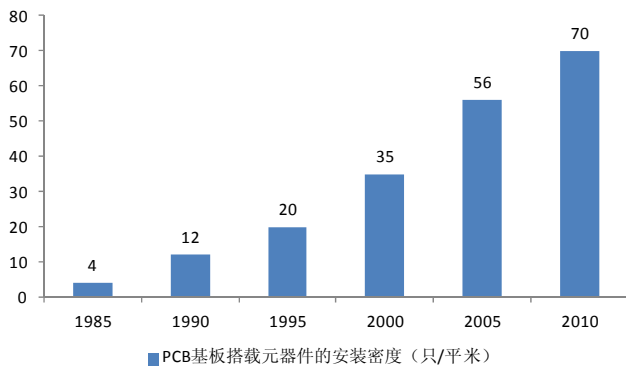
图 20：2010 年全球被动电子元器件产值分布



资料来源：Paumanok Publications、中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

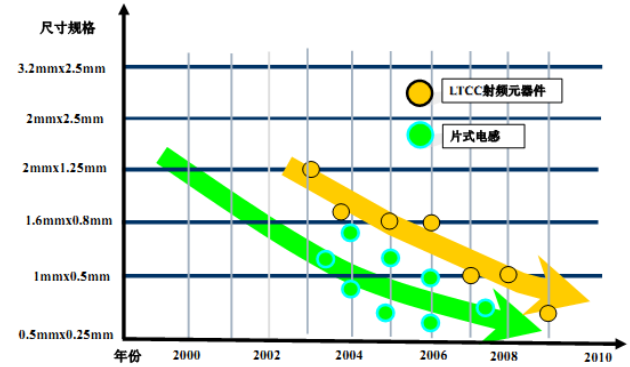
- **电感可分为插装电感、片式电感两类。**插装电感因其固有的体积大、成本高，难以大规模生产等缺点，很难顺应“轻薄短小”的现代电子技术发展要求，市场需求逐渐减少。相比之下，片式电感（根据制造工艺的不同，可分为绕线片式电感和叠层片式电感）由于体积小、重量轻、电磁屏蔽性能优良、可靠性高、适应于高密度安装等优点，已取代插装电感成为电感中的主流产品。

图 21：片式电子元器件在电路板上的安装密度逐年提高



资料来源：中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

图 22：消费电子“轻薄短小”潮流决定了电感片式化、小型化的发展趋势



资料来源：中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

图 23：片状电感器构造和特性

电源线用/ 一般用	构造	特性
	绕线型 引线 一些产品有磁性树脂涂层。 电极 铁氧体磁芯 叠层型 线圈内部走线 电极 铁氧体	宽感值范围 良好的直流偏置电流特性 小型轻质 低直流电阻

资料来源：村田产品目录、宏源证券研究所

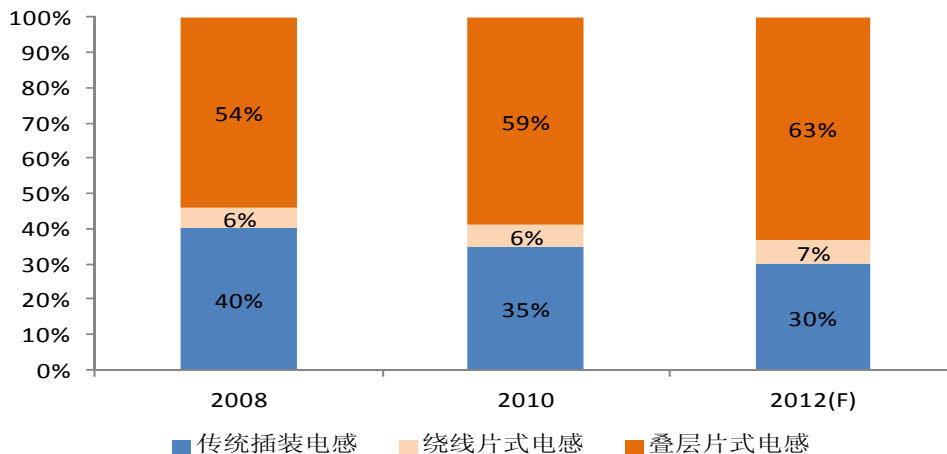
图 24：片式电感与插装电感性能对比

产品类别	体积	成本	生产规模化程度及市场规模
插装电感	大	高	难以大规模生产，且市场需求逐步萎缩
绕线片式电感	中	中	进一步小型化、大规模化生产受限，市场规模大
叠层片式电感	小	低	小型化程度高，大规模生产，市场规模巨大

资料来源：宏源证券研究所

- 顺应电子元器件发展趋势，片式化率已成为衡量一国电子元器件制造工艺水平高低的重要标志。根据中国电子元件行业协会统计数据，2010 年日本、欧美的片式化率达到 85%以上，我国片式化率约为 65%，水平相对较低，未来片式元件对传统元件的替代进程将进一步加快。

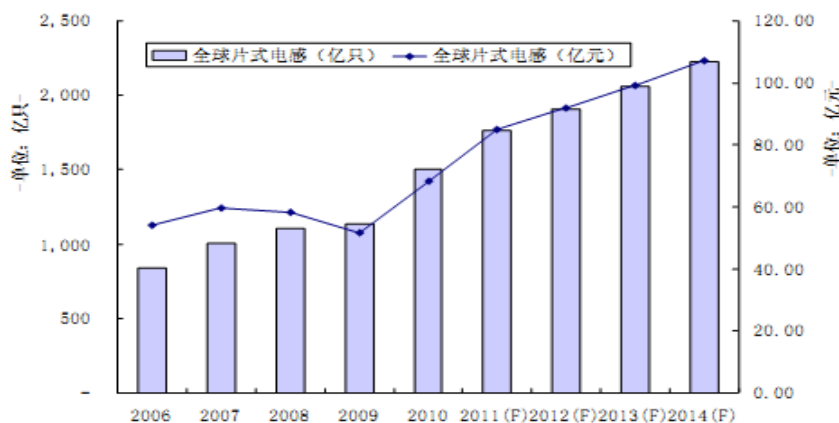
图 25：片式化率提升依然是未来我国电子元器件行业发展方向



资料来源：中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

- 市场需求层面，随着智能手机、平板和液晶电视等终端的快速更新换代，片式电感的用量将不断增加。根据中国电子元件协会的统计数据，2011 年全球市场对片式电感的需求量为 1820 亿只，预计 2014 年全球片式电感需求量将达到 2225 亿只，2011-2014 年的复合增长率达 10.27%。

图 26：全球片式电感市场需求呈稳健较快增长趋势



资料来源：中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

- 目前片式电感应用中，叠层型片式电感已居主流地位，其尺寸由原来的 0603 缩小到目前主流产品 0402、0201 及 01005，这类超小型电感器广泛应用于通讯和抗电磁干扰及电磁兼容设备。

◇ 以手机应用为例，2013 年，全球智能机出货量约 10 亿部，对应片式电感需求量达到约 300 亿只，其中手机用高频 0402、0201 叠层片式电感的总需求量仍将逐年升高，占手机用片式电感的 70% 左右。随着我国 4G 标准的推行，移动通讯产品又将迎来新一轮换机潮，0402、0201 甚至 01005 类小尺寸片式电感需求将持续增长。

图 27：片式电感细分领域使用数量

应用领域	产品	使用数量（颗）
LCD液晶电视	电感、磁珠、功率电感	80-100
LCD显示器	电感、磁珠	60-80
手机	电感、磁珠	20-30
便携计算机	电感、磁珠	50-60
数字机顶盒	电感、磁珠、功率电感	10-30
车载、汽车电子产品	电感、磁珠、功率电感	20-30
DVD	电感、磁珠	20-30
计算机主板	电感、磁珠	25-35
无线网络终端	电感、磁珠、功率电感	10-15
数码相机	电感、磁珠、功率电感	10-20
平板电脑	电感、磁珠、功率电感	10-20

资料来源：中国电子元件行业协会、宏源证券研究所

■ 从竞争格局来看，目前片式电感行业呈现出产地集中且龙头企业占主导地位的特征。

- ◇ 片式电感最早于 80 年代在日本开始开发生产，我国从 90 年代初开始开发片式电感。根据中国电子元件行业协会调研数据，2010 年全球前十大片式电感厂商全部集中在日本、广东和台湾三地，总产量约占全球 61.54% 份额，其中日本三家企业村田(MURATA)、太诱(TAIYO)、东电化(TDK)及中国的顺络电子在产能规模及技术实力等方面处于第一梯队，其他企业处于第二梯队。

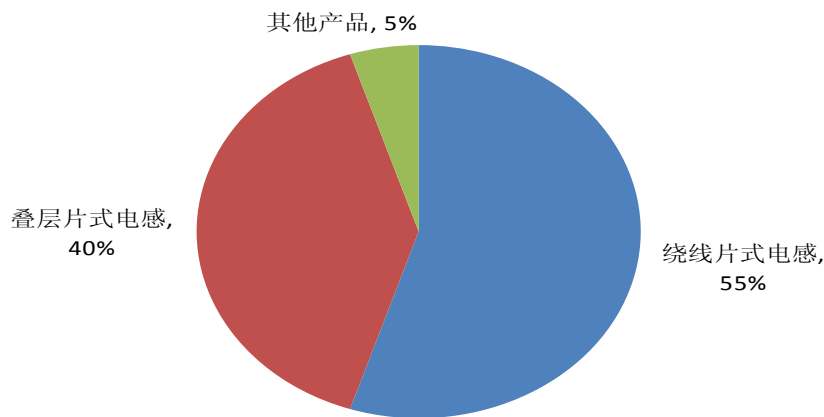
图 28：片式电感与插装电感性能对比

序号	企业简称	国家/地区	成立年份	主要产品	2010年产量（亿只）	全球市场份额
1	TDK-EPC	日本	1935	电感器、铁氧体和附件、电容器、RF产品/声表面波元件和模块、传感器和传感器系统、电子保护器件、陶瓷开关和加热元件/压电元件、EMC滤波器	220	14.62%
2	Murata	日本	1953	独石陶瓷电容器、SAW滤波器、陶瓷振荡器、压电传感器、陶瓷滤波器、压电蜂鸣器、近距离无线通信组件（包括Bluetooth®模块）、多层装置、连接器、隔离器、介质滤波器、电源、电路组件、EMI/RFI滤波器、电感、传感器、电阻器等	180	11.96%
3	顺络电子	广东	2000	片式电感器、片式压敏电阻器、NTC热敏电阻器和共模扼流器等新型电子元器件	161.09	10.70%
4	Taiyo Yuden	日本	1950	陶瓷电容器、电感器、电路模块（电源、高频）、光记录媒体、高频介电元件（片状天线、多层片状滤波器）、SAW/FBAR设备、压敏电阻、能源设备（PAS电容器、锂离子电容器）等	120	7.97%
5	奇力新电子	台湾	1972	SMD型积层（高频）电感、SMD型绕线电感（共模扼流器、精密线圈）及SMD型功率电感	87	5.78%
6	麦捷科技	广东	2001	片式普通电感、片式功率电感及片式LTCC射频元器件等	49.51	3.29%
7	振华富电子	广东	2001	叠层片式电感器、叠层片式高频电感器、叠层片式磁珠以及模压片式电感器、功率片式电感器、CDP型电容器等全系列电感元件	46.52	3.09%
8	Toko	日本	1955年	小型固定电感器、线圈、片感、变压器、介质滤波器、压电陶瓷滤波器、LC滤波器、谐振器、介质天线、模块产品等	38	2.52%
9	Panasonic	日本	1918年	电阻器、RF/网络组件、热敏电阻、电容器、滤波器、印制线路板、电感器、EMC部品、开关、保险丝等	33	2.19%
10	风华高科	广东	1984年	片式多层陶瓷电容器、片式电阻器、片式电感器、片式压敏电阻器、铝电解电容器、片式钽电解电容器、片式铝电解电容器、固体铝电解电容器、片式二、三极管、集成电路封装、厚膜集成电路、软磁铁氧体磁芯、电子陶瓷材料、浆料、电子化工材料、电子专用设备、精密机械等	32	2.13%

资料来源：宏源证券研究所

- 公司是目前国内最大的片式电感器制造商，并成功跻身全球生产厂商第三位。经过十多年的快速发展，公司已成为国内外知名企业的战略供应商，在市场中逐步拥有较高的品牌知名度和竞争优势，目前绕线片式电感及叠层片式电感仍是主打产品。

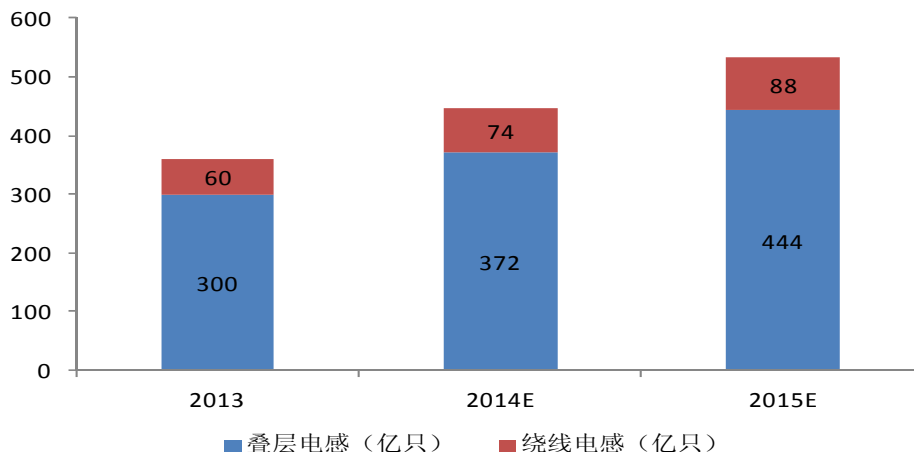
图 29：公司片式电感类产品占销售收入比重约 95%



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

- 目前公司电感类产品主要应用于通讯和消费电子领域，如在国内智能手机市场份额达到 50% 以上，未来随着下游需求的稳定较快增长及电感小型化趋势不断加强，公司在电感领域仍有较大的发展空间。
- ◇ 以智能手机为例，未来随着智能机轻薄化趋势延续以及内部功能不断丰富，对元器件小型化的需求越发迫切，**传统 0402 型电感正在被新型 0201 电感快速替代，而目前看全球能量产 0201 型电感的仅村田、顺络、TDK、太诱等少数企业。此外，更微型化的 01005 型电感亦处于大规模应用的前期，目前看仅村田和顺络具备未来大规模量产的能力储备。**
- ◇ 故我们预计，**随着公司未来两年片式电感增发项目逐步达产，当前产能紧张局面将有效缓解，公司在片式电感领域的全球领先地位将进一步巩固，传统主业有望保持 30% 左右稳健较快增长。**

图 30：未来两年公司片式电感产能仍将保持较快增长



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测的假设说明:

- ◇ 收入增长方面,考虑到14年下半年公司电感、电子变压器及NFC新增产能将陆续投产,真正形成产能贡献预计在15-16年,故我们假设14-16年收入增长率逐级稳步提升。
- ◇ 考虑到公司电感0201及01005销售占比不断提高的趋势以及NFC、电子变压器等新产品毛利率水平,我们假设14-16年毛利率水平呈稳步小幅提高趋势。

■ 业绩预测的基本摘要:

- ◇ 我们预计2014~2016年公司实现营业收入13.05亿元、17.23亿元、22.74亿元,同比增速分别为28.00%、32.00%、32.00%。
- ◇ 我们预计2014~2016年公司实现归属母公司股东净利润分别为2.23亿元、3.05亿元、4.26亿元,分别同比增长47.58%、36.92%、39.67%。
- ◇ 我们预计2014~2016年公司实现EPS分别为0.60元、0.82元、1.15元。

■ 股票估值与定价:

- ◇ 我们预计公司14/15/16年EPS分别为0.60/0.82/1.15元。我们总体上认为,公司即将从过去以电感为主打产品的发展阶段过渡到依托创新型优势产品系列抢占新兴市场份额的成长新阶段,故上调公司至“买入”评级,公司未来片式电感业务持续成长能力及NFC天线、LED照明电子变压器、PDS天线等新品爆发式增长的业绩弹性是我们重点推荐的理由所在。

风险提示

- 手机、平板电脑等智能终端需求增速放缓超预期,由于公司绝大部分产品均应用于此领域,则将明显影响公司主业电感业绩表现。
- NFC移动支付市场启动时点慢于预期,则公司NFC业务增长将受明显影响。
- LED照明类客户订单量低于预期,则公司电子变压器业务将受明显影响。
- PDS天线技术推广难度超出之前预期,则公司PDS天线业务发展速度将受明显影响。

公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	745	1020	1305	1723	2274	货币资金	87	100	13	17	23
YOY	35.3%	36.9%	28.0%	32.0%	32.0%	应收和预付款项	332	417	509	724	892
营业成本	509	680	829	1086	1422	存货	173	154	214	238	308
毛利	236	340	476	638	853	其他流动资产	0	0	0	0	0
% 营业收入	31.6%	33.3%	36.5%	37.0%	37.5%	长期股权投资	0	33	33	33	33
营业税金及附加	3	6	7	9	11	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	884	1265	1398	1500	1522
销售费用	27	34	43	57	75	无形资产和开发支出	100	129	119	108	98
% 营业收入	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	其他非流动资产	0	1	0	0	0
管理费用	60	124	154	193	239	资产总计	1577	2100	2286	2621	2875
% 营业收入	8.1%	12.1%	11.8%	11.2%	10.5%	短期借款	160	336	345	455	383
财务费用	7	13	25	29	30	应付和预收款项	132	175	222	270	349
% 营业收入	1.0%	1.2%	1.9%	1.7%	1.3%	长期借款	57	143	143	143	143
资产减值损失	5	9	5	6	6	其他负债	38	64	64	64	64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	386	718	774	931	938
投资收益	0	3	0	0	0	股本	314	328	328	328	328
营业利润	134	158	243	344	492	资本公积	525	628	628	628	628
% 营业收入	18.0%	15.5%	18.6%	20.0%	21.6%	留存收益	351	423	553	731	979
营业外收支	7	2	19	14	9	归属母公司股东权益	1191	1379	1509	1686	1934
利润总额	141	160	262	358	501	少数股东权益	0	3	3	3	3
% 营业收入	18.9%	15.7%	20.1%	20.8%	22.0%	股东权益合计	1191	1382	1512	1689	1938
所得税费用	18	10	39	54	75	负债和股东权益合计	1577	2100	2286	2621	2875
净利润	122	150	223	305	426						
归属于母公司所有者的净利润	122.4	151	223	305	426						
少数股东损益	0	-1	0	0	0						
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	211	280	306	338	528	毛利率	31.6%	33.3%	36.5%	37.0%	37.5%
投资活动现金流净额	-221	-505	-284	-288	-242	三项费用/销售收入	12.7%	16.7%	17.0%	16.2%	15.1%
筹资活动现金流净额	80	268	-109	-46	-280	销售净利率	16.4%	14.7%	17.0%	17.7%	18.7%
现金净流量	68	40	-87	4	6	ROE	10.3%	10.9%	14.8%	18.1%	22.0%
						EBIT 增长率	10.3%	10.9%	14.8%	18.1%	22.0%
						流动比率	1.9	1.3	1.3	1.3	1.6
						速动比率	1.3	1.0	0.9	1.0	1.2
						应收账款周转率	2.6	2.5	2.8	2.5	2.7

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

李振亚: 电子元器件行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所至今, 09~11 年任职于国金证券研究所, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。具备 8 年国内名牌大学电子及物理学学研经历及 1 年实业工作经历, 另具备 5 年卖方周期品与消费品研究经验。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。