

元件III
片感产能急速扩张、公司业绩快速提升

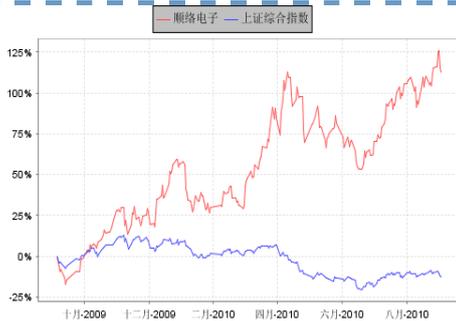
--顺络电子深度研究报告

报告日期: 2010-09-20

评级: **推荐**
 上次评级: 推荐

目标价: **24.66**
 上次预测: 24

当前价格(元)	20.82
52周价格区间(元)	12.3-31.24
总市值(百万)	4045.89
流通市值(百万)	3466.07
总股本(万股)	19432.73
流通股(万股)	16647.77
公司网址	www.sunlordinc.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
顺络电子	2.64	23.17	120.11
上证综合指数	-2.74	1.50	-12.29

财富证券研究发展中心
欧阳仕华
 0731-84779593
 ouysh@cfzq.com

相关研究报告:

《顺络电子(002138)*调研点评报告: 快速成长的片感行业龙头》2010-08-25

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	326.01	545.04	777.64
净利润(百万元)	61.45	125.73	159.73
每股收益(元)	0.316	0.647	0.822
每股净资产(元)	2.697	3.136	3.693
市盈率	97.02	47.42	37.33
P/B	11.38	9.78	8.31

资料来源: 财富证券

本文旨在通过与国际一流同行企业的比较, 分析公司的整体竞争优势。并且具体地通过对公司近期一系列扩产计划和公司未来规划的研究, 分析预测公司未来经营情况的变化趋势, 来发掘公司的长期投资价值。

投资要点

- **公司是国内片感行业龙头。**2005年公司叠层片感的年产能达24.66亿只, 位居国内第一, 产销量占国内市场份额30%。经过IPO募投项目建设以及通过并购南玻电子, 公司目前叠层片感产能已经达到200亿只/年以上。近期公司有通过定向增发准备再扩充叠层片感产能60亿只/年, 达产后公司叠层片感产能将达到260亿只/年;
- **公司同国际一流企业相比具有较强的竞争优势。**公司产品技术水平国际一流, 具备一系列参与国际竞争的电感产品。基于公司叠层片感的规模优势以及国内的劳动力成本优势, 公司产品综合毛利率高于国际同行企业近25个百分点。
- **公司产品线已经从叠层片感、压敏电阻产品扩充到拥有叠层片感、绕线片感、钽电容、压敏热敏电阻以及LTCC模组产品等一系列的被动元件, 为公司将来从单纯的元器件供应商向综合解决方案提供商转变奠定了重要的基础。**

根据我们的估值模型, 预计10-12年公司营业收入分别达到5.45亿元、7.77亿元和9.22亿元, 分别实现归属母公司净利润1.25亿元、1.59亿元和1.82亿元。以股份激励和定向增发后总股本1.94亿计算, 公司10-12年EPS分别为0.647元、0.822元和0.938元。随着公司产能的迅速扩产以及新产品的不断投产, 我们认为公司已经进入了一个快速成长期。我们给予公司“推荐”评级, 6个月内目标价24.66元, 对应11年PE为30倍。

目 录

一、公司主营业务介绍	- 4 -
1、公司产品介绍	- 4 -
2、公司是国内片感行业龙头	- 5 -
二、电感产品行业状况	- 6 -
1、电感类产品的发展趋势	- 6 -
2、行业发展状况	- 6 -
三、与国外一流企业比较	- 7 -
1、顺络电子具有国际竞争力的产品	- 7 -
2、顺络电子产品综合毛利率远高于国际知名电感企业	- 8 -
四、顺络正利用成本优势和快速供货优势快速成长	- 8 -
1、多元化产品经营模式是国外一流企业的主要竞争优势	- 8 -
2、顺络叠层电感产品产能扩张迅速	- 9 -
3、LTCC 产品的规模化生产将是公司迈向综合方案提供商的重要一步	- 10 -
五、盈利预测及估值评级	- 11 -

图表目录

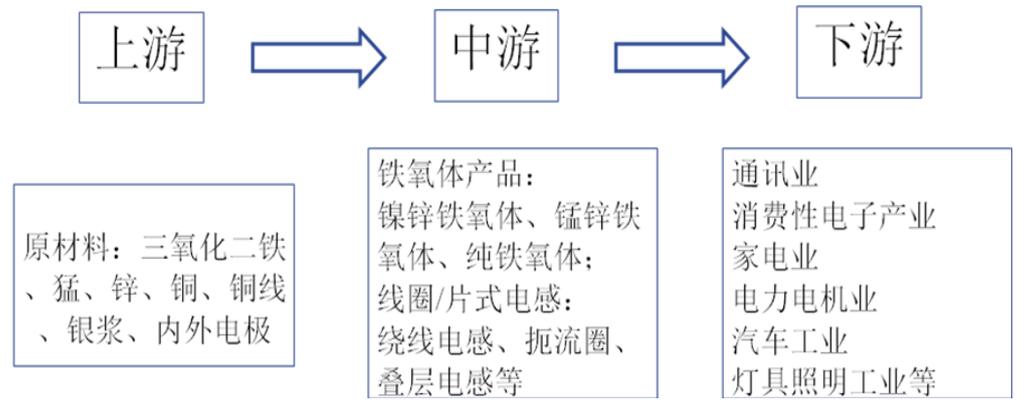
图表 1 电感类产品产业链简介	- 4 -
图表 2 电感类产品是关键被动电子元件产品	- 4 -
图表 3 电感类产品在电路中的作用	- 5 -
图表 4 2005 年全球主要片感企业产能情况	- 5 -
图表 5 主要电感器性能比较	- 6 -
图表 6 全球电感器市场需求量及销售规模变化预测	- 7 -
图表 7 顺络电子具有一系列参与国际竞争的产品	- 7 -
图表 8 顺络电子的产品综合毛利率明显高于国际一流企业	- 8 -
图表 9 多元化发展是国外竞争企业的主要优势	- 9 -
图表 10 Taiyo-Yuden 电感产品及 LTCC 模组产品销售收入变化趋势	- 9 -
图表 11 TDK 和 Taiyo-Yuden 近几年的资本支出情况	- 10 -
图表 12 顺络电子叠层片感销售量变化趋势预测	- 10 -
图表 13 相对估值水平	- 11 -
图表 14 公司主营业务分产品销售收入预测	- 12 -

一、公司主营业务介绍

1、公司产品介绍

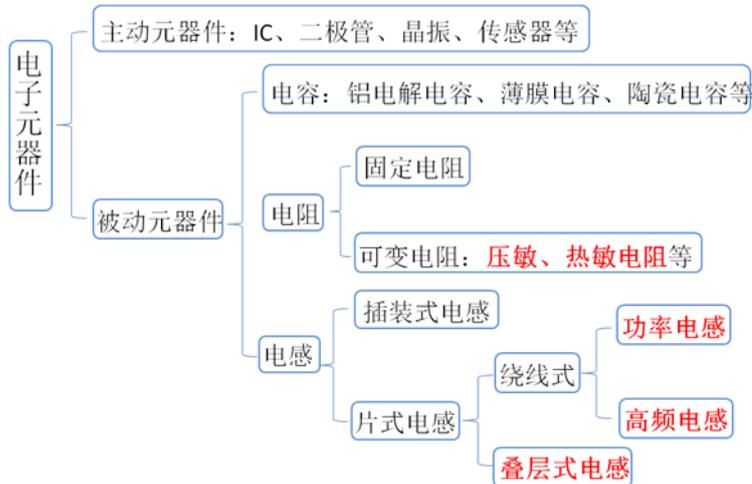
公司主要从事片式电感器和片式压敏电阻器等新型电子元器件的研发、生产和销售。通过不断扩产和并购，公司产品线增加了钽电容、低温共烧陶瓷(LTCC)等产品。公司产品的下游主要为通信、计算机、消费电子及汽车电子等领域的电子整机产品生产厂商。

图表 1 电感类产品产业链简介



资料来源：招股说明书、财富证券

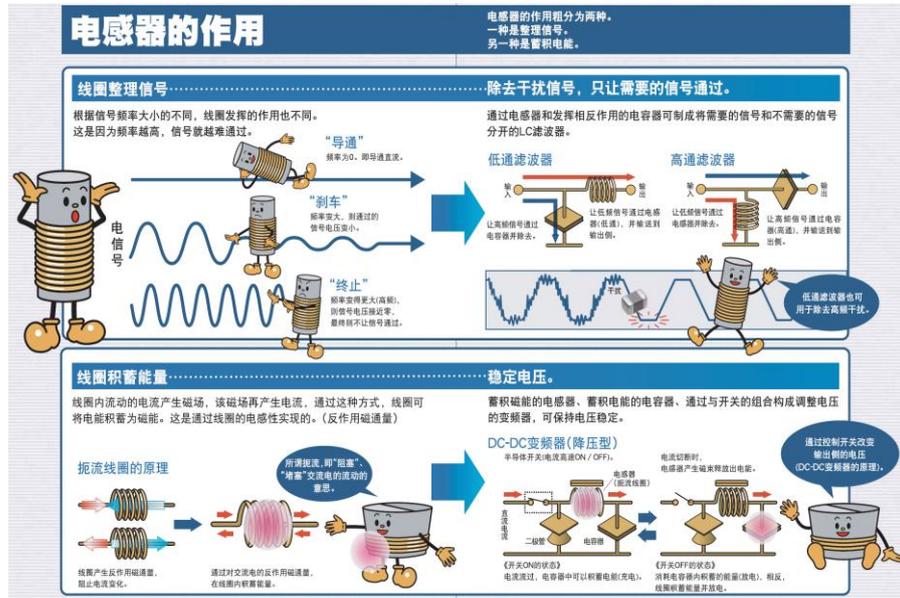
图表 2 电感类产品是关键的被动电子元件产品



资料来源：招股说明书、财富证券

传统的电感器其实就是绕起来的线圈。为了增加电流通过线圈时的磁导率，通常在线圈中间插入磁芯。由于电流通过线圈时会产生磁场，而磁场的变化又会产生电流，因此不同的设计电感器可以起到抗干扰、积蓄能量、稳定电压等作用，在手机、计算机、消费电子以及汽车电子等设备线路中有着广泛的应用。

图表 3 电感类产品在电路中的作用



资料来源: TDK、财富证券

2、公司是国内片感行业龙头

公司以叠层片式电感为切入点, 不断增加产品系列, 调整产品结构, 努力从单一的产品供应商转变为被动电子元器件综合技术解决方案供应商。2005 年公司叠层片感的年产能为 24.66 亿只, 位居国内第一, 产销量占国内市场份额 30%。经过 IPO 募投项目建设以及通过并购南玻电子, 公司目前叠层片感产能已经达到 200 亿只/年以上。

2005 年全球叠层片感产能最大企业是日本产商太阳诱电 (Taiyo-Yuden), 其叠层片感年产能为 120 亿只。我们估算, 在日本及台湾主要产商没有大规模扩产背景下, 顺络的叠层片感产能已经达到全球第一!

作为公司技术实力的重要体现, 公司业已成为英特尔 (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)、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。

图表 4 2005 年全球主要片感企业产能情况

公司名称	2005 年产能(亿只)	公司名称	2005 年产能(亿只)
Taiyo Yuden	120	顺络电子	24.66 (注: 2010 年超过 200 亿只)
TDK	80	风华高科	11.89
Murata	60	深圳振华富电子	12.14
Toko	60	清华同方鲁颖电子	2.12
Chilisin	54	苏州达方电子	0.44

资料来源: 招股说明书、财富证券整理

二、电感产品行业状况

1、电感类产品的发展趋势

下游电子整机产品“轻、薄、短、小”的发展趋势决定了上游电子元器件朝小型化和片式化发展的必然趋势。由于下游各个应用领域的不同，也决定了电感器将在以下几个方面发展：

小型化。受到下游电子产品小型化、轻量化发展趋势，使用片式电感及表面贴装电感等产品的比重将逐步提高。目前市场主流型号为 0402、0603、0806 等产品，未来将朝更小的尺寸发展；

高频化。目前通讯产品传输频率超高频发展，为了提高通讯质量，电感元件本身可应用的频率也随之增加，其中叠层高频片式电感为主要产品；

耐大电流(大功率化)。未来 CPU 处理速度会越来越来，耗电流也会越来越大，因此电感元件可耐电流也必须随之提高；

模组化。下游电子产品功能取向复杂、多元化、被动元件的使用量会随之提高。在小型化、轻量化发展影响下，被动元件必须整合，以便系统产品缩小，被动元件模组的市场将会逐渐扩大。

由于其传统制造方式，电感器(用导线在某种材料制成的芯子上一圈一圈绕制成螺旋管形状的电子元件)的片式化过程较电阻、电容都比较晚，因而给了国内企业赶超的机会。

图表 5 主要电感器性能比较

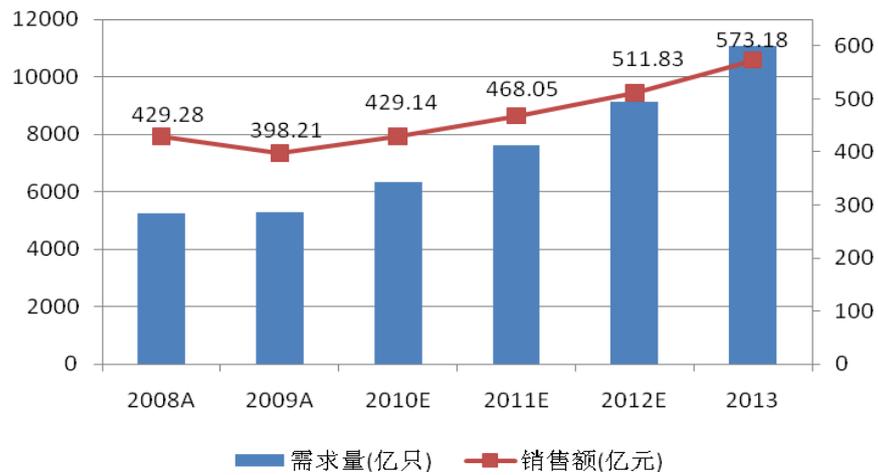
产品类别	性能特征		市场规模及生产规模化程度
	体积	成本	
插装式电感	大	高	难以大规模生产，市场需求少
片式电感	绕线片感	中等	进一步小型化、大规模化生产受限，市场规模大
	叠层片感	小	小型化程度高、大规模生产，市场规模比较大

资料来源:公司招股说明书、财富证券整理

2、行业发展状况

根据日本产业信息调查会数据,未来几年全球片感市场的需求量将保持每年 20% 左右的增长率。2010 年全球片感的需求量为 6317 亿只,销售额为 429 亿元,到 2013 年,全球片感的需求量和销售额分别达到 1.1 万亿只和 600 亿元。按照公司目前的年销售收入 5 亿元来计算,公司占全球份额仅为 1% 左右。就国内情况来看,2009 年国内电感的进口量为 890.26 亿只,进口额为 17.95 亿美元。电感行业存在巨大进口替代空间,也反映了公司作为国内电感行业龙头未来较大的成长空间!

图表 6 全球电感器市场需求量及销售规模变化预测



资料来源：日本产业信息调查会、财富证券

三、与国外一流企业比较

1、顺络电子具有国际竞争力的产品

相比于国外一流企业，国内电子元器件企业起步较晚、技术水平相对落后。相比于电阻、电容等被动元器件，受制于传统的绕线工艺，电感器片式化过程起步较晚，这也给国内企业一个较好的追赶机会。公司作为国内最大的片式电感生产企业，在生产工艺技术和产品性能已接近国际先进水平。

在电感器领域，顺络的电感产品已经达到了国际一流水平，与日本同行企业的技术水平差不多。顺络电子已经具备开发出国际一流产品的能力！具体表现在，顺络已经拥有一批与国际一流企业相同或者类似的叠层片感和绕线片感产品系列。

图表 7 顺络电子具有一系列参与国际竞争的产品

产品种类	叠层片式电感			
公司名称	Murata	TDK	Taiyo-Yuden	顺络电子
产品系列	--	MLF1005 series	LK1005 series	SDFL1005 series
产品系列	LQM18N series	MLF1608 series	LK1608 series	SDFL1608 series
产品系列	LQP03T series	MLG0603 series	HK0603 series	SDCL0603 series
产品种类	功率片式电感			
公司名称	Sumida	Coilcraft	DELTA	顺络电子
产品系列	CDR910 series	DO3340P series	SISH811	SWCB1312 series
产品系列	CDR156 series	DO5022P series	SISH136	SWCB1807 series
产品系列

资料来源：公司公告、财富证券整理

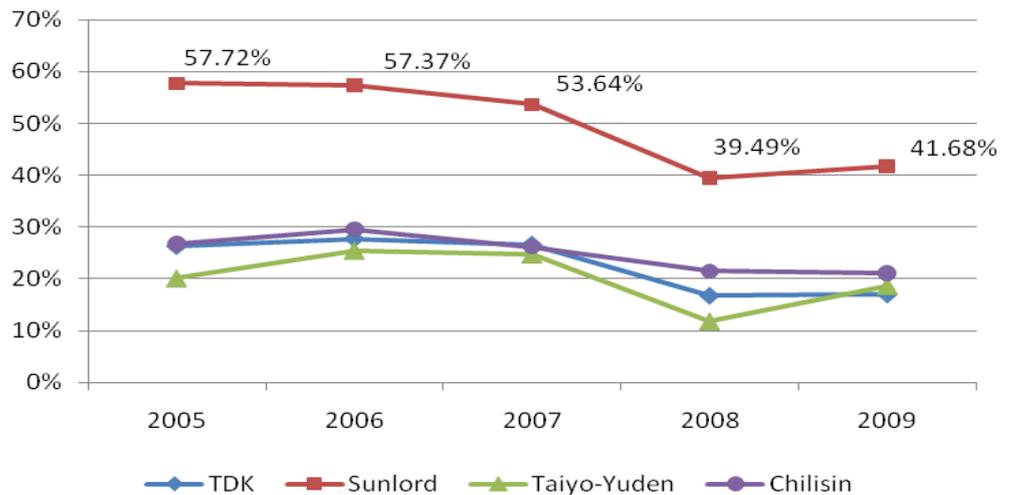
在电子产品小型化驱动的背景下，0603(0.6mm*0.3mm)、1005(1mm*0.5mm)型号为当前叠层片感的主流尺寸，顺络电子已经具备了批量生产这类型号的能力！在公

司定向增发项目中，我们可以看到，这两种型号的叠层片感产品新增产能达到 45 亿只/年，占总增加产能 60 亿只/年的 90%，侧面反映出公司的技术能力水平。

2、顺络电子产品综合毛利率远高于国际知名电感企业

较强本土原材料和较低的劳动力成本优势使得公司综合毛利率远远高于国际一流企业。同日本最主要的片感生产企业 Taiyo-Yuden、TDK 以及台湾企业奇立新 (Chilisin) 的综合毛利率相比，公司综合毛利率高出近 25 个百分点。在同样产品比日系企业售价稍低和台湾企业售价差不多的背景下，如此高的毛利率反映出公司巨大的成本优势！

图表 8 顺络电子的产品综合毛利率明显高于国际一流企业



资料来源：各公司财务报表、财富证券整理

四、顺络正利用成本优势和快速供货优势快速成长

1、多元化产品经营模式是国外一流企业的主要竞争优势

国外企业在发展过程中，较早地从某一种单一产品发展到多产品种类，形成包括磁芯材料、电容、电阻、电感以及被动电子元器件模块(LTCC 产品)在内的多元化产品经营模式。

多元化的经营模式是企业产品能够涵盖下游手机、计算机、电视机、汽车电子以及电力电子等多个领域，有利于企业为下游整机厂商提供一站式的采购服务。依托多元化产品给下游企业提供综合解决方案是国外企业的主要竞争优势！例如，TDK 收购 EPCOS 提升自身在模块产品制造以及综合解决方案领域的竞争优势、奇立新与全球第四大片式电容(MLCC)生产企业国巨、全球第二大磁性材料企业飞磁组成联盟都反映了多元化经营，被动元器件企业致力于成为综合方案提供商这个行业大趋势。

图表 9 多元化发展是国外竞争企业的主要优势

企业名称	主要产品	国别
Murata	电容、电阻、电感、通信设备用滤波器、射频元件/模块等	日本
TDK	电容、电阻、电感、变压器、铁氧体磁芯等	日本
Taiyo Yuden	电容器、电感器、铁氧体磁芯、高频介电元件、功能模块等	日本
Toko	电感器、滤波器、解码模块、传输模块等	日本
Amotech	压敏电阻、防静电/抗电磁干扰过滤器、电感器等	韩国
Chilisin	电感、滤波器、模块等	中国台湾
顺络电子	电感器、电容器、压敏电阻以及模块等	中国

资料来源：公开资料，财富证券整理

我们认为，顺络电子的主要竞争优势在于：(1)、依托国内成本优势，大力扩充利基产品叠层片感产能，形成规模优势；(2)、产业链同时横向和纵向扩张，形成电阻、电容、电感以及 LTCC 模组多品种多类产品，实现从单一的产品供应商向综合解决方案提供商转变，提升公司整体竞争力！

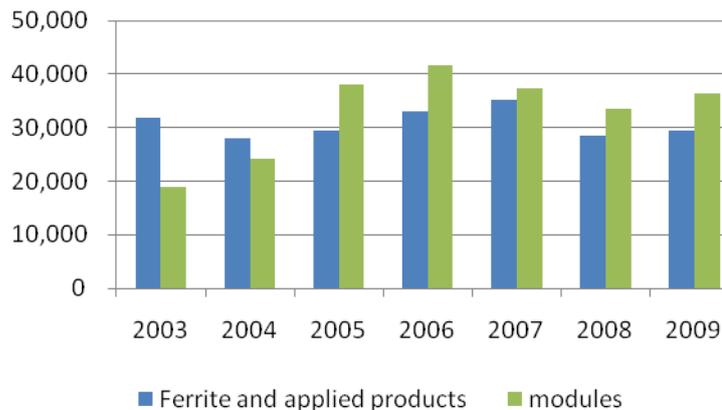
2、顺络叠层电感产品产能扩张迅速

我们分别以一个代表企业分析主要全球电感生产企业近几年的产能扩张情况。日系企业我们以 Taiyo-Yuden(太阳诱电)为例，台湾企业以 Chilisin(奇立新)为例分析。

从 Taiyo-Yuden 近几年电感器和模组产品销售额的变化趋势分析中可以得到，05 年以来，由于受到较大的成本压力以及产品较低毛利率，国际主要的片感企业（主要是日系厂商）对于片感的产能一直没有扩张，它们更加注重于生产具有更高毛利率的定制化模块产品。

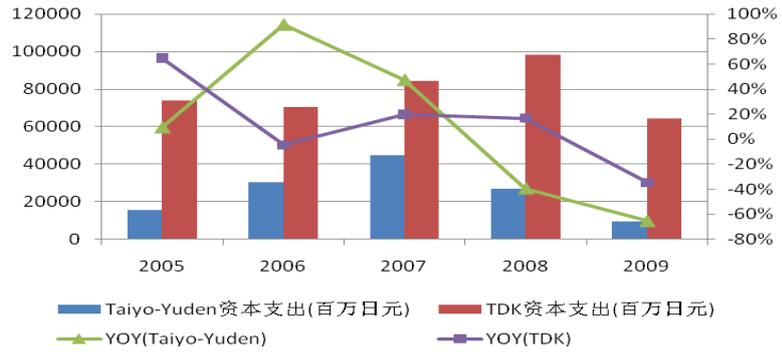
在金融危机影响下，日系主要企业对资本支出更加谨慎。2005 年以来，TDK 和 Taiyo-Yuden 的资本支出基本处于同比下降的趋势，09 年更是同比大幅下降！

图表 10 Taiyo-Yuden 电感产品及 LTCC 模组产品销售收入变化趋势



资料来源：Taiyo-Yuden 公司公告，财富证券整理

图表 11 TDK 和 Taiyo-Yuden 近几年的资本支出情况



资料来源: TDK、Taiyo-Yuden 公司公告, 财富证券整理

台湾片感行业龙头老大奇立新 2008 年片式电感的产能为 71 亿只/年, 与其 2005 年 54 亿只/年的产能相比, 近几年产能增长率仅为 31%。

与之形成鲜明对比的是, 受益于国内宏观经济复苏以及下游通讯、计算机以及消费电子市场需求的快速增长, 顺络电子自从 07 年上市以来, 产能扩张非常迅速。目前叠层片感的产能已经从 2007 年的 25 亿只/年左右扩张到近 200 亿只/年。今年 5 月, 公司计划进行非公开增发股票募集资金对叠层片感产品再扩充产能 60 亿只/年。

我们预计 05 年以来, 全球主要的片感厂商, 特别是在行业中占重要地位的日系厂商基本没有对片感产品进行产能扩张。就单一的叠层片感产品来看, 2011 年顺络电子 260 亿只/年的叠层片感产能将位居全球第一!

图表 12 顺络电子叠层片感销售量变化趋势预测



资料来源: 财富证券

3、LTCC 产品的规模化生产将是公司迈向综合方案提供商的重要一步

LTCC 产品属于高科技产品, 代表着被动电子元器件行业最前沿的技术水平。公司通过收购南玻电子实现 LTCC 产品量产。通过定向增发项目, 公司将扩充 LTCC 产品产能 1.62 亿只/年。我们认为能够量产行业最前沿的高科技产品, 再次体现了顺络产品的技术水平已经达到了国际一流!

低温共烧陶瓷(LTCC)产品是将电容和电感以及由它们组成的功能器件, 通过合理

的设计而集成的具有较好高频特性的内埋式无源器件。LTCC 技术符合无源元器件“片式化、小型化、复合与集成化、高频化”的发展趋势。LTCC 产品属于定制化的产品，主要包括片式滤波器、片式天线和射频前端模块，下游应用对象主要为手机、蓝牙终端和 WLAN 等电子产品。

LTCC 产品的量产为公司增加新的利润来源的同时，也将提升公司整体竞争力。随着公司产品扩充到电容、电感、电阻以及 LTCC 模组产品的规模化生产将是公司从单纯的产品供应商向综合解决方案提供商迈出的最重要的一步！

五、盈利预测及估值评级

对于公司未来盈利状况预测，我们做了如下关键假设：

- (1) 2010-2012 年叠层片感销量分别为 182 亿只、218 亿只和 247 亿只；销售价格下降幅度分别为 8%、5%和 3%；
- (2) 2010-2012 年绕线片感的销售量分别为 4.3 亿只、6.75 亿只、9.0 亿只；平均销售价格随着定向增发项目投产后功率片感销售量的增加分别提升 5%、5%和 3%；
- (3) LTCC 产品销售量分别为 0.55 亿只、1.3 亿只和 1.54 亿只；2011-2012 年平均价格销售价格分别下降 5%、5%；

根据我们的估值模型，预计 10-12 年公司营业收入分别达到 5.45 亿元、7.77 亿元和 9.22 亿元，分别实现归属母公司净利润 1.25 亿元、1.59 亿元和 1.82 亿元。以股份激励和定向增发后总股本 1.94 亿计算，公司 10-12 年 EPS 分别为 0.647 元、0.822 元和 0.938 元。随着公司产能的迅速扩产以及新产品的不断投产，我们认为，公司已经进入了一个快速成长期。我们给予公司“推荐”评级，6 个月内目标价 24.66 元，对应 11 年 PE 为 30 倍。

图表 13 相对估值水平

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
000636	风华高科	11.49	0.31	0.45	0.56	36.93	25.70	20.42	中性
600563	法拉电子	26.67	0.91	1.16	1.40	29.46	22.91	19.11	推荐
002389	南洋科技	54.00	0.72	0.94	1.32	74.68	57.60	40.79	中性
600460	士兰微	22.70	0.52	0.77	0.96	43.30	29.41	23.62	推荐
002273	水晶光电	37.86	0.80	1.15	1.69	47.44	32.88	22.44	谨慎推荐
300088	长信科技	33.26	0.74	1.01	1.44	44.90	33.07	23.16	推荐
002045	广州国光	20.75	0.61	0.85	1.08	34.17	24.48	19.17	推荐
600183	生益科技	10.21	0.48	0.56	0.68	21.28	18.21	15.08	未评级
600584	长电科技	12.35	0.28	0.38	0.48	43.35	32.19	25.50	未评级
002055	得润电子	16.82	0.23	0.40	0.55	73.42	41.96	30.43	未评级
000823	超声电子	12.39	0.34	0.43	0.53	36.00	28.58	23.31	未评级
平均值						44.08	31.55	23.91	
002138	顺络电子	20.82	0.65	0.82	0.94	32.03	25.39	22.25	推荐

资料来源：Wind 一致预期、财富证券发展研究中心

图表 14 公司主营业务分产品销售收入预测

叠层电感业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均价格(元/Kpcs)	27.38	26.90	18.10	16.65	15.82	15.34
增长率	-22.98%	-1.77%	-32.71%	-8.00%	-5.00%	-3.00%
销售量(亿只)	44.28	70.20	107.90	182.00	218.00	247.00
同比增长率	38.90%	58.54%	53.70%	68.67%	19.78%	13.30%
业务收入(万元)	12123.62	18880.85	19529.00	30305.24	34484.70	37899.95
增长率	6.98%	55.74%	3.43%	55.18%	13.79%	9.90%
销售毛利率	45.91%	37.29%	40.93%	47.00%	46.00%	45.00%
绕线电感业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均价格(元/Kpcs)	304.53	317.97	311.19	326.75	343.09	353.38
增长率		4.41%	-2.13%	5.00%	5.00%	3.00%
销售量(亿只)	0.66	1.26	3.21	4.30	6.75	9.00
增长率		91.55%	155.44%	33.81%	56.98%	33.33%
业务收入(万元)	2000.00	4000.00	10000.00	14050.41	23158.67	31804.58
增长率		100.00%	150.00%	40.50%	64.83%	37.33%
销售毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	41.00%	42.00%
片式压敏器件业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均价格(元/K)	39.23	40.10	21.63	20.55	19.52	19.13
增长率	-24.93%	2.22%	-46.06%	-5.00%	-5.00%	-2.00%
销售量(亿只)	4.54	5.53	14.20	22.50	40.00	45.00
增长率	111.15%	21.91%	156.61%	35.00%	15.00%	12.00%
业务收入(万元)	1780.92	2219.20	3071.68	4623.41	7808.43	8608.79
增长率	58.51%	24.61%	38.41%	50.52%	68.89%	10.25%
销售毛利率	54.19%	57.35%	51.85%	52.00%	53.00%	54.00%
LTCC 及其他业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均价格(元/只)				1.00	0.95	0.90
增长率					-5.00%	-5.00%
销售量(亿只)				0.55	1.30	1.54
增长率					134.57%	18.75%
业务收入(万元)				5525.00	12312.00	13889.48
增长率					122.84%	12.81%
销售毛利率				50.00%	50.00%	50.00%
主营业务合计	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	15904.54	25107.36	32600.68	54504.07	77763.80	92202.80
同比增长率	27.68%	57.86%	29.85%	67.19%	42.68%	18.57%
营业成本(万元)	7373.59	15192.10	19014.13	29473.76	42111.32	50196.41
同比增长率	38.85%	106.03%	25.16%	55.01%	42.88%	19.20%
综合毛利率	53.64%	39.49%	41.68%	45.92%	45.85%	45.56%

资料来源：公司公告、财富证券

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.