

电子化、智能化浪潮下的国内磁性元器件巨头

投资要点

- **推荐逻辑:** 智能机增速放缓, 但是功能增加、性能增强仍然会带动对电感等基础元器件的需求; 电子化向智能化大趋势下, 对基础元器件的需求增长是确定性的。以新能源汽车为代表的电气化终端向电子化转变的科技趋势, 为基础元器件厂商带来巨大的增量市场空间。我们认为公司的大逻辑将由智能机时代的受益者过渡为多行业的磁性基础元器件龙头。
- **终端行业是电子元器件行业的风向标, 消费电子市场增长是确定的。** 消费电子五年左右一个周期, 一个消费电子产品市场末期增速放缓, 往往又会有另一个新的消费电子产品进入快速增长期, 为公司产品带来新的市场空间。另一方面, 消费电子功能一直在增加, 性能也在增强, 是原有市场增长的底层动力; 终端轻薄化的趋势使得基础元器件厂商在产品研发上也做的更小, 但是价格会更高。
- **新能源汽车产业是电子元器件产业的大机遇, 磁性元器件机会巨大。** 汽车行业未来将是电感、变压器等磁性元器件厂商的大机遇。一是汽车电子终端增多, 包括车载娱乐系统、车联网以及自动驾驶都为汽车电子打开了成长空间。二是以新能源电动汽车为代表的电气化终端产品向电子化转变科技趋势下, 动力系统中电源管理、滤波、EMI电磁干扰等基础电路对磁性元器件有巨大需求。
- **公司存量市场稳步增长, 增量市场打开成长空间。** 现有业务将稳步增长, 智能机、LED市场对电感等元器件需求仍呈增长态势, 预计未来三年智能机保持近10%左右增长。同时公司研发投入一直保持较高, 创新产品扩宽产品线, 是公司未来业绩增长的主要驱动力。公司有 NFC、无线充电线圈、陶瓷盖板等产品作为公司未来业绩增长点。尤其随着手机快速充电成为标配, 公司的电子变压器产品有望放量。快速充电成本目前大约是普通充电器的3倍, 按2015年全球13亿部手机出货量计算, 快速充电市场空间达到200亿元以上。同时公司也在开拓手机之外市场, 像汽车电子、军工电子等, 前景可期。
- **估值与评级。** 公司未来将受益于电子产品功能增加、性能变强带来的电子电路增加, 也将受益于新能源汽车等终端电气化向电子化过渡产生的新的市场空间。考虑到公司新产品和新市场, 我们给予公司2016年33倍估值, 对应目标价16.50元, 给予“买入”评级。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1319.28	1651.20	2016.32	2419.99
增长率	13.48%	25.16%	22.11%	20.02%
归属母公司净利润(百万元)	263.38	369.24	433.62	492.92
增长率	23.76%	40.20%	17.43%	13.68%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.50	0.59	0.67
净资产收益率 ROE	10.86%	13.61%	14.13%	14.16%
PE	38	27	23	21
PB	4.20	3.73	3.29	2.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 赵琦

电话: 021-68415379

邮箱: zhaohq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.41
流通A股(亿股)	7.23
52周内股价区间(元)	8.8-25.89
总市值(亿元)	100.62
总资产(亿元)	32.40
每股净资产(元)	3.25

相关研究

投资要件

关键假设

- 1、智能机市场保持 10%左右增速，快速充电 2016 年成为手机标配，2000 元以上及机型基本采用快速充电方案。
- 2、2016 年公司电子变压器、NFC、指纹陶瓷盖板等产品开始放量，电子变压器产能利用率 90%以上。
- 3、公司电感等传统产品保持 10%左右的增长。

我们区别于市场的观点

公司近几年受益于智能机快速增长，公司营业收入也保持了高速的增长。随着智能手机增速放缓，尤其是 2015 年，增速已经降到 10%左右，市场对公司仍然保持高增速持怀疑态度。

我们的观点是，公司产品是电感、压敏电阻等基础元器件，下游市场广泛，不仅有消费电子还有汽车电子、工业电子等，公司业绩增速来自于电子化、智能化的科技趋势。公司未来的看点在于电子产品功能增加、性能变强带来的电子电路增加，也在于新能源汽车等市场电气化向电子化过渡带来的新的市场空间。电子化、智能化将是未来很长时间科技发展的趋势。

股价上涨的催化因素

手机快速充电 2016 年将成为手机标配，公司产品切入快速充电市场；APPLE pay 带动 NFC 在更多手机中被采用；陶瓷指纹盖板被手机厂商使用；长期看，新能源汽车电子市场空间巨大，包括充电桩、新能源汽车需要大量的磁性元器件，为磁性元器件厂商带来新的市场空间。

估值和目标价格

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.50 元、0.59 元和 0.66 元，对应 PE 分别为 27 倍、23 倍和 21 倍。我们看好未来几年消费电子功能增多、性能增加带来的对包括电感在内的基础电子元器件的增量需求，更看好电气化向电子化转变的新能源电动汽车带来的对电子元器件的新的需求。首次覆盖给予“买入”评级。

目前我们给予公司 2016 年 33 倍 PE，2016 年目标价 16.50 元。

投资风险

公司电子变压器或未能快速进入快速充电市场；公司汽车电子或进展缓慢，或未及时进入新能源汽车市场等。

目 录

1. 公司概况：全方位布局的国内电感龙头	1
2. 终端行业是电子元器件行业的风向标，消费电子市场增长是确定的	2
2.1 消费电子周期性爆发为电子元器件带来增量市场.....	2
2.2 消费电子功能增加、性能提升是原有市场增速的底层动力.....	4
2.3 消费电子的微型化趋势为元器件产业链创新提供方向.....	4
3. 新能源汽车产业是电子元器件产业的大机遇，磁性元器件机会巨大	6
3.1 汽车电子功能增加，智能化是趋势.....	6
3.2 环保意识下，助力汽车动力系统由电气化向电子化转变.....	8
4. 公司分析：存量市场稳步增长，增量市场打开成长空间	10
4.1 现有业务将稳步增长，智能机、LED 市场对电感等元器件需求仍呈增长态势.....	10
4.2 创新产品扩宽产品线，是公司未来业绩增长的主要驱动力.....	11
4.3 电子变压器：快充将成为手机标配，汽车电子有待爆发.....	12
4.4 移动设备作为入口，公司 NFC 多样化应用市场，陶瓷盖板、无线充电线圈前景可期.....	12
4.5 军工信息化建设，军品电子大有机会.....	15
5. 盈利预测与估值	16
5.1 主营业务盈利预测.....	16
5.2 绝对估值.....	17
5.3 相对估值.....	18
6. 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司产品布局.....	1
图 2: 公司 2006 年后营业收入（万元）以及增速.....	2
图 3: 全球 PC 出货量（百万台）以及增速.....	3
图 4: 全球智能机销售量以及智能机增长率.....	3
图 5: 芯片封装形式.....	4
图 6: LTCC 3D 封装工艺过程.....	5
图 7: 汽车电子分布.....	6
图 8: 中国车联网市场.....	7
图 9: 汽车电子供应链.....	8
图 10: 新能源汽车销售（万辆）.....	8
图 11: 不同车型汽车电子价值占比.....	8
图 12: 特斯拉 BMS 电源管理电路板.....	9
图 13: 公司产品面向的市场.....	10
图 14: 公司研发投入以及研发占营业收入比例.....	11
图 15: NFC 手机出货量.....	13
图 16: 中国第三方移动支付交易市场规模.....	13
图 17: NFC 电子门锁.....	14
图 18: NFC 移动支付.....	14
图 19: 没有磁片 NFC 天线磁场.....	15
图 20: 有磁片的 NFC 天线磁场.....	15
图 21: 中国军费变化.....	15
图 22: 各国军费占 GDP 比重.....	15

表 目 录

表 1: 公司控股或者参股公司.....	1
表 2: 电感型号以及相应的尺寸.....	5
表 3: 几种近距离通讯互联技术比较.....	13
表 4: 分业务收入及毛利率.....	16
表 5: 绝对估值假设调节.....	17
表 6: FCFE 估值结果.....	17
表 7: 估值敏感性分析.....	18
表 8: 可比公司 wind 盈利预测相对估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1. 公司概况：全方位布局的国内电感龙头

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，是一家从事各类片式电子元件研发、生产和销售的高新技术企业，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。

图 1：公司产品布局

EMC元件 <ul style="list-style-type: none"> ● 叠层铁氧体磁珠 ● 绕线铁氧体磁珠 ● 片式EMI三端滤波器 ● 共模扼流圈 	电感 <ul style="list-style-type: none"> ● 射频电路用 ● 一般信号线用 ● 电源信号用 	电路保护元件 <ul style="list-style-type: none"> ● 叠层片式压敏电阻 ● 玻璃陶瓷静电抑制器 ● 引线式放浪涌压敏电阻
定制元件 <ul style="list-style-type: none"> ● NFC元件 ● 无线充电线圈组 ● 电子变压器 	热敏电阻 <ul style="list-style-type: none"> ● NTC热敏电阻 ● PTC热敏电阻 	射频元件 <ul style="list-style-type: none"> ● 射频元件（滤波器） ● 射频元件（天线） ● 射频元件（片式均衡器）
电容 <ul style="list-style-type: none"> ● 固体片式钽电容 ● 固体片式钽电容 	印刷电路板 <ul style="list-style-type: none"> ● 高密度互联（HDI）板 ● 多层通孔板 	精密陶瓷部件 <ul style="list-style-type: none"> ● 氧化锆指纹识别片盖板 ● 氧化锆陶瓷盖板

数据来源：公司网站，西南证券整理

公司凭借先进的管理体系、雄厚的开发能力、优异的产品质量和完善的服务，顺络已成为众多国内知名企业的电子元件供应商。公司2000年成立，2001年就通过了ISO-9001(2000版)认证开始生产叠层片式电感、磁珠。2004年公司成为松下优秀供应商。2008年收购深圳南玻电子有限公司和贵阳迅达电器有限公司，同年开始生产功率电感、GPS天线。2009年公司被认定为广东省百强创新型企业，开始生产天线开关(ASM)。2010年，公司承担国家火炬计划-LTCC叠层滤波器。公司也多年获得中国电子元件百强企业。纵观公司历史，技术实力强已是国内行业龙头，同时公司也一直丰富自身产品线，通过投资并购扩大自己的经营范围。

表 1：公司控股或者参股公司

被参股公司	参控关系	持股比例 (%)	主营业务
深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司	联营企业	3.79	金融中介服务、信息咨询、投资管理
东莞信柏结构陶瓷有限公司	联营企业	25.95	陶瓷材料以及制品等生产研发销售
贵阳顺络迅达电子有限公司	孙公司		电子元器件生产研发销售
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销售
上海德门电子科技有限公司	联营企业	20.00	手机配件组装、电子产品销售
衢州顺络电子有限公司	子公司	100.00	电子元器件（PCB）生产销售
深圳顺络投资有限公司	子公司	100.00	投资
顺络电子美国分公司	子公司	100.00	技术支持与技术服务
深圳顺络电子（香港）股份有限公司	子公司	100.00	进出口贸易

数据来源：wind，西南证券整理

电感、压敏电阻、热敏电阻等是公司主要的产品，伴随着近十几年消费电子市场在国内的快速增长，公司是一直确定性受益的。主要原因在于，无论终端形态怎么变，基础元器件是任何电子终端的电子电路基础部件。公司近几年营业收入一直保持增长的趋势，尤其是智能机时代初期，公司营业收入增速保持了 30% 以上。未来，我们认为电子终端智能化仍然是大趋势，更多的智能终端、更多的功能是基础电子元器件厂商增速的保证。同时，我们预期，电气化终端向电子化的转变是未来科技行业发展的主流趋势。目前高速增长的新能源电动汽车就是典型例子，这也符合目前全球环保意识增强的趋势，公司的电感、变压器等产品将会直接受益。

图 2: 公司 2006 年后营业收入 (万元) 以及增速



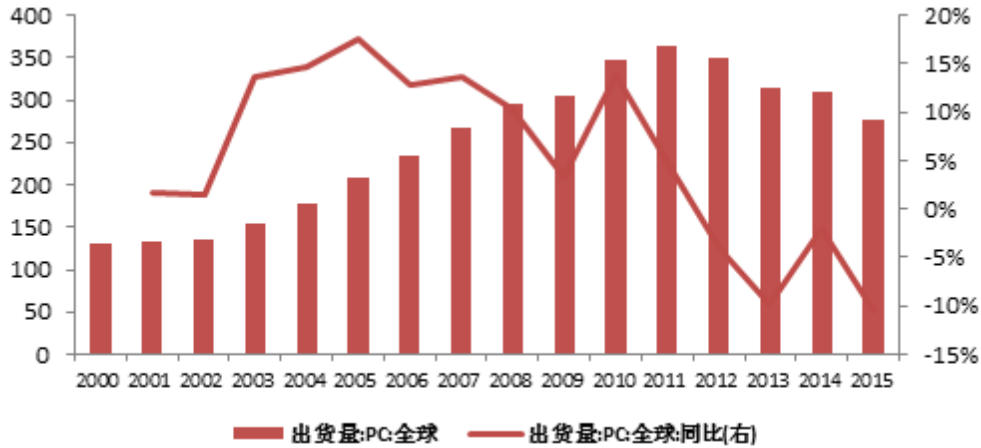
数据来源: wind, 西南证券整理

2. 终端行业是电子元器件行业的风向标，消费电子市场增长是确定的

电子元器件行业是电子化的基础行业，也是电子化过程中确定性受益行业。无论任何形式的电子终端，包括消费电子、汽车电子、工业电子，都是离不开电子电路的，而电子电路主要包括电路板、芯片以及电阻、电感、电容的等基础元器件。因此终端行业的变化对上游电子元器件行业有最直接的影响，上下游终端行业的判断可以在一定程度上判断上游元器件行业的增长情况。

2.1 消费电子周期性爆发为电子元器件带来增量市场

消费电子最大的特点是周期性爆发。从 2000 年初的 PC 机在个人家庭的占有率越来越高，PC 的市场定位也更广的拓展开来，广泛应用于政务、商业、家庭娱乐等，诞生了联想、惠普、戴尔等一批 PC 巨头，并且享受了几年的行业快速增长期。2010 年左右，个人电脑市场进入拐点，标志一个消费电子时代的结束。2000 年初也孕育着另一个后来被验证为更大也同样重要的市场-手机终端，在功能机时代，手机主要是用来满足通讯需求。几年后另一个现象级的消费电子产品就是 MP3，虽然 MP3 并没有手机市场规模大，主要定位于娱乐的需求也并没有通讯等等需求更刚性，但 MP3 市场仍然是那个时期消费电子的一个爆发性产品，同样也为消费电子产业链无论在元器件制造、终端设计、终端制造构建了雏形，也在一定程度上为后来的智能机爆发培养了消费者的需求习惯。

图 3: 全球 PC 出货量 (百万台) 以及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

智能机或许是近十年来消费电子最具标志性的一个产品,从 2007 年第一代 iPhone 诞生以来,在长达六年的时间里,智能机都保持 30% 以上的增速。

图 4: 全球智能机销售量以及智能机增长率


数据来源: 互联网, 西南证券整理

我们回头看消费电子产品最大的特点就是周期性,一个产品从培育消费习惯到被市场接受度增加进入快速增长期到进入平稳增长期,往往很快就有新的消费电子产品进入新的增长周期。2015 年智能机增速降到 10% 左右,智能机的高速增长周期已经结束,我们可以期待下一个新的消费电子周期。

目前看,消费电子终端已经进入市场培育期的有智能穿戴、智能家居等市场,而每次新的消费电子周期都会拉动相应的电子产业链的发展。电感、变压器的电子元器件厂商都是确定性受益的,因为任何形式的电子终端都离不开电子电路,电子电路离不开电感等基础元器件。

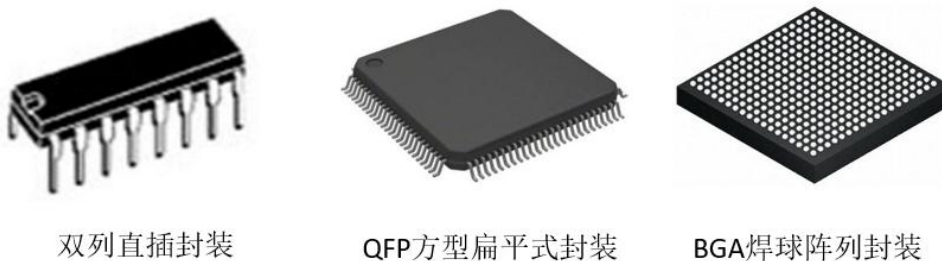
2.2 消费电子功能增加、性能提升是原有市场增速的底层动力

电子终端的复杂度一直在增加是电子行业的另一个趋势。首先从终端来看，终端的性能一直在提升，例如从显示来看功能机时代从无屏仅有通话功能的大哥大，到以诺基亚为霸主的功能机时代，分辨率大都比较低，一般 128*128 左右，iphone 诞生以来，交互方式的改变使得手机的分辨率提升到一个新的量级，从 1080P 到 2K 到 4K。仅从分辨率增长来看，高分辨率的屏需求更高速的码流，高速信号传播，匹配电路的设计也更加复杂。高速信号传播为了保持信号的完整性，通常会采用 LVDS 等差分信号，同样增加了设计电路的复杂性。

从功能来看，功能机时代手机的功能单一，基本仅仅有通话的功能，进入智能机时代，手机功能不断增加，例如触摸功能、WIFI、指纹识别功能、陀螺仪以及各种传感器、NFC 以及在 iphone6s 中加入的 Force Touch 压力感应触控。理论上来说，新增的功能模块会增加设计复杂性，也会增加电子元器件的需求，例如滤波电路等。

作为功能性增加最直观的体现是芯片的封装形式以及芯片的引脚数目。从上个世界 70 年代开始，封装形式围绕如何增加引脚数不停的改变封装形式。最早的双列直插封装仅仅是在封装的两边有引脚，随着芯片功能增加，双列直插封装已经不能满足设计需求。随后出现了 QFP 方型扁平式封装技术，在封装的四边配置引脚。到后来 BGA 焊球阵列封装，将引脚布局在封装体的底部。越来越多的引脚意味着更多的匹配电路例如滤波电路等，从一个层面加大了对基础元器件的需求。

图 5: 芯片封装形式



数据来源: 互联网, 西南证券整理

带动基础元器件需求的另一个催化剂还包括移动通讯技术的发展，从 2G、3G 发展到现在 4G 已经在终端市场普及，通讯终端设备支持的模式以及频段也越来越多，全网通已经达到五模十七频，即意味着电路网络越来越复杂。未来随着 5G 通讯时代的接近，频段的增加使得通讯电路的设计将更加复杂，滤波电路在支持越来越多的频段下设计复杂性增加速度远大于频段增加数量。

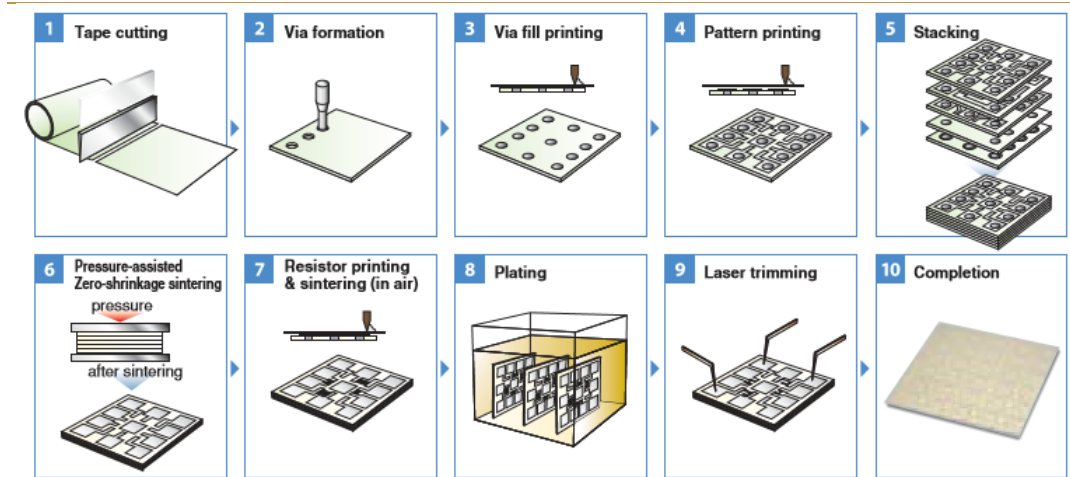
2.3 消费电子的微型化趋势为元器件产业链创新提供方向

随着电子技术的进步，电子产品一直是朝着轻薄化、多功能的趋势发展。这主要得益于几方面的原因：1，微电子技术的进步，使得在单位面积上晶片上可以集成更多的功能，进而使得单位 PCB 板上集成度更高，可以将整套电子产品方案做的更小，微电子封装经历了双列直插(DIP)封装、小外廓(SOP)封装、四边引线扁平(QFP)封装、球形阵列封装(BGA)和芯片尺寸(CSP)封装等，尺寸越来越小，电子器件也由分立器件、集成电路、片上系统 (SOC)，

发展到更为复杂的系统级封装电路(SIP); 2, 新材料新工艺技术, 使得基础电子元器件可以做的更小型化。从终端来看, 电子产品的轻薄化趋势也是很明显的。

从 SIP 封装的基板来看可以分为 PCB、LTCC 等, LTCC 是将低温烧结陶瓷粉末烧结成生瓷带, 然后在生瓷带上冲孔、注浆、导体浆料印刷等制作所需要的电路图形, 并且可以将无源元件以及功能原浆埋进多层陶瓷基板中, 制成一个三维封装的电路; 按封装时电路的排列, 封装可以分为 2D 封装和 3D 封装的结构, 3D 封装可以从垂直方向增加模块数量。

图 6: LTCC 3D 封装工艺过程



数据来源: 互联网, 西南证券整理

虽然消费电子终端的功能一直是增加的, 但是在智能机时代, 智能手机呈现轻薄的趋势, 主要得益于微电子技术以及封装技术进步带来的集成度的增加。这也导致了电子电路的基础元器件必须往小型化的方向改进。

作为三大被动电子元器件(电阻、电容及电感器)之一的电感器在电子元器件产业中占有重要的地位, 是电子线路中必不可少的基础电子元器件, 大约占整个电子元器件配套用量的 10%~15%。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。电感器可分为插装电感器、片式电感器两大类, 片式电感器又可分为绕线式与叠层式两种。绕线片式电感器采用了传统的材料和绕线工艺, 叠层片式电感器彻底突破了传统绕线工艺的限制, 采用新型的电子材料及厚膜技术, 将材料制成厚度约 10~30 μ m 薄膜, 然后在薄膜上印制线圈图案, 经交替印刷、迭层后形成一条螺旋式线圈, 采用共烧技术工艺对产品进行烧结。同绕线片式电感器相比, 叠层片式电感器突破了传统绕线工艺的限制, 进一步实现了产品小型化, 生产规模化; 具有体积小、生产成本低、可靠性高及优良的抗 EMI 性能等优点, 已成为新一代片式电感器的主力。

目前贴片产品已然是主流, 并且随着终端产品小型化、轻薄化的发展需求, 电感的尺寸也一直在减小。层叠式电感最小的是 01005, 体积只有 0201 的 30%, 是目前用的比较多的 0402 的 6%左右。

表 2: 电感型号以及相应的尺寸

型号	长 (mm)	宽 (mm)	厚 (mm)
01005	0.4±0.02	0.2±0.02	0.2±0.02
0201	0.6±0.05	0.3±0.05	0.3±0.05

型号	长 (mm)	宽 (mm)	厚 (mm)
0402	1.0±0.15	0.5±0.15	0.5±0.15
0603	1.6±0.15	0.8±0.15	0.8±0.15

数据来源：互联网，西南证券整理

以可穿戴设备为例，可穿戴产品极度讲究产品的重量、体积与使用体验，传统的电子产品开发设计方法已无法满足可穿戴产品设计需求，必须采用更缩减产品体积、减轻终端设计重量同时又能维持运行效能、良好使用体验的设计方案。因此在 apple watch 中才用了 sip 系统级封装，将处理器、射频元件、传感器、各种无源元件封装到一个封装内。同时 apple watch 中大量使用了 01005 电感，以减少空间的占用。

终端轻薄化的趋势为电子元器件厂商产品创新提供的方向，新型的小型化产品往往意味着更高的市场准入门槛，更高的单品价格以及毛利率。

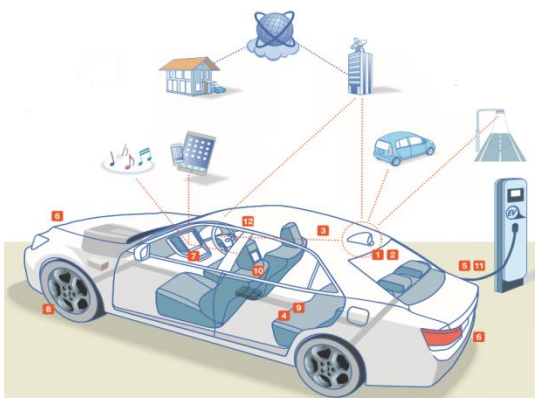
3. 新能源汽车产业是电子元器件产业的大机遇，磁性元器件机会巨大

轰轰烈烈智能机时代，将国内的消费电子市场带入一个快速增长时期，一方面培育较为完整的相关产业链，在国际上形成了一定的规模生产优势以及产业链地位；另一方面为未来其他市场向更智能化、电子化奠定了一定的消费习惯基础以及产业基础。我们认为，除去消费电子市场，其他市场也将慢慢由电气化终端、机械化终端向更加电子化、智能化终端转变。当下，快速增长的新能源汽车市场就是电气化终端向电子化过渡的典型例子，也为未来电子产业链孕育了巨大的市场机会。

3.1 汽车电子功能增加，智能化是趋势

汽车市场目前正处于技术变革的转折点，汽车这个传统的交通工具即将在未来的一段时间内，除了传统的动力传动系统、控制系统，车载娱乐系统、车联网、自动辅助驾驶以及未来的自动驾驶功能都会将汽车带入一个全新的时代。这将是后智能机时代，另一个影响巨大的智能电子市场。

图 7：汽车电子分布



数据来源：互联网，西南证券整理

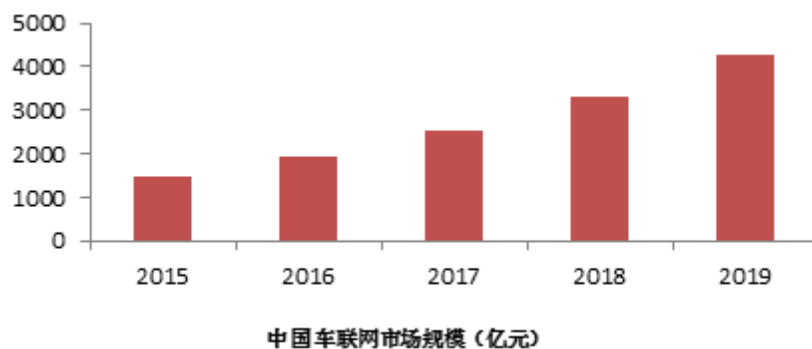
自 2004 年以来，汽车中电子设备的成本占比一直在提高，高端汽车电子占比已经达到 30%。一辆豪华汽车通常装有 100 个微处理器，运行 1 亿行软件代码，控制着从发动机到信息娱乐系统的各个方面。

每增加一个汽车电子终端就会拉动相关电子产业链，基础电子元器件厂商作为终端厂商上游必受益。目前汽车电子行业的一个增速点在于车载娱乐系统，车载娱乐系统主要分为前装市场和后装市场，前装市场是在汽车出厂前装配在汽车中，由汽车制造商负责采购和安装，车载电子准入门槛较高，汽车电子供应商要进入供应链体系需要经过一系列的测试，前装市场多为全球知名、实力突出的汽车电子供应商，如先锋、松下、伟世通、德尔福、日本电装、歌乐等。国内车载娱乐系统厂商主要在后装市场。2015 年中国汽车产销量保持个位数的增长，但是汽车电子市场增速好于汽车整体市场增速，车载娱乐系统市场达到两位数的增速。

2015 年我国机动车保有量 2 亿多辆，汽车销售量 2000 多万辆。如何解决交通拥堵以及减少交通事故已经成为智慧城市建设的重要课题，随着传感技术、通讯技术、大数据等技术的进步，车辆网已经是未来汽车行业的大趋势，按照通讯协议，实现车车互联 (V2V)、车人互联 (V2M)、车路互联 (V2R) 甚至汽车与互联网的连接 (V2I)，然后通过大数据来分析解决交通管理中的问题。ABI Research 的预测数据指出，全球联网车载信息娱乐系统出货量将由 2012 年的 570 万台，在 2017 年增长至 5,090 万台；而美国目前虽是全球最大的车载信息娱乐市场，其地位将在 2017 年被欧洲与亚太区所取代。

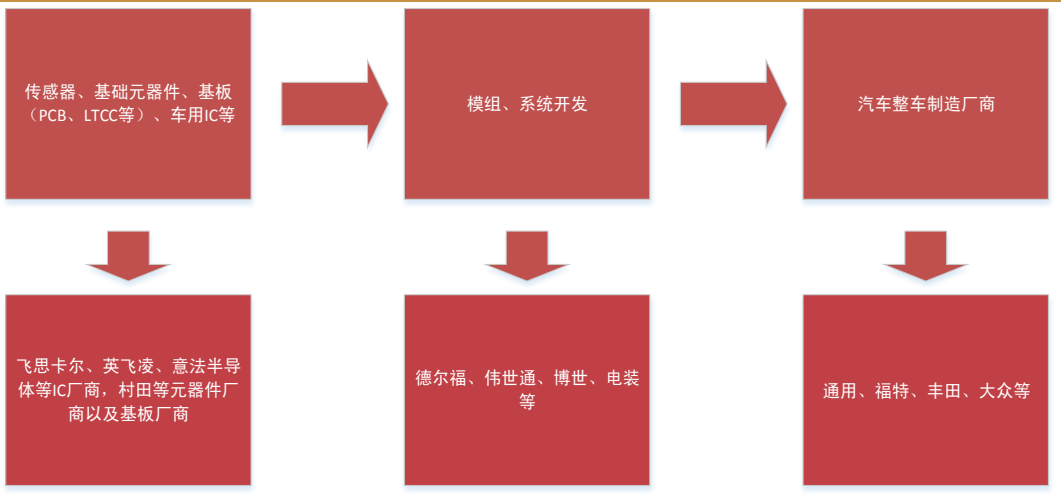
汽车电子智能化的另一个巨大的市场则是辅助驾驶以及自动驾驶功能，根据美国市场研究机构勒克斯研究公司公布的一份研究报告，自动驾驶汽车将在 2030 年创造一个价值 870 亿美元的市场；百度公司的初步分析也认为无人驾驶至少是一个千亿级的市场。我们认为虽然短期看完全无人驾驶是不太可能立即被大量应用在现在汽车上，但是这将是汽车行业未来的一个不可逆的趋势。另一方面，简单的辅助驾驶在渗透率将快于完全自动驾驶。自动驾驶类相关市场为汽车电子产业链提供一个非常大的市场。自动驾驶相当于为汽车配备了一个强大的电脑，同时借助激光雷达或者摄像头等传感设备、捕捉设备对汽车环境进行大量的数据计算分析。汽车电子的处理器处理能力在时效性以及计算量是远远高于手机以及电脑的，显卡巨头英伟达提供的自动驾驶方案中采用了顶级的显卡来进行计算。考虑到自动驾驶要使用大量的传感器，系统复杂；同时汽车电子更加注重对 EMI 电磁干扰以及元器件稳定性的要求，可以判定单台汽车将使用大量的电感等磁性元器件用于滤波电路以及满足 EMI 要求等，并且单价方面也会高于手机等消费电子产品。

图 8: 中国车联网市场



数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 9: 汽车电子供应链



数据来源: 互联网, 西南证券整理

3.2 环保意识下，助力汽车动力系统由电气化向电子化转变

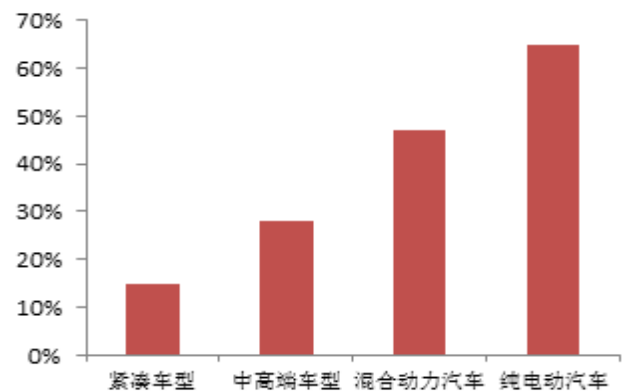
国家大力推动新能源汽车产业发展，并发布了《节能与新能源汽车产业发展规划(2012~2020年)》。国内外车企纷纷布局新能源汽车。根据中国汽车工业协会统计，中国2014年生产新能源汽车8万多辆，2015年新能源汽车产量34万辆，呈倍数增长态势。新能源汽车能够解决社会发展中环保的痛点以及满足用户降低使用成本的需求，客观上有发展的动力。经过市场培育期加上随着充电桩等基础设施逐步完善，会进一步带动新能源汽车在乘用车市场的渗透。预计2020年新能源汽车保有量达到500万辆。

图 10: 新能源汽车销售 (万辆)



数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 11: 不同车型汽车电子价值占比



数据来源: 互联网, 西南证券整理

汽车动力系统由电气化向电子化转变，确定性受益的将是磁性元器件。无论是充电桩还是新能源汽车，最主要的就是能量转移以及电源管理的过程，在这个过程中，起到核心作用的主要是通过磁场储能以及能量转移的变压器、电感等磁性元器件以及电源管理芯片。其中磁性材料元器件占到充电桩成本的20%左右。

电动汽车安全尤其是动力电池安全一直是消费者关注的热点，主要原因在于在实际生产中，单体电池存在一致性差异也是客观存在的；另一方面不同位置的电池环境也是有差异的。电池一致性问题的存在加大了电池组的管理难度，当个别电池发生容量大幅减少、内阻显著提高的情况下，整组电池的性能会短时间内显著恶化，从而使电池组报废；更严重的是可能产生大量热量导致电池燃烧或者爆炸。同时新能源汽车采用了大量的电池串联，以特斯拉为例，Model S 85 采用了 7 千多颗 18650 电池串联。电动汽车的安全性需求要求对电池电芯电压等状态进行检测、检测电池包内不同位置的温度以及其他的一些电路保护。

动力电池管理系统(BMS)的设计和性能直接影响电动汽车的使用和安全。产品应通过 EMC 测试，对于使用中可能存在的过载、短路、浪涌、静电等具有完善的保护功能。汽车电子将是电子行业的下一个大风口，将很大程度上拉动对磁性电子元器件的需求。

图 12：特斯拉 BMS 电源管理电路板



数据来源：互联网，西南证券整理

目前看国内虽然新能源汽车产量销量增速都十分快，但是国内新能源汽车管理系统发展缓慢，这直接导致了国内新能源汽车安全问题频出，同时也是造成国内新能源汽车电池寿命短的一个重要原因。当然，新能源汽车市场作为一个新兴的市场，市场看到新的机会导致该市场粗放发展是符合规律的，就像手机市场爆发的初期，国内山寨手机厂商众多，但是最终这个市场还是会向更健康更规范的方向发展，市场最终也更集中。我们预计，在解决了电池产能不足这个问题之后，下一个市场热点就是 BMS 电池管理系统。对于电池管理系统的发展方向，我们倾向于汽车厂商、电池厂商以及芯片厂商合作的模式，其中芯片厂商是非常重要的角色。特斯拉目前看电池管理系统是走在市场前面的，其每一组电池都有独立的电池管理系统，然后整车还有系统级的电池管理系统。BMS 电池管理系统主要分为被动式和主动式，目前电源管理系统普遍采用被动均衡模式靠电阻耗散能量，电路简单，成本低廉，被动均衡做的工作就是“截长补短”，将电量高的电池中的能量变成热耗散掉；主动均衡是把高能量电池中的能量通过变压器转移到低能量电池中，相当于对电池“截长补短”，不再受到电池组中容量最低的那节电池所限制，通过在相邻电池之间高效转移电荷，使电池组内部的容量失配电池进入 SoC 平衡状态，从而提升了电池性能。主动均衡模式电源管理系统（BMS）使用了大量的磁性元件，如隔离变压器、电流互感器、栅极驱动变压器等；另一方面，汽车电子元器件的稳定性要求较高，因此可以几乎可以肯定的是自动化能力高、技术能力强的磁性元件龙头会先受益。如同手机产业链一样，中国作为世界最大的汽车生产国之一，我们相信汽车电子相关产业链在国内也会越来越集中，从而有培养汽车电子龙头的可能性。

4. 公司分析：存量市场稳步增长，增量市场打开成长空间

4.1 现有业务将稳步增长，智能机、LED 市场对电感等元器件需求仍呈增长态势

公司创立于 2000 年，主要从事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，产品主要应用于通信、计算机及消费类电子产品等领域。

图 13：公司产品面向的市场



数据来源：公司网站，西南证券整理

公司早期主要产品是电感和压敏电阻，在这两个产品上有十多年的技术积累。随着电子技术进步，使得电感在滤波、抑制电磁波干扰（EMI）上的重要性更加明显：1，微电子加工技术进步，芯片供电电压一直是降低的趋势，从早期的 3.3V 到 2.5V 到 1.2V 甚至更低，集成电路对噪声的敏感性比以往更高，使得滤波电路复杂性更高、滤波电路也更多；2，电磁干扰（Electromagnetic Interference, EMI）是干扰电缆信号并降低信号完好性的电子噪音，EMI 通常由电磁辐射发生源产生的。目前大多数电子产品都选用开关电源供电，以节省能源和提高工作效率；同时越来越多的产品也都含有数字电路，以提供更多的应用功能。开关电源电路和数字电路中的时钟电路是目前电子产品中最主要的电磁干扰源。随着电子化的设备越来越多，包括目前增速迅猛的锂电池新能源汽车以及相应的充电桩等基础设施，都会增加电源管理芯片的需求，相应的增加对滤波以及抑制电磁干扰电路的需求。

公司电感产品线齐全，在制造工艺上已经领先国内同行，并且不逊于全球行业龙头 muRata、TDK 等。公司电感产品从应用来分可以分为：1，射频电路用；2，一般信号线用；3，电源线用，基本覆盖现在市场上电子终端产品所需。从制造方式来看，公司产品线有层叠电感和绕线电感，电感值从零点几 nH 到几千上万 uH，应用范围远不止消费电子，还可以用于汽车、通讯、照明等领域。公司在客户结构上，公司与华为、中兴等手机厂商有良好的业务关系，同时公司注重与芯片原厂的合作，例如高通、联发科、展讯等。公司从整机厂商、芯片原厂两个渠道布局，形成了一定的客户粘性。

根据电感在手机上的使用情况来看，每部功能机的电感数量为 20~30 只，而到了智能机时代电感使用量是功能机的二倍，达到 40-60 只。全球来看手机增速下滑，但是国内手机终端厂商增速较快，尤其是华为，公司是华为的合格供应商，加上公司快速推进的电感小型化，技术优势有助于公司在手机市场抢占更多的市场份额。另一方面，移动通讯技术的进步，考虑到向下兼容以及对不同运营商的兼容，单部手机支持的通讯模式以及对应的频段也越来越多，

目前五模七频手机电感需求量已经达到 150 颗以上，随着 5G 趋势的到来，可以确定手机对磁性元器件的需求增长是确定的。公司电感等产品的收入增长也是确定性的。

公司电感产品的另一大市场是 LED 市场。LED 驱动电源把供应电源转换为特定的电压电流以驱动 LED 发光的电压转换器，主要电压转换等电路。LED 电源核心元件包括变压器、开关控制器、电感器、开关元器件 (MOSFET)、反馈电阻、输入滤波器件、输出滤波器件等。LED 市场目前仍是一个保持较高增速的市场，公司为国内外许多 LED 厂商的供应商，包括 GE、Osram 等。同时公司也与 LED 照明公司在产品方案端就进行合作，设计更好的产品方案，提高客户粘性。公司的功率电感可以享受 LED 快速增长带来的收益。

我们是认同公司同时与终端厂商以及方案原厂两个渠道合作的运营方式，未来一段时间内，这是终端市场上游的两个主要存在方式。同时我们认为，即使手机市场呈增速放缓的趋势，但是单机本身对磁芯电子元器件的需求是呈现增长的趋势的。加上 LED 市场的增长，我们认为公司在基本业务方面仍然会保持一定的增长。

4.2 创新产品扩宽产品线，是公司未来业绩增长的主要驱动力

公司不仅仅是国内电感市场的龙头，还能够提供消费电子很多基础元器件，包括 EMC 元件、电路保护元件、热敏电阻、电容，也能够提供 NFC 天线、NFC 磁片、陶瓷盖板、印刷电路板、无线充电线圈等，进一步拓展自己的市场。

公司不仅仅在原有产品线上进行技术的研发，同时也在不断研发新产品，拓展新市场，这也是公司近几年能够保持增长的很重要的一个原因。公司 2006 年研发支出仅仅 769 万，到了 2015 年公司研发投入已经达到 7000 万元。

公司以技术为导向，坚持加大在研发上的投入。随着电子产品轻薄化、高频化、低压化的趋势，公司在研发上也进行相应的产品研发。公司从上市之初的 0603、0402 片式电感尚不能商业化量产，到 2015 年可以生产 01005 片式电感，并且成为全球仅有的两家可以生产的厂商之一，另一家就是全球行业龙头 muRata。公司针对电子产品高频化的趋势研发了专门针对射频电路用电感。公司在研发的投入也随着营业收入的增加，一直在增加。

图 14: 公司研发投入以及研发占营业收入比例



数据来源: wind, 西南证券整理

目前公司大功率电感、变压器、NFC 天线、无线充电、HDI 线路板、精密陶瓷等新品实现批量生产,销售额持续增加。在通信、消费类电子市场保持稳定增长外,公司积极开展了航空航天、汽车电子、LED 照明、近场支付、无线充电、智能家居等新兴产业的市场开拓。

4.3 电子变压器:快充将成为手机标配,汽车电子有待爆发

我们认为电子变压器将是顺络电子未来几年一个快速增长的业务,我们判断未来公司营收增长很大部分来自于电子变压器。

变压器以电磁感应原理工作,是指在线圈原边绕组加交变电压,产生交变磁通,在副边绕组感生输出电压,从而起到传输能量、变换电压(或信号)、电气绝缘隔离的作用。电子变压器性能稳定、体积小、功率大。电力使用高压交流进行送电,插座的交流电压在 220V+10% 左右,而随着微电子技术的进步,芯片的供电电压是降低的趋势,同时集成电路芯片如果供电电压变动太大,会导致芯片工作不正常甚至失灵。因此从供电端到用电端,都需要电子变压器进行电压转换。而在能量转换过程中,都会有一定的能量损耗,而变压器磁芯材料的特性对效率有很大的影响。即使提高 1% 的效率也会对整个社会带来巨大的节能效应。

短期看公司电子变压器的一个重要应用领域是手机快速充电。目前市场上主流的快速充电方案有 OPPO VOOC 技术、高通 QuickCharge2.0、联发科 PumpExpress 技术、TI MaxCharge 快充技术等,主要依据的原理就是增大充电电流或者增加电压。无论通过何种方式,都增加充电的功率。由于快速充电功率较大,因此在电子变压器上的损耗也会变大,导致器件发热严重,EMI 电磁干扰加重,尤其随着电子设备趋向于小型化,散热问题是有一定要控制的。公司的新型电子变压器适配于快速充电器,并且更加小型化、EMI 电磁干扰更小。同时价格也是普通电子变压器的 2 到 3 倍。预计手机快速充电明年将是手机的标配,相信公司将受益于快速充电市场带来的对公司新型电子变压器需求的增加。2015 年全球智能机出货量 13 亿部,中国智能机出货量 5 亿部,快速充电方案成本大约是传统充电成本的 3 倍左右看,达到 15-20 元的区间,考虑到用户一般一个手机配备的充电器可能大于 1,全球手机快速充电市场至少有 200 亿元以上。

随着电气化终端到电子化转变的趋势明朗,包括汽车由电气化到电子化,从充电桩到锂电池管理系统的大量使用,都会增加电感、变压器的使用。公司目前在电子变压器方面已经有技术以及产线储备,公司在 2013 年左右就开始投建自动化电子变压器产线,目前公司储备的电子变压器产线已经可以投产。随着人口红利的消失、工业自动化趋势,再加上对电感绕线工艺一致性要求的提高,自动化产线的优势将会显现。以前一条生产线需要几十个操作人员,而公司的自动化电子变压器生产线只需一个人就可以完成生产。另一方面,在电子变压器需求增加的情况下,自动化产线更容易复制,良率也会更稳定。

4.4 移动设备作为入口,公司 NFC 多样化应用市场,陶瓷盖板、无线充电线圈前景可期

近场通信(Near Field Communication,NFC)是一种短距高频的无线电技术,在 13.56MHz 频率运行于 20 厘米距离内。NFC 近场通信技术是由非接触式射频识别(RFID)及互联互通技术整合演变而来,在单一芯片上结合感应式读卡器、感应式卡片和点对点的功能,能在短距离内与兼容设备进行识别和数据交换。手机用户凭着配置了支付功能的手机就

可以行遍全国：他们的手机可以用作机场登机验证、大厦的门禁钥匙、交通一卡通、信用卡、支付卡等等。

NFC 通讯模式主要有三种：1，读写模式，作为非接触读卡器使用，从 NFC 设备上读取相关信息；2，点对点模式，这个模式 NFC 读写设备同另一个 NFC 读写设备进行数据的交换；3，卡模式，相当于非接触的智能卡，可以代替大量的 IC 卡，例如商场刷卡、公交卡、门禁卡、车票、门票等。

表 3: 几种近距离通讯互联技术比较

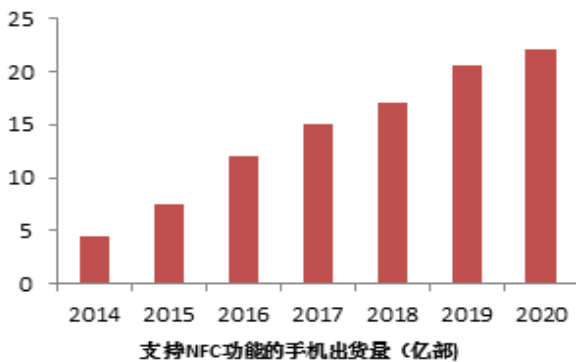
通讯技术	频率	距离范围	主动/被动	应用
NFC	13.56 MHz	10 cm	主动/被动	手机终端、平板、穿戴设备
RFID	LF (120 to 150 kHz)/ HF (13.56 MHz)	< 40 m	主动/被动	标签
Bluetooth	2.4 GHz	> 10 m	主动	手机终端、平板电脑、笔记本电脑
WiFi	2.4 GHz	> 100 m	主动	手机终端、平板电脑、笔记本电脑
ZigBee	2.4 GHz	> 100 m	主动	照明网络、智能家居

数据来源：互联网，西南证券整理

NFC 相对其他的通讯方式尤其自身的优势：1，NFC 提供一种快速、便捷的无线连接技术，其传输范围比 RFID 小，但由于 NFC 采取了独特的信号衰减技术，具有距离近、带宽高、能耗低的特点；2，与现有的非接触智能卡技术兼容；3，NFC 还是一种近距离连接协议，提供设备间安全、迅速的通讯。

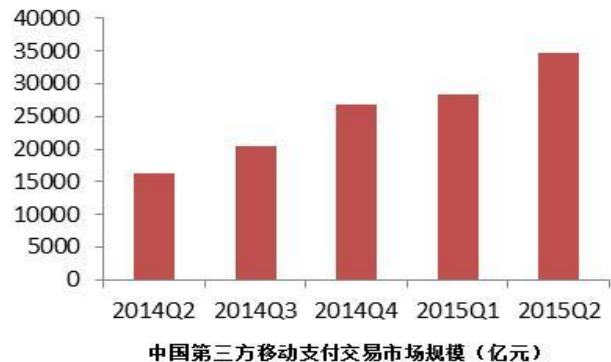
NFC 的一个重要应用领域是移动支付市场。根据 BigData-Research 发布的《2015 年度中国第三方移动支付市场研究报告》显示，2015 年我国第三方移动支付市场交易总规模达到 9.31 万亿元，同比增长 57.3%。目前从移动支付的市场看，以余额宝、微信为代表的二维码支付占据了国内移动支付的大部分市场份额。通过 NFC 进行的移动支付市场份额并不多，但是近期中国银联与苹果达成合作，可以将银行卡添加到 iPhone 和 Apple Watch 等产品上，实现线下以及线上的移动支付；与三星电子达成 Samsung Pay（三星支付）合作，为银行卡持有人在三星手机上提供 Samsung Pay 服务。苹果、三星是全球出货量排名前五的智能手机终端厂商，拥有庞大的用户基础。同时，目前国内最大智能手机终端厂商华为、小米在部分机型上也有配置 NFC。相信，随着银联 NFC 移动支付的推广，智能手机终端配置 NFC 也是大趋势。

图 15: NFC 手机出货量



数据来源：互联网，西南证券整理

图 16: 中国第三方移动支付交易市场规模



数据来源：互联网，西南证券整理

虽然目前看移动支付市场，余额宝与微信为主的二维码支付方式市场份额领先，但我们仍然认为 NFC 很大概率将成为未来手机的标配，主要还在于其在安全性、低功耗等方面的优势。NFC 在移动支付市场以外也可以大有作为，最重要的一个趋势就是，手机作为日常不可或缺的设备，具有非常重要的入口作用。未来除了银行卡以外，交通卡、电子门锁卡等卡被集成到手机终端中去也是一种趋势，并且通过 NFC 实现支付或者数据传输。目前在部分城市，公交车 NFC 电子车票功能已经开启，另一些 NFC 的功能如智能标签，可以通过标签来预设置相关的应用然后手机贴近标签后实现一些预设的功能，例如进入某些大学的图书馆，门口可能会有一个智能标签，带有 NFC 手机贴近后，就会自动切换到静音模式，或者在会议室门口，刷一下标签，即可开启录音机应用。

图 17: NFC 电子门锁


数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 18: NFC 移动支付

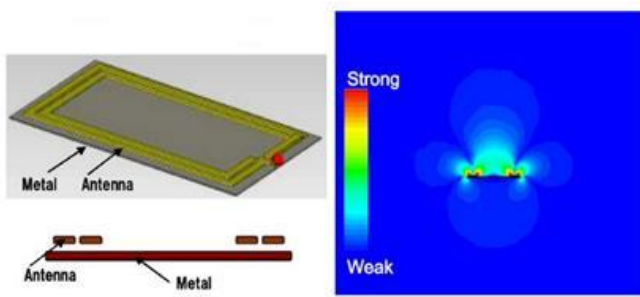

数据来源: 互联网, 西南证券整理

公司在 NFC 市场早有布局，目前公司 NFC 产品有磁片和天线，处于国内龙头地位。其中 NFC 磁片是 NFC 天线重要部分，从功能上看，磁片主要用来防止 NFC 通信信号被金属、电池等所吸收；增加天线的磁场强度，有效增加通信感应距离。顺络提供近场通信应用的天线整体解决方案，产品包括 FS 系列铁氧体片，FA 系列 NFC 柔性天线和 SLFA 系列叠层天线。目前已实现量产出货，主要客户群体为手机客户。随着 NFC 移动支付以及智能卡等 NFC 应用领域的推广，相信 NFC 会逐渐成为公司业绩增长的另一个支柱。

同时顺络电子入股上海德门，上海德门电子科技有限公司成立于 2005 年，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，PDS 全球最薄天线发明与商用的领跑者，NFC 天线资源最丰富，解决方案最优化、最多样化的高新技术企业。同时德门是高通、MTK 平台 NFC 供应商。

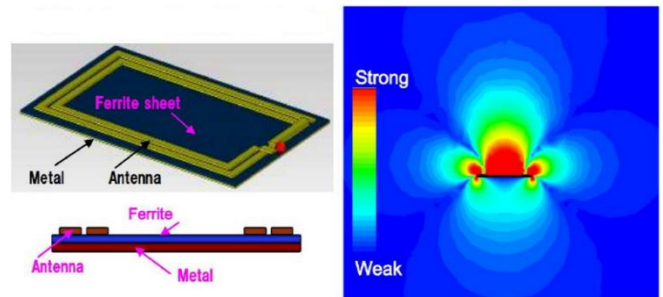
顺络电子和上海德门的强强组合具备从磁片到天线整体解决方案的设计生产能力，在 NFC 天线市场有完美布局。NFC 近场通讯方式以其便利性以及安全性等优势，会使移动支付以及智能标签等方案被市场接受。考虑到顺络可以从单套 NFC 方案中提供价值 6 元到 10 元的产品，公司产品面对的市场空间将会非常大。我们预计 2016 年公司 NFC 收入可望达到 1 亿元左右。

图 19: 没有磁片 NFC 天线磁场



数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 20: 有磁片的 NFC 天线磁场



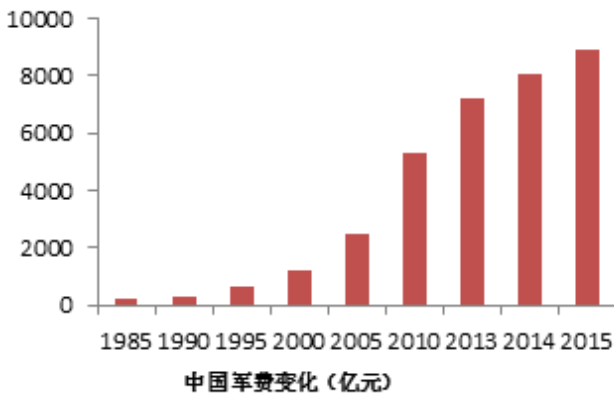
数据来源: 互联网, 西南证券整理

指纹识别模组因其快捷、安全、方便等优点在智能便携设备上得到广泛应用, 但因为指纹模组面积小, 应用环境复杂, 识别灵敏度和速度要求高, 这就对对指纹识别芯片以及表面保护材料也提出了非常高的要求, 目前主流指纹识别盖板材料为蓝宝石, 而蓝宝石方案存在成本较高, 抗摔能力不强的弱点。在此背景下, 顺络电子开发出氧化锆陶瓷盖板产品, 具有硬度高、韧性好、品相高雅等优点, 是蓝宝石高性价比替代方案。预期随着指纹识别的普及, 公司的指纹识别盖板也有放量的可能。公司在无线充电线圈也有技术储备, 随着 apple watch 投入市场, 考虑到可穿戴设备小型化、轻薄化的需求, 无线充电目前看来是最合适的选择。

4.5 军工信息化建设, 军品电子大有机会

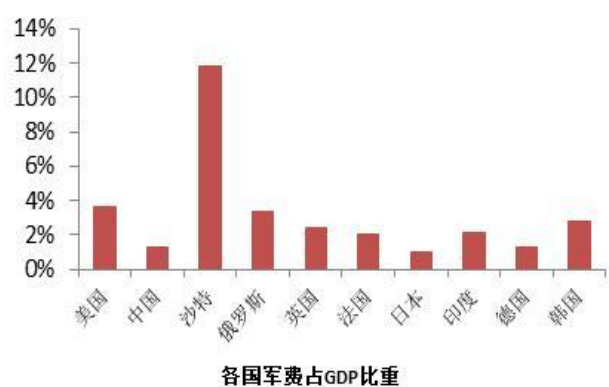
在现代战争中, 信息武器已经成为夺取信息优势的主战装备, 尤其是斯诺登事件以后, 越发凸显信息化建设的重要性, 军工信息化将是未来的重点。虽然我国每年的军费支出上都有较高的增速, 并且在总支出上都处于世界前列, 但是在相对于 GDP 来说, 离发达国家还有很大的空间。

图 21: 中国军费变化



数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 22: 各国军费占 GDP 比重



数据来源: 互联网, 西南证券整理

军品电子是高壁垒高毛利的行业, 公司产品切入军品市场, 公司贵阳子公司顺络迅达电子具备军品电子资质, 规划总投入 10 亿人民币。目前已经累计投入 2.5 亿。随着投入加大以及产能释放, 我们认为公司军品电子未来会成为公司的一个利润增长支撑。

5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务盈利预测

公司目前的主要产品电感、压敏电阻等传统业务，下游客户众多，不存在客户过于集中的情况，2015 年公司前五大客户营收占比不到 20%。纵观公司过去几年营业收入增速，主要受消费电子大环境的影响较大。同时公司在维持传统业务的基础上，不断投入研发新产品，保持公司净利润的较高增速。公司募投项目片式电感扩产项目（包括绕线电感）截至 2015 年年报已经完成近七成，预计项目达到预定可使用状态日期为 2016 年 6 月 30 日。

我们预计 2016 年公司的营业收入增长除了传统电感等业务外，新的电子变压器会随着手机快速充电成为标配，成为公司营业收入的一个新的增长点；指纹识别随着移动支付的普及，已经越来越成为手机的标配，目前公司陶瓷指纹识别盖板由于自身特性优势，已经获得部分厂商的认可，也有可能成为公司业绩增长点；随着 Apple pay 在国内的推广，我们预计采用 NFC 的高端智能机在 2016 年会增多，公司依靠自己在传统产品积累的客户优势以及 NFC 技术可以获得一定市场份额。长期看，我们看好汽车电子尤其是新能源汽车市场对电感、变压器的元器件的需求。

核心假设：

假设 1：2015 年智能机市场保增速降到 10% 左右，考虑智能机市场增速不确定性，我们给予公司电感等传统产品 2016 年-2019 年 10% 左右的增速；另一方面，电感等基础元器件市场属于充分竞争市场，毛利率变化不会太大，我们仍采用 2015 年 36.5% 的毛利率。

假设 2：2016 年公司电子变压器等新产品将开始放量。未来几年会成为公司业绩增长新的推动力，将保持高速增长。我们预计 2017 年新产品增速会达到 283%，2018 年会达到 161%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
电感等传统产品	收入	1319.29	1451.21	1596.34	1740.01
	增速	13.48%	10%	10%	9%
	毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
电子变压器等新产品	收入		200.00	420.00	680.00
	增速			283.57%	161.90%
	毛利率		44%	40%	38%
合计	收入	1319.29	1651.21	2016.34	2420.01
	增速	13.48%	25.16%	22.11%	20.02%
	毛利率	36.5%	37.65%	37.85%	36.92%

数据来源：公司公告，西南证券

5.2 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

- (1) 永续期增长率为 3%；
- (2) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 5: 绝对估值假设调节

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	7.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.50%
市场组合报酬率 R_m	11.00%
无杠杆 β	1.40
有杠杆 β	1.40
债务资本比重 W_d	20.00%
债务资本成本 K_d	5.00%
有效税率 T_x	15.00%
股权资本成本 K_e	14.00%
无杠杆成本 K_u	14.00%
WACC	12.05%

数据来源: wind, 西南证券

表 6: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	156.46
EBIT	383.20
EBIT* (1-所得税税率)	345.36
折旧与摊销	206.59
营运资金的净变动	-90.50
核心企业价值	6503.50
净债务价值	-434.78
股票价值	6938.28
每股价值	9.36

数据来源: wind, 西南证券

表 7: 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	10.55%	11.05%	11.55%	12.05%	12.55%	13.05%	13.55%
1.5%	10.10	9.54	9.04	8.58	8.17	7.80	7.45
2.0%	10.45	9.85	9.30	8.82	8.38	7.98	7.62
2.5%	10.85	10.19	9.60	9.08	8.61	8.18	7.79
3.0%	11.30	10.57	9.93	9.36	8.86	8.40	7.99
3.5%	11.81	11.01	10.30	9.69	9.13	8.64	8.20
4.0%	12.40	11.50	10.73	10.05	9.45	8.91	8.44
4.5%	13.09	12.08	11.21	10.45	9.80	9.21	8.70

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 9.36 元。公司传统电感等产品增长较稳定, 但是电子变压器等新产品作为公司未来业绩快速增长的支撑, 还处于放量的初期, 绝对估值无法充分反映这部分市值, 因此我们选择相对估值。

5.3 相对估值

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.50 元、0.59 元和 0.67 元, 对应 PE 分别为 27 倍、23 倍和 21 倍。我们看好未来几年消费电子功能增多、性能增加带来的对包括电感在内的基础电子元器件的增量需求, 更看好电气化向电子化转变的新能源电动汽车带来的对电子元器件的新的需求。首次覆盖给予“买入”评级。

目前我们给予公司 2016 年 33 倍 PE, 2016 年目标价为 16.50 元。

表 8: 可比公司 wind 盈利预测相对估值

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
002484.SZ	江海股份	17.69	0.46	0.45	0.58	38	45	30
603989.SH	艾华集团	27.15	1.20	0.77	0.98	22	35	28
603678.SH	火炬电子	55.70	1.10	0.92	1.08	51	60	51
PE 均值						37	47	37

数据来源: wind, 西南证券整理

6. 风险提示

公司电子变压器或未能快速进入快速充电市场; 公司汽车电子或进展缓慢, 或未及时进入新能源汽车市场等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1319.28	1651.20	2016.32	2419.99	净利润	261.54	369.24	433.62	492.92
营业成本	837.74	1029.51	1253.06	1526.49	折旧与摊销	140.50	206.59	206.59	206.59
营业税金及附加	4.92	6.94	10.89	13.07	财务费用	13.14	10.50	4.36	1.46
销售费用	43.01	53.83	65.73	78.89	资产减值损失	8.13	6.00	9.00	8.00
管理费用	143.65	171.72	209.70	251.68	经营营运资本变动	34.80	-95.50	-117.30	-112.64
财务费用	13.14	10.50	4.36	1.46	其他	-103.28	-6.00	-9.00	-8.00
资产减值损失	8.13	6.00	9.00	8.00	经营活动现金流净额	354.82	490.84	527.27	588.34
投资收益	-0.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	-349.61	-300.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	21.45	0.12	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-328.16	-299.88	0.00	0.00
营业利润	267.78	372.70	463.59	540.40	短期借款	73.61	-134.37	-72.20	0.00
其他非经营损益	21.79	37.00	17.00	7.00	长期借款	-52.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	289.57	409.70	480.59	547.40	股权融资	67.32	0.00	0.00	0.00
所得税	28.03	40.45	46.97	54.48	支付股利	0.00	-65.69	-76.29	-80.84
净利润	261.54	369.24	433.62	492.92	其他	-61.00	-27.50	-4.36	-1.46
少数股东损益	-1.84	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	27.75	-227.56	-152.84	-82.30
归属母公司股东净利润	263.38	369.24	433.62	492.92	现金流量净额	54.08	-36.59	374.43	506.04
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	201.71	165.12	539.55	1045.59	成长能力				
应收和预付款项	609.97	727.83	897.94	1081.14	销售收入增长率	13.48%	25.16%	22.11%	20.02%
存货	206.60	263.78	320.12	388.10	营业利润增长率	22.57%	39.18%	24.39%	16.57%
其他流动资产	17.85	22.19	27.10	32.52	净利润增长率	24.01%	41.18%	17.43%	13.68%
长期股权投资	55.49	55.49	55.49	55.49	EBITDA 增长率	19.52%	39.96%	14.37%	10.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1945.02	2051.77	1858.51	1665.26	毛利率	36.50%	37.65%	37.85%	36.92%
无形资产和开发支出	129.65	118.31	106.96	95.62	三费率	15.14%	14.30%	13.88%	13.72%
其他非流动资产	73.34	71.34	69.34	67.35	净利率	19.82%	22.36%	21.51%	20.37%
资产总计	3239.62	3475.82	3875.02	4431.07	ROE	10.86%	13.61%	14.13%	14.16%
短期借款	206.56	72.20	0.00	0.00	ROA	8.07%	10.62%	11.19%	11.12%
应付和预收款项	261.48	303.30	368.18	451.99	ROIC	10.81%	13.40%	15.85%	18.67%
长期借款	12.00	12.00	12.00	12.00	EBITDA/销售收入	31.94%	35.72%	33.45%	30.93%
其他负债	350.96	376.19	425.37	485.52	营运能力				
负债合计	831.00	763.68	805.55	949.51	总资产周转率	0.44	0.49	0.55	0.58
股本	740.94	740.94	740.94	740.94	固定资产周转率	0.89	1.01	1.40	1.95
资本公积	878.89	878.89	878.89	878.89	应收账款周转率	3.00	3.09	3.13	3.08
留存收益	825.57	1129.12	1486.46	1898.54	存货周转率	4.12	4.38	4.29	4.31
归属母公司股东权益	2409.16	2712.68	3070.01	3482.09	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	102.95%	—	—	—
少数股东权益	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54	资本结构				
股东权益合计	2408.63	2712.14	3069.47	3481.55	资产负债率	25.65%	21.97%	20.79%	21.43%
负债和股东权益合计	3239.62	3475.82	3875.02	4431.07	带息债务/总负债	26.30%	11.02%	1.49%	1.26%
					流动比率	1.55	1.96	2.77	3.23
					速动比率	1.24	1.52	2.27	2.74
					股利支付率	0.00%	17.79%	17.59%	16.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	421.41	589.79	674.53	748.45	每股收益	0.36	0.50	0.59	0.67
PE	38.37	27.37	23.31	20.50	每股净资产	3.25	3.66	4.14	4.70
PB	4.20	3.73	3.29	2.90	每股经营现金	0.48	0.66	0.71	0.79
PS	7.66	6.12	5.01	4.18	每股股利	0.00	0.09	0.10	0.11
EV/EBITDA	23.94	16.91	14.12	12.05					
股息率	0.00%	0.65%	0.75%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn