

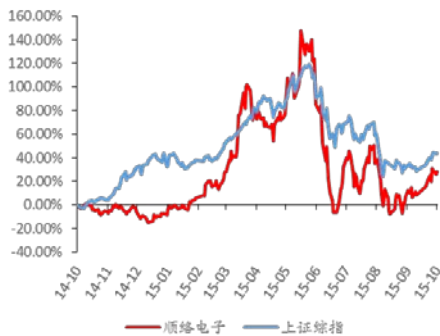
## 证券研究报告

**巩固已有优势，布局新兴产业**
**电子行业**

2015年10月20日

**——顺络电子（002138.sz）深度报告**

评级：首次覆盖，推荐

**公司股价最近52周走势：**

**相关研究报告：**
**报告作者：**

牧原

执业证书编号：S0590515040002

**联系人：**

牧原，张立新

电话：0510-82833217

 Email: [muy@glsc.com.cn](mailto:muy@glsc.com.cn)
[zhanglx@glsc.com.cn](mailto:zhanglx@glsc.com.cn)
**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**投资本公司的主要逻辑：**

- **电子元件细分行业龙头，企业战略定位清晰。**在片式电子元件领域，包括片式电感器和片式压敏电阻器方向，公司的产品在国内长期保持领先水平。利用已有的技术和市场优势，不断扩大和延伸产能和产品线，巩固行业地位。按照开展一代、储备一代、布局一代的发展战略，提高延伸领域的市场占有率。
- **提升主营业务产能，不断扩张已有领地。**作为公司的主营业务和主要利润来源，公司历来十分重视升级片感产能，来提高公司业绩水平。2014年公司投入2.5亿进行了新一轮的片式电感产能升级项目，充分发挥在电子细分市场的龙头地位。
- **顺应下游市场需求，积极准备市场放量。**随着智能化和小型化成为消费类电子产品的主流趋势，元器件间的相互干扰也与日俱增，作为抗干扰的主力原件，片式电感的市场需求急剧增加。
- **积极涉足军工领域，享受国家政策支持。**公司投资10亿元在贵阳建立了贵阳顺络迅达电子公司，主要生产绕线式片感，作为军工用途。不仅有稳定的订单流向，而且还能享受西部优惠政策。
- **给予“推荐”评级。**我们预计15、16、17年EPS分别为0.35元、0.49元、0.63元，对应PE分别为37倍、27倍、21倍，公司目前的发展势头依然强劲，产能不断扩大，未来三年的复合增速达到30%，综合参照行业发展态势，以及公司在细分行业的龙头地位，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**大环境经济放缓导致达不到经营目标的风险；人力资源成本上涨导致整体利润下降的风险；由于汇率原因导致单品价格相对上涨，损害竞争优势的风险。

## 目 录

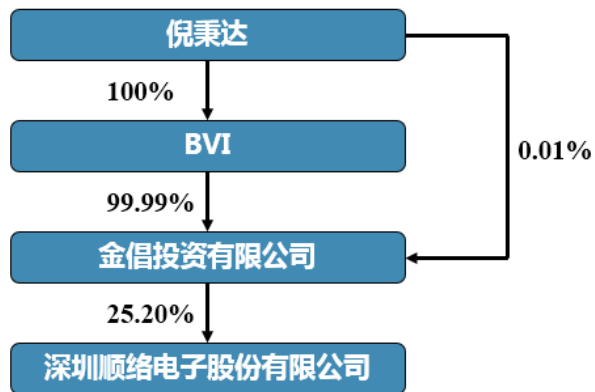
1、内生+外延双向发展 .....	3
1.1 公司的基本情况 .....	3
1.2 立足细分市场，开拓产品延伸领域.....	4
1.3 业绩稳定增长，市场前景一片光明.....	6
2、优势产品提升发展深度和广度.....	7
2.1 主营业务产能提升 .....	7
2.2 下游市场需求强劲 .....	10
2.3 积极涉足军工领域 .....	13
3、高新技术的储备和开发.....	15
3.1 储备外延技术开拓潜力市场.....	15
3.2 开发新兴技术引领时代浪潮.....	18
4、估值与评级 .....	20
5、风险提示 .....	20

## 1、内生+外延双向发展

### 1.1 公司的基本情况

深圳顺络电子股份有限公司（深交所：002138/顺络电子）成立于2000年，2007年6月，该公司在深圳证券交易所成功上市，是一家专业从事各类片式电子元件研发、生产和销售的高新技术企业，承担国家重点“火炬”计划和国家“863”计划项目。企业主要产品包括叠层片式电感器、绕线片式电感器、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。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。深圳顺络电子股份有限公司的控股股东是金倡投资有限公司，持有25.20%的股权。倪秉达先生是金倡投资有限公司的实际控制人，直接持有0.01%的金倡投资有限公司的股份，并且通过100%控股的CHINAFIRST HOLDINGS LIMITED(BVI)公司间接持有金倡投资有限公司99.99%的股份。具体的产权及控制关系如下：

图表 1: 公司与实际控制人之间的关系



数据来源：公司公告 国联证券研究所

同时，公司有着合理的股权结构，既能够保证有效的扩充资金来源，又能够利用相对集中的股权，掌握公司的经营权，把握战略前进的方向。公司的前十大股东的股份占比情况如下：

图表 2: 公司前十大股东介绍

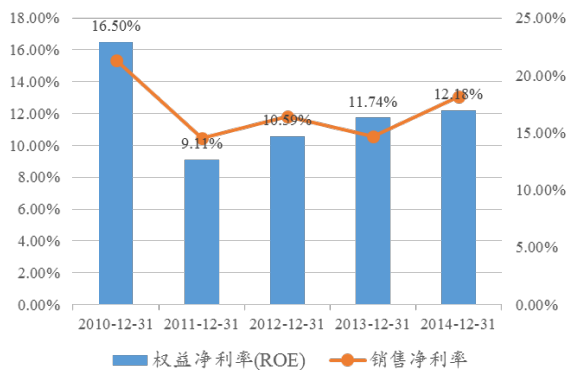
No.	股东名单	持股数(万股)	持股数占总股本(%)	股本性质	股东性质(聚源)
1	金倡投资有限公司	9,335.999	25.2005	流通 A 股	投资、咨询公司
2	深圳市恒顺通电子科技开发有限公司	3,276.00	8.8428	流通 A 股	--
3	东海基金—工商银行—东海基金—工行—鑫龙 56 号资产管理计划	1174.3548	3.1699	流通 A 股	基金专户理财
4	东海基金—工商银行—东海基金—工行—鑫龙 55 号资产管理计划	1174.3548	3.1699	流通 A 股	基金专户理财
5	中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—005L-FH002 深	554.7842	1.4975	流通 A 股	金融机构—保险公司
6	财通基金—平安银行—平安信托—平安财富六创赢一期 69 号集合资金信托计划	500.00	1.3496	流通 A 股	信托公司集合信托计划
7	国投瑞银基金-浦发银行-国投瑞银-浦发银行-麦哲伦定增 1 号特定客户资产管理计划	430.00	1.1607	流通 A 股	基金专户理财
8	融通基金-工商银行-华融信托—一创启程定增 1 号权益投资集合资金信托计划	430.00	1.1607	流通 A 股	信托公司集合信托计划
9	西藏自治区投资有限公司	430.00	1.1607	流通 A 股	投资、咨询公司
10	中国民生银行股份有限公司—华商策略精选灵活配置混合型证券投资基金	336.9858	0.9096	流通 A 股	开放式投资基金

资料来源: 公司公告 国联证券研究所

## 1.2 立足细分市场，开拓产品延伸领域

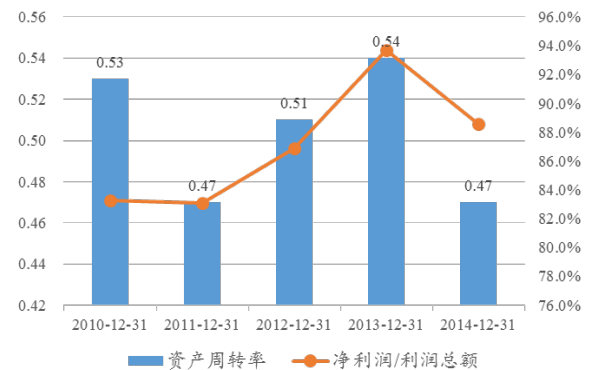
公司自成立之日起，就一直专注于电子元器件行业中的电感器和敏感器件，在电子细分市场中有着明确的布局 and 规划。母公司深圳顺络电子股份有限公司专注于片式电感器和片式压敏电阻器等新型电子元器件的研发、生产和销售，公司的业绩一直保持着良好稳定的发展态势。

图表 3: 资产收益相对稳定稳步提升



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 运营管理水平保持相对高水准



资料来源: Wind 国联证券研究所

**内生增长持续加强，外延多领域深入渗透。**在全资子公司中，深圳顺络投资有限公司和深圳顺络电子（香港）股份有限公司，主要负责金融资本的运作，为公司的整体战略布局提供支撑。在贵阳建立的贵阳顺络迅达电子有限公司，主要负责军工电子元器件的生产，同时享受新一轮西部大开发战略的政策支持；与此同时衢州顺络电子有限公司及其子公司衢州顺络电路板有限公司主要进行印刷电路板（PCB）的生产；公司非常重视国际合作，在美国建立了顺络电子美国公司，专门负责开拓和协调美国市场。在参股公司中，持有25.95%股权的东莞信柏结构陶瓷有限公司，已经成为了国内大品牌手机背板的指定供应商；持有20.00%股权的上海德门电子科技有限公司及其子公司深圳市海德门电子有限公司，主要提供无线传输整套解决方案，移动终端所用天线类产品的研发、设计和制造，是目前国内最大的手机电视天线解决方案提供商和制造商；持有9.09%股权的深圳市德杰美格斯科技有限公司，能够提供WiFi模块适用于智能领域的解决方案，并且为公司下一步进军智能家居及物联网领域提供及时可靠的行业资讯；持有3.79%股权的深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司是专注于互联网金融领域，公司的参股有助于进一步开发下游产业资源，为公司提供更加稳定可靠的订单保障。

图表 5：下属子公司多点覆盖（百万元）

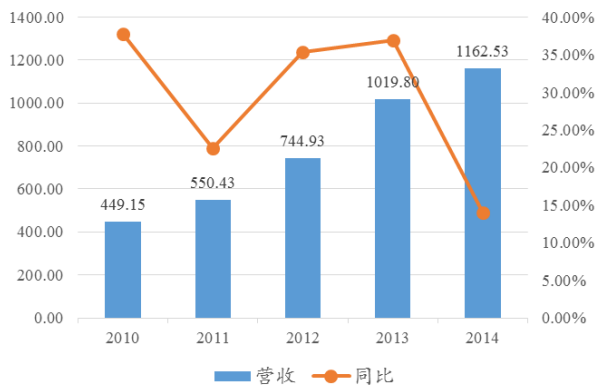
公司名称	公司类型	主要产品或服务	营业收入	营业利润	净利润
顺络电子美国公司	子公司	技术支持和技术服务	2.52	0.38	0.38
衢州顺络电子有限公司	子公司	电子元器件生产销售	37.85	-24.77	-22.15
衢州顺络电路板有限公司	孙公司	电路板、电子元器件研发、生产和销售业务	37.83	-19.89	-19.16
深圳顺络电子（香港）股份有限公司	子公司	进出口贸易	157.75	1.04	1.59
贵阳顺络迅达有限公司	孙公司	电子元器件研发、生产和销售	109.67	21.35	27.89
深圳顺络投资有限公司	子公司	投资	0.00	0.02	0.02
深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司	参股公司 (3.79%)	金融中介服务、信息咨询、投资管理等	18.46	5.40	4.59
上海德门电子科技有限公司	参股公司 (20%)	手机配件的组装、电子产品的销售等	87.50	4.06	4.43
东莞信柏结构陶瓷有限公司	参股公司 (25.95%)	陶瓷材料及制品等生产研发销售	75.72	0.95	-1.87
深圳市德杰美格斯科技有限公司	参股公司 (9.09%)	通讯设备、电子产品、电脑软硬件和自动控制系统的技术开发及销售	-	-	-

资料来源：公司公告 国联证券研究所

### 1.3 业绩稳定增长，市场前景一片光明

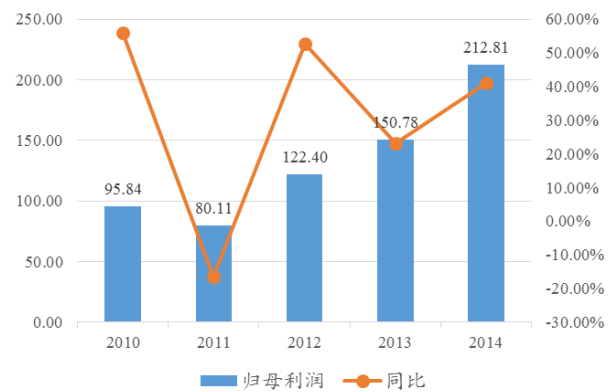
公司在2014年全年实现营业收入11.63亿元，同比增长14%；实现归属于上市公司股东的净利润2.13亿元，同比增长41.14%；实现基本每股收益0.6元。截至2014年末，公司总资产为27.5亿元。公司经董事会审议通过的利润分配预案为，以2014年12月31日的公司总股本3.7亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

图表 6: 营业收入稳定增长 (百万元)



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 7: 净利润持续增加 (百万元)



资料来源: Wind 国联证券研究所

公司近年来一直保持稳定健康的发展态势，不断扩大产能来满足市场对片式电子元件的需求。在国内的电子元器件细分领域中始终扮演领头羊的角色。在国际竞争中，也紧随老牌日本电子企业村田电子和TDK，占据着世界第三的席位，并且在某些局部领域，已经超越了世界头号电子企业村田电子。

公司在主营业务快速推进的同时，也不断进行外延发展。积极开发LTCC技术和电子变压器技术；建立了衢州顺络电子有限公司，主攻高密度印刷电路板；同时与参股公司合作，开发NFC技术和无线充电线圈等技术。覆盖领域包括通信、航空航天、汽车电子、LED照明、近场支付和无线充电等。

图表 8: 主要战略布局概览



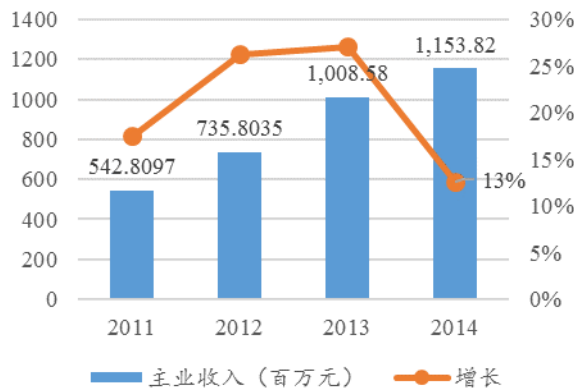
资料来源: 国联证券研究所



## 2、优势产品提升发展深度和广度

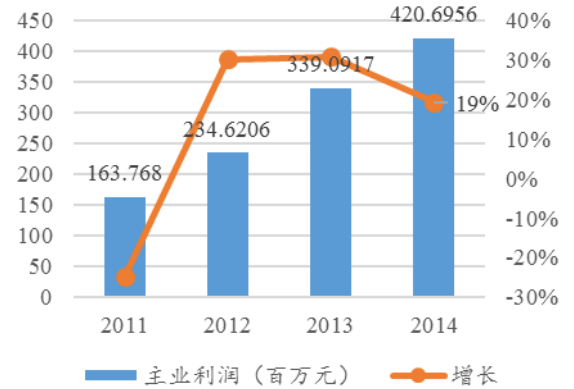
**发展动能持续加强。**顺络电子自从上市以来，业绩一直保持着快速发展状态。2014年公司主营业务收入是11.54亿元，同比增长13%；营业利润是4.21亿元，同比增长19%。预计接下来将持续快速增长，主要看点有以下三个：主营业务产能提升、下游市场需求强劲和涉足军工领域。

图表 9：近年主营业务收入情况



资料来源：Wind 国联证券研究所

图表 10：近年主营业务利润情况



资料来源：Wind 国联证券研究所

### 2.1 主营业务产能提升

**公司发展专注于片式电子元件。**长期以来主要从事以片式电感器为代表的片式电子元器件的研发、生产和销售。其中片式电子元件不管是成本构成还是收入和利润的占比上，都超过99%，是公司业务的核心所在。

图表 11：主营业务财务比例构成


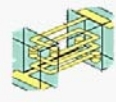
类别	经营项目	2014	2013	2012	2011
成本构成(%)	片式元件	99.16	98.45	98.41	98.30
	其他产品	0.84	1.55	1.59	1.70
利润构成(%)	片式元件	99.41	99.79	99.55	99.36
	其他产品	0.59	0.21	0.45	0.64
收入构成(%)	片式元件	99.25	98.90	98.77	98.61
	其他产品	0.75	1.10	1.23	1.39
毛利率(%)	片式元件	36.46	33.62	31.89	30.17
	其他产品	28.82	6.30	11.55	13.90

资料来源：Wind 国联证券研究所

片式电感器具有体积小、重量轻、可靠性高、适应于SMT（表面贴装技术）安装等优点，已经成为了继插装电感器之后新一代电感器产品。主要起

到筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰（EMI）等作用。

图表 12: 主要片式电感产品类型对照

	构造	特性
绕线式		高频高Q，电感量范围广、精度高 制作工艺继承性强、简单、成本低
叠层式		尺寸小，有利于元器件的高密度安装； 一体化结构，可靠性高； 耐热性好,形状规整,适合于自动化表面安装生产

资料来源：公司网站 国联证券研究所

片式电感器分为绕线式和叠层式两大类。顾名思义，绕线式电感器就是在小型化的磁芯上绕制线圈，延续利用了传统技术。但是该技术受限于磁芯和绕线工艺的限制，在进一步技术发展时，会遭遇器件难以小型化和不适合大规模生产的困境。叠层片式电感器完全利用了新型的共烧工艺技术和材料，通过共烧处理后，形成具有独立结构的叠层片式电感器。与绕线式电感器相比，由于采用了新材料和新技术，产品小型化和生产规模化的进程得到了有效的改善和提高，并且在通信、计算机及周边产品、消费类电子、办公自动化及汽车电子等领域得到了广泛的应用。

图表 13: 片式电感器产品简介

产品照片	类别	电感	额定电流	尺寸代码	系列
	Multilayer/ High Q	1.0 to 18nH	140 to 220mA	0402/01005 inch	SDCL 0402H-01
	Multilayer/ High Q	1.0 to 15nH	430 to 1000mA	1005/0402 inch	HQ 1005
	Multilayer /High SRF	1.0 to 100nH	100 to 500mA	1005/0402 inch	SDHL 1005
	Wire Wound/STD	0.8 to 120nH	110 to 1000mA	1005/0402 inch	SDWL 1005C

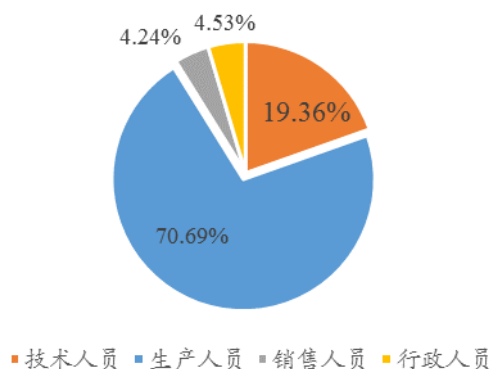
资料来源：公司网站 国联证券研究所

**技术推动是发展壮大的不竭动力。**公司十分注重以产品创新和技术进步为核心的竞争力建设，已经开发出应用在不领域的多款片式电感元件。公司立足于电子细分领域，长期坚持技术创新，坚持发展具有自主知识产权的核心技术。目前公司技术人员为539人，占比达到19.36%，不仅是取得了多项技



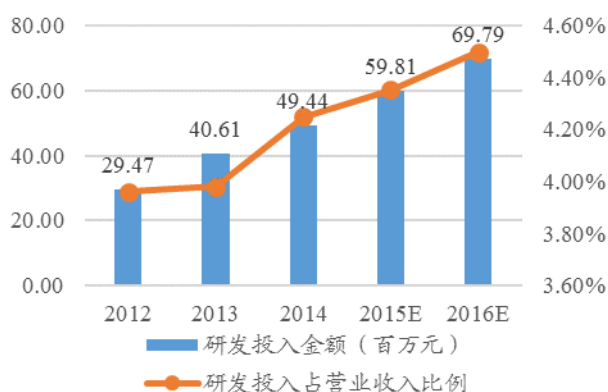
术突破和百余项发明专利，而且承担着多个国家“863”重大科技项目和国家重点火炬计划项目，与多所知名院校发展校企合作，形成产学研的合理发展格局。在2011年度的研发中心扩建项目中，公司累计投入资金2907.39万元，今明两年研发预计投入6000万到7000万左右。

图表 14: 职能员工分类占比



资料来源: Wind 国联证券研究所

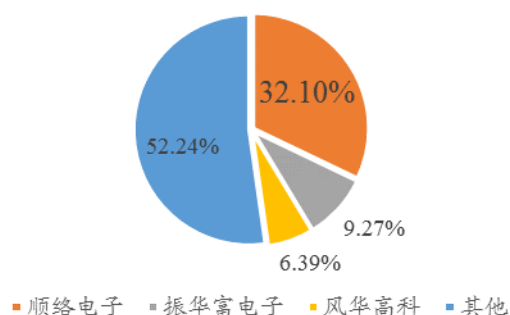
图表 15: 公司研发投入情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

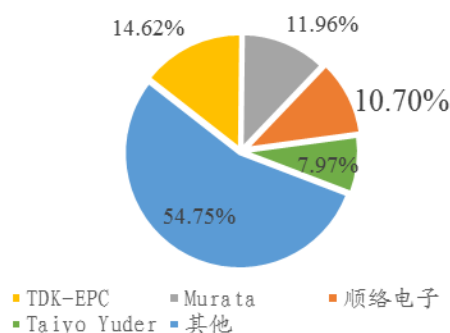
**片式元件细分市场国内龙头。**在企业的竞争发展过程中，公司处于片式电子元件的行业领先地位。在国内市场中，占到30.10%的市场份额，排名第一；在国际竞争中，占到10.70%的市场份额，排名第三。

图表 16: 国内同业市场占比



资料来源: Wind 国联证券研究所

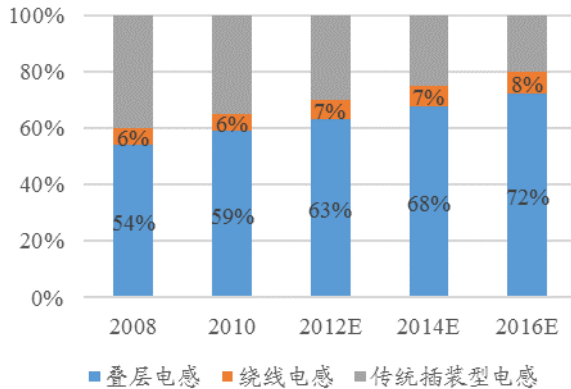
图表 17: 国际同业市场占比



资料来源: Wind 国联证券研究所

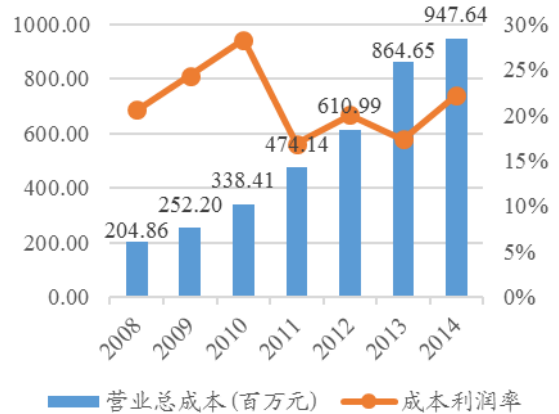
**优势产品继续扩大市场话语权。**由于国内以绕线式电感和叠层式电感的市场占比的不断增长，片式电感的市场规模不断扩大，预计今明两年将达到约80%。公司作为国内片式电感领域的行业龙头，产品一直受到市场的追捧和青睐。公司上市以来先后进行了多次产能升级项目，都为公司业绩的提升做出了贡献，同时由于规模效应，产品的边际成本呈现下降趋稳态势。

图表 18: 国内各类型电感市场份额



资料来源: Wind 国联证券研究所

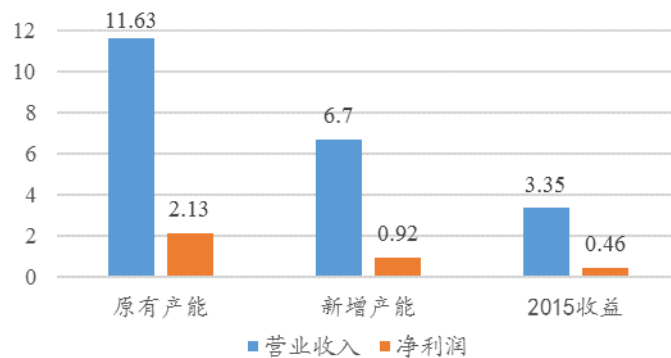
图表 19: 公司成本管理能力强



资料来源: Wind 国联证券研究所

**产能升级扩大市场占有率，提升产品市场影响力。**2014年公司进行了新一轮的片式电感产能升级项目。项目计划投入2.5亿，2014年完成了总进度的44%以上，实现效益超过4000万项目。项目按计划达产后，将新增营业收入6.7亿元，净利润超9000万。该项目预计2015下半年完成，营收和利润均按照计划目标减半处理。即公司的产能升级项目将为公司新增营业收入3.35亿，净利润0.46亿。

图表 20: 产能升级对公司业绩对提升情况 (亿元)

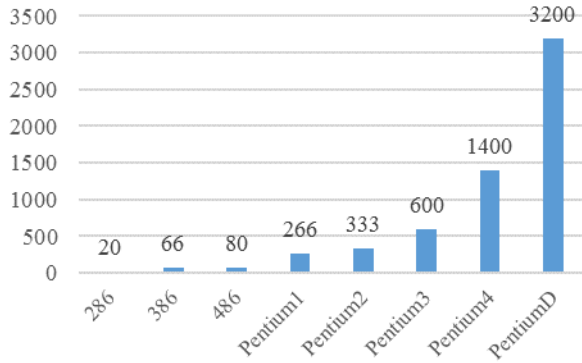


资料来源: 国联证券研究所

## 2.2 下游市场需求强劲

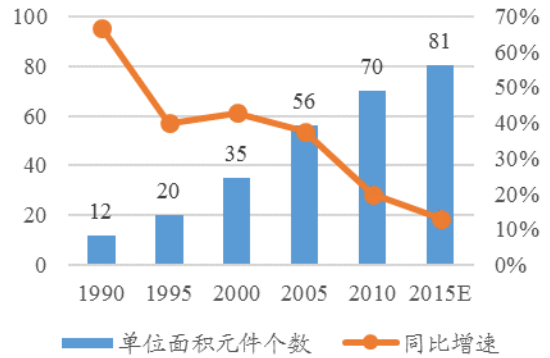
**电子产品处理速度摩尔效应凸显。**当前，智能化和小型化已经成为了消费类电子产品的主流趋势。为了获得更好的性能和体验，电子设备的主频也不断增加。以 Inter 公司的主产芯片为例，从 286 时代的 20MHz 提升到了 Pentium D 的 3200MHz，提高了 160 倍。随着电子线路技术的发展，印刷线路板单位面积上元器件的个数也急速提高，预计将达到 81 个。

图表 21: 消费芯片主频 (MHz) 历史变迁



资料来源: 国联证券研究所

图表 22: 印刷电路板中元器件密度变化



资料来源: Wind 国联证券研究所

**高频抗干扰需求对电感元件需求倍增。**由于智能化和小型化的推进,电子产品不断更新迭代,元器件之间的干扰也不断加大,所以起抗干扰作用的片式电感的用量也水涨船高。联发科主流 4G 芯片比 3G 芯片的功率电感增加 25%、其他电感增加 33%;高通主流 4G 芯片比 3G 芯片的功率电感增加 80%、其他电感增加 50%。

图表 23: 联发科主流芯片电感用量情况

联发科	MTK6572	MKT6782	增加
机型	3G/四核	4G/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: Wind 国联证券研究所

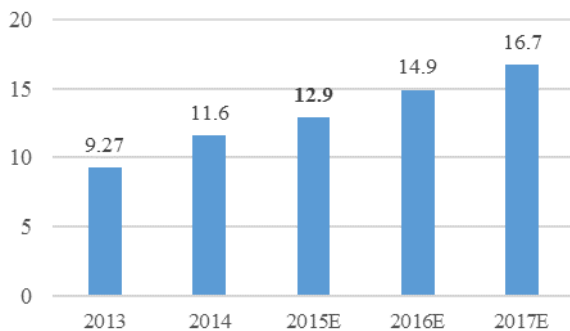
图表 24: 高通主流芯片电感用量情况

高通	高通 8916	高通 6782	增加
机型	3G/四核	4G/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: Wind 国联证券研究所

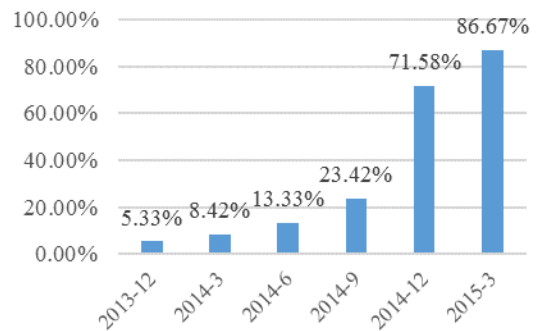
作为消费电子的主力军,2014 年全球手机销量达到 11.6 亿部,预计 2015 年将达到 12.9 亿部。随着手机作为智能终端的功能日益凸显,预计手机销量将保持每年大约 16% 的增长速度。与此同时,手机技术的更新换代的速度也日益加快。据统计,自从 2012 市场开始推出 4G 手机开始,经过两年的市场培育期,在 2015 年的 3 月 4G 手机的市场占比已经达到了 87%,相应的片式电感用量更是不断增加。

图表 25: 全球智能手机产量 (亿部)



资料来源: Wind 国联证券研究所

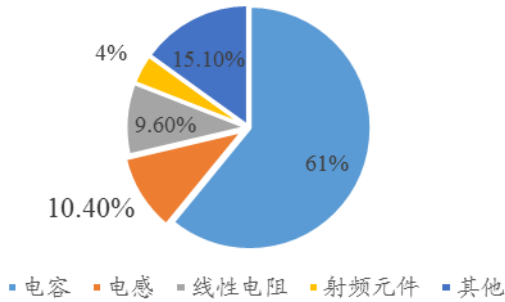
图表 26: 国内 4G 智能手机占比



资料来源: Wind 国联证券研究所

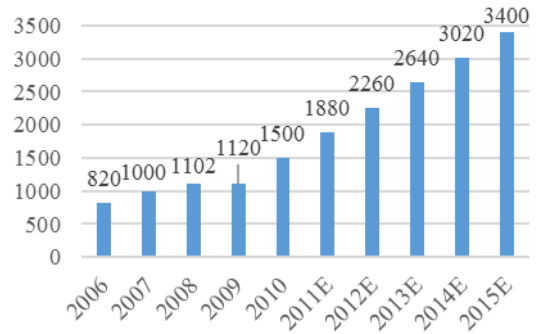
作为电子设备的重要元器件，电感的用量大约占到 10% 左右。而随着消费电子设备的快速发展，全球电感的需求量始终保持着快速增长速度，预计 2015 年将达到 3400 亿只。

图表 27: 全球电子产品个元器件用量占比



资料来源: Wind 国联证券研究所

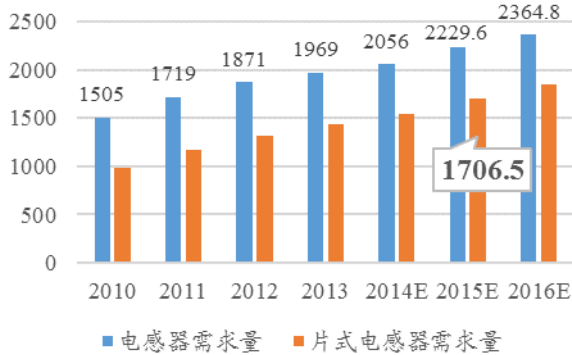
图表 28: 全球电感需求量(亿只)



资料来源: Wind 国联证券研究所

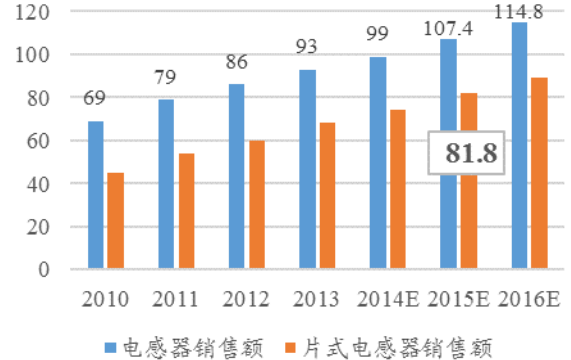
**国内对片式电感需求量与日俱增。**随着电子行业的中心从日韩向中国大陆转移，国内的电子设备生产能力也在不断的提升，相应的电感需求量也同步提高。预计 2015 年国内片式电感需求量将达到 1706.5，同比增长 10.6% 销售额为 81.8 亿元，同比增长 10.5%。

图表 29: 国内电感需求量 (亿只)



资料来源: Wind 国联证券研究所

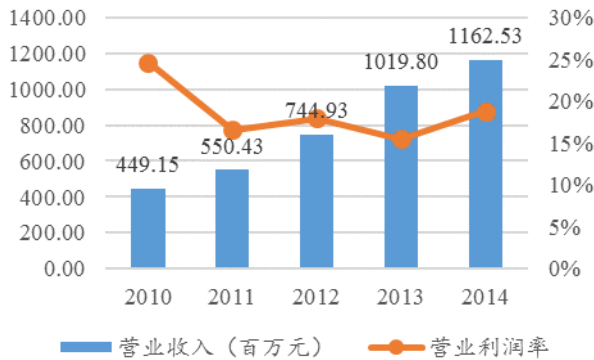
图表 30: 国内电感销售量 (亿只)



资料来源: Wind 国联证券研究所

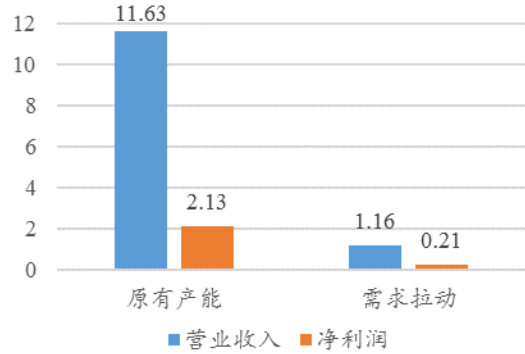
**行业龙头优先享受行业发展红利。**按照公司目前在国内市场中的地位，结合公司多年的成本控制和管理经验，预计市场整体规模扩大将给公司的整体营业收入和净利润带来约 10% 的增长空间。即新增营收 1.16 亿元，新增净利润 0.21 亿元。

图表 31: 公司近年的经营管理情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 32: 需求拉动对公司业绩对提升情况



资料来源: 国联证券研究所

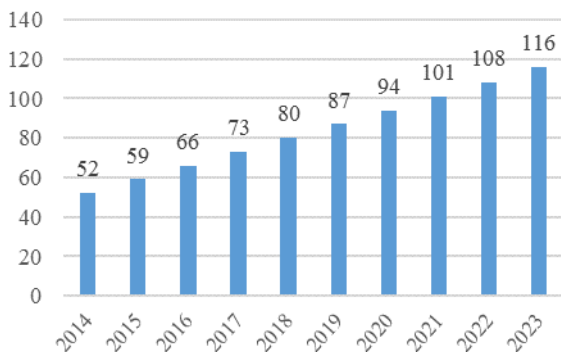
### 2.3 积极涉足军工领域

**成熟产品投身军工产业。**公司在贵阳建立了贵阳顺络迅达电子有限公司，主要生产绕线式片感，作为军工用途。公司前身是前身是贵阳迅达电器，隶属于南方汇通，是一家有军工电子生产资质的国有企业。2008 年顺络电子开始接手，并且累计投入 10.1 亿新建厂房。绕线式片感元件属于传统改良技术，不仅技术成熟而且质量可靠。

**安全性和可靠性是军工产品的根本要求。**2015 年 4 月 9 日，美国决定禁止向中国超算中心出售芯片，理由是中国利用其超级计算机模拟核爆。该事件将严重影响天河一号超级计算机的正常运行和升级，进口依赖对国家安全构成了巨大的威胁。目前军用电感国产化率不到 30%，严重威胁国防建设和安全。

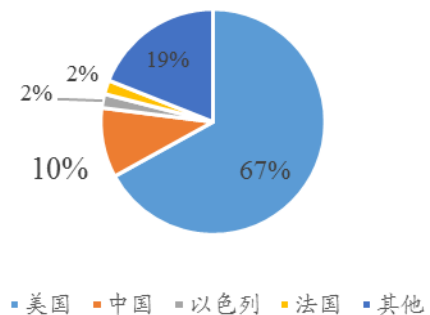
**“优秀产品+股东背景”合力助推扩展军工项目。**顺络电子是由港资和中资控股，没有其他外资参与，厂址均位于国内。公司产品经过多年的市场竞争和历练，已经成长为行业排名第一的上市公司，市场的认可是对产品质量最好的评价。公司产品目前已经应用于无人机，航空航天和其他军品。

图表 33: 全球无人机市场规模 (亿美元)



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 34: 全球无人机市场分布



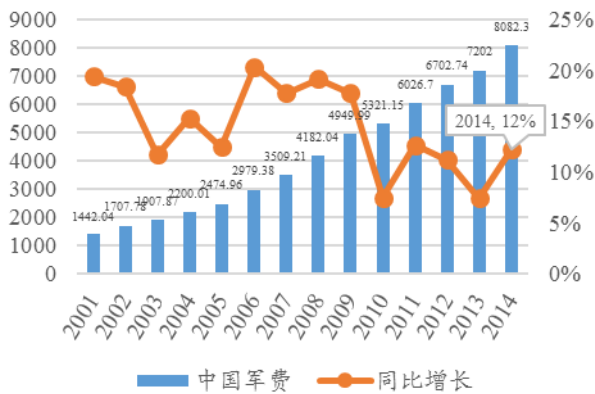
资料来源: Wind 国联证券研究所

无人机作为新时代产物在现代军用民用市场上扮演着越来越重要的角色。据统计，2014 年全球无人机市场规模达到 52 亿美元，预计未来

十年将有累计 840 亿美元的市场空间，年均复合增长率达到 10.8%。而中国军用无人机的巨大投入，约占全球 10% 作用的市场份额，紧随美国排名第二。

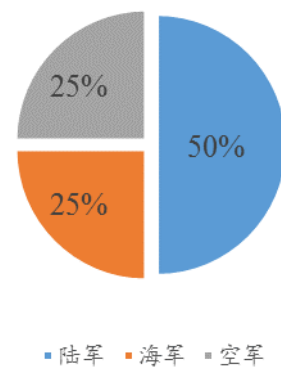
无人机作为海军和空军的主要发展目标，在防空、侦查和攻击方面起到非常重要的作用。为了保证我国的国防安全和新时期的经济安全，我国的军费开支稳定增加。2014 年军费开支为 8082.3 亿人民币，增加 880.3 亿人民币，同比增长 12%。其中，海军和空军总计约占 50% 的军费配额，达 440 亿。充足的军费支持是无人机项目顺利发展的重要保证。

图表 35: 中国历年军费变化情况



资料来源: 互联网 国联证券研究所

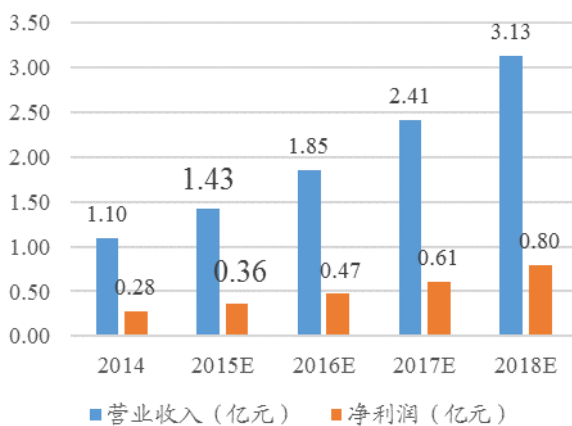
图表 36: 各军种军费占比



资料来源: 互联网 国联证券研究所

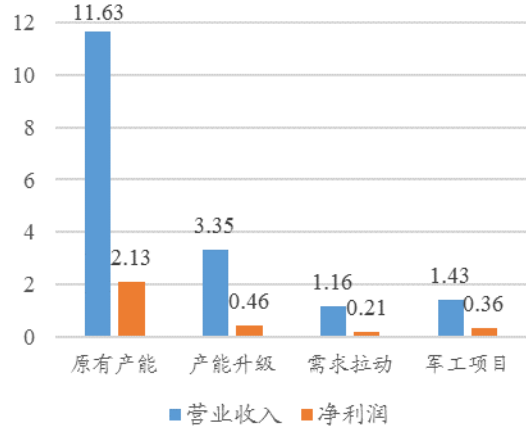
**产能释放推动业绩快速攀升。**位于贵州的生产线于 2013 年全部完工，2014 年实现营业收入 1.1 亿元，净利润 0.28 亿按照公司 5 年内达到 10 亿产值的目标计算，2015 年营业收入将达到 1.43 亿，比 2014 年增加 0.33 亿，同比增长 30%；净利润达到 0.36 亿，比 2014 年增加 0.08 亿，同比增长 28.8%。

图表 37: 军工项目未来 5 年业绩情况



资料来源: 国联证券研究所

图表 38: 三大看点对公司业绩对影响

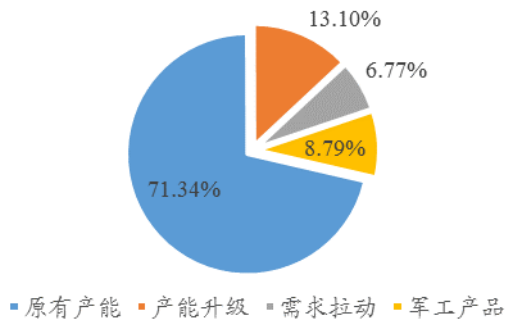


资料来源: 国联证券研究所



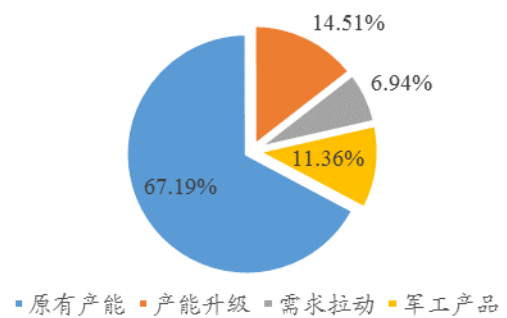
**多点发力，业绩稳增长。**总结公司基于主营业务的三个看点，分别是产能升级、需求拉动和军工产品。这三个看点在营业收入上将为公司分别带来 3.35 亿、1.16 亿和 1.43 亿的新增收入，对营业收入的增长分别贡献 13.10%、6.77%和 8.79%；在净利润上将分别有 0.46 亿、0.21 亿和 0.36 亿的新增利润，对净利润的增长分别贡献 14.51%、6.94%和 11.36%。

图表 39: 三大看点对公司营业收入对贡献情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 40: 三大看点对公司净利润对贡献情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

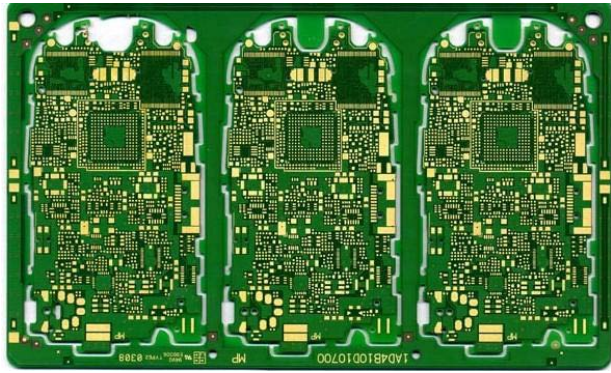
### 3、高新技术的储备和开发

#### 3.1 储备外延技术开拓潜力市场

**(1) 顺应PCB发展格局，布局HDI技术。**HDI(High Density Interconnect)板是高密度印刷线路板，作为新一代印刷线路板技术，该技术90%的应用是在智能手机领域。随着智能手机的不断发展和更新迭代的速度不断加快，HDI板的需求量也与日俱增。预计全球在2015年的HDI市场规模将达到50亿美元，市场空间广阔。

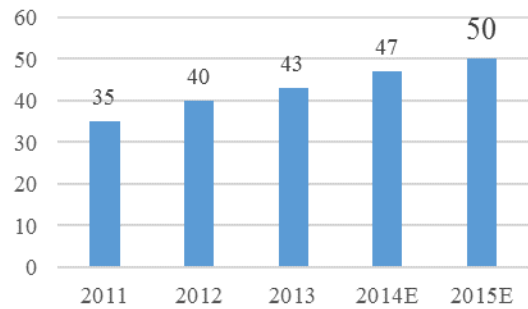
**HDI板需求量大，市场处于充分竞争状态。**随着世界的电子生产中心向中国大陆转移，国内的手机产量是全球第一位。预计2015年国内将生产手机5.16亿部，占到全球的40%的生产份额，HDI板的需求量也是可以预期的。目前行业竞争比较充分，没有形成寡头企业集团。主要HDI板厂商的客户都很有限和固定，这为竞争提供了大量的机会。同类型的上市公司基本可以保持21%左右的毛利率和7%左右的净利率。

图表 41: HDI 板产品示意图



资料来源: 互联网 国联证券研究所

图表 42: HDI 板市场规模 (亿美元)

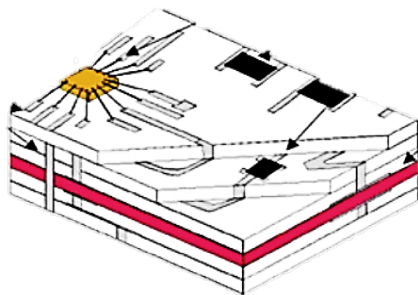


资料来源: Wind 国联证券研究所

**HDI板有望成为业绩的又一支柱。**公司的衢州顺络电子有限公司累计投入10.1亿建设HDI板生产线，该项目已于2015年3月投入量产，预计达产后将形成年产值13亿的HDI板生产能力。短期来看，量产规模较小，无法对业绩产生较大影响；长期来看，13亿产值将使公司的业绩翻番，提高公司在产业链中的话语权。

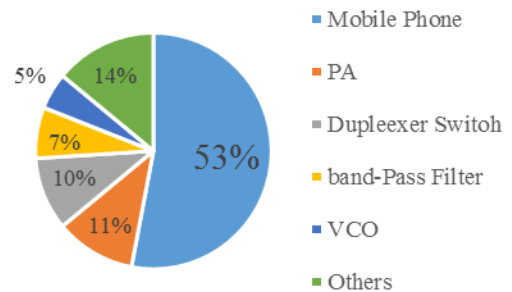
**(2) 基础技术外延，储备LTCC技术。**LTCC(Low Temperature Co-fired Ceramic, 低温共烧陶瓷)技术是根据需求定制功能元器件产品的技术。该技术首先将陶瓷粉制成生瓷带并在生瓷带上印刷电路图，然后在多条生瓷带间埋入元器件，放置电极后在900℃烧结后，在其表面贴装IC或有源器件，制作成符合参数要求的有源或者无源器件。该技术的突出特点是陶瓷原料的介电常数能够实现系列化，从而使元件介电常数和产品功能参数能够相互匹配。

图表 43: LTCC 产品简介



资料来源: 国联证券研究所

图表 44: LTCC 技术应用领域占比

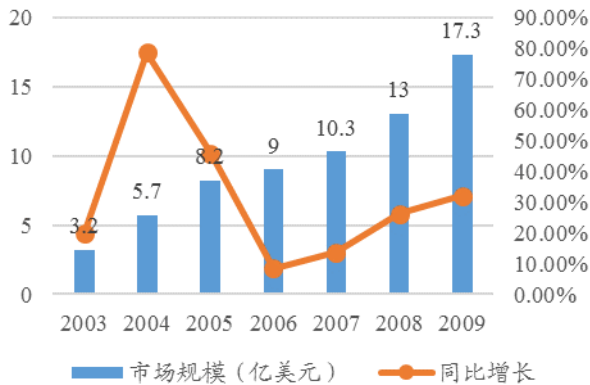


资料来源: Wind 国联证券研究所

**积极导入客户，实现进口替代。**目前，LTCC产品主要应用在高端消费类电子产品上，手机应用占比超过LTCC技术应用的一半。全球来看，以村田、

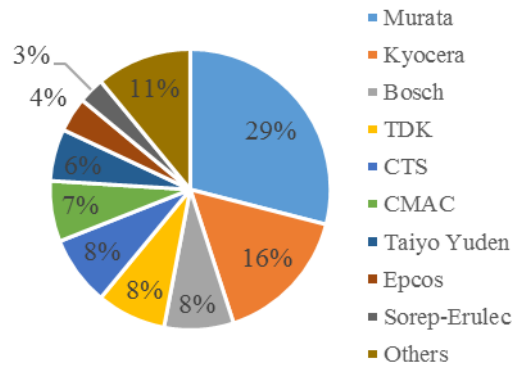
京瓷和TDK为代表的日系企业掌握LTCC产品90%的销量。公司拥有深厚的LTCC技术基础和量产能力，虽然产品的产值不大，但是在这一细分领域内，是国内的龙头企业。随着产品逐渐被下游客户认可，预计将为公司提供新的业绩增长点。

图表 45: 全球 LTCC 市场规模 (亿美元)



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 46: 全球 LTCC 市场各企业份额



资料来源: Wind 国联证券研究所

**(3) 涉足移动支付, 开展NFC技术。** NFC (Near Field Communication, 近场通信) 是一种短距高频的无线电技术, 能够在短距离内完成与兼容设备进行识别和数据交换。与先前的短距离通信技术 (比如蓝牙) 相比, 具有设置更加简便、响应时间更短、传输距离更短等优点, 能够有效提高数据交互过程中的安全性和避免多余信号的相互干扰。

图表 47: NFC 技术应用场景

支付类应用			非支付类应用		
公共服务	金融服务	票据凭证	身份识别	信息交互	信息共享
• 公交 • 地铁 • 停车场 • 加油站	• 超市 • 商场 • 食堂 • 水电气	• 电影票 • 景区票 • 优惠券 • 航空票	• 市民卡 • 会员卡 • 门禁卡 • 签到表	• 智能海报 • 智能标签 • 物品防伪 • 市场营销	• 名片交换 • 数据共享 • 游戏互联 • 办公协作
卡模拟			阅读器	点对点	

资料来源: 国联证券研究所

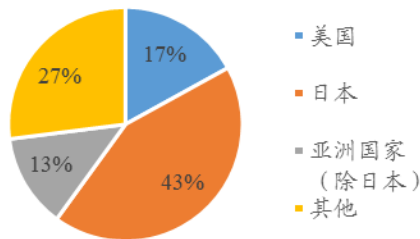
**市场发展需要协调力量。** 当前主流智能手机均支持NFC技术, 但由于各个厂家的技术标准不统一、手机生产协调难度大, 而且在应用层面涉及的利

益十分复杂，导致NFC应用的广度和深度都不大。但是在闭环市场内，由于技术标准单一、应用范围较小，同时利益关系也相对简单，NFC技术的应用就相对繁荣。

**掌握NFC的核心部分—NFC磁片。**公司是参股公司上海德门NFC磁片的指定供货商，该厂家是苹果供应链体系成员。随着以进场支付为突破口，NFC技术将在多种应用场景中使用，同时也必将带动公司NFC相关产品业绩提升。

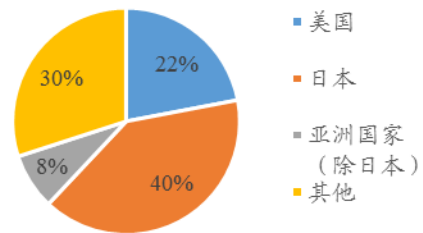
**(4) 紧跟LED产业发展，发展电子变压器技术。**电子变压器是能够将市电的交变电压转变为供给不同电压等级的高频交流或直流电的电子装置。公司生产的电子变压器产品具有高频、低损耗、小尺寸的技术特点，主要应用在LED照明领域。

图表 48: 全球电子变压器市场生产规模对照



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 49: 全球电子变压器市场消费规模对照



资料来源: Wind 国联证券研究所

**进口替代空间巨大。**全球电子变压器的市场规模基本维持在55-60亿美元左右，占世界电子元件市场总量的6.5%左右。其中日本生产与消费分别占世界市场的43%和40%左右，美国分别占17%和22%左右，而亚洲其他国家和地区的占有率急速上升，分别在13%和8%左右。公司2014年的电子变压器新建项目累计投入1300万元，完成计划进度的44.14%，公司表示电子变压器已经能够量产，静等市场放量爆发。

### 3.2 开发新兴技术引领时代浪潮

**(1) 手握充电线圈核心技术，发力无线充电。**无线充电线圈是无线充电器的核心元器件。主要利用无线电感应，将电能由发送端传递到接收端，理论上充电设备可做到隐形。不仅可以降低设备的磨损和占地面积，而且操作简便，在可穿戴设备领域应用前景广泛。目前已掌握线圈的生产工艺和基本流程。

图表 50: 无线充电线圈和 PDS 天线



数据来源: 公司网站 国联证券研究所

(2) 提前占领PDS技术高地，渗透下一代移动天线。是新一代手机天线技术。该款产品是顺络电子参股子公司上海德门旗下的专利产品。相对于先前的LDS天线来说，有如下优点：1) PDS 材料来源广泛，而LDS必须使用激光改性材料；2) PDS可以做到超薄直接贴合在手机表面上，顺应潮流对电子产品的审美要求；3) PDS的基础投资没有太高的资金障碍，可以快速扩展产能；4) PDS的生产周期短，可以对订单有快速响应的优势，能够避免大面积的囤货给公司带来的周转困扰。PDS天线有望成为4G高性能天线的有力竞争者。德门已进入联想、酷派的高端手机供应链，并有望进入华为、三星，成为2015-17年的重要增长点。

(3) 外延涉足氧化锆陶瓷，切入手机精密部件。该产品具有高韧性、高抗弯强度和高耐磨性，可作为手机后盖。顺络电子的该款产品是华为典藏版 Ascend P7的指定供应商，在市场上引起了极大的关注。而且华为、金立、OPPO、ViVo都将有新机使用氧化锆陶瓷材料，并且该种材料对于具有优良的指纹识别性能，价格仅仅是蓝宝石材料的1/4。随着市场规模的逐渐扩大和其他厂商的羊群效应，将迅速打开氧化锆陶瓷应用的高成长空间。

图表 51: 氧化锆陶瓷手机背板简介

手机背板样品



华为 P7 典藏版宣传海报



数据来源: 公司网站 国联证券研究所

## 4、估值与评级

根据对公司的主营业务和战略规划的，我们预计15、16、17年EPS分别为0.35元、0.49元、0.63元。以10月19日收盘价12.91元计算，对应PE分别为37倍、27倍、21倍，未来三年的复合增速达到近30%，公司目前的发展势头依然强劲，产能不断扩大，生产效率不断提高，盈利手段和空间不断加强。下游供应企业也不断增加，外延领域继续扩张，产业整合能力持续加强，综合参照行业的发展态势，以及公司在细分行业的龙头地位，给予“推荐”评级。

## 5、风险提示

- 1、大环境经济放缓导致达不到经营目标的风险；
- 2、人力资源成本上涨导致整体利润下降的风险；
- 3、由于汇率原因导致单品价格相对上涨，损害竞争优势的风险。



财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 15/10/20

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,162.5	1,332.2	1,821.6	2,317.4	现金	52.2	13.3	18.2	23.2
YOY(%)	14.0%	14.6%	36.7%	27.2%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	739.3	838.0	1,131.2	1,429.8	应收款项净额	495.4	461.2	846.1	816.6
营业税金及附加	8.4	7.3	9.9	12.6	存货	200.3	247.2	356.9	406.7
销售费用	41.6	47.7	65.2	82.9	其他流动资产	68.5	68.5	68.5	68.5
占营业收入比(%)	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	<b>流动资产总额</b>	<b>816.4</b>	<b>790.3</b>	<b>1,289.8</b>	<b>1,315.1</b>
管理费用	132.5	140.6	192.2	244.5	固定资产净值	1,083.6	1,248.6	1,384.4	1,485.2
占营业收入比(%)	11.4%	10.6%	10.6%	10.6%	减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>248.8</b>	<b>308.9</b>	<b>433.2</b>	<b>557.6</b>	固定资产净额	1,083.6	1,248.6	1,384.4	1,485.2
财务费用	13.9	8.1	13.2	13.6	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	1.2%	0.6%	0.7%	0.6%	在建工程	181.2	351.3	351.3	351.3
资产减值损失	11.8	8.4	8.4	8.4	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.6	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>1,264.8</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,735.8</b>	<b>1,836.5</b>
<b>营业利润</b>	<b>218.5</b>	<b>282.2</b>	<b>401.4</b>	<b>525.4</b>	无形资产	129.8	118.9	107.9	96.9
营业外净收入	19.7	18.8	18.8	18.8	长期股权投资	57.0	57.0	57.0	57.0
<b>利润总额</b>	<b>238.2</b>	<b>301.0</b>	<b>420.2</b>	<b>544.2</b>	其他长期资产	373.6	173.9	138.4	103.3
所得税	27.3	45.1	63.0	81.6	<b>资产总额</b>	<b>2,641.7</b>	<b>2,740.0</b>	<b>3,328.9</b>	<b>3,408.8</b>
所得税率(%)	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	133.0	53.3	309.4	73.7
<b>净利润</b>	<b>210.9</b>	<b>255.8</b>	<b>357.2</b>	<b>462.6</b>	应付款项	268.1	278.2	376.6	388.6
占营业收入比(%)	18.1%	19.2%	19.6%	20.0%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-1.9	-2.3	-3.2	-4.2	其他流动负债	11.6	56.3	56.3	56.3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>212.8</b>	<b>258.2</b>	<b>360.4</b>	<b>466.8</b>	<b>流动负债</b>	<b>412.7</b>	<b>387.8</b>	<b>742.3</b>	<b>518.6</b>
YOY(%)	41.1%	21.3%	39.6%	29.5%	长期借款	64.2	64.2	64.2	64.2
<b>EPS (元)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.49</b>	<b>0.63</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	113.3	68.5	68.5	68.5
					<b>负债总额</b>	<b>525.9</b>	<b>456.4</b>	<b>810.9</b>	<b>587.2</b>
					少数股东权益	1.3	(1.0)	(4.3)	(8.5)
					股东权益	2,115.7	2,283.6	2,518.0	2,821.6
					<b>负债和股东权益</b>	<b>2,641.7</b>	<b>2,740.0</b>	<b>3,328.9</b>	<b>3,408.8</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>成长能力</b>					税后利润	210.9	255.8	357.2	462.6
营业收入	14.0%	14.6%	36.7%	27.2%	加: 少数股东损益	(1.9)	(2.3)	(3.2)	(4.2)
营业利润	38.3%	29.1%	42.3%	30.9%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	41.1%	21.3%	39.6%	29.5%	折旧和摊销	120.2	218.4	253.6	288.3
<b>获利能力</b>					营运资金的变动	(93.6)	(2.3)	(390.9)	(2.4)
毛利率(%)	36.4%	37.1%	37.9%	38.3%	<b>经营活动现金流</b>	<b>237.5</b>	<b>471.9</b>	<b>219.8</b>	<b>748.5</b>
净利率(%)	18.1%	19.2%	19.6%	20.0%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	10.1%	11.3%	14.3%	16.5%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	9.4%	11.3%	13.0%	16.4%	固定资产投资	(586.6)	(335.3)	(335.3)	(335.3)
<b>偿债能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>(586.6)</b>	<b>(335.3)</b>	<b>(335.3)</b>	<b>(335.3)</b>
流动比率	178.5%	203.8%	173.8%	253.6%	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	119.7%	122.4%	116.4%	161.9%	长期贷款的增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	19.9%	16.7%	24.4%	17.2%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>					股利分配	31.4	62.9	74.1	87.9
总资产周转率	44.0%	48.6%	54.7%	68.0%	循环贷款前的现金流量	(38.5)	(95.8)	(135.7)	(172.4)
应收账款周转天数	151.6	117.5	163.9	121.0	循环贷款的增加(减少)	360.7	(79.7)	256.2	(235.8)
存货周转天数	98.9	107.7	115.2	103.8	<b>融资活动现金流</b>	<b>322.2</b>	<b>(175.5)</b>	<b>120.4</b>	<b>(408.2)</b>
<b>每股指标</b>					<b>现金净变动额</b>	<b>(24.7)</b>	<b>(38.9)</b>	<b>4.9</b>	<b>5.0</b>
(元)									
每股收益	0.29	0.35	0.49	0.63					
每股净资产	1.61	1.86	2.85	3.08					
<b>估值比率</b>									
P/E	44.9	37.1	26.5	20.5					
P/B	4.5	4.2	3.8	3.4					

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责条款:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。