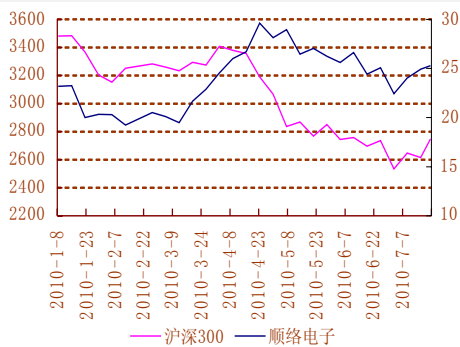




顺络电子（002138）：产能释放和新兴产品助业绩进入高速增长时期

近 X X 该股与沪深 300 指数走势



基础数据

总股本（百万股）	130
实际流通 A 股（百万股）	111
实际流通 A 股市值（亿元）	28.07

研究员	尹建辉
投资咨询证书号	S0620207050048
电话	025-83367888-3085
邮箱	jhyin@njzq.com.cn
研究员	周飞
电话	025-83367888-3305
邮箱	zhou991985@163.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 下游手机、机顶盒、PC机、LCD TV成为片式电感器和片式压敏电阻器最大驱动因素。2010年全球经济仍处在复苏阶段，手机出货量预计增长12%，达13.56亿部；机顶盒出货量预计增长10.29%，达1.50亿个；PC机出货量增长16.07%，达3.57亿台；LCD TV出货量增长7.89%，达2.05亿台。根据以上测算，四大领域需要709.6亿只片式电感器和379.28亿只片式压敏电阻器。假设这四大领域的需求占整个市场的12%，那么全球片式电感器市场容量为5913亿只，片式压敏电阻器市场容量为3160亿只。以公司目前市场占有率3%计算，公司的片式电感器市场份额为177.4亿只和片式压敏电阻器市场份额为94.82亿只。与公司目前100亿只片式电感器和50亿只片式压敏电阻器产能相比，公司存在较为理想的发展空间。
- 三驾马车，攻防兼备。公司片式电感产能不断扩张，目前已具备100亿只年产能，预计2012年可到达167亿只拟以不低于25.3元/股的价格定向增发不超过2000万股，募资不超过3.06亿投向片式电感器扩产项目；片式压敏电阻器是公司支撑业务，2010年该业务收入占总收入的71.66%；公司片式压敏电阻器应用范围涉及到各种电子消费品和网络产品，技术优势和应用空间使得片式压敏电阻器的市场前景值得期待；LTCC[拟以不低于25.3元/股的价格定向增发不超过2000万股，募资不超过8018万投向低温共烧陶瓷（LTCC）扩产项目。]从实验室走向市场，前景可期，预计2011年该业务增厚EPS0.31元。
- 股权激励提升公司股东价值。2010年3月，顺络电子公告实施股权激励计划，包括董秘兼财务总监徐佳在内的10名高管、27名中层管



理人员以及81名其他员工共被授予739.7万股公司股份。

- 稳定的客户关系有利于公司业绩的稳定增长。公司业已成为英特尔（Intel）、戴尔（Dell）、等众多国内外知名企业的合格供应商，目前公司的客户规模已经达到700 余家。
- 综合公司三项业务，我们预计2010年EPS为1.03元，同比增长106%；公司2010年上半年业绩增长达80%-120%，下半年业绩将好于上半年40%是大概率事件。基于公司未来高增长轨迹已经成型（2010-2012年年复合增长率为33.55%），我们给予公司33.55倍的市盈率，对应目标估值为34.46元。



1, 下游消费市场旺盛, 手机、机顶盒、PC 机、LCD TV 成为片式电感器和片式压敏电阻器最大驱动因素。

公司是全球细分行业排名前三的企业, 主要产品包括片式叠层电感类元件、片式敏感类元件、片式绕线电感类元件、微波元件等高端电子元件, 产品的 90% 以上应用于通信、消费类电子及 PC, 随着产品品种的增加和生产规模扩大, 公司将继续积极开拓新的市场应用领域, 产品在新能源、智能化、汽车电子、工业自动化、医疗器械、安防器材、军品领域及其他新兴产业领域都有着广阔市场前景。

表 1: 片式电感器和片式压敏电阻器主要下游应用

产品	片式电感器单机平均用量	片式压敏电阻器单机平均用量
手机	30	25
LCD TV	50	10
机顶盒	20	6
计算机	50	5

数据来源: 公司报告, 南京证券研究

2009年, 全球手机出货量为11.9亿部, 预计2010年增长12%, 达13.3亿部。综合来看, 手机是片式电感器和片式压敏电阻器的第一大下游需求。后3G时代的手机更新将更加频繁, 2010年手机市场将需要399亿只片式电感器和332.5亿只片式压敏电阻器。

据 iSuppli 公司, 机顶盒出货量未来几年将继续增长。消费者收看模式发生转变, 通过互联网提供的电视内容越来越流行, 从而将为提供商创造条件, 在数字家庭的激烈争夺中获得新的营业收入来源。2010年全球总体机顶盒出货量将达到1.478亿个, 比2009年的1.326亿个增长11.5%。到2014年, 出货量将增长到1.939亿个。经我们测算, 2010年机顶盒市场将需要29.6亿只片式电感器和8.88亿只片式压敏电阻器。



图1: 全球手机出货量

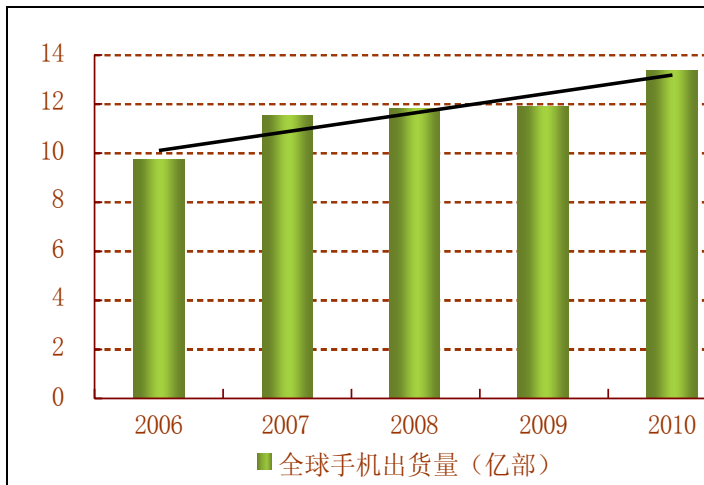
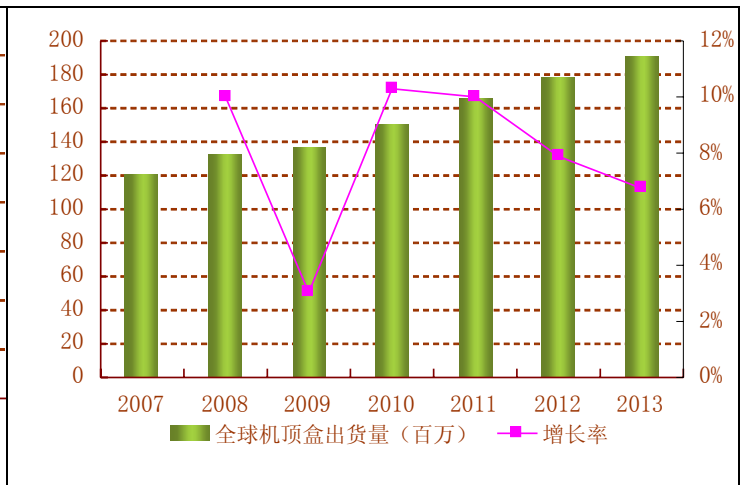


图2: 全球机顶盒出货量



数据来源: 拓扑研究, ISUPPI Corp, 南京证券研究

第一季度全球个人电脑出货量已达到8,430万台, 与2009年同期相比增长27.4%, 这一结果超过了 Gartner 此前所作的22%的增长预测。预计2010全年 PC 机出货量将达到3.57亿台, 同比增长16.07%。经我们测算, 2010年 PC 及市场将需要178.5亿只片式电感器和17.85亿只片式压敏电阻器; 2010年 LCD TV 的出货量将稳定增长, 全年增长率为7.89%, 出货量达到2.05亿台。经我们测算, 2010年 LCD 电视市场将需要102.5亿只片式电感器和20.5亿只片式压敏电阻器。

图3: 全球 PC 机出货量

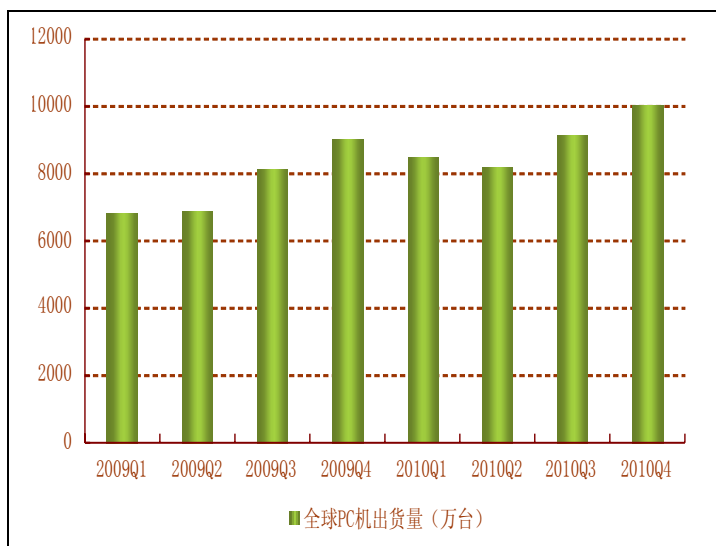
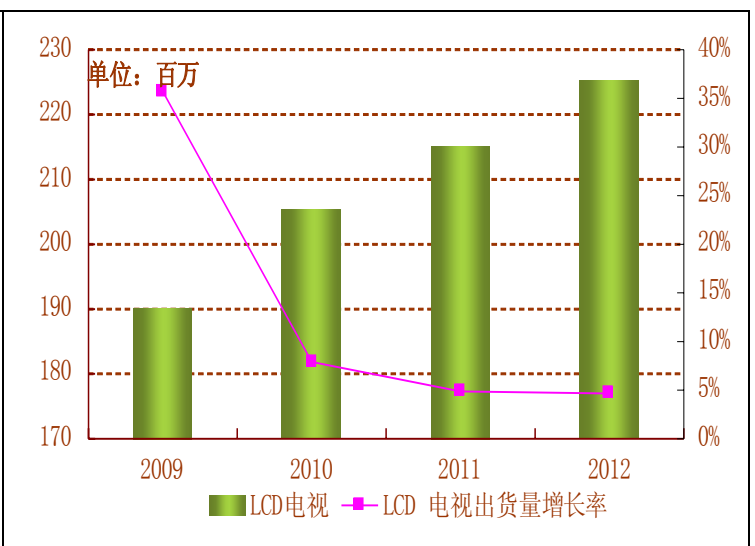


图4: 全球 LCD 电视出货量



数据来源: 赛迪顾问

根据以上测算, 四大领域需要 709.6 亿只片式电感器和 379.28 亿只片式压敏电阻器。假设这四大领域的需求占整个市场的 12%, 那么全球片式电感器市场容



量为 5913 亿只，片式压敏电阻器市场容量为 3160 亿只。以公司目前市场占有率 3% 计算，公司的片式电感器市场份额为 177.4 亿只和片式压敏电阻器市场份额为 94.82 亿只。与公司目前 100 亿只片式电感器和 50 亿只片式压敏电阻器产能相比，公司存在较为理想的发展空间。

表 2：片式电感器和片式压敏电阻器主要下游市场

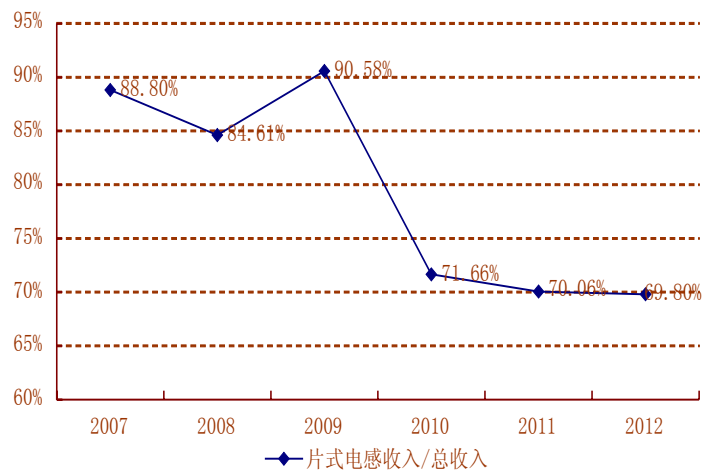
	片式电感器(亿只)	片式压敏电阻器(亿只)
手机	399	332.5
机顶盒	29.6	8.88
PC 机	178.5	17.85
LCD TV	102.5	20.05

数据来源：公司报告，南京证券研究

2，片式电感产能不断扩张，支撑公司业绩；技术优势和应用空间孕育片式压敏电阻器市场；LTCC 从实验室走向市场，前景可期。

公司片式电感产能不断扩张，目前已具备 100 亿只年产能，并且产能规模还在扩张之中，预计 2012 年可到达 167 亿只。近年来，片式压敏电阻器是公司支撑业务，2010 年该业务收入占总收入的 71.66%。随着公司经营多元化，我们认为片式电感的收入比重将不断下降。

图 5：片式电感支撑公司业绩



数据来源：公司报告，南京证券研究

图6：片式电感产能和销量稳步提高

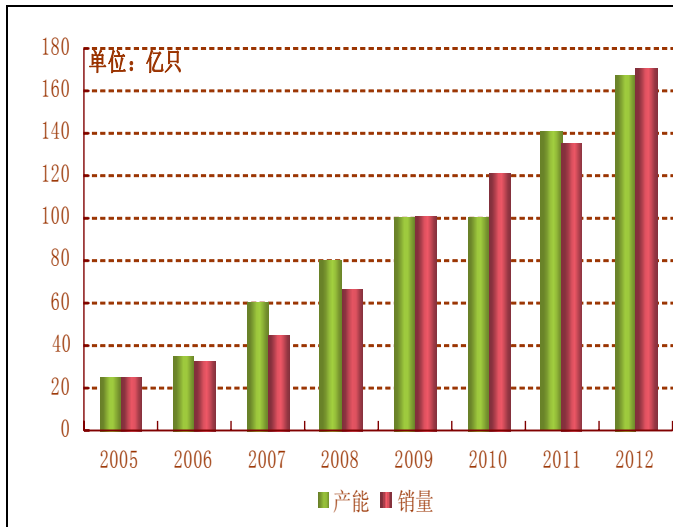
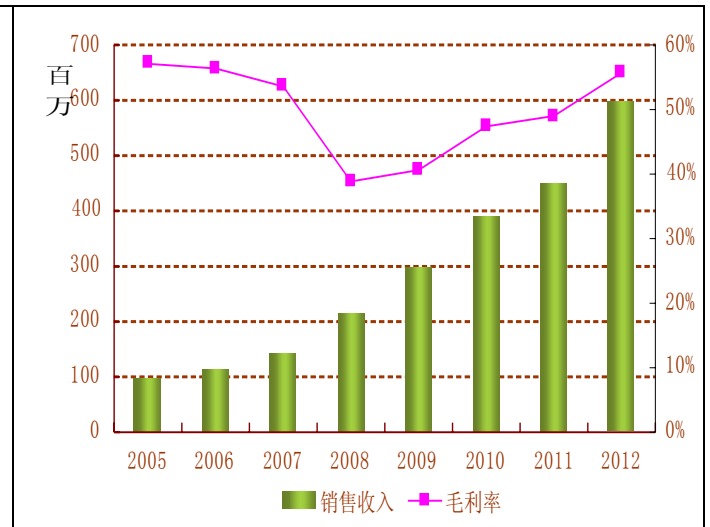


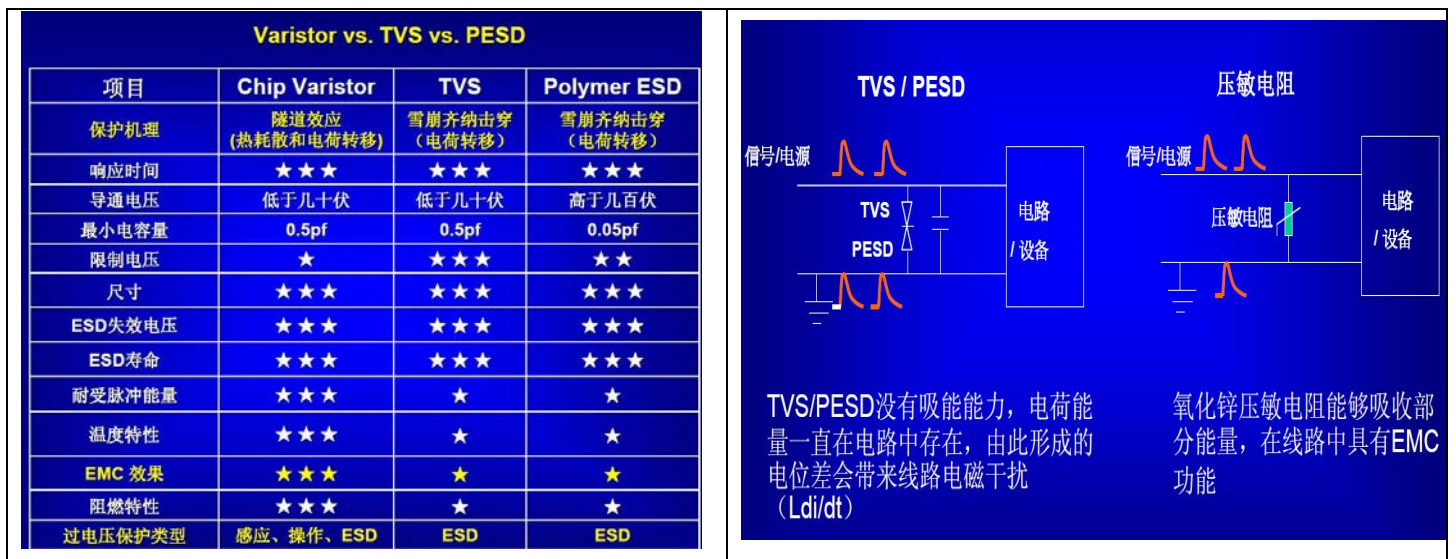
图7：片式电感销售毛利有望提升



数据来源：公司报告，南京证券研究

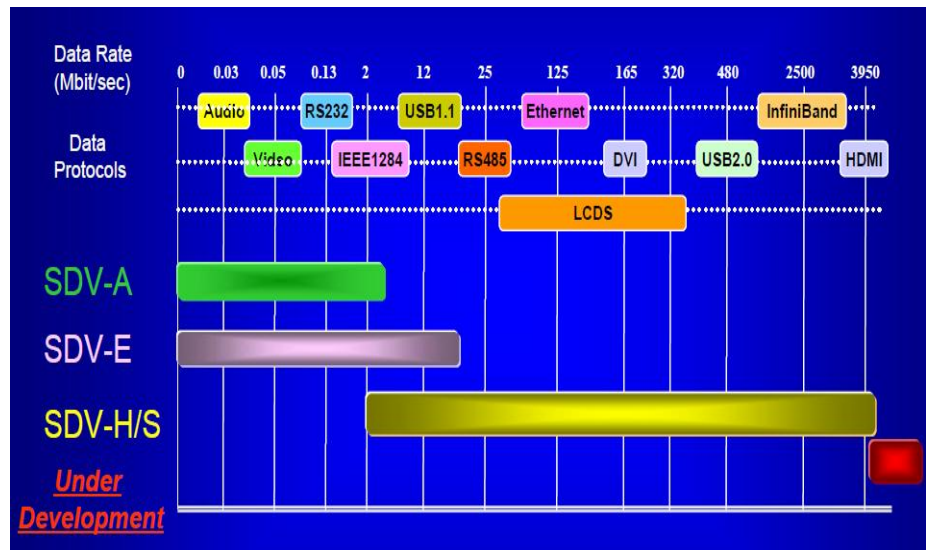
公司片式压敏电阻器在技术指标上，片式压敏电阻器在限制电压、耐受脉冲能量、温度特性、EMC 效果以及阻燃特性方面具备明显的优势。其应用范围涉及到各种电子消费品和网络产品，技术优势和应用空间使得片式压敏电阻器的市场前景值得期待。2009 年，该产品的市场形势并不乐观，产能销售率 28.4%。我们认为，该产品的毛利率并未下降的事实证明了 2009 年市场情景的暂时性。预计 2010 年该产品的销量将大幅增加。

图 8/9：片式压敏电阻器技术优势



数据来源：sunlord

图 10：片式压敏电阻器下游应用广泛



数据来源：sunlord

图 11：公司片式压敏电阻器产能和销量

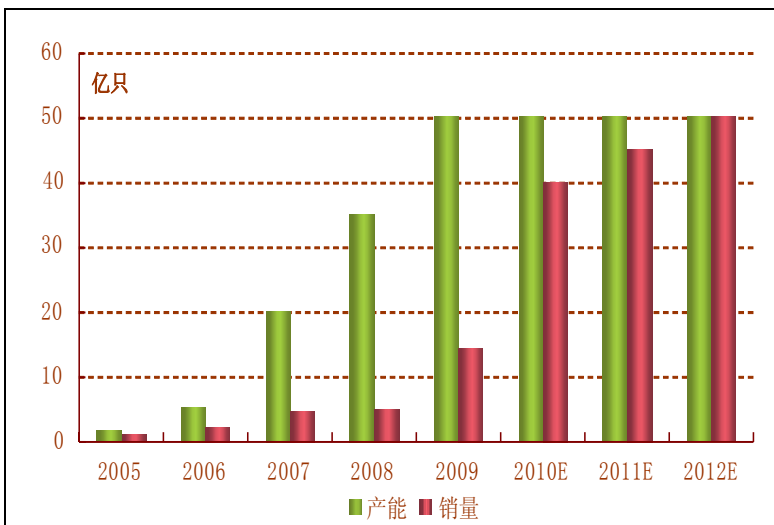
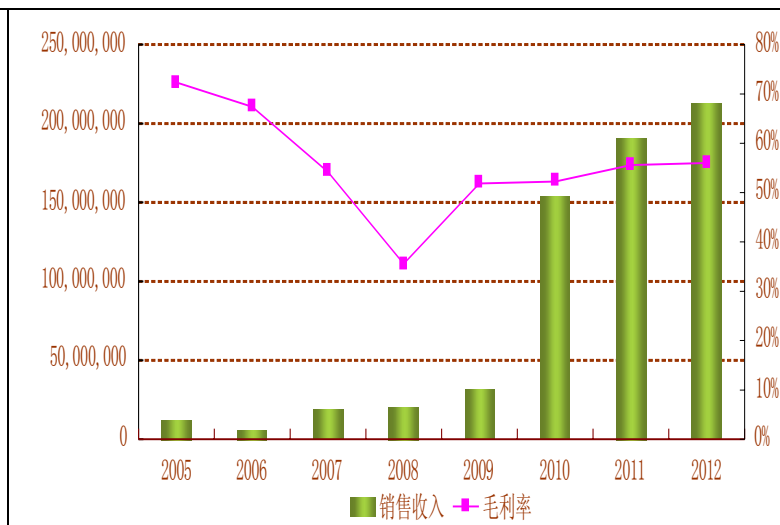


图 12：片式压敏电阻器销售收入和毛利



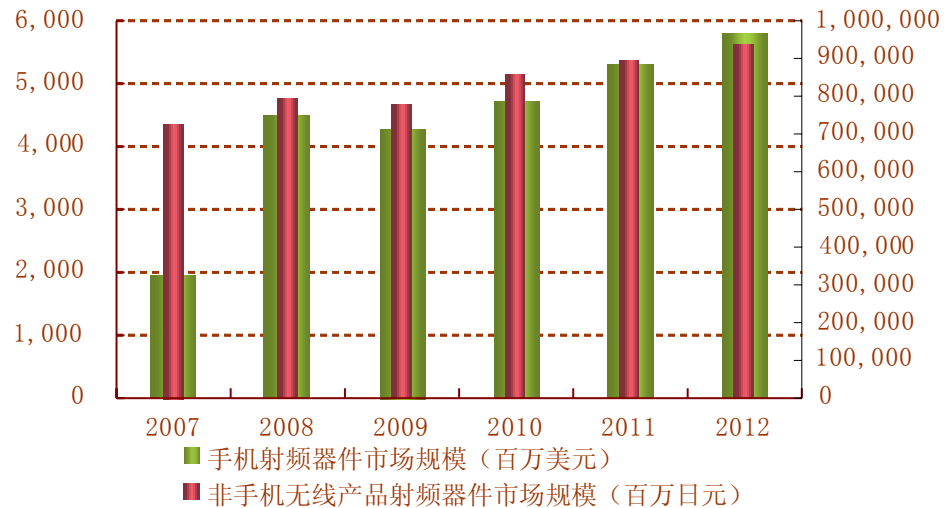
数据来源：公司报告，南京证券研究

LTCC从实验室走向市场，前景可期。公司从2010年1月开始筹建，全部工程到2011年3月完成，历时15个月。达产后，LTCC 产品年产能将达到1.62亿只。近几年，公司LTCC技术已进入产业化阶段，产品单价在1元/只以上，毛利率不低于50%，且具有明显的技术壁垒。LTCC 产品主要包括片式滤波器、片式天线和射频前端模块。应用对象主要有手机、蓝牙终端、WLAN、移动电视、PND 等电子产品。根据权威机构对手机和非手机无线产品市场规模预测，在2010 和2011 年手机的射频器件市场约46 亿美元和53 亿美



元，而蓝牙、WLAN 和移动电视、GPS 等非手机应用将会继续增长，市场总量约855 亿日元和894 亿日元。

图13: LTCC应用市场规模



数据来源：顺络电子投资公告

3、股权激励提升公司股东价值

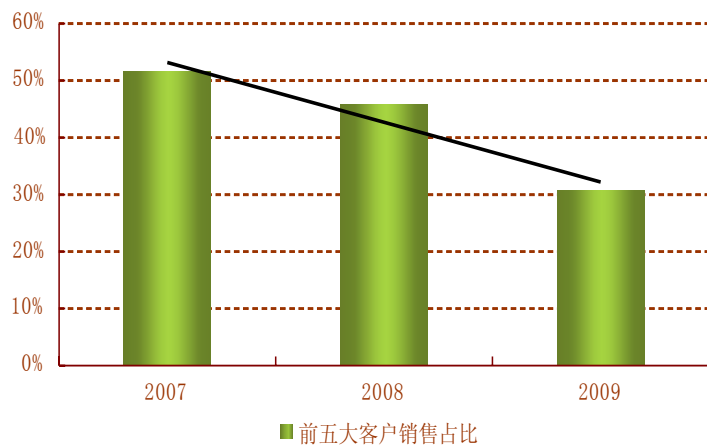
2010年3月，顺络电子公告实施股权激励计划，包括董秘兼财务总监徐佳在内的10名高管、27名中层管理人员以及81名其他员工共被授予739.7万股公司股份，每股发行价为4.78元激励计划有效期为自授予日起的60个月，分三期解锁，锁定期分别为12个月、24个月和36个月。若达到解锁条件，激励对象可分三次申请解锁，分别自授予日起12个月后、24个月后、36个月后各申请解锁授予限制性股票总量的25%、25%、50%。

4、稳定的客户关系有利于公司业绩的稳定增长

公司已成为英特尔 (Intel)、戴尔 (Dell)、索尼 (Sony)、松下 (Panasonic)、夏普 (Sharp)、日立 (Hitachi)、三洋 (Sanyo)、东芝 (Toshiba)、汤姆逊 (Thomson)、雅玛哈 (YAMAHA)、富士康、海信、波导、创维、步步高、比亚迪等众多国内外知名企业的合格供应商,目前公司的客户规模已经达到700余家。公司作为全球知名企业的长期供货商,订单增长是一个持续过程,获得订单的份额将逐年增加。近年来,前五大客户销售收入占总收入比重逐年下降,这进一步有利于公司业绩的稳定。



图 14: 前五大客户销售占比逐年下降

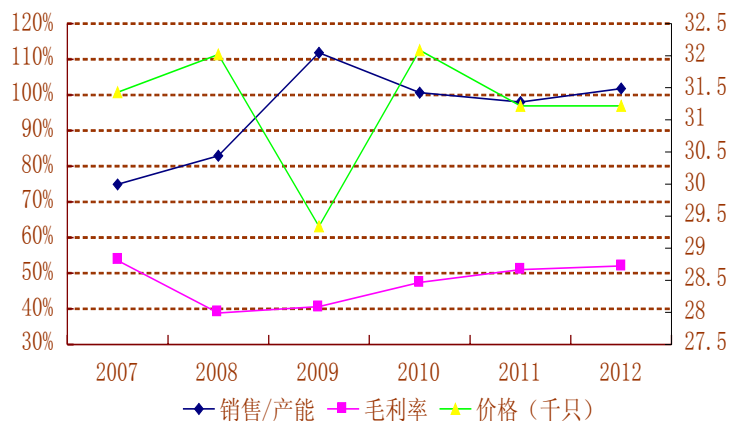


数据来源：公司报告

5、业绩与估值研究

5.1, 2009年8月,片式电感产能扩建完成,2010年片式电感项目可完全达产。2010年1月年产67亿片式电感项目上马,项目周期17个月,2011年5月份完成建设并投产。根据项目建设情况,我们推测2010年片式电感产能可以达到130亿只,2011年产能可达到152.2亿只,2012年产能为167亿只。在销售方面,从2007年至2009年产能销售率一直在稳步增长,预计2010-2012年产能销售率将分别为100.64%、98%和101.80%;在市场价格方面,市场需求给予产品价格基本面支撑,上游材料对公司成本影响极小,毛利率对上游材料敏感度为3.01。因此,我们认为片式电感价格和毛利率将保持在历史均值水平附近,在市场环境趋好的前提下,将略微有所上升,回至2005-2007的历史水平附近。

图 15: 片式电感产能销售率、价格和毛利率

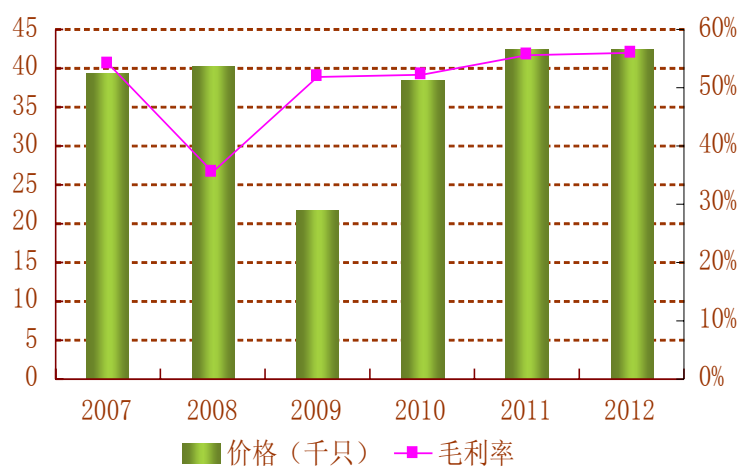




数据来源：公司报告，南京证券研究

5.2, 片式敏感电阻市场景气度回升, 产能销售率将迅速提升。2009 年片式敏感电阻价格下降之快出乎市场预料, 公司针对市场环境灵活调整产能利用率。我们认为 2009 年的市场价格是噪声而非趋势; 同样的道理, 2008 年片式敏感电阻毛利率的骤降也是市场的非常规性表现, 市场将在 2010 年恢复历史常态水平。预计 2010-2012 年片式敏感电阻价格水平将在 38.31 元/千只、42.37 元/千只、42.37 元/千只; 毛利水平将在 52.24%、55.59% 和 56%。

图 16: 片式敏感电阻价格和毛利率



数据来源：公司报告，南京证券研究

5.3, LTCC 是公司未来业务增长的另一引擎。预计 2011 年可实现产能 10020 万只, 销量为 9018 万只。按照每只 1.05 元、毛利率 53% 计算, 2011 年该业务营业收入为 9469 万, 增厚 PES 0.31 元; 按照每只 1.1 元、毛利率 55% 计算, 2012 年该业务营业收入为 1.84 亿元, 增厚 PES 0.63 元。

5.4, 公司 2010 年上半年业绩增长达 80%-120%, 预计下半年业绩将好于上半年。假设上半年 EPS 同比增长 100%, 那么上半年 EPS 应该是 0.4 元。根据我们对公司 2007-2009 三年的财务分析, 我们认为今年下半年业绩比上半年增长 40% 是大概率事件。综合公司意识三项业务, 我们预计 2010 年 EPS 为 1.03 元, 同比增长 106%; 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.44 元和 1.83 元, 分别同比增长 40.29% 和 27.13%。基于公司未来高增长轨迹已经成型 (2010-2012 年年复合增长率为 33.55%), 我们给予公司 33.55 倍的市盈率, 对应目标估值为 34.46 元。



图 17: 公司业绩呈现季度逐渐上涨的特征

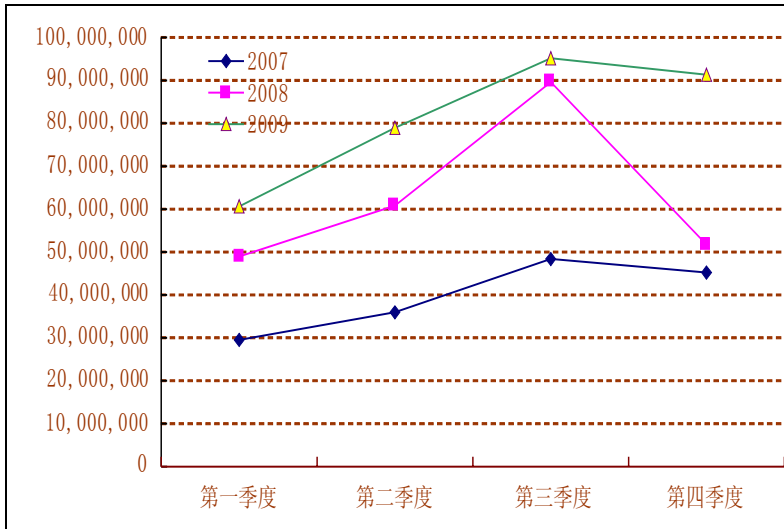
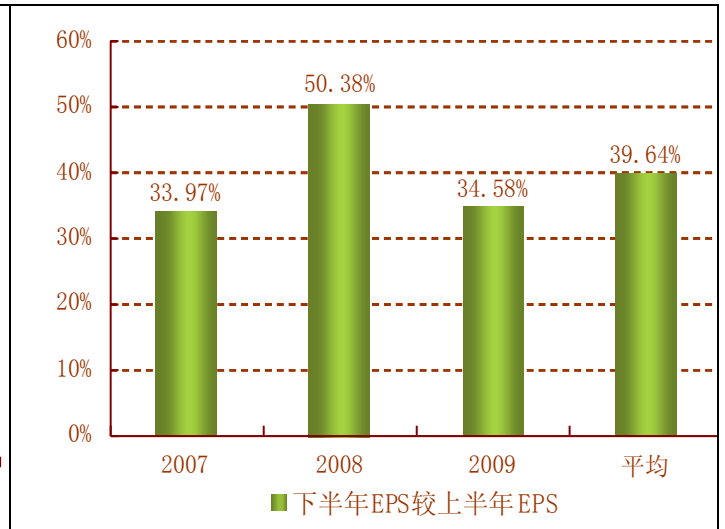


图 18: 下半年 EPS 将增长 40%



数据来源: Wind, 南京证券研究



表 3：估值研究假设

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
片式电感	产能（亿只）	60	80	90	120	152.2	167
	销量（亿只）	44.94	66.34	100.64	120.77	149.16	170.00
	价格（千只）	31.43	32.02	29.34	32.085	33.05	33.05
	销售收入	141,236,205.4	212,436,470.1	295,289,985.92	387,500,171.71	493,022,728.33	561,920,833.33
	成本	65,576,811.5	129,875,186.5	175,351,003.70	203,998,741.62	241,581,136.88	269,722,000.00
	毛利率	53.57%	38.86%	40.62%	47.36%	51.00%	52.00%
片式压敏电阻	产能（亿只）	20	35	50	50	50	50
	销量（亿只）	4.54	4.94	14.20	40	45	50
	价格（千只）	39.23	40.1	21.63	38.31	42.37	42.37
	销售收入	17,809,191.29	19,814,858.53	30,716,809.65	153,220,000	190,646,250.00	211,829,166.67
	成本	8,159,105.82	12,770,078.64	14,790,335.38	73,174,663.43	84,665,850.13	93,204,833.33
	毛利率	54.19%	35.55%	51.85%	52.24%	55.59%	56.00%
LTC	产能（亿只）					1.002	1.67
	销量（亿只）					0.9018	1.67
	价格（只）					1.05	1.1
	销售收入					94,689,000.00	183,700,000.00
	成本					44,503,830.00	82,665,000.00
	毛利率					53%	55%

数据来源：公司报告，南京证券研究

表 4：利润预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012年
营业总收入(元)	159,045,396.69	251,073,647.92	326,006,795.57	540,720,171.71	778,357,978.33	957,450,000.00
营业总成本(元)	104,011,951.96	204,863,584.17	252,196,567.83	383,798,929.62	524,236,542.33	634,393,017.09
营业成本(元)	73,735,917.35	151,921,036.15	190,141,339.08	277,173,405.05	370,750,817.02	445,591,833.33
营业税金及附加(元)	212,959.83	189,339.23	250,960.27	516,010.47	742,788.76	913,696.68
销售费用(元)	8,110,526.44	12,074,685.11	13,737,276.89	25,454,447.56	36,641,267.29	45,072,039.28
管理费用(元)	20,199,770.33	30,382,091.67	39,580,062.57	66,584,950.01	95,847,963.12	117,901,575.93
财务费用(元)	1,081,177.55	7,487,366.03	6,086,292.03	9,965,207.74	14,344,756.04	17,645,334.22
资产减值损失(元)	671,600.46	2,809,065.98	2,400,636.99	4,104,908.79	5,908,950.09	7,268,537.65
营业利润(元)	55,033,444.73	46,210,063.75	73,810,227.74	156,921,242.09	254,121,436.01	323,056,982.91
加：营业外收入(元)	4,256,600.00	1,951,247.46	1,189,637.00	0.00	0	0
减：营业外支出(元)	109	259,235.34	2,533,039.72	0.00	0	0
利润总额(元)	59,289,935.73	47,902,075.87	72,466,825.02	156,921,242.09	254,121,436.01	323,056,982.91
减：所得税(元)	3,587,511.35	5,683,438.50	11,012,296.83	23,846,267.53	38,617,128.37	49,092,800.57
净利润(元)	55,702,424.38	42,218,637.37	61,454,528.19	133,074,974.55	215,504,307.64	273,964,182.34
归属于母公司所有者的净利润(元)	55,702,424.38	42,218,637.37	61,454,528.19	133,074,974.55	215,504,307.64	273,964,182.34
每股收益(元)	0.68	0.45	0.5	1.03	1.44	1.83

数据来源：公司报告，南京证券研究



南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。