

电子元器件行业

推荐（首次）

邵 青

S1060207120088
021-62078960
yubing@pingan.com.cn

苏州固锴(002079)

光伏耗材与传感器将成为公司业绩亮点

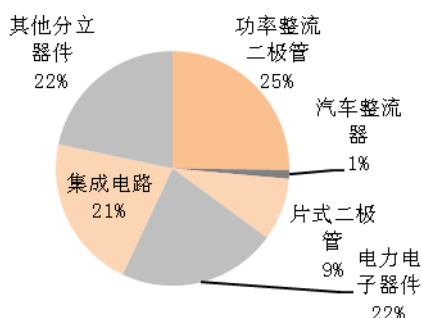
- 公司主营业务为二极管的生产和销售，产量占全球 9%的份额。2010 年三季度，公司实现营业收入 6.3 亿元，同比增长 62%；净利润 5400 万元，同比增长 119%。自 2008 年以来，公司的毛利率不断提升，从 12.1%增加到 18.4%，主要因素是（1）电子元器件行业转好；（2）公司产能释放，规模效应；（3）产品结构改善，高毛利产品比重增加。未来公司主营业务的盈利能力还有一定的改善空间，但人力和原材料如铜、硅价格上升带来的成本压力也不能忽视。
- 光伏耗材和高端传感器是公司业绩增长的支撑点。光伏耗材主要是用作电池片电极的银浆，已有样品在试用，价格虽然比进口银浆低，但光电转换效率也低。全球光伏装机容量 2010 年达到 15GW，未来仍将快速发展，如果公司能改进工艺，提高光电转换效率，则银浆业务有望为公司带来丰厚收入，乐观预计增厚 EPS 约 0.12 元。高端传感器主要是收购明锐光电获得的加速度传感器的制造工艺技术。加速度传感器主要用在消费电子领域，如智能手机，数码相机等。2010 年二季度全球智能手机出货量达到 6160 万部，同比增长 50%，占同期手机总销量 3.26 亿的 20%。预计未来智能手机销量仍将维持高速增长，对高端传感器的需求不断增加。此项业务为公司贡献业绩预计将在 2012 年。
- **首次给予“推荐”的投资评级。**预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.26 元，0.38 元和 0.58 元，对应 2011-1-11 的最新收盘价 16.8 元，PE 分别为 65 倍，44 倍和 29 倍。鉴于公司优秀的管理团队，以及在光伏耗材和高端传感器领域国内领先的技术地位，首次给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**市场竞争风险，汇兑损失风险。

一、主营业务为二极管

1.1 产量占全球 9%

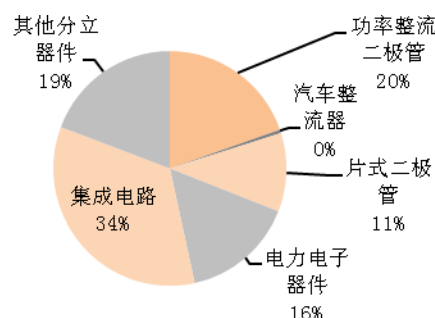
二极管被称为“工业之米”，公司是全球最大的二极管生产商之一，月产量可达 2.5 亿只，占全球 9% 的份额。从产品构成看，公司的二极管主要用在功率整流器件中。

图表 1 营业收入按产品分布 单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 毛利润按产品分布 单位：%



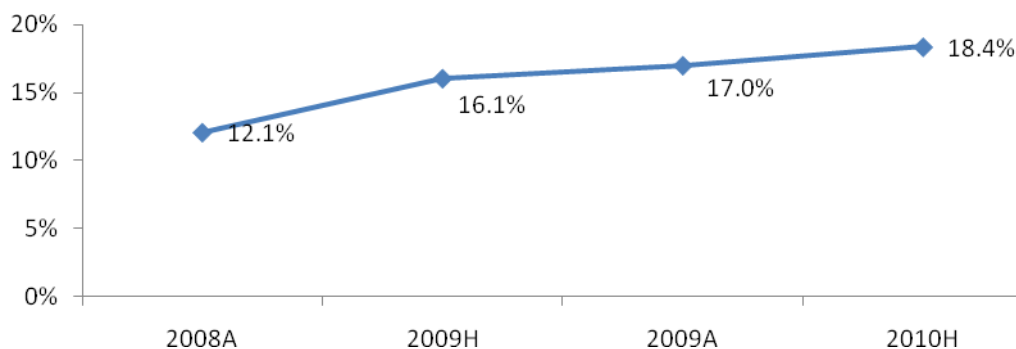
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 毛利率不断提升，盈利能力逐渐增强

从 2008 年到 2010H 以来，公司的综合毛利率从 12.1% 增加到 18.4%，主营业务的盈利能力不断增强。我们认为主要原因有三：

- (1) 2008 年金融危机期间，公司抓住机遇逆势扩张，获得产能规模优势；
- (2) 随着国际、国内经济形势向好，电子元件行业发展迅速，公司的规模效应提升毛利率；
- (2) 新产品的推出改善了原来的毛利率偏低的产品结构。通过募投项目，公司技术水平有所提高，例如，能自己生产二极管芯片，采用新的 QFN（四侧无引脚扁平封装）封装工艺，新产品 GPP（玻璃钝化超级二极管）量产等。

图表3 毛利率持续提升 单位：%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、光伏耗材和高端传感器是亮点

2.1 光伏耗材：进口替代空间大

公司的参股子公司晶讯科技，自主研发出光伏电池用银浆，目前已有样品在试用。银浆由高纯度（99.9%以上）金属银微粒，和溶剂、粘合剂、助剂混合而成，其技术难点在配方。目前光伏用银浆主要从国外厂商进口，如美国的杜邦，德国的 FERRO 和 Hereaus，国内厂商如亿晶光电能少量量产。

一般而言，6 寸硅片制成的 125mm×125mm 的方电池片需要 0.15g 银浆，每个方片发电 2.5W，则每 MW 需要 60kg 银浆，预计 2010 年装机容量 15GW，需要银浆 900 吨。价格上，每公斤银浆 5 千-1 万元。假设晶讯 2011 年改善配方，能获得 5% 的全球份额，即生产 45 吨，按 6 千元/公斤计价，实现营业收入 2.7 亿元；参考杜邦银浆能有 70% 的毛利率，晶讯的银浆业务应该能有 50% 的毛利率，及 35% 左右的净利率，即 0.95 亿元净利润。公司参股 35%，能获得投资收益 3300 万元，增厚 EPS 约 0.12 元。

以上假设建立在晶讯能改善工艺配方，使得产品的光电转换效率接近杜邦的产品，从而获得客户。

2.2 高端传感器：有望成为国内的领导者

2010 年 1 月 3 号，公司发布公告，拟以 360 万美元（2400 万人民币）收购美国明锐光电 100% 股权，从而获得 MEMS（微机电系统）-CMOS（互补金属氧化物半导体）三维集成制造平台及八寸晶圆级封装技术，130 项相关专利技术，进入到高端传感器领域。我们认为，公司以此为契机切入物联网中的高端传感器领域，前景光明。

（1）明锐光电有成型的 MEMS 设计和工艺制造技术。明锐光电原为台湾探微科技的全资子公司，拥有 MEMS 的集成工艺、真空密封、润滑等技术，并有高清光学微镜阵列投影显示芯片技术，其产品第一代加速传感器已经研发成功，样品投放市场。公司的技术团队有资深的半导体从业经验，而 MEMS 的难点在于制造工艺以及与底层线路板的调校和匹配，凭借长期的实践经验，我们预计其技术团队能很好的开发出性价比高、适合国内市场的产品。

（2）MEMS 应用范围广，潜在需求量大。目前主要用在消费电子领域，如智能手机、笔记本电脑、高档数码相机等，未来在导航、游戏机、平板电脑、汽车等领域有很大的应用空间。仅在智能手机领域，2010 年二季度全球智能手机出货量达到 6160 万部，同比增长 50%，占同期手机总销量 3.26 亿的 20%。如果智能手机成为主流，占比超过 80%，则将每年带来 10 亿颗加速度传感器的需求。我们预计随着物联网的发展，传感器将广泛用于人们的生活、工作中，未来对高端传感器的需求会成倍增长。

三、给予公司“推荐”的投资评级

预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.26 元，0.38 元和 0.58 元，对应 2011-1-11 的最新收盘价 16.8 元，PE 分别为 65 倍，44 倍和 29 倍。给予公司“推荐”的投资评级，理由两点：

- （1）公司优秀的管理团队。确立“日本的品质、中国的价格、美国的速度、六星级服务”的经营方针，通过 ODM 和 OEM，成为全球领先的二极管供应商。目前来看，二极管的发展空间有限，公司也通过多元化投资策略，积极开拓新领域。

(2) 公司在光伏耗材和高端传感器领域处于国内领先的技术地位。

图表4： 公司业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	472	524	555	834	1241
YoY(%)	8%	11%	6%	50%	49%
净利润(百万元)	27	17	37	74	110
YoY(%)	-15%	-37%	123%	97%	48%
毛利率(%)	14.4%	12.1%	17.0%	19.0%	19.3%
净利率(%)	5.7%	3.2%	6.8%	8.9%	8.8%
ROE(%)	5.8%	3.6%	7.5%	11.8%	15.5%
EPS(摊薄/元)	0.09	0.06	0.13	0.26	0.38
P/E(倍)	180	287	129	65	44
P/B(倍)	10.53	10.24	9.61	7.68	6.84

资料来源：公司公告，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257