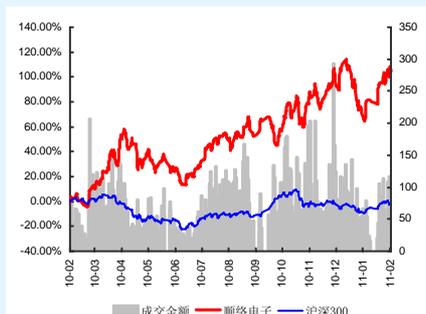


顺络电子（002138）调研简报

——高速成长的片式电感龙头

基本数据	2011-02-24
收盘价（元）	27.00
市盈率	55.10
市净率	8.23
股息率（分红/股价）	0.93%
每股净资产（元）	3.28
资产负债率%	37.98%
总股本（亿股）	1.94
流通 A 股（亿股）	1.66
流通 A 股市值（亿元）	44.82

一年内股价走势：



相关研究：

研究员：冯福来

执业证书：S0270510120004

电话：020-37865166

EMAIL: fengfl@wlzq.cn

报告日期：2011-02-24

事件：近日我们对公司进行实地调研，了解公司的经营情况。

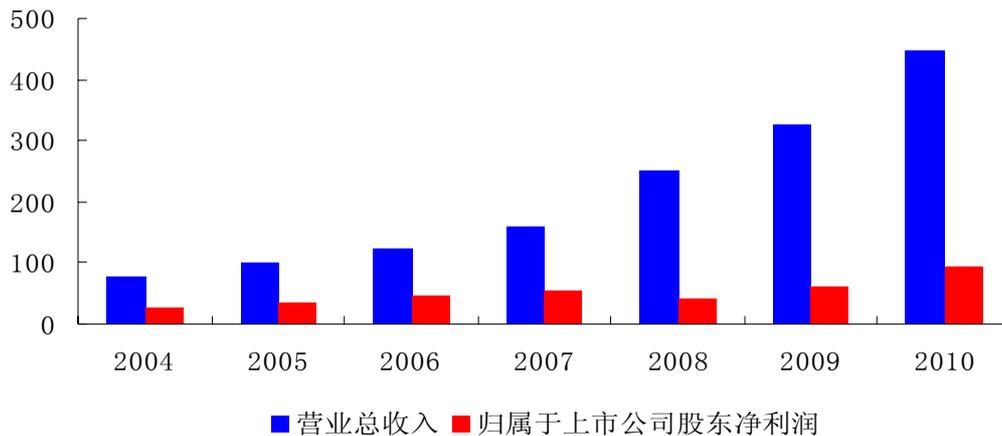
投资要点：

- **片式电感龙头企业，收入和利润持续高速增长。**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，产品主要应用于通信、计算机及消费类电子产品等领域。公司片式电感器产量约占国内总量的30%，居全国第一。
- **毛利率未来有望保持稳定。**公司产品综合毛利率未来有望保持稳定，主要是因为公司具有较强的新产品开发能力，新产品的毛利率要明显高于老产品，并且新产品小型化趋势明显，可以抵消原材料成本上涨带来压力，另外公司规模不断扩大，规模经济明显。
- **叠层片式电感：技术领先，规模不断扩大。**公司的扩产项目在增发募集资金到位之前，已经通过自有资金和银行贷款先行投入，预计能够按照公司的规划在2011年5月份建设完成，届时公司片式电感的年产能将超过167亿只。
- **片式压敏电阻：进口替代空间广阔。**随着公司市场开拓工作的推进，特别是在国内手机厂商加大对于智能手机的出货量的影响下，预计今年公司片式压敏电阻产品实现的效益会大幅提高。由于片式压敏电阻具有良好的市场应用前景，一旦市场大规模启动，公司未来还有进一步扩产的可能性。
- **低温共烧陶瓷（LTCC）：有广阔市场前景的高盈利产品。**公司LTCC产品逐渐被客户接受后，未来产能进一步扩大，所占营业总收入的比重进一步提高，将有利于提高公司产品整体的盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**在不考虑增发摊薄的情况下，我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.79元、1.14元和1.51元，动态PE分别为34.35、23.75和17.94，我们给予公司“推荐”评级。

1. 片式电感龙头企业，收入和利润持续高速增长

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，产品主要应用于通信、计算机及消费类电子产品等领域。公司片式电感器产量约占国内总量的 30%，居全国第一。公司的客户包括松下、戴尔、夏普、华为、中兴等国内外著名企业，公司已经与这些客户建立长期稳定的供货关系。2004 年以来公司营业收入和净利润保持高速增长，其中营业收入六年的复合增长率接近 40%，净利润的复合增长率接近 24%。2010 年公司实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 37.77%，实现归属于上市公司股东的净利润为 9584 万元，同比增长 55.96%。

2004-2010 年公司营业总收入和归属于上市公司股东净利润变动趋势图（单位：百万元）

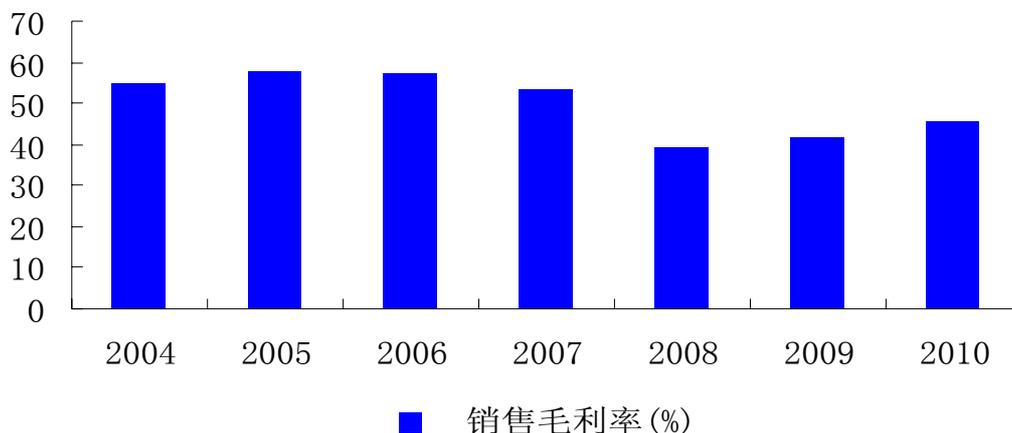


资料来源：wind，万联证券

2. 毛利率未来有望保持稳定

2008 年公司产品综合毛利率出现较大幅度的下降，从 2007 年 53.64% 下降到 2008 年 39.50%，主要有以下三方面的原因：一是，2008 年公司产品主要原材料价格上涨幅度较大；二是，2008 年公司收购南玻电子和贵阳南方汇通微电子分公司，2008 年尚处于并购整合期；三是，新产品规模较小，单位产品的获利能力尚未充分显现。进入 2009 年后公司不断推出高盈利能力的新产品，新产品的收入比重不断提高，同时公司 2008 年收购的两个公司整合完成，公司产品的综合毛利率开始触底回升，并且毛利率上升趋势一直延续下来。我们认为公司产品综合毛利率未来有望保持稳定，主要是因为公司具有较强的新产品开发能力，新产品的毛利率要明显高于老产品，并且新产品小型化趋势明显，可以抵消原材料成本上涨带来压力，另外公司规模不断扩大，规模经济明显。

2004-2010 年公司营业总收入和归属于上市公司股东净利润变动趋势图（单位：百万元）



资料来源: wind, 万联证券

3. 叠层片式电感：技术领先，规模不断扩大

电感器作为三大被动电子元器件之一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，被广泛用于通讯、计算机及周边产品、消费类电子、办公自动化及汽车电子等领域。目前全球被动电子元器件市场规模中，产值最大的为电容，其次为电感及电阻，其中电感器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）等作用。

电感器与电阻和电容最大的差异在于标准化产品所占比重较低，客户定制化产品比重较高，所以客户对于电感器产品认证时间较长，并且需要和客户协同开发新产品，所以电感器的进入门槛比较高，产品价格相对于电阻和电容而言要稳定。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。片式电感最早于 80 年代在日本开始开发生产，我国从 90 年代初开始开发片式电感。从全球市场份额来看，日本厂商是全球电感器主要的供应者，前四大厂的全球市场占有率高达 77%，其中 TDK 为 23%、Taiyo Yuden 为 21%、Murata 为 19%及 MACO14%。根据 2009 年日本产业信息调查会的《电感、变压器市场报告》的资料显示，2009 年全球电感市场数量和金额分别为 5,278 亿只和 5,485 亿日元（398.21 亿人民币），预计 2013 年全球电感市场数量和金额将分别达到 11,087 亿只和 7,895 亿日元（573.18 亿人民币），2009–2013 年全球电感市场数量和金额的平均年增长率分别为 20.39%和 9.53%。

公司是国内最大的片式电感生产企业，2010 年公司叠层片式电感的年产能超过 100 亿只。公司叠层片式电感下游需求旺盛，2010 年的产能利用率达到 96.11%，接近满产状态。为满足下游客户的需求，公司进一步扩大产能。根据公司非公开发行股票募集资金运用可行性分析报告，公司将片式电感的年产能增加 67 亿只，其中，叠层片式电感年产能增加 60 亿只，绕线片式电感年产能增加 7 亿只，新增产能达产后预计将新增营业收入 26774.57 万元，新增税后净利润 3900.69 万元。公司的扩产项目在增发募集资金到位之前，已经通过自有资金和银行贷款先行投入，预计能够按照公司的规划在 2011 年 5 月份建设完成，届时公司片式电感的年产能将超过 167 亿只。

不同电子终端产品使用电感器数量

应用产品	预计使用数量（单位：颗）
手机	30-65
数码相机	10-20
LCD 电视	110-125
LCD 屏幕	80-120
笔记本电脑	55-65
主板	30-35
无线网络	10-15
Xdsl/Cable Modem	8-20
DVD	25-30
机顶盒	15-30
绘图卡	15-20

资料来源：奇力新，万联证券

扩产 60 亿只叠层片式电感产品种类

类别/尺寸	0603	1005	1608	2012	other	合计(亿只)
陶瓷类（亿只）	25	10	5	-	-	40
铁氧体类（亿只）	2	8	5	3	2	20
合计（亿只）	27	18	10	3	2	60

资料来源：公司公告，万联证券

扩产 7 亿只绕线片式电感产品种类

类别/尺寸	30/40	60/80	1005~4532	1608/2012	合计(亿只)
功率电感	3	3	-	-	6
高频绕线电感	-	-	0.7	-	0.7
共模电感	-	-	---	0.3	0.3
合计（亿只）	3	3	0.7	0.3	7

资料来源：公司公告，万联证券

4. 片式压敏电阻：进口替代空间广阔

压敏电阻器是以氧化锌为主体材料，添加多种其他微量元素，经高温烧结而成的一种限压型非线性电压敏感性电子元器件，具有电流—电压非线性响应的基本特性。压敏电阻器适合用于吸收因雷电、电子系统操作及静电等产生的冲击大电流，从而起到抑制过电压、有效地保护各种电气和电子产品的作用。

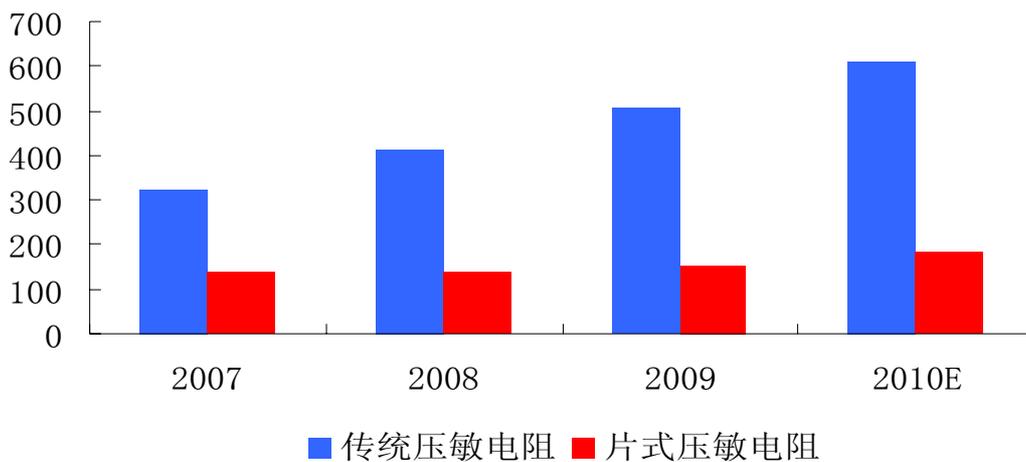
传统的压敏电阻器因其保护电压高、体积大、响应速度慢等弱点，不能对 IC、半导体器件和低压电子电路实施有效的保护。由此具有低保护电压、响应快速、尺寸小的新型过电压及 ESD 防护电子元器件——片式压敏电阻器应运而生。片式压敏电阻器采用了新型压敏材料及厚膜技术，将压敏材料和电极进行交替叠层，经高温烧结而形成的新型过电压及 ESD 防护电子元器件。与其他过电压及 ESD 防护电子元器件（如瞬态抑制二极管、齐纳二极管等）相比，片式压敏电阻器具有耐电流冲击大、无极性、响应快、可靠性好等优异性能，并且生产成本较低，已逐步成为了其他同类保护器件的替代产品，其应用领域迅速扩大，目前产品主要应用于手机、USB 接口、计算机、LCD、蓝牙、PDA、硬盘、汽车电子、集成电路芯片等领域。

目前大部分片式压敏电阻都应用在手机中，平均每部手机中要使用的片式压敏电阻大约为 25 颗，随着手机中集成的功能不断增加，尤其是智能手机的普及，每部手机中需要的压敏电阻数量更多。根据研究机构 Gartner 的统计，2010 年全球手机终端销售量总计为 16 亿部，较 2009 年大幅增加 31.8%，其中智能型手机终端销售量更是较 2009 年大幅增加 72.1%，在整体手机销售量的比重达 19%。按照 2010 年全球手机的总出货量约为 16 亿部，也就意味着仅手机市场就要需要至少 400 亿颗片式压敏电阻。

根据水清木华的研究报告显示，目前我国电阻器产品以中低端为主，高端领域仍待突破，预计未来三年电阻器市场年增长速度仍将保持在 20% 左右。目前我国手机用片式压敏电阻 90% 依赖进口，未来进口替代空间很大，同时下游智能手机普及率越来越高，也加大对于片式压敏电阻的需求量。

公司片式压敏电阻的年产能为 50 亿只，2010 年本产品实现效益 543.40 万元，远低于预计的 4808.42 万元，主要是因为压敏电阻实际价格下降的幅度远超过当时预计的价格下降幅度，同时该产品属于全新型元件，市场接受需要一个过程。虽然 2010 年片式压敏电阻没有达到预期受益，但是已经呈现出良好的增长势头，2010 年片式压敏电阻的产量和销量均较去年大幅度增长。我们认为随着公司市场开拓工作的推进，特别是在国内手机厂商加大对于智能手机的出货量的影响下，预计今年公司片式压敏电阻产品实现的效益会大幅提高。由于片式压敏电阻具有良好的市场应用前景，一旦市场大规模启动，公司未来还有进一步扩产的可能性。

2007-2010 年中国压敏电阻器市场销售额（单位：百万元）



资料来源：水清木华，万联证券

5. 低温共烧陶瓷 (LTCC)：有广阔市场前景的高盈利产品

低温共烧陶瓷 (LTCC) 技术是一种多层陶瓷技术，它可以将无源元件内埋置到基板内部同时将有源元件贴在基板表面，在设计上具有很大的灵活性，真正实现了传统聚合物和传统陶瓷材料无法获得的三维结构。LTCC 技术非常适合设计和生产具有较好高频特性的内埋式无源器件，尤其是电感和电容以及由它们组成的功能器件，以代替传统的分离式器件。LTCC 技术已经成为无源集成的主流技术，成为无源器件领域的发展方向和新的元器件产业的经济增长点。

LTCC 产品属于高新科技前沿产品，应用领域很广泛，如各种制式的手机、蓝牙模块、GPS、PDA、数码相机、WLAN、汽车电子、光驱等。根据调研资料，手机中的用量占据重要部分，其次是蓝牙模块和 WLAN。由于 LTCC 产品的高可靠性，在汽车电子、通讯、宇航与军事、MEMS(微机电系统)与传感技术等领域的应用也日益上升。未来 LTCC 在射频和微波无线通讯领域的应用将更为广泛。

公司是国内少数掌握 LTCC 技术的厂商之一，LTCC 扩产后将形成年产 LTCC 产品 1.62 亿只，预计 2011 年 3 月份建设完成。扩产项目达产后，将新增营业收入 4813.03 万元，新增税后净利润 1767.46 万元，销售净利率达到 36.72%，远远高于片式电感预计销售净利率 14.57%。我们认为公司 LTCC 产品逐渐被客户接受后，未来产能进一步扩大，所占营业总收入的比重进一步提高，将有利于提高公司产品整体的盈利能力。

6. 盈利预测与投资评级

在不考虑增发摊薄的情况下，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79 元、1.14 元和 1.51 元，动态 PE 分别为 34.35、23.75 和 17.94，我们给予公司“推荐”评级。

7. 风险提示

- (1) 如果片式电感产品价格下降幅度超越我们预期，业绩可能低于预期。
- (2) 如果原材料涨价幅度超越我们预期，业绩可能低于预期。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	251.07	326.01	449.15	700.67	952.91	1238.78
增长率(%)	57.86%	29.85%	37.77%	56.00%	36.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	42.22	61.45	95.84	152.83	220.95	292.47
增长率(%)	-24.21%	45.56%	55.96%	59.46%	44.57%	32.37%
每股收益(EPS)	0.217	0.316	0.493	0.786	1.137	1.505
每股股利(DPS)	0.000	0.145	0.157	0.204	0.295	0.390
每股经营现金流	0.369	0.544	0.410	0.657	1.142	1.177
销售毛利率	39.49%	41.68%	45.50%	45.60%	45.80%	46.00%
销售净利率	16.82%	18.85%	21.34%	21.81%	23.19%	23.61%
净资产收益率(ROE)	8.48%	11.73%	15.03%	20.35%	24.16%	25.85%
投入资本回报率(ROIC)	13.87%	12.90%	18.43%	19.38%	25.80%	33.40%
股息率(分红/股价)	0.000	0.005	0.006	0.008	0.011	0.014

报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	251.07	326.01	449.15	700.67	952.91	1238.78
减: 营业成本	151.92	190.14	244.78	381.16	516.48	668.94
营业税金及附加	0.19	0.25	0.63	0.98	1.33	1.73
营业费用	12.07	13.74	22.13	34.33	45.74	60.82
管理费用	30.38	39.58	56.52	87.58	118.64	155.84

财务费用	7.49	6.09	9.19	12.80	7.78	4.36
资产减值损失	2.81	2.40	5.17	4.00	3.00	3.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.21	73.81	110.74	179.81	259.94	344.08
加：其他非经营损益	1.69	-1.34	4.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.90	72.47	115.12	179.81	259.94	344.08
减：所得税	5.68	11.01	19.27	26.97	38.99	51.61
净利润	42.22	61.45	95.84	152.83	220.95	292.47
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	42.22	61.45	95.84	152.83	220.95	292.47

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

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。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征价。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。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我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、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133