

证券研究报告

元件 III



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

推荐

联系人: 韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

顺络电子 (002138)

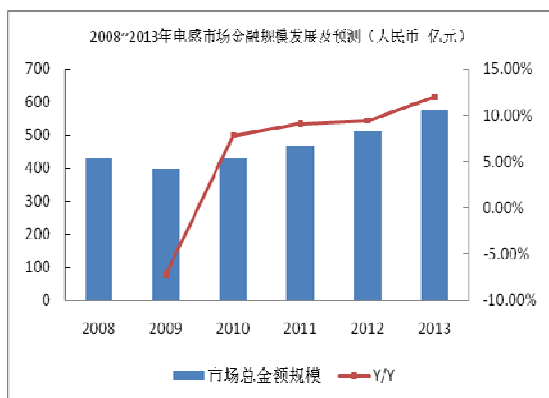
片式电感国内龙头, 规模扩张对抗成本压力

2011 年 7 月 6 日

投资要点

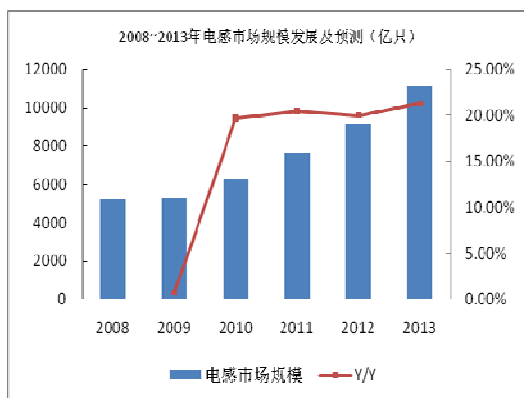
- **国内片式电感行业龙头龙头:** 公司位于被动元器件领域, 主要从事片式电感器和片式压敏电阻器等被动电子元器件的研发、生产和销售, 其产品主要应用于通信、计算机及消费类电子产品等领域, 公司片式电感器产量约占国内总量的 30%, 居全国第一。公司 2010 年营收 4.49 亿元, 同比增长 37.8%, 归属于上市公司股东净利润 9584 万元, 同比增长 56.0%。2011 年 1 季度营收 1.37 亿, 同比增长 34.5%, 归属于上市公司股东净利润 2297 万元, 同比 11.1%, 同比增速有所放缓, 其主要原因一是电子行业景气度回归正常水平, 二是主要原材料上涨带来成本压力。

图 1、电感市场规模预测



数据来源：日本产业信息调查会，兴业证券研究所

图 2、电感出货量预测



数据来源：日本产业信息调查会，兴业证券研究所

- **电感行业需求稳定成长, 国内实力企业有望承接国外产能转移:** 电感、电容、电阻等被动元器件是电子行业重要零组件, 是电子产品中不可或缺的组成部分, 根据 2009 年日本产业信息调查会的《电感、变压器市场报告》的数据, 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%。销售金额增速落后于销售数量增速的主要原因是产品单价的持续下降。随着电子整机向轻、薄、短、小的趋势发展, 片式电感占整体电感器市场规模的比率将随之增长。日本厂商占据了全球电感市场的龙头地位, 但在此次地

震中日本电感龙头企业村田、TDK、太阳诱电不同程度遭受损失，公司的绕线电感等产品线确实在震后接单有所增长、产能较为紧张，但据了解日本企业的生产也在逐步恢复中，我们认为此次地震为顺络这样有实力承接国外订单转移的企业带来机遇，订单转移是否为长期尚待观察。

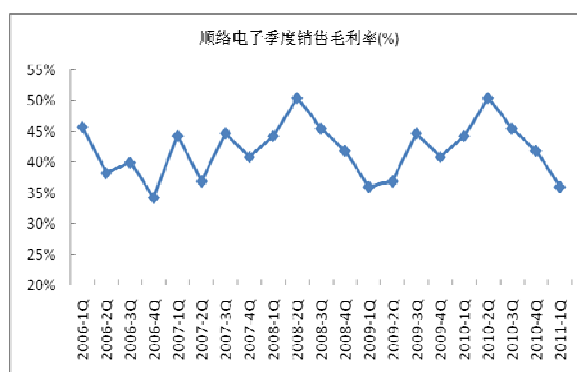
- **公司成长动力来自产品线拓展和产能持续扩充：**公司传统产品包括叠层片式电感、片式压敏电阻器等，近年来公司不断加大对新产品的研发力度，将产品线逐步扩展至绕线片式电感、钽电容、低温共烧陶瓷（LTCC）等新的产品领域。绕线片式电感虽然毛利率低于叠层电感，但是其电感量精度高、损耗小等特点使其不能被叠层电感完全替代，进入绕线电感领域既是满足客户“一站式”采购电感产品的需要，也是扩大企业营收规模、提升公司行业地位的需要。钽电容凭借体积小、容量大、工作温度范围宽的优异特性成为军工等高端领域的首选，LTCC 可以将无源元件内埋置到基板内部同时将有源元件贴装在基板表面，实现了三维结构，未来在射频和微波无线通讯领域的应用广泛。钽电容和 LTCC 都属毛利率较高的高端产品。伴随产品线拓展的还有公司的产能规模，叠层电感产能从 06 年的约 35 亿只/年增长至目前约 200 亿只/年，片式压敏电阻产能达到 50 亿只/年，绕线电感产能在 10 亿只/年左右。公司营收规模从 06 年的 1.25 亿增长至 10 年的 4.49 亿，年复合增长率为 37.8%，营收伴随产能实现了高速增长。
- **原材料价格高涨对公司盈利能力有所削弱：**历史上公司毛利率维持在较高水平，在被动元器件领域实属难得，是公司产品技术水平、规模效应和规模生产管控能力的体现。但去年以来公司毛利率面临四方面的挑战。一是原材料价格大幅上涨，原材料成本占公司生产成本的约五成，主要原材料为电极浆料（银浆）、瓷粉和溶剂，其中银浆占比在 50%左右，随着美国量化宽松带来的流动性泛滥和国际政治经济形势的不确定性，国际贵金属价格自去年起的持续上涨，一年内国际银价从 2010 年 7 月的 17.5 美元/盎司一路上涨至 48.5 美元，Q2 起有所回落但仍稳定于 35 美元附近，二是人民币持续升值，三是人力成本上升，四是大规模扩产后带来的折旧压力，产能规模是客户衡量被动元件供应商的重要指标，公司为了提升市场占有率，需持续扩大生产规模，但在承接大规模订单转移之前，会面临开工率不足和折旧成本上升的压力。公司 Q1 毛利率为 36.0%，是公司上市以来季度毛利率历史次低的水平，我们预计随着银价自 Q2 起的回落，公司未来毛利率快速下滑的状况将得到缓解。

图 3、白银现货价格走势



数据来源：公开信息，兴业证券研究所

图 4、公司 2006Q1-2011Q1 毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- **盈利预测：**公司是国内电感行业龙头，是少数在国际高端片式电子元器件市场中具有竞争力的中国企业，公司规划未来五年成为片式电感领域全球前三位企业，为此将持续扩大公司的产能规模。原材料上涨等因素在短期对公司毛利率产生一定影响，公司通过规模效应及高端产品上量可以消化一部分成本压力，同时股权激励费用在 2011 年起大幅降低，使公司期间费用率有所改善。公司股权激励的解锁条件为

2010-2012 年各年加权平均净资产收益率不低于 10%，净利润年增长率不低于 15%，也为公司未来业绩增长提供了一定的安全边际。我们预计 2011 年至 2013 年公司每股收益为 0.67 元、0.90 元和 1.11 元，给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	369	756	796	899
货币资金	91	384	336	368
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	104	151	198	243
其他应收款	8	6	8	10
存货	134	165	188	199
非流动资产	659	866	1003	1075
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	372	643	807	889
在建工程	181	116	83	66
油气资产	0	0	0	0
无形资产	58	62	66	74
资产总计	1028	1623	1799	1974
流动负债	323	362	388	383
短期借款	234	230	230	200
应付票据	8	11	15	18
应付账款	48	72	94	115
其他	34	48	49	50
非流动负债	67	67	67	67
长期借款	31	31	31	31
其他	36	36	36	36
负债合计	391	429	455	450
股本	194	212	212	212
资本公积	242	636	636	636
未分配利润	166	295	425	581
少数股东权益	0	1	3	5
股东权益合计	638	1194	1344	1524
负债及权益合计	1028	1623	1799	1974

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	96	143	191	235
折旧和摊销	43	47	70	87
资产减值准备	-1	17	3	0
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	10	11	11
投资损失	0	-21	-21	-21
少数股东损益	0	1	2	2
营运资金的变动	108	67	64	46
经营活动产生现金流量	38	130	192	268
投资活动产生现金流量	-200	-235	-186	-139
融资活动产生现金流量	253	398	-54	-98
现金净变动	91	293	-47	31
现金的期初余额	50	91	384	336
现金的期末余额	141	384	336	368

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	449	681	889	1081
营业成本	245	403	518	624
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	22	31	40	49
管理费用	57	83	107	130
财务费用	9	10	11	11
资产减值损失	5	5	6	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	21	21	21
营业利润	111	169	228	281
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	115	173	232	285
所得税	19	29	39	48
净利润	96	144	193	237
少数股东损益	0	1	2	2
归属母公司净利润	96	143	191	235
EPS (元)	0.45	0.67	0.90	1.11

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	37.8%	51.6%	30.6%	21.5%
营业利润增长率	50.0%	52.7%	34.5%	23.5%
净利润增长率	56.0%	48.7%	34.1%	23.1%
盈利能力(%)				
毛利率	45.5%	40.8%	41.8%	42.3%
净利率	21.3%	20.9%	21.5%	21.8%
ROE	15.0%	12.0%	14.3%	15.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	38.0%	26.4%	25.3%	22.8%
流动比率	1.14	2.09	2.05	2.35
速动比率	0.71	1.59	1.52	1.78
营运能力(次)				
资产周转率	0.53	0.51	0.52	0.57
应收帐款周转率	4.84	5.22	4.92	4.77
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.67	0.90	1.11
每股经营现金	0.36	0.61	0.91	1.26
每股净资产	3.00	5.61	6.31	7.15
估值比率(倍)				
PE	46.09	30.99	23.10	18.77
PB	6.93	3.70	3.29	2.91

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。