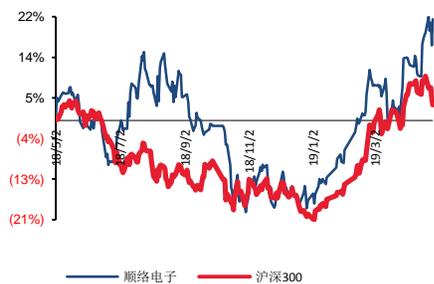


信息技术 技术硬件与设备

短期受益需求、份额双升，长期有望复制村田成长路径

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	806/699
总市值/流通(百万元)	16,215/14,058
12个月最高/最低(元)	20.40/13.42

相关研究报告:

《顺络电子-002138-季报点评-盈利能力持续提升，高管增持体现长期成长信心-20181021》

《顺络电子-002138-半年报点评-上半年营收利润创历史新高，新品与客户纵横开拓带来持续高增长-20180813》

《顺络电子-002138-半年报业绩预告点评-技术升级、品类与客户拓展，17年投入18年逐步开花结果-20180720》

证券分析师：刘翔

电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

报告摘要

全球知名的电感器供应商。顺络电子成立于2000年，2007年在A股上市，主营电感器等片式元器件的研发、生产和销售。主要产品包括叠层绕线电感器、LC滤波器、电子变压器、无线充电线圈等。目前公司电感全球市占率稳居全球前三。公司营收从2007年的1.25亿元增长到了2018年的23.62亿元，11年复合增速27.8%；ROE常年维持在10%以上。

行业壁垒高、进口替代加速，国内龙头受益明显。高壁垒体现在规模效应和客户认证壁垒。在老产品持续降价的情况下，产品持续升级是电感企业维持生存的必然要求，产品升级需要持续的研发投入，研发投入具有规模效应，规模厂商有明显优势。严格的供应商资质认证对新进入者形成了较高的市场进入壁垒，加大了现有规模厂商的优势。本土智能手机厂商崛起加速电感进口替代，国内龙头厂商将明显受益。

服务效率优于竞争对手，优质的客户资源助力公司从优秀走向卓越。背靠全球电子制造基地以及高效的销售模式，顺络交货周期只需2-5周，效率高于主要竞争对手的6-12周。公司优质的客户资源不仅是公司需求的来源，也帮助顺络提升了自身的技术和管理水平，助力公司从优秀走向卓越。

短期受益电感量价齐升，市占率提升。5G驱动电感需求量价齐升、国产替代提速带来的公司市占率上升，是未来2-3年顺络电感维持高速增长的主要逻辑；布局多年的汽车电子开始量产出货，进入收获期；无线充电线圈和陶瓷外观件渗透率的上升则是公司未来新的增长点。

长期有望复制村田成长路径，晋升为电子元件整体解决方案提供商。对标全球被动元器件龙头村田，我们认为，从制造商向整体解决方案提供商转变是顺络电子的长期成长逻辑。一方面元器件到模块可以提升公司产品价值；另一方面，转型整体解决方案提供商也有助于提高客户粘性，增强客户转换成本，拓宽公司护城河。

给予“买入”评级，目标价26.14元。我们预计公司2019-2021年EPS为0.75、0.94、1.23元，考虑未来电感国产化加速趋势、5G带来电感的量价齐升及顺络在电感领域的竞争力，参考公司历史估值，我们给予顺络电子2019年35倍PE，对应目标价26.14元，给予“买入”评级。

风险提示：5G推进、01005电感导入低于预期；汽车电子需求低于预期；智能手机领域电感进口替代慢；电感行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2362.04	3088.75	4017.07	5353.57
YOY	18.8%	30.8%	30.1%	33.3%
净利润(百万元)	478.58	606.37	766.81	997.58
yoy	40.2%	26.7%	26.5%	30.1%
每股收益(元)	0.59	0.75	0.94	1.23
市盈率(PE)		26.93	21.30	16.37

资料来源：太平洋证券预测

投资案例

投资评级与估值

给予“买入”评级，目标价 26.14 元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.75、0.94、1.23 元，考虑未来电感国产化加速趋势、5G 带来电感的量价齐升、公司在电感领域的竞争力和市场地位，参考公司历史估值，我们给予顺络电子 2019 年 35 倍 PE，对应目标价 26.14 元，给予“买入”评级。

关键假设点

受益 5G 驱动电感需求量价齐升、电感国产进口替代加速带来的市场份额提高，假设公司未来三年收入增速分别为 30.8%、30.1%和 33.3%。

假设每年的产品创新能抵消产品价格下降影响，毛利率维持稳定，未来三年毛利率分别为 35.7%、35.5%、35.4%。

未来三年，假设管理费用分别为 5.54%、5.55%、5.55%；研发费用占比分别为 5.54%、5.60%、5.57%；销售费用假设为 3.09%、2.98%和 3.04%。

创新之处

1、**电感行业具备规模效应，规模企业优势明显。**在老产品持续降价的情况下，产品持续升级是电感企业维持生存的必然要求。产品升级需要持续的研发投入，研发投入具有规模效应，规模厂商有明显优势，新进入者由于初期规模小，研发投入有限，创新能力无法在短期实现快速提升，规模企业优势明显。

2、**对标全球被动元器件龙头村田，我们认为，从制造商向整体解决方案提供商转变是顺络电子的长期成长逻辑。**

股价表现的催化剂

国产客户份额提升超预期；5G 商用提前，01005 小型电感客户导入超预期；汽车电子客户份额提升。

目录

一、顺络电子：全球知名的电感器供应商.....	7
（一）国内外领先的电感器专业厂商.....	7
（二）成长稳健，盈利能力强.....	9
二、电感：行业属性优质.....	11
（一）全球 37.5 亿美元市场规模.....	11
（二）规模效应明显、客户认证壁垒高，龙头公司优势大.....	12
（三）竞争格局：日厂领先，顺络进入第一梯队.....	13
（四）下游本土厂商崛起，电感进口替代进程加速.....	17
三、顺络电子竞争优势分析.....	17
（一）优秀的治理结构是公司持续成长的基石.....	17
（二）工艺技术快速提升.....	19
（三）服务效率优于竞争对手.....	20
（四）优质的客户资源助力公司从优秀走向卓越.....	20
四、短期成长：电感量价齐升，汽车电子进入收获期.....	21
（一）电感：需求量价齐升，市占率提高是公司成长主要逻辑.....	21
（二）无线充电线圈：未来增长可期.....	23
（三）汽车电子：布局多年，开始进入收获期.....	25
（四）结构陶瓷：受益陶瓷外观件渗透率上升.....	27
五、长期成长：从制造商到解决方案提供商.....	28
六、盈利预测与投资建议.....	30
（一）盈利预测.....	30
（二）投资建议.....	32
七、风险因素.....	32
附录：财务报表预测.....	33

图表目录

图 1: 顺络电子主要产品	7
图 2: 按产品分, 2018 年公司各板块收入占比	7
图 3: 公司历史沿革	7
图 4: 顺络电子股权结构	8
图 5: 顺络电子主要控股和参股公司	8
图 6: 公司历史营收情况	9
图 7: 公司历史净利润情况	9
图 8: 营收成长性比较, 过去七年全球主要电感公司营收增速比较	9
图 9: 盈利能力处于较高水平	10
图 10: 费用占比稳步下滑	10
图 11: ROE 比较	10
图 12: 净利率比较	10
图 13: 资产周转率比较	11
图 14: 权益乘数比较	11
图 15: 电感原理	11
图 16: 电感应用广泛	11
图 17: 按应用分, 电感分为功率电感、去耦电感和射频电感	12
图 18: 顺络电子和麦捷科技毛利率比较	13
图 19: 奇力新、美磊和美桀科技毛利率比较	13
图 20: 2016 年全球电感器市场份额情况	14
图 21: 全球主要电感企业 2018 年营收, 百万美元	14
图 22: 村田 OTHER COMPONENTS 历年收入情况, 百万美元	15
图 23: 2018 年村田各业务收入占比	15
图 24: TDK OTHER PASSIVE COMPONENTS 收入, 百万美元	15
图 25: 2018 年 TDK 收入占比	15
图 26: TAIYO YUDEN 电感历年收入情况, 百万美元	16
图 27: 2018 年 TAIYO YUDEN 收入占比	16
图 28: 奇力新历史营收, 百万美元	16
图 29: 奇力新盈利能力	16
图 30: 单位员工产值/利润稳步提升, 万元	18
图 31: 顺络收入持续快速增长, 百万元	18
图 32: 国内外电感公司 2009-2017 年收入复合增速	19
图 33: 海内外电感公司 2018 年收入增速	19
图 34: 顺络及其主要竞争对手研发投入, 百万美元	20
图 35: 顺络专利数量 (截止 2019/4/2, 公开日统计)	20
图 36: 新频段需要新的射频器件	22
图 37: 移动通信网络升级带来射频器件需求的增长	22
图 38: SAW 滤波器需要 RF 电感匹配电路	22
图 39: 村田自适应二级构成 PA	22
图 40: 公司电感在手机中的主要应用	23
图 41: 电磁感应无线充电技术原理	24
图 42: 苹果 IPHONE XS 支持无线充电	24
图 43: 全球无线充电市场规模, 亿美元	24
图 44: 汽车电子应用分类	25
图 45: 全球汽车电子销售额, 亿美元	25
图 46: 汽车电子产业链	26

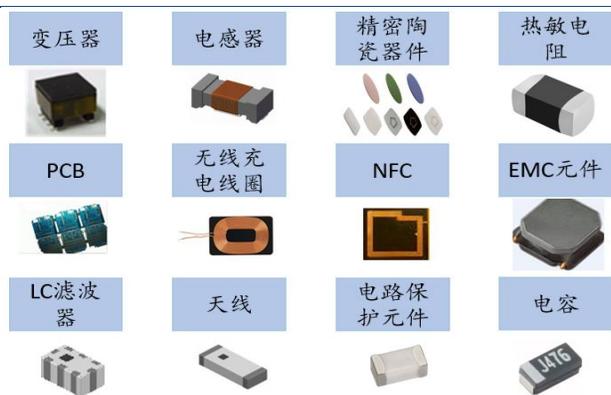
图 47: 顺络产品用于汽车三大电子系统中	26
图 48: 汽车电子应用分类	27
图 49: 智能可穿戴设备出货量, 百万部	27
图 50: 东莞信柏部分产品	28
图 51: 东莞信柏近三年营收和利润情况, 百万元	28
图 52: 电感和射频前端市场规模预计	29
图 53: MURATA 历年各业务收入情况, 百万美元	29
图 54: FY2018 公司细分产品收入占比	29
图 55: 顺络电子最近 10 年 PE TTM 估值	32
图 56: 顺络电子最近 4 年 WIND 一致预期估值	32

一、顺络电子：全球知名的电感器供应商

(一) 国内外领先的电感器专业厂商

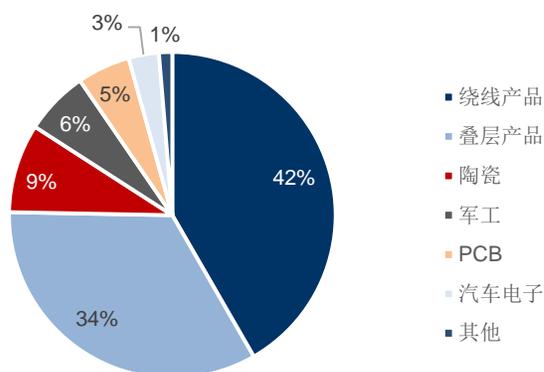
主营业务：顺络电子主要从事各类片式电子元件研发、生产和销售。公司主要产品包括叠层片式电感器、绕线片式电感器、共模扼流器、压敏电阻器、LC滤波器、各类天线、NFC磁片、无线充电线圈组件、电子变压器等电子元件。产品广泛应用于通讯、消费类电子、计算机、LED照明、安防、智能电网、医疗设备以及汽车电子等领域。

图 1：顺络电子主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

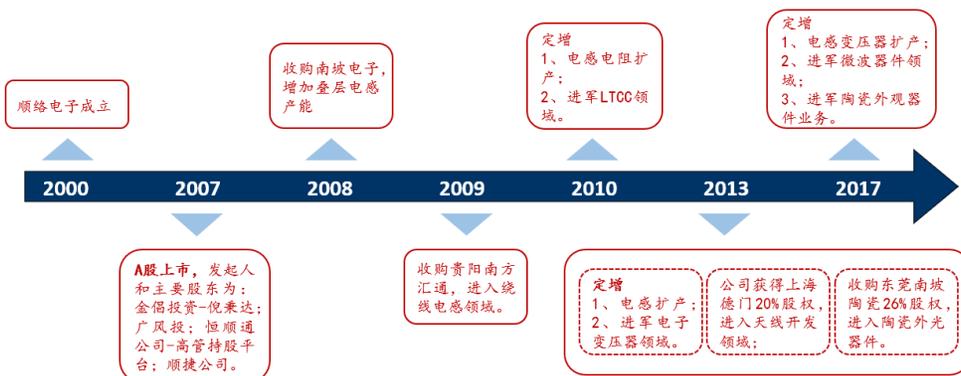
图 2：按产品分，2018 年公司各板块收入占比



资料来源：太平洋证券预测

历史沿革：公司成立于 2000 年；2007 年 A 股上市；2008 年，公司收购南坡电子，增加叠层电感产能；2009 年，公司收购贵阳南方汇通，进入绕线电感领域。经过多年的发展，顺络电子已经成长为国内外电感领域的领先企业，2016 年电感全球市占率在 6.69%，仅次于 Murata、TDK、Taiyo Yuden 和奇力新。目前公司在电感领域的综合排名已上升为全球前三。

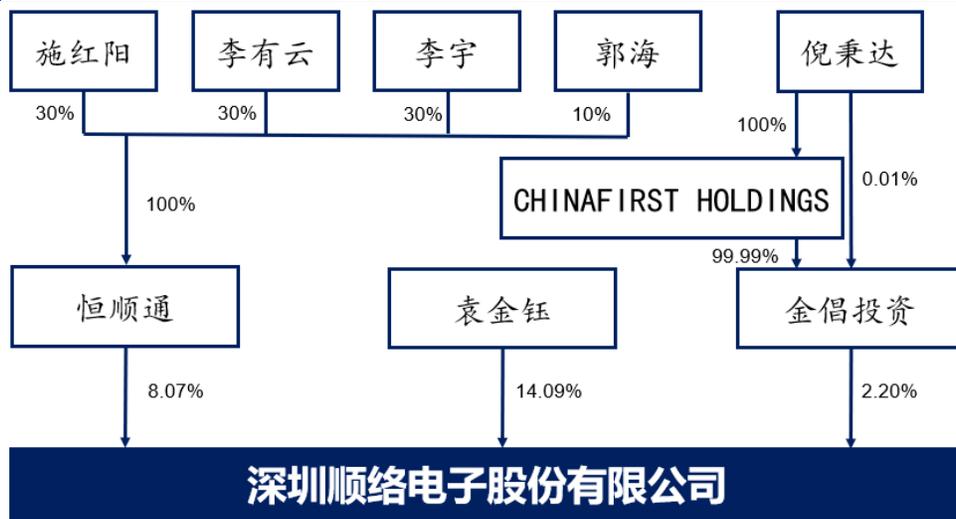
图 3：顺络历史沿革



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

股权结构：公司无控股股东和实际控制人，主要股东包括袁金钰（公司董事长），持股 14.09%；新余市恒顺通电子科技开发有限公司（高管持股平台），持股 8.07%；金倡投资（倪秉达），持股 2.20%。

图 4：顺络电子股权结构

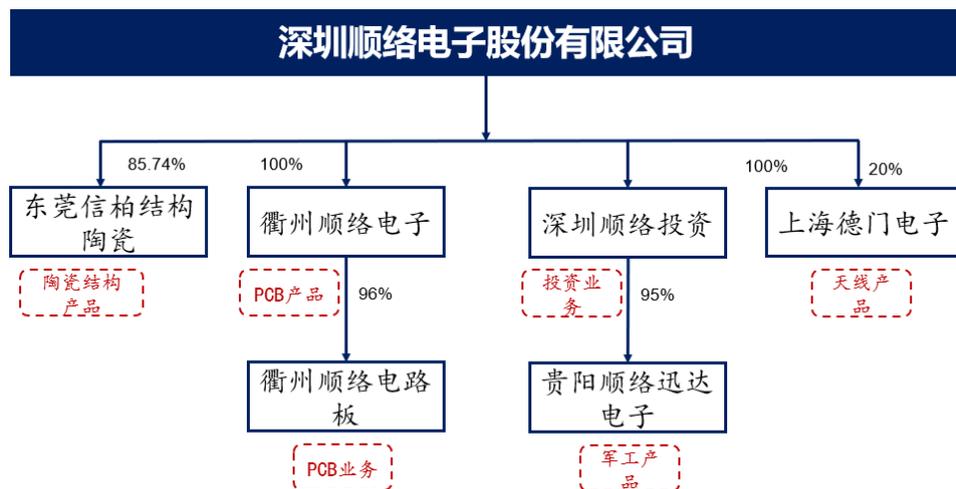


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

主要管理层：施红阳为公司总裁；李有云、李宇分别为公司常务副总裁和总裁；郭海任公司总工程师。

子公司：顺络控股和参股的子公司主要有东莞信柏、衢州顺络、深圳顺络投资、上海德门等。

图 5：顺络电子主要控股和参股公司

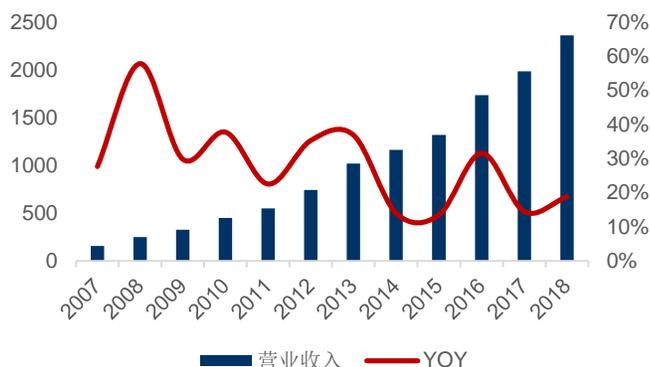


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 成长稳健，盈利能力强

成长能力：2018年，公司收入23.62亿元，同比增长19%；实现归母净利润4.79亿，同比增长40%。公司营收从上市初（2007）的1.25亿元增长到了2018年的23.62亿，11年复合增速27.8%！

图6：公司历史营收情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

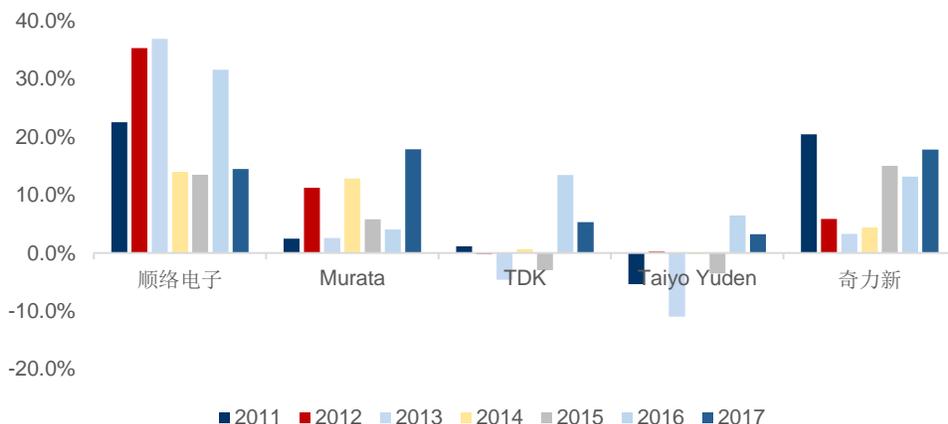
图7：公司历史净利润情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

成长性明显优于海外竞争对手。通过横向比较公司与海外竞争对手的成长能力，我们发现，顺络电子营收成长性明显优于主要竞争对手 Murata、TDK、Taiyo Yuden 和奇力新。

图8：营收成长性比较，过去七年全球主要电感公司营收增速比较

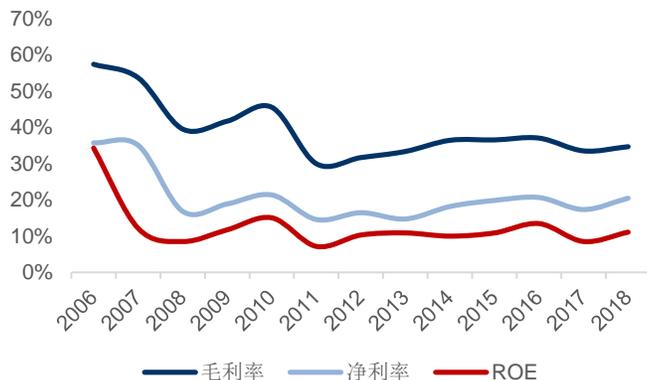


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

盈利能力与费用率：上市以来，ROE 基本每年都保持在 10% 以上；毛利率维持在 30% 以上；净利率每年均高于 15%。2017 年三费占比 17.3%，长期看随着规模的扩大，三费

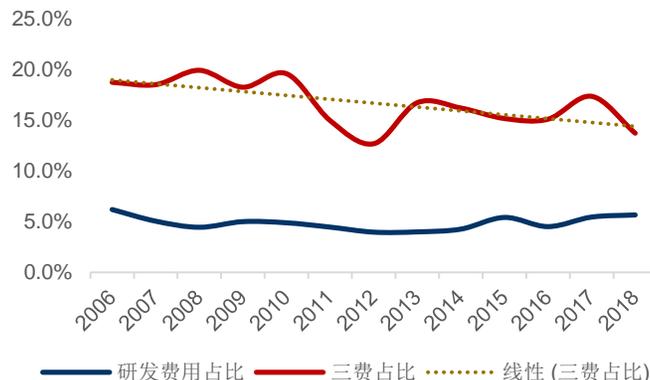
占比有稳步下降趋势。

图 9：盈利能力处于较高水平



资料来源：Wind，太平洋证券整理

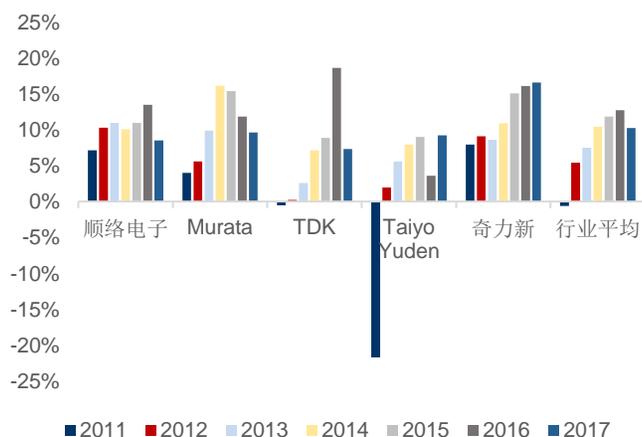
图 10：费用占比稳步下滑



资料来源：Wind，太平洋证券整理

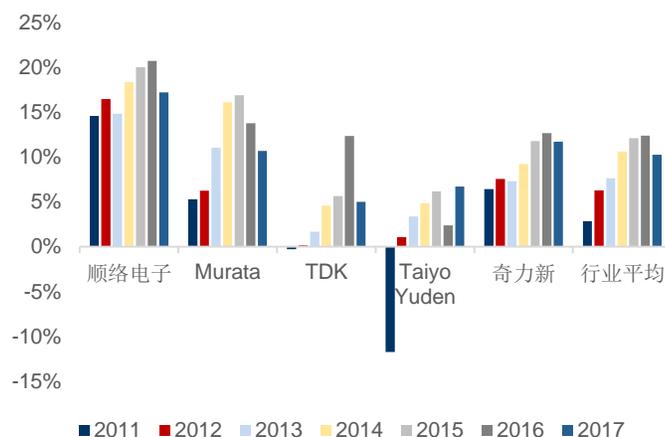
盈利能力领先全行业，股东回报率仍有较大提升空间。横向比较，顺络电子 ROE 处于行业中上水平，近 7 年平均 ROE 为 10.2%，高于行业平均的 8.2%。从杜邦分析来看：顺络电子在净利率方面优势较大，近 7 年平均 ROS 达到了 17.4%，远高于行业平均 8.9%；资产周转率方面，和其竞争对手相比，顺络有较大的提升空间；杠杆率方面，顺络最低，说明公司财务分析风险低，ROE 最稳健。

图 11：ROE 比较



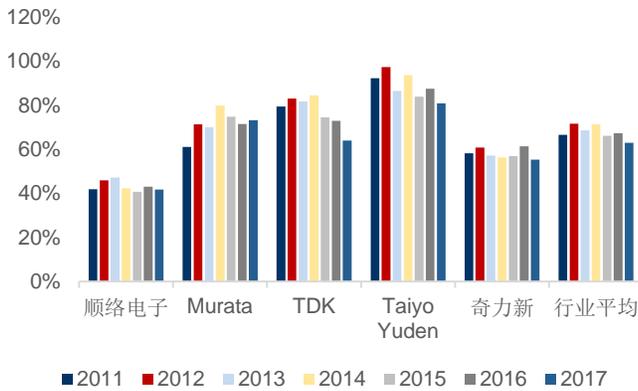
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 12：净利率比较



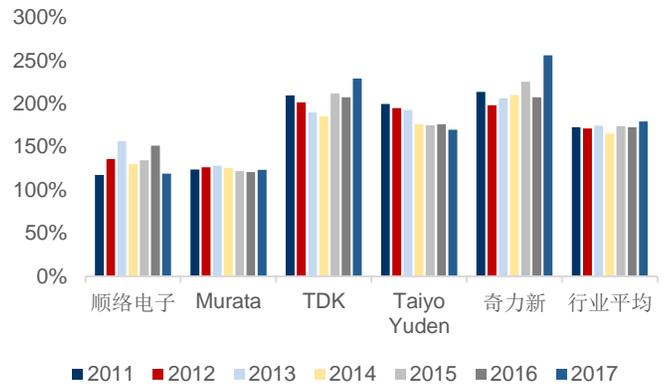
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 13：资产周转率比较



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 14：权益乘数比较



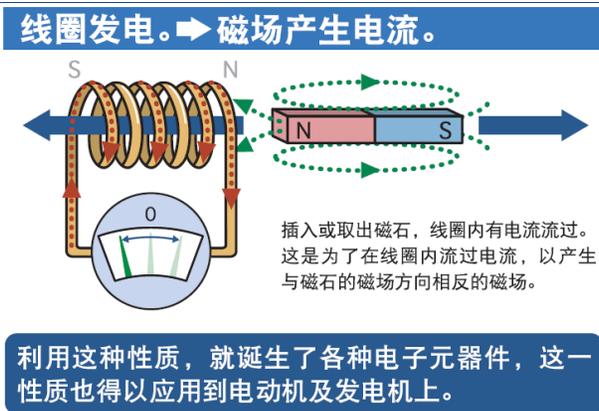
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

二、电感：行业属性优质

(一) 全球 37.5 亿美元市场规模

电路必备元器件，全球市场 37.5 亿美元。电感器 (inductor) 是电路中一种重要的元器件，它通过电流的改变而产生电动势，从而抵抗电流的改变，主要功能是筛选信号、过滤噪声、稳定电流及控制电磁波干扰等。电感器被广泛运用于通信、消费类电子、计算机及周边办公自动化、汽车电子等领域。MicroMarket Monitor 预计，2019 年全球电感市场规模约为 37.5 亿美元。

图 15：电感原理



资料来源：TDK，太平洋证券整理

图 16：电感应用广泛

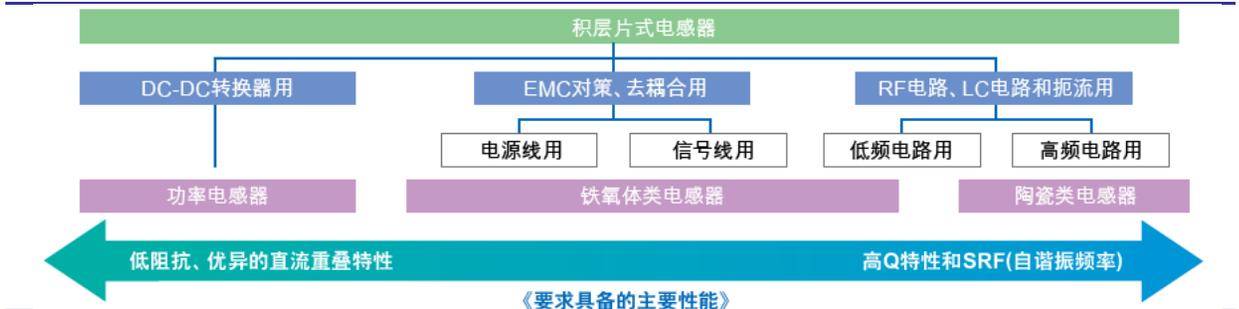


资料来源：TDK，太平洋证券整理

按应用分，电感分为功率电感、去耦电感 (扼流圈) 和 高频电感 (射频电感) 三大类。功率电感，通过积累并释放能量来保持连续的电流，主要用于电压转换，常用的 DC-DC 电路都要使用功率电感；去耦电感，主要用于滤除电源线或信号线上的噪声；

高频电感，主要用于射频电路，实现匹配、滤波、隔离交流、巴伦等作用。

图 17：按应用分，电感分为功率电感、去耦电感和射频电感



资料来源：太平洋证券整理

（二）规模效应明显、客户认证壁垒高，龙头公司优势大

技术驱动型行业。电感行业老产品每年都有降价压力，企业维持盈利能力的关键是技术升级，通过技术创新实现产品小型化。产品小型化可以带来：（1）单位价值提升，如村田 01005 电感价格大约是 0201 的 2.43 倍左右；（2）降低单位成本，原材料占电感生产成本的 40%左右，产品的小型化使单位产品所需原材料出现明显下降，有助于降低产品的单位成本。

表 1：小型化带来单位价值量的提升，Murata 各型号电感价格比较，15000 卷轴单颗价

型号	电感值	尺寸 (in)	应用	价格 (元)
LQP03TQ1N0B02D	1nH	0201	RF	0.13108
LQP02HQ1N0C02E	1nH	01005	RF	0.26103
LQP03TN6N2HZ2D	6.1nH	0201	RF	0.10735
LQP02HQ6N2J02E	6.2nH	01005	RF	0.26103
LQP03TN15NHZ2D	15nH	0201	RF	0.10735
LQP02HQ15NJ02E	15nH	01005	RF	0.26103

资料来源：Mouser，太平洋证券整理

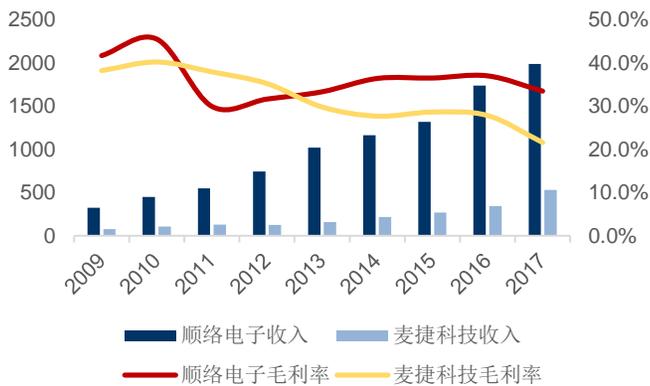
表 2：电感小型化可以降低单位产品的原材料

规格	0603	0402	0201	01005
长 (mm)	1.60	1.00	0.60	0.40
宽 (mm)	0.80	0.50	0.30	0.20
高 (mm)	0.80	0.55	0.30	0.22
单位产品重量 (mg/m ³)	5.20	5.20	5.20	5.20
产品体积 (m ³)	1.02	0.28	0.05	0.02
体积变化		-73.1%	-80.4%	-67.4%
产品重量 (mg/只)	5.32	1.43	0.28	0.09
重量变化		-73.1%	-80.4%	-67.4%

资料来源：公司公告、太平洋证券整理

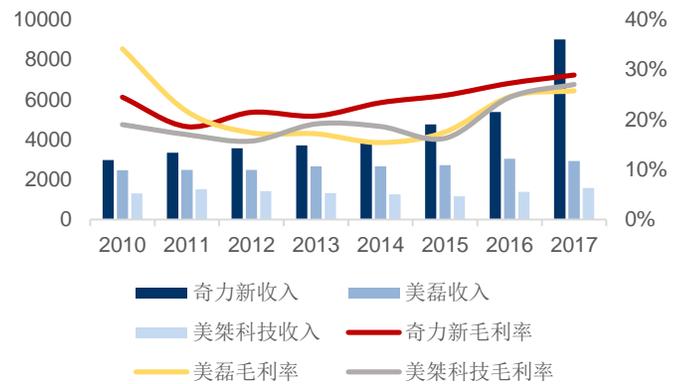
电感行业具备规模效应。在老产品持续降价的情况下，产品持续升级是电感企业维持生存的必然要求。产品升级需要持续的研发投入，研发投入具有规模效应，规模厂商有明显优势，新进入者由于初期规模小，研发投入有限，创新能力无法在短期实现快速提升，意味着其无法通过产品升级来提高 ASP 和降低成本。规模企业一方面可以通过产品升级提高 ASP 和降低成本，另一方面可以通过降低老产品价格打压竞争对手。从毛利率上可以验证电感行业的规模效应，顺络电子和奇力新分别是本土和台湾的电感龙头，两家公司历年毛利率基本都高于当地其他电感公司。

图 18：顺络电子和麦捷科技毛利率比较，百万元



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 19：奇力新、美磊和美策科技毛利率比较，百万新台币



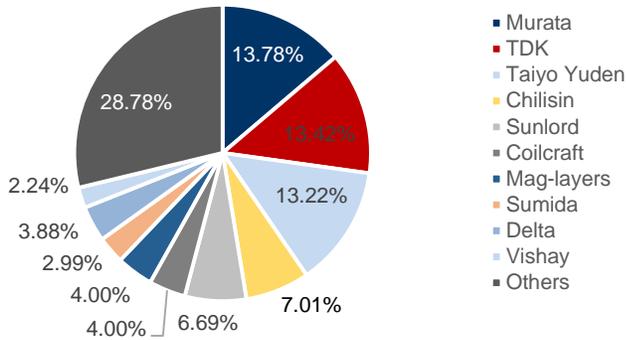
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

客户认证壁垒高利好头部企业。电感单位价格低（参考表 1），占整机成本小，但对整机性能影响大，下游客户倾向于与行业内头部供应商保持长期合作，对更换供应商非常谨慎。新厂商要成为国际大客户供应商需要长时间的市场开拓、管理体系审核以及产品性能认证。一般情况下，从资质审定到成为国际大型电子企业合格供应商需要 3-5 年的时间。因此，严格的供应商资质认证对新进入者形成了较高的市场进入壁垒。

（三）竞争格局：日厂领先，顺络进入第一梯队

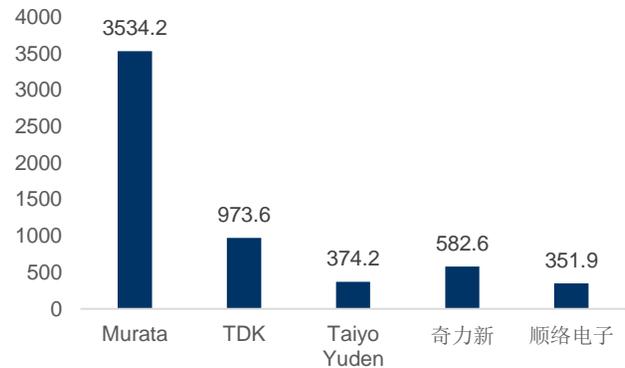
Murata、TDK、Taiyo Yuden 市占率最高，顺络电子进入全球第一梯队。根据 Micro Market Monitor 数据显示，Murata、TDK 和 Taiyo Yuden 位列 2016 年全球电感市场占有率中前三甲，台湾奇力新和顺络分列四五位。

图 20：2016 年全球电感器市场份额情况



资料来源：Micro Market Monitor，太平洋证券整理

图 21：全球主要电感企业 2018 年营收，百万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

注：在统计 2018 年营收中，日商均取自然年度数据，其中 Murata 统计 Other Components、TDK 为 Other Passive Components、Taiyo Yuden 为 Inductor & Ferrite Products 业务收入。

表 3：主要电感厂商比较

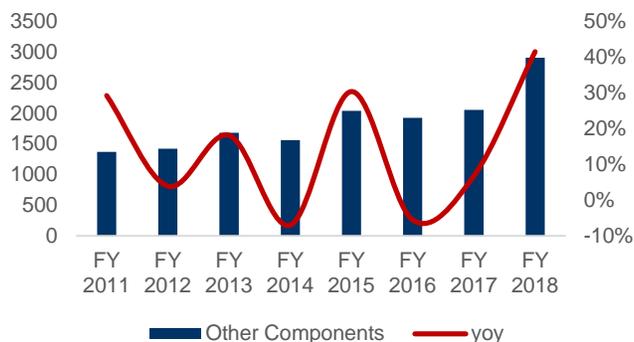
类别	顺络电子	日本厂商	台湾厂商	国内其他厂商
产品品质	与日系产品基本同质	品质最高，工艺控制能力最好	产品性能较好	产品性能一般，一致性控制有差距
配套供货能力	片式电感产品线最全，并逐步拓宽	元件产品线最全，整机配货能力最强	PC 领域整机配货能力最强	无法满足国际大厂的要求
客户结构	国际高端厂商，基本与日系产品重合	国际高端整机厂商，例如三星、夏普等	主攻 PC 市场，很难在其他应用领域形成规模	主要面对国内客户和终端零售市场
资质认证	大部分高端厂商的供应商资质认证	所有高端整机厂商的供应商资质认证	主要是 PC 厂商的供应商资质	很少获得此类资质认证
价格	与日系产品基本持平，波动在 5% 以内	价格最高	价格处于第二梯队	价格最低
成本	成本比日系产品低 10-20% 左右	成本最高	成本较低	成本最低

资料来源：太平洋证券整理

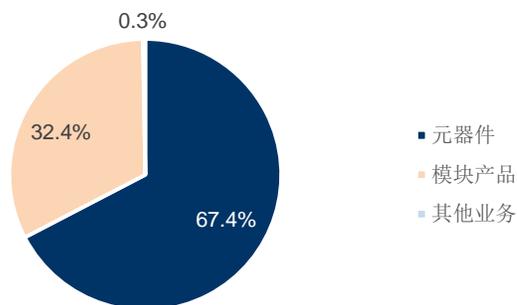
Murata：全球被动元器件龙头。

村田制作所成立于 1944 年，总部位于日本京都，是全球领先的电子材料、电子元件和多功能高密度模块的提供商，也是全球电感龙头企业。公司产品广泛应用于移动电话、家用电器、汽车电子、能源管理系统和医疗保健设备等领域

公司电感收入和锂电池、连接器一起归类为 Other Components，2018 年自然年度内 Other Components 收入为 35.34 亿美元，占公司营收比重 25.1%。Murata 在电感行业的优势在于产品品质高，产品线广，整机配套能力强。缺点是接单灵活性不足，远离中国这个全球最大的电子制造基地，服务效率低。

图 22：村田 Other Components 历年收入情况，百万美元


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

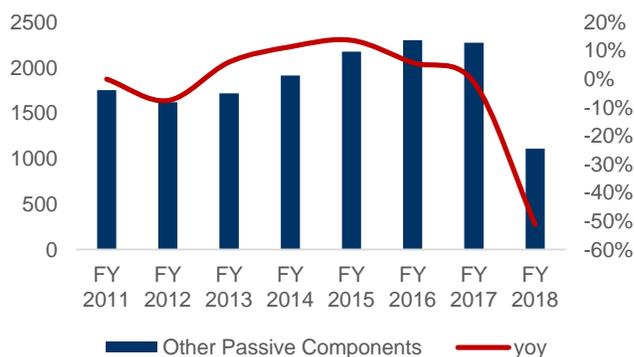
图 23：2018 年村田各业务收入占比


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

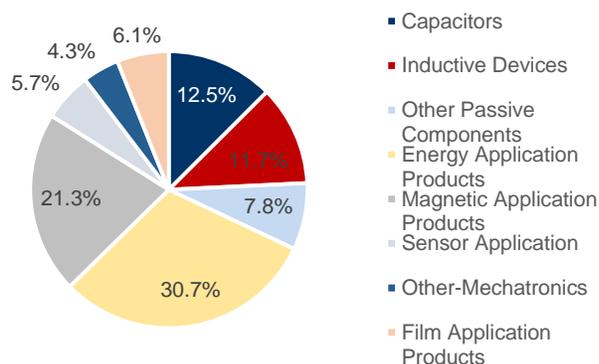
TDK：全球领先的被动元器件制造商

TDK 的创始人加藤与五郎和武井武两位博士在东京发明了铁氧体后，于 1935 年创办了东京电气化学工业株式会社 (Tokyo Denkikagaku Kogyo K. K)。1983 年，该名字正式更名为 TDK 株式会社，开始从事磁性材料的商业开发和运营。目前产品涵盖被动元器件、薄膜应用产品、磁性材料产品、传感器等。

公司电感业务归类在 Other Passive Components 业务中，2018 自然年度 Other Passive Components 收入 9.74 亿美元，占公司收入 7.8%。TDK 在电感领域的优势在于，材料优势，公司以磁性材料起家，技术积累深厚。但缺点和 Murata 一样，电感占比小，对订单响应不及时。（FY2018 公司 Other Passive Components 收入大幅下降在于转让了其中的高频业务）

图 24：TDK Other Passive Components 收入，百万美元


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 25：2018 年 TDK 收入占比


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

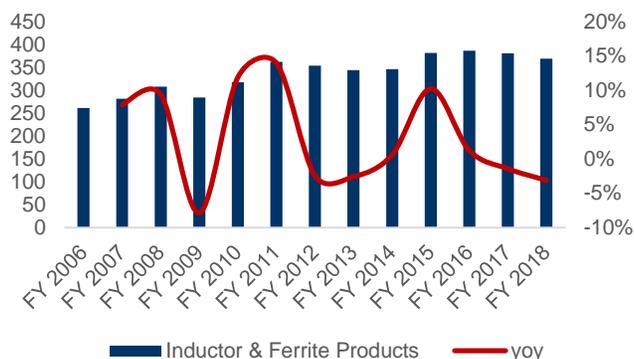
Taiyo Yuden：全球知名的电子元器件厂商

TaiYuden（太阳诱电）成立于 1950 年，总部位于日本东京，是全球知名的电子元

器件厂商，其在 MLCC、电感等电子元器件市占率位居全球前列。

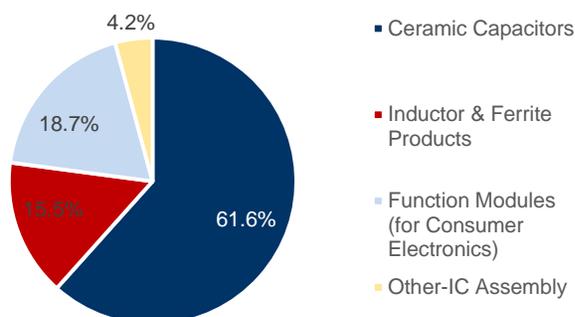
2018 年，公司电感相关业务（Inductor & Ferrite Products）收入 3.74 亿美元，占比 15.5%。公司优势在于在电感领域有深厚的技术积淀、产品质量过硬。缺点是规模小，研发投入低、创新能力下滑，且有日系厂商服务效率低的通病。

图 26: Taiyo Yuden 电感历年收入情况，百万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 27: 2018 年 Taiyo Yuden 收入占比



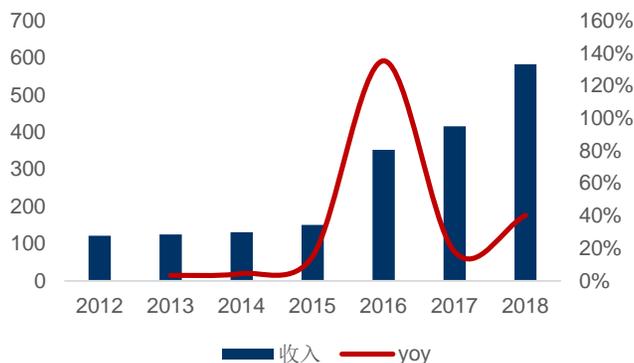
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

奇力新：全球一线电感制造商

奇力新成立于 1972 年，是全球电感组件专业制造与服务供货商。公司产品线囊括 EMI，Power 及 RF 领域。2017 年奇力新完成合并旺詮及国巨子公司飞磁；2018 年公司又以换股方式收购美磊和美桀科技。通过上述几起并购，奇力新正式跨入贴片电阻、排阻及磁性材料的制造。

2018 年公司实现营收 5.83 亿美元，同比增长 40.2%。奇力新在行业里优势在于背靠台湾 PC 产业链，在 PC 领域整机配货能力最强。缺点是，主攻 PC 产业链，在其他领域配套经验不足，服务效率、成本较国内厂商差。

图 28: 奇力新历史营收，百万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 29: 奇力新盈利能力



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

（四）下游本土厂商崛起，电感进口替代进程加速

智能手机市场是电感重要市场。从需求数量上看，参考奇力新对单机需求的估计以及 IDC 的出货量数据，智能手机是主要消费电子产品中电感用量最大的市场。从市场规模上看，参考调研数据单机价值 7-8 元，2018 年智能手机用电感市场规模预计在 98 亿-112.4 亿元，2019 年全球电感市场规模 37.5 亿美元，预计智能手机需求占电感总市场规模预计将超过 44%，是电感最重要的市场。

表 4：不同电子产品对电感的需求

应用领域	应用电感种类	预计单机用量	2018 年出货量 (亿台)	市场需求 (亿颗)
智能手机	磁珠、晶片电感、功率电感	80-110	14.05	1335
平板电脑	磁珠、晶片电感、共模扼流线圈、功率电感	90-100	1.45	138
LCD 电视	磁珠、晶片电感、共模扼流线圈、功率电感	110-125	1.48	177
LCD 屏幕	磁珠、晶片电感、共模扼流线圈、功率电感	80-120	1.50	150
笔记本电脑	磁珠、晶片电感、共模扼流线圈、功率电感	58-70	1.64	107
无线路由器	磁珠、晶片电感、功率电感	10-15	43.48	543

资料来源：奇力新、IDC，太平洋证券整理

本土智能手机厂商崛起，电感进口替代加速。近年来，以华米 OV 为代表的本土智能手机品牌开始集体崛起。本土元器件企业由于具备本土配套响应及时、服务效率高等优势，国内智能手机厂商也在自身壮大后积极推动元器件的国产化。中兴事件的爆发使国内厂商认识到了供应链安全重要性，明显加速了电感等零部件的国产替代。

三、顺络电子竞争优势分析

（一）优秀的治理结构是公司持续成长的基石

管理层持股有利于公司长期稳定发展。公司高管和技术骨干在顺络上市初就分别以恒顺通公司和顺捷公司持有上市公司 11.91% 和 1.79% 的股份。截止 2018 年 11 月，高管持股平台恒顺通仍然持有 8.07% 的上市公司股份，为顺络第二大股东。公司高管通过管理层持股将自身利益与公司价值绑定，很好的解决了公司制下的委托代理问题，降低了公司代理成本，有利于公司长期稳定发展。

表 5：顺络电子高管、技术骨干持股平台

持股平台	持股平台股东	上市初持股	当前持股
恒顺通公司	总裁、常务副总裁、副总裁、总工程师	11.91%	9.07%
顺捷公司	副总工程师、主任工程师、财务部、生产部、市场部等部门经理	1.79%	未披露

资料来源：太平洋证券整理

股权激励是公司持续快速成长的助推器。除高管持股外，公司也非常重视其他管理人员和技术人员的激励。上市以来，顺络陆续推出了三次股权激励计划，极大的提升了其他中高层管理人员和技术人员的工作积极性，促进了公司业绩持续快速成长。三次股权激励计划中，除2011、2017和2018年没有完成业绩考核外，其余6年都达到了股权激励的业绩考核，业绩完成率66.7%。公司利润也从实施股权激励前的6100万增长到了2018年的4.83亿，9年复合增长率达到了25.8%。

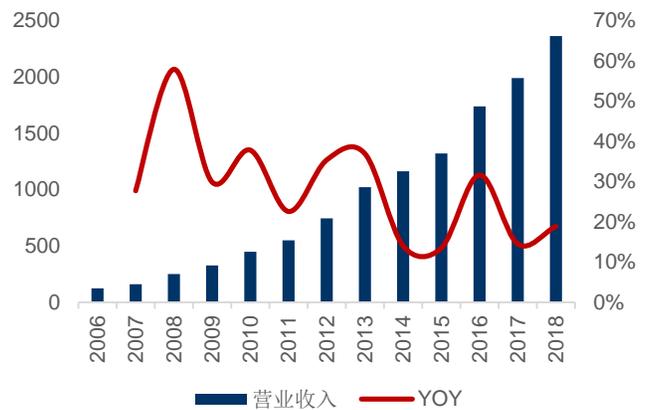
表 6：公司股权激励完成情况

	指标	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
股权激励业绩考核	ROE	≥10%	≥10%	≥10%	≥9%	≥9%	≥9%	≥9%	≥9%	≥9%
	利润增速	15%	15%	15%	20%	40%	60%	30%	60%	90%
实际业绩	ROE	15.0%	7.2%	10.3%	10.9%	10.1%	10.9%	13.5%	8.5%	11.1%
	利润增速	56.0%	-16.4%	52.8%	23.2%	73.9%	115.2%	36.4%	29.6%	84.4%

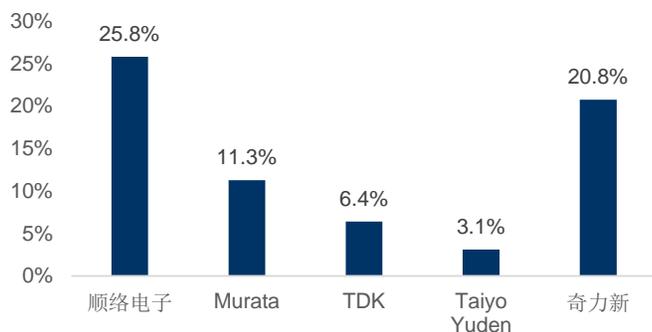
资料来源：公司公告、太平洋证券整理

图 30：单位员工产值/利润稳步提升，万元

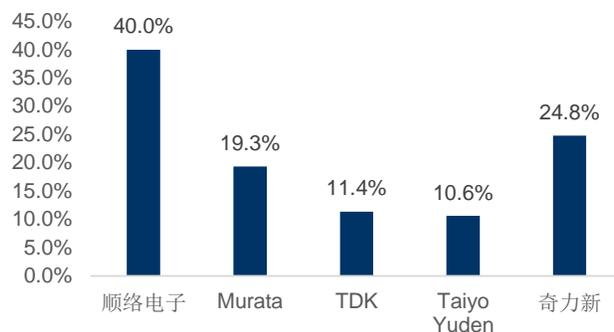

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 31：顺络收入持续快速增长，百万元


资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 32：国内外电感公司 2009-2017 年收入复合增速


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 33：海内外电感公司 2018 年收入增速


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

注1：奇力新由于2016、2017年并入了旺詮的收入，导致这两年收入较之前大增，带来复合增速变高，实际9年复合增速远低于20.8%；

注2：Murata、TDK、Taiyo Yuden 2009-2017数据采用各公司财年数据。由于FY2019年报尚未发布，上述企业2018年增速数据采用自然年度数据；

（二）工艺技术快速提升

公司工艺技术快速赶超主要竞争对手。电子元器件行业最能体现公司工艺技术水平莫过于新品的研发和量产进度。目前电感领域下一代主力产品是 01005 叠层电感，顺络是最早开发出 01005 电感的公司之一，2015 年公司就和村田成为全球唯二能量产 01005 电感的公司，技术工艺已经处于行业领先水平。

工艺技术的快速进步主要来源于公司长期的技术积淀以及持续的研发投入。

公司长期的技术积淀。核心管理层是国内电感研发与制造的拓荒者，总经理施红阳更是国家片式电感标准的早期制定人之一，管理层具备深厚的技术背景。管理层的技术背景以及在该行业的长期积淀使其对行业动态、制程等有着深刻的理解，并带领公司的技术工艺实力快速进步。

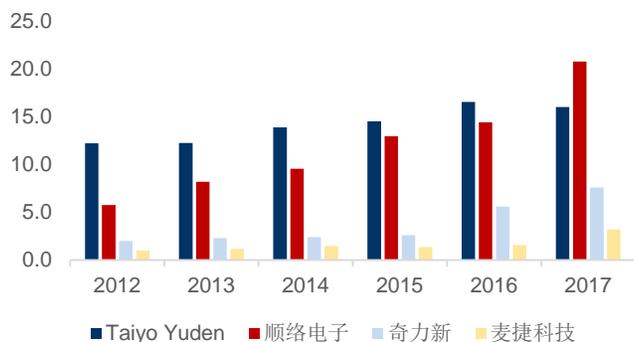
表 7：公司在电感领域有着长期的技术积淀

时间	事件
1994 年	深圳南虹电子陶瓷有限公司从美、日、德全套引进了国内第一条叠层片式电感生产线
1996 年	南虹电感产品获得了 Motorola 的最佳供应商和最佳服务奖。
1992-2000 年	后来顺络的主要创始人和核心高管施红阳、李有云、李宇（1994-1997）当时分别任深圳南虹电子陶瓷有限公司的总工程师、副总经理、工程师
2000 年	施红阳、李有云、李宇受金倡投资邀请一起加盟创立顺络电子
2008 年	顺络电子收购南玻电子（原深圳南虹电子）

资料来源：《电感器的发展现状及趋势》，太平洋证券整理

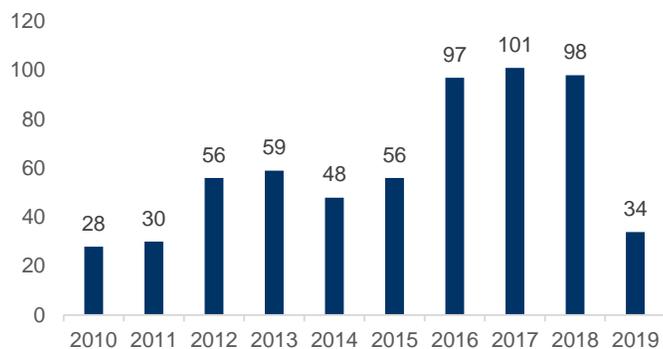
持续的研发投入是公司技术工艺实力得到快速提升的另一要点。上市以来，顺络的研发投入持续增加，目前公司研发投入占比和绝对额均高于主要竞争对手 Taiyo Yuden、奇力新，仅低于 Murata 和 TDK（两者除电感外还大量的其他元器件和模组产品）。

图 34：顺络及其主要竞争对手研发投入，百万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 35：顺络专利数量（截止 2019/4/2，公开日统计）



资料来源：专利检索与分析网站，太平洋证券整理

注：Taiyo Yuden 研发投入=总研发投入×Inductor & Ferrite Products 收入占比；公司另两大主要竞争对手 Murata 和 TDK 由于业务繁杂，没有对电感的收入和研发进行单独划分，无法直接对比在电感方面的研发投入，故没有放入上图中对比。

（三）服务效率优于竞争对手

服务效率领先，交货周期明显优于海外竞争对手。顺络订单响应时间一般在 2-5 周，且接受较大规模的临时性订单。日本同行交货期一般在 6-12 周，且只接受大批量计划性订单，临时订单的响应时间基本在 80 天左右。

表 8：电感行业不同厂商服务效率比较

项目	顺络电子	Murata	TDK	Taiyo Yuden
质量	5	5	5	5
交货期（亚洲地区）	2-5 周	6-12 周	6-12 周	6-12 周
价格	较高	高	高	一般
接单情况	可接受较大规模的临时性订单	只接受大批量计划性订单，临时订单的响应时间在 80 天左右		

资料来源：太平洋证券整理

（四）优质的客户资源助力公司从优秀走向卓越

公司以优质的产品，完善的服务赢得了国内外众多知名企业的信赖。公司目前进入了各领域全球领导企业，包括，通讯市场的华为、中兴、苹果、三星、OV 小米等；PC 领域的 IBM、联想；电视市场的 TCL、三星、LGD 等；汽车电子市场的 Bosch、Valeo、Tesla 等。

表 9：顺络电子主要客户

应用市场	主要客户
通讯	华为、中兴、OPPO、Vivo、苹果、三星、联想、酷派、小米、步步高、TCL、海信、天语、NOKIA、LG、PANTECH、SHARP、诺西、阿朗、华三、思科等
电脑	IBM、联想、华为、海尔、Microsoft、Amazon、INTEL、HP
电视	TCL、海信、长虹、康佳、创维、小米、三星、LG、索尼、松下、夏普、PHILIPS、Vestel、Google
照明	Osram、GE、CREE、Panasonic
汽车电子	BOSCH、Valeo、Tesla、Panasonic、Denso、Pioneer、Clarion、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：公司公告，太平洋证券整理

优质的客户资源促使公司从优秀走向卓越。（1）可以提高公司的技术实力。产品要能满足大客户的要求，不仅技术指标特别高，而且对产品可靠性要求特别高；（2）有助于提升公司的管理水平，建立国际巨头认可的、可接轨的管理体系；（3）有利于公司树立国际化的理念和文化。通过对大客户的供货，顺络持续不断的申请标准认证，陆续获得了 ISO9001、ISO14001（TUV）质量体系认证、Sony 的 Green Partner 系列认证。为了满足给西门子供货的要求，公司也在西门子的帮助下，通过了 TS16949 认证，从而获得了进入汽车电子市场的通行证。技术实力的持续提升、高效管理体系和国际化理念文化的建立促使公司一步一步从优秀走向卓越。

四、短期成长：电感量价齐升，汽车电子进入收获期

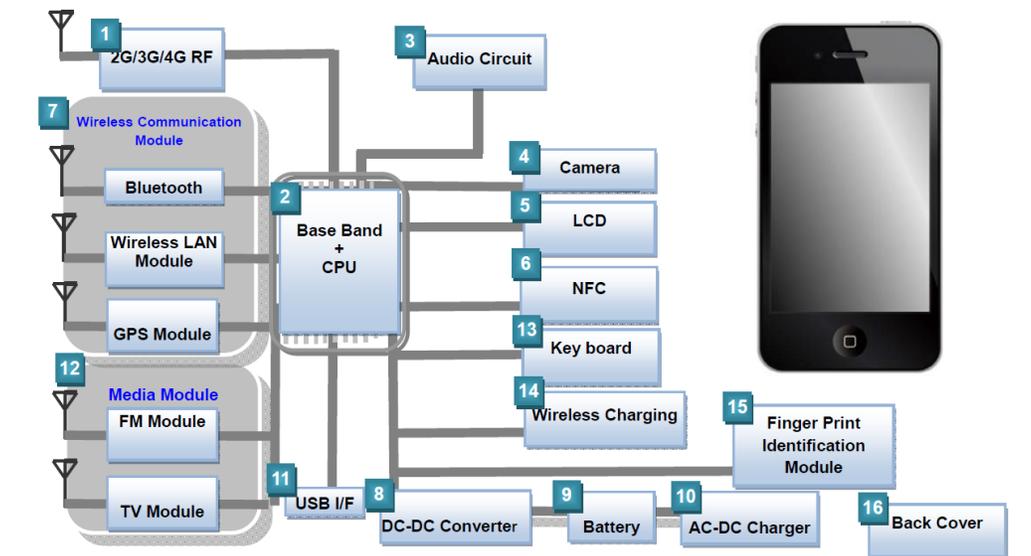
（一）电感：需求量价齐升，市占率提高是公司成长主要逻辑

5G 驱动电感需求量价齐升、国产替代提速带来的公司市占率上升，是未来 2-3 年顺络电感维持高增长的主要逻辑。

5G 提升单部手机电感需求。5G 时代将新增 Sub-6GHz 和毫米波频段，新增一个频段需要增加相应频段的滤波器、天线开关、PA 等射频前端器件，以支持信号在该频段的顺利发射与接收。因此，5G 时代，单个手机对滤波器、天线开关、PA 等射频前端器件的需求相比 4G 将会进一步增加，这将直接提升配套元器件电感器的用量，包括匹配电路的 RF 电感、为新的射频器件提供 DC-DC 电源转换的功率电感。

产替代加速的主要受益者。

图 40：公司电感在手机中的主要应用



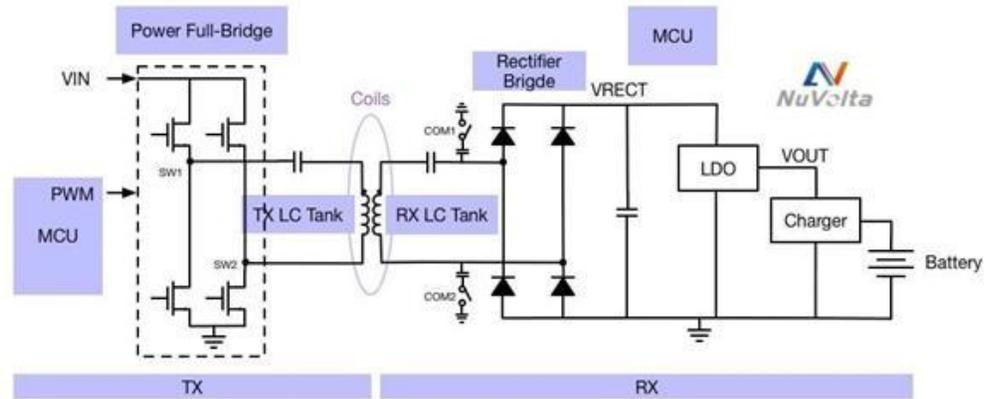
资料来源：顺络电子，太平洋证券整理

(二) 无线充电线圈：未来增长可期

无线充电-充电黑科技。无线充电是指具有电池的装置不需要借助于电导线，利用电磁感应原理或者其他相关的交流感应技术，在发送端和接收端用相应的设备来发送和接收产生感应的交流信号来进行充电的一项技术。它可以使电子设备摆脱充电线的束缚，同时没有了外露的连接器，可以避免漏电、跑电等安全隐患的发生。

当前无线充电主要有电场耦合式、电磁感应式、磁场共振式、无线电波式。以目前最常用电磁感应方式为例，通过在发射端（TX）输入电压，使发射端线圈产生磁场，接收端（RX）线圈产生感应电动势从而产生电流，进而给电池充电。

图 41：电磁感应无线充电技术原理



资料来源：与非网，太平洋证券整理

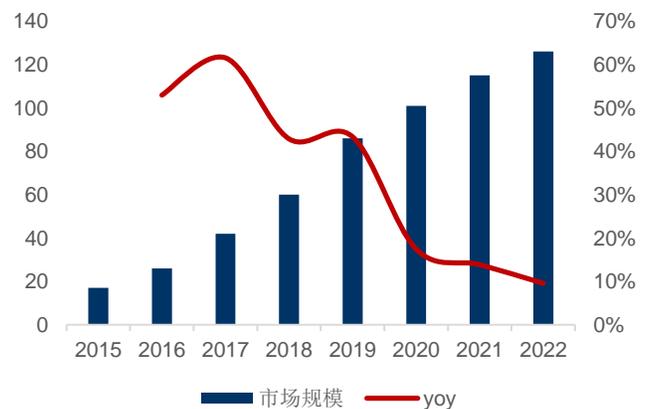
苹果助推无线充电成为智能手机充电新趋势。继最初在 iPhone 8 及 iPhone 8 Plus 导入无线充电外，苹果去年推出的新机 iPhone XS 和 XR 继续支持无线充电。其他厂商也纷纷跟进，均推出了支持无线充电的手机，如华为 mate20 Pro、小米 MIX 3、三星 Note9 等。IHS Markit 预期，2019 年带有无线充电功能的消费电子装置出货可望达 10 亿套规模，至 2022 年将可达 20 亿套。无线充电的市场规模预计将从 2019 年的 86 亿美元增长到 2022 年的 126 亿美元。

图 42：苹果 iPhone XS 支持无线充电



资料来源：苹果官网，太平洋证券整理

图 43：全球无线充电市场规模，亿美元



资料来源：IHS，太平洋证券整理

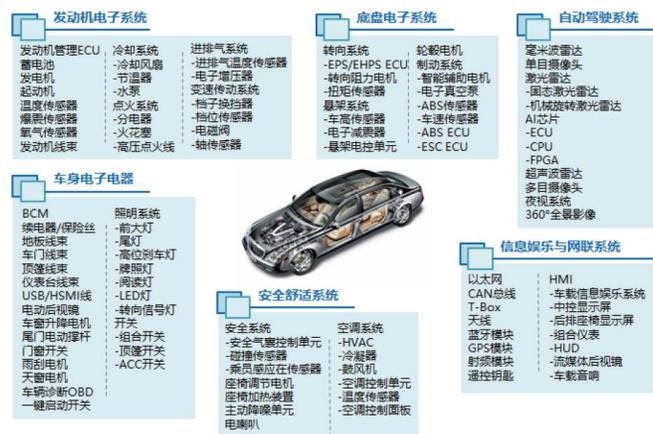
技术成熟、产品尺寸涵盖广，无线充电线圈未来增长可期。公司较早布局无线充电领域，拥有成熟的接收线圈和发射线圈方案。公司在无线充电领域的产品尺寸涵盖

广,既有应用于可穿戴设备的20mm小线圈,也有应用于Notebook PC等的边长达到20cm的大线圈。通过积极与国际著名IC公司合作,公司部分产品已进入无线充电IC龙头企业芯片方案参考设计,满足Qi标准的或定制型的TX、RX线圈已获IDT、NXP的无线充电方案认证。随着下游需求的起量,未来公司无线充电线圈需求增长可期。

(三) 汽车电子：布局多年，开始进入收获期

汽车电子市场稳步壮大。汽车电子指用于感知、计算、执行汽车各个状态和功能的汽车电子零部件。随着汽车电动化、智能化、网联化的推进,汽车电子产业呈现快速增长态势,电子零部件占成本比重不断提高。目前纯电动车中,汽车电子成本占比高达65%。IC Insights预计,2019年汽车电子的销售额将增长6.3%至1620亿美元。2017年到2021年,汽车电子预计将实现年复合增长率(CAGR)为6.4%,超过所有其他主要电子系统类别。

图 44：汽车电子应用分类



资料来源：盖世汽车，太平洋证券整理

图 45：全球汽车电子销售额，亿美元



资料来源：IC Insights，太平洋证券整理

汽车电子供应链相对封闭，壁垒高。汽车电子产业高度分工专业化，产业链包括整车制造、一级供应商（Tier 1）、二级供应商（Tier 2）等。Tier 1 供应商主要进行汽车电子模块化功能的设计、生产和销售，掌控着上游二级零组件的采购与定价。Tier 2 主要给 Tier 1 供应半导体芯片和电子元器件。相对于消费电子，汽车电子对于安全性要求高，行业具有 TS 16949、AEC-Q200 等多种认证标准，认证周期较长（2-3 年）。

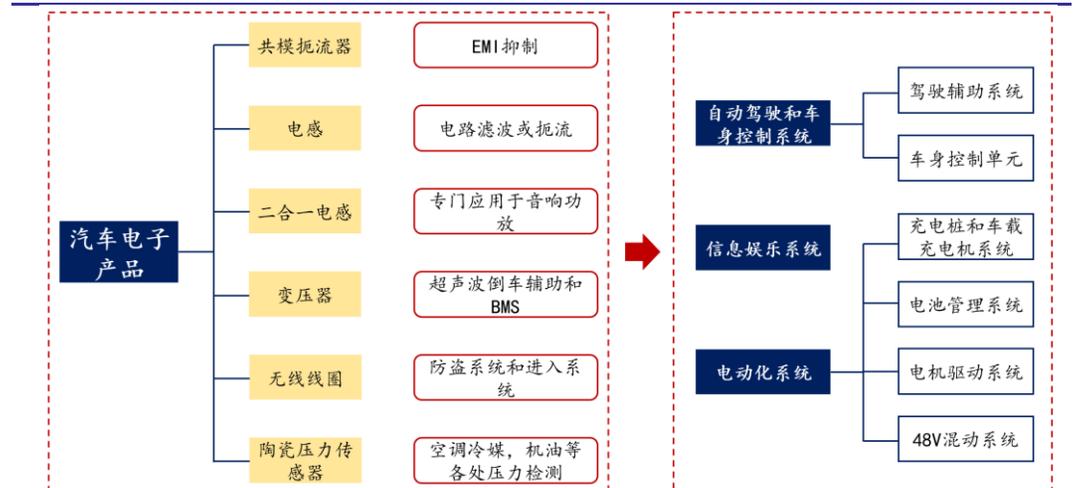
图 46：汽车电子产业链



资料来源：Yole，太平洋证券整理

公司布局汽车电子多年，相关业务开始进入收获期。顺络布局汽车电子多年，2009年公司通过 TS16949 认证，12 年通过博世供应认证，16 年开始给博世供货，17 年进入法雷奥供应链，18 年成为特斯拉供应商。目前，公司拥有电感、变压器、无线充电线圈等汽车电子产品，可用于自动驾驶和车身控制系统、信息娱乐系统、电动化系统。我们预计公司可供产品单车价值在几百到 3000 元不等。我们认为，经过多年的客户认证、市场开拓准备，未来三年公司汽车电子将进入收获期。

图 47：顺络产品用于汽车三大电子系统中



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(四) 结构陶瓷：受益陶瓷外观件渗透率上升

无线充电以及未来 5G 的应用，或提升手机陶瓷背盖渗透率。无线充电以及 5G 对信号传输要求较高，手机背壳出现去金属化趋势（对信号有屏蔽和吸收的作用）。玻璃、塑料、陶瓷是替代方案。在如今智能手机创新不足、同质化越来越严重的情况下，陶瓷背壳有望凭借硬度高、超常的断裂韧性、对信号无屏蔽、美观等特性成为手机差异化设计的理想选择。

表 10：不同手机背壳材料特性

材料	莫氏硬度	维氏硬度(HV)	抗折硬度(Mpa)	信号屏蔽
陶瓷	8.5	1350	1000-1500	否
蓝宝石	9	2000	900	否
金属	5.5	800	200-300	是
钢化玻璃	6.5	400-850	125	否

资料来源：太平洋证券整理

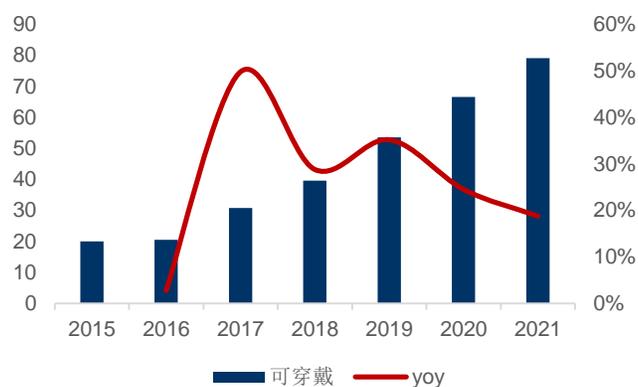
可穿戴设备陶瓷外观件渗透率望逐步提升。陶瓷外壳能够提供如宝石般的外观、温润如玉的手感、对皮肤不过敏等优势，外观出色，佩戴体验舒适。陶瓷可穿戴外观件越来越成为高端可穿戴产品的选择。苹果 Watch 3 成为了手表类产品使用陶瓷基座的典型代表，除此之外，华米手环、Amazon fit, TicWatch 均使用了陶瓷外壳。我们预计，未来随着陶瓷成本的下降，陶瓷外观件占比有望获得持续提升。

图 48：陶瓷外观件应用



资料来源：太平洋证券整理

图 49：智能可穿戴设备出货量，百万部

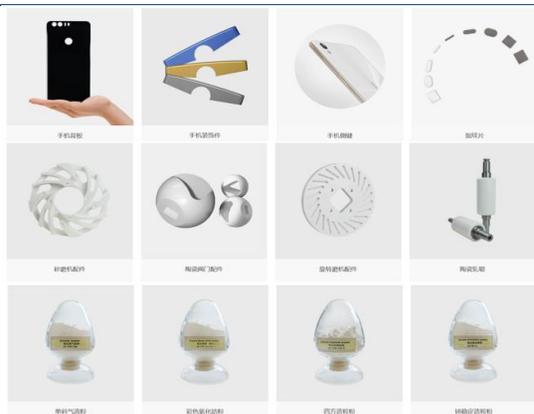


资料来源：IDC，太平洋证券整理

收购东莞信柏，发力陶瓷外观件。经过两次 2013 年和 2017 年两次股权收购，顺络持有东莞信柏 85.74% 股份，打造陶瓷材料平台。东莞信柏是国内最早、从事氧化锆陶瓷材料及制品研发、生产和销售的企业，具备上游陶瓷粉体和下游产品制造的工艺，

同时在机加工和模压等技术工艺（磁芯技术）方面也有丰富的经验积累。我们认为，在陶瓷材料和产品方面的提前布局，短期可以使公司提前卡位陶瓷外观件，长期则有望加强公司的磁芯技术，从而减少对海外厂商的依赖。

图 50：东莞信柏部分产品



资料来源：东莞信柏官网，太平洋证券整理

图 51：东莞信柏近三年营收和利润情况，百万元



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、长期看点：从制造商到解决方案提供商

对标全球被动元器件龙头村田，我们认为，从制造商向整体解决方案提供商转变是顺络电子的长期成长逻辑。

向整体解决方案提供商转变是元器件厂商长期成长的必要选择。随着电子元器件制造工艺的进步和设计能力的提高，半导体与无源器件的结构更加紧密，电子产品的集成度不断提高，终端厂商迫于上市时间和成本压力对供应商的要求也更加苛刻，单纯做元器件已经很难满足客户的需求且竞争也越发激烈。转型成为整体解决方案提供商，为终端客户提供元器件、模块、方案设计等一站式服务是元器件厂商提高竞争力、实现长期成长的必要选择。

从制造商向整体解决方案提供商转变的意义在于两方面，一是提升自身产品产值，打开市场空间；二是提高客户粘性，增强客户转换成本，拓宽公司护城河。

提升自身产品产值，打开市场空间。转型整体解决方案提供商第一步是从提供元器件产品向提供模块化产品转变，电感产值 2019 年产值预计为 37.5 亿美元，而其下游射频前端 2016 年就已经达到 101.1 亿美元，2022 年更是有望到 227.8 亿美元，向下游模块化产品延伸将直接打开元器件厂商新的市场空间。

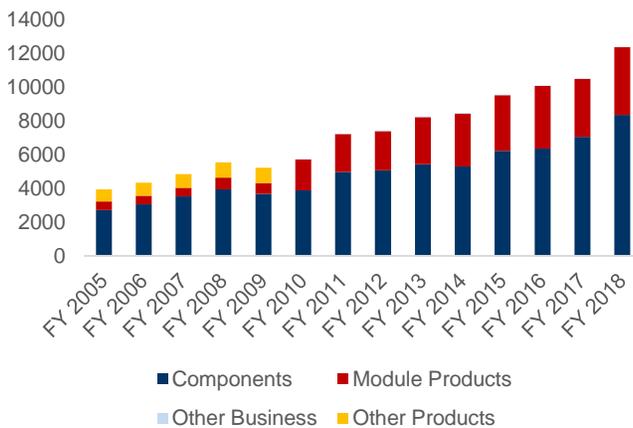
图 52：电感和射频前端市场规模预计



资料来源：MicroMarket Monitor、Yole，太平洋证券预测

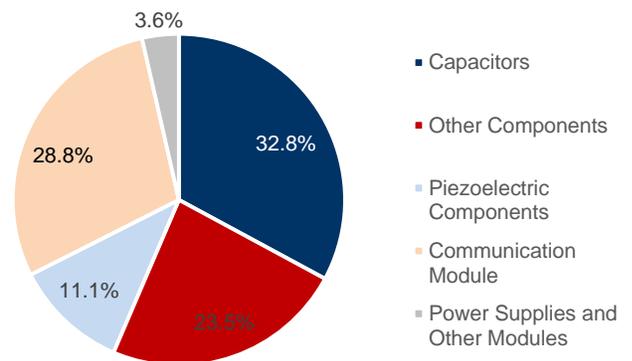
模块化也成为 Murata 近十年来成长的重要引擎。其通过自主研发和一系列外延并购于 20 世纪初快速进入了模块领域。之后不仅提供电容电感等元器件产品，也开始供应射频模组、电源模组等模块。模块化也成为 Murata 近十年来成长的重要引擎，模组业务收入从 2005 财年的 5.01 亿美元增长到了 2018 年的 40.06 亿美元，增长了 699%。同期公司收入仅增长了 213%。

图 53：Murata 历年各业务收入情况，百万美元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 54：FY2018 公司细分产品收入占比



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

增强客户转换成本，提高客户粘性，拓宽公司护城河。与单一提供元器件的制造商相比，整体解决方案提供商将为终端客户提供元器件、模块、方案设计等一站式服务。一站式的解决方案节约了客户的时间，对于客户来说，把所有的问题一次性解决，更便捷、更高效也更省钱。这将增强客户转换成本，有助于提高客户粘性，拓宽公司

护城河。

从制造商向整体解决方案提供商转变是顺络电子的长期成长逻辑。经过多年的发展，公司在电感领域已经缩短了同全球龙头的差距，进入了全球第一阵营。公司在做强做大片式电感的基础上，也大力发展新型电子元件，为客户提供一站式配套服务和解决方案，提高公司在其他电子元器件（如 LTCC、敏感器件、变压器、天线、PCB 等）领域的市场影响力。长期来看，我们认为公司有望复制村田的发展路径，实现从元器件到模组、从制造商到整体解决方案提供商转变，最终成长为全球电子元器件的解决方案提供商。

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

收入方面，假设叠层产品未来三年增速分别为 10%、20%和 25%；绕线产品收入增速为 10%、20%和 25%；汽车电子假设未来三年收入增长分别为 254%、100%、60%；陶瓷增长分别为 44%、30%和 30%；军工三年收入增速为 100%、40%、40%；PCB 未来三年分别增长 102%、30%、30%。

毛利率方面，假设每年的产品创新能抵消产品价格下降影响，毛利率维持稳定，未来三年毛利率分别为 35.7%、35.5%、35.4%。

费用方面，未来三年，假设管理费用分别为 5.54%、5.55%、5.55%；研发费用占比分别为 5.54%、5.60%、5.57%；销售费用假设为 3.09%、2.98%和 3.04%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年的收入分别为 30.89、40.17、53.53 亿元；归母净利润分别为 6.06、7.67、9.98 亿元；EPS 为 0.75、0.94、1.23 元。

表 11：公司收入拆分

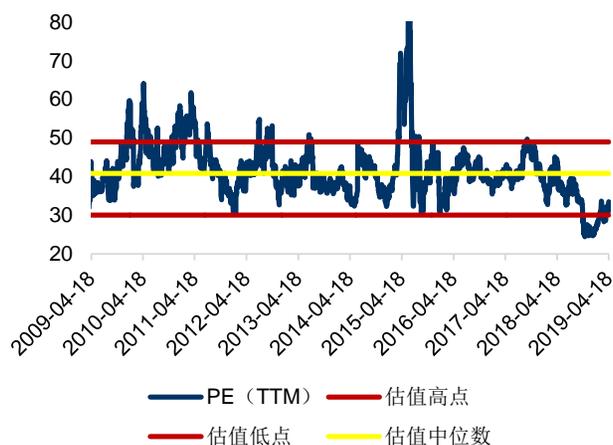
分类	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	收入	1987.56	2362.04	3088.74	4017.07	5353.57
	YOY	0	18.8%	30.8%	30.1%	33.3%
	成本	1322.17	1543.79	1987.18	2591.41	3458.78
	毛利	665.39	818.25	1101.56	1425.66	1894.78
	毛利率	33.5%	34.6%	35.7%	35.5%	35.4%
叠层产品	收入	695.65	793.93	873.32	1047.99	1309.98
	毛利	278.48	342.49	375.53	450.63	563.29
	毛利率	40.0%	43.1%	43.0%	43.0%	43.0%
绕线产品	收入	858.89	984.62	1083.09	1299.70	1689.61
	毛利	250.29	313.61	346.59	415.91	540.68
	毛利率	29.1%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%
汽车电子	收入	12.50	70.86	250.50	501.00	801.60
	毛利	1.25	17.72	75.15	150.30	240.48
	毛利率	10.0%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
东莞陶瓷	收入	186.31	208.11	300.00	390.00	507.00
	毛利	68.26	74.92	114.00	148.20	192.66
	毛利率	36.6%	36.0%	38.0%	38.0%	38.0%
贵阳军工	收入	116.8	149.5	298.9	418.5	585.9
	毛利	49.1	59.8	119.6	167.4	234.4
	毛利率	42.1%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
衢州 PCB	收入	82.12	124.00	250.00	325.00	422.50
	毛利	4.47	7.10	62.50	84.50	114.08
	毛利率	5.4%	5.7%	25.0%	26.0%	27.0%
其他	收入	35.33	31.05	32.92	34.89	36.98
	毛利	13.52	2.64	8.23	8.72	9.25
	毛利率	38.3%	8.5%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：太平洋证券预测

(二) 投资建议

给予“买入”评级，目标价 26.14 元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.75、0.94、1.23 元，考虑未来电感国产化加速趋势、5G 带来电感的量价齐升、公司在电感领域的竞争力和市场地位，参考公司历史估值，我们给予顺络电子 2019 年 35 倍 PE，对应目标价 26.14 元，给予“买入”评级。

图 55：顺络电子最近 10 年 PE TTM 估值



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 56：顺络电子最近 4 年 Wind 一致预期估值



资料来源：Wind，太平洋证券整理

七、风险因素

5G 推进、01005 电感导入不及预期；汽车电子需求低于预期；智能手机领域电感进口替代慢；电感行业竞争加剧风险。

附录：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1971	2503	3123	4092	营业收入	2362	3089	4017	5354
货币资金	471	487	546	640	营业成本	1544	1987	2591	3459
应收款项	994	1372	1764	2343	营业税金及附加	33	36	54	70
存货	457	583	790	1077	销售费用	68	95	120	163
其他流动资产	49	61	24	32	管理费用	138	176	227	301
非流动资产	3267	3442	3578	3694	研发费用	133	171	225	298
长期股权投资	26	15	15	16	财务费用	(16)	12	9	2
固定资产	2672	2862	3002	3122	资产减值损失	26	16	16	16
无形资产及其他	107	102	98	94	其他收益	34	29	32	30
资产总计	5237	5945	6701	7786	投资收益	28	51	40	46
流动负债	738	1083	1335	1798	营业利润	498	675	846	1121
短期借款及交易性金融负债	60	135	88	99	营业外净收支	57	28	43	36
应付款项	346	470	627	856	利润总额	555	703	889	1157
其他流动负债	331	479	619	843	所得税	72	91	115	150
非流动负债	142	166	204	244	净利润	483	612	774	1007
长期借款	0	0	0	0	归属于母公司净利润	479	606	767	998
应付债券	0	0	0	0	少数股东损益	4	6	7	9
其他非流动负债	142	166	204	244	每股收益	0.59	0.75	0.94	1.23
负债合计	880	1250	1539	2042					
股本	812	812	812	812	现金流量表 (百万元)				
归属于母公司所有者权益合计	4298	4633	5095	5671	净利润	479	606	767	998
少数股东权益	59	63	67	74	资产减值准备	21	3	1	1
所有者权益合计	4358	4695	5162	5745	折旧摊销	254	272	305	332
负债和股东权益总计	5237	5945	6701	7786	公允价值变动损失	(26)	(16)	(16)	(16)
					财务费用	(16)	12	9	2
					营运资本变动	(62)	(218)	(225)	(381)
					其它	(18)	(0)	4	5
					经营活动现金流	648	648	836	939
					资本开支	(519)	(446)	(426)	(433)
					其它投资现金流	2	0	0	0
					投资活动现金流	(514)	(435)	(426)	(433)
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(165)	(272)	(304)	(422)
					其它融资现金流	255	75	(47)	11
					融资活动现金流	(73)	(197)	(351)	(411)
					现金净变动	62	16	58	94
					货币资金的期初余额	410	471	487	546
					货币资金的期末余额	471	487	546	640
					企业自由现金流	62	150	351	443
					权益自由现金流	316	232	311	463

资料来源：Wind，太平洋证券预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。