

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

联系人: 贾建虎 jiajh@ccnew.com

021-50588666-8037

功率型片式电感和射频元器件助力公司成长

——麦捷科技(300319)新股分析报告

研究报告-新股分析报告

发布日期: 2012年05月21日

发行数据

发行数量(万股)	1334
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2012年5月
上市日期	2012年5月

基础数据(2011年12月31日)

每股净资产(元)	2.83
每股经营现金流(元)	0.65
毛利率(%)	37.92
净资产收益率(%)	32.28
资产负债率(%)	21.40
发行后总股本(万股)	5334
B股/H股(万股)	/

联系人: 贾建虎

电话: 021-50588666-8037

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

麦捷科技(300319)在创业板发行。公司主营片式电感和射频元器件,主要应用于手机、电视等各类电子产品。公司功率电感和LTCC射频元器件附加值较高,并以工艺创新降低成本,是未来业绩增长点。公司拟募集资金1.19亿元,用于扩大产能及建设研发中心。

投资要点:

- **公司专注于片式元器件,产品立足进口取代。**公司生产的片式电感和射频元器件能够实现进口取代,10年LTCC射频元器件产量在国内居于首位。公司下游客户包括冠捷、TCL等知名企业。
- **智能终端保持高增长,拉动片式元器件需求。**智能手机等新型电子产品维持高增长态势,其对片式电感和射频元器件的用量显著高于传统产品。电子元件协会预测14年国内片式电感需求量为1542亿只,11-14年复合增速为12.05%。
- **公司高端产品占比逐年提高,成为主要利润增长点。**11年公司收入和净利润分别为1.31亿元和3142万元,同比分别增长22.3%和22.5%。细分产品中,功率片式电感和LTCC射频元器件占比从08年的13%提升到11年的32%;受此影响,公司综合毛利率从08年的33.88%提高到11年的37.9%。预计未来高端产品仍将维持高增长,普通片式电感也将受益行业回暖。
- **募集资金主要用于扩大产能。**公司拟投入1.03亿元用于扩大产能,达产后,片式电感和射频元器件年产能分别新增46.5亿只和1.86亿只,约为11年产能的1.5倍和2.7倍。公司研发中心拟投入1571万元,重点研发功率电感和LTCC相关前沿技术,重视高端产品有利于公司长期发展。
- **盈利预测和公司估值:**预计公司12-14年每股收益为0.70元、0.83元和0.97元。比照同类上市公司估值水平,建议公司12年的合理市盈率为17-22倍,对应估值区间为11.9-15.4元。
- **风险提示:**竞争加剧,产品价格下滑过快。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(百万元)	106.85	130.72	151.34	179.36
增长比率(%)	36.25%	22.34%	15.77%	18.52%
净利润(百万元)	25.64	31.42	37.42	44.09
增长比率(%)	61.06%	22.52%	19.11%	17.82%
每股收益(元)	0.48	0.59	0.70	0.83

目录

1. 专注片式元器件，致力进口取代	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 股本结构和发行状况	4
2. 新型电子产品带动片式电感需求	4
3. 高端产品是公司收入和盈利提升关键	5
3.1. 高端产品助力，收入增速维持较高水平	5
3.2. 行业景气度下滑导致毛利率下降	6
4. 公司财务分析	7
4.1. 费用率呈下降趋势	7
4.2. 公司营运指标分析	8
5. 先进工艺降低成本，高端产品提升竞争力	9
6. 募投项目分析	10
7. 盈利预测	10
8. 估值比较	11
9. 风险提示	11
重要声明	13
免责条款	13
转载条款	13

图 1: 公司上市前股本结构	4
图 2: 09-14 年全球片式电感需求量及增速预测	5
图 3: 09-14 年国内片式电感需求量及增速预测	5
图 4: 08-11 年公司营业收入及同比增速	6
图 5: 08-11 年公司三大类产品收入及增速对比(百万元)	6
图 6: 08-11 年公司毛利率和净利润率变化趋势	6
图 7: 08-11 年三大类产品收入占比	7
图 8: 08-11 年三大类产品毛利率及综合毛利率	7
图 9: 08-11 年公司期间费用率	7
图 10: 08-11 年公司营运指标(次)	9
图 11: 08-11 年研发投入及在收入中占比	9
图 12: 10 年国内 LTCC 主要企业产量对比	9
表 1: 11 年公司费用率与同类型公司比较	8
表 2: 11 年公司营运指标与 A 股同类型公司比较	8
表 3: 公司募投项目投资额和建设期	10
表 4: 公司主营业务预期	10
表 5: A 股相关上市公司市盈率	11
表 6: 公司 3 大报表预测	12

1. 专注片式元器件，致力进口取代

1.1. 公司简介

公司主要研发生产片式电感、磁珠和 LTCC 射频元器件，产品主要应用于手机、电视、消费电子等领域。公司产品立足高端，在主要应用领域能够实现进口取代。

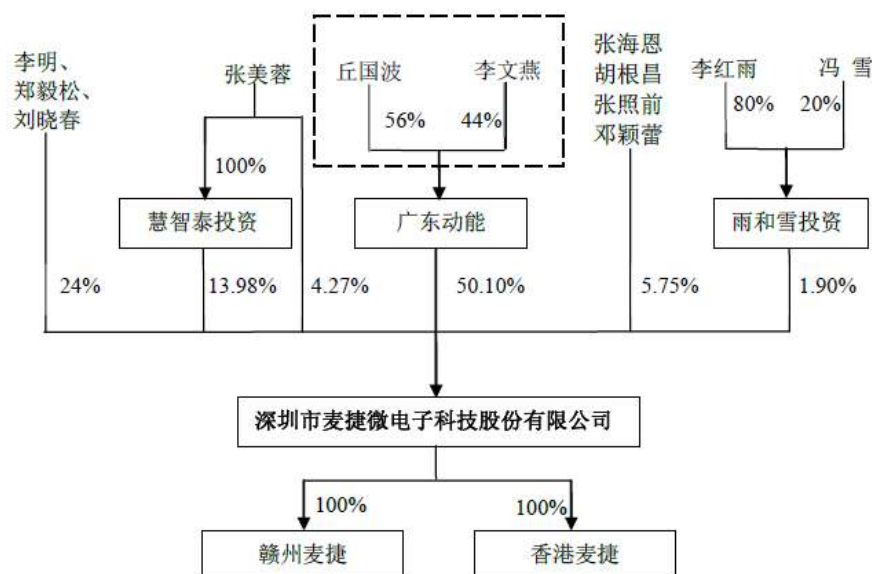
11 年公司实现营业收入和净利润分别为 1.31 亿元和 3142 万元，同比分别增长 22.34%和 22.52%。

1.2. 股本结构和发行状况

公司实际控制人为丘国波先生和李文燕先生，本次发行前，二人共间接持有公司 50.1%的股份。公司总经理张美蓉是公司技术带头人，发行前其直接、间接持有公司 18.25%的股份。

公司本次发行 1334 万股，占发行后总股本的 25%，发行价 15.3 元，募集资金约 2.04 亿元，拟投入 1.19 亿元用于扩大产能及建设研发中心。

图 1：公司上市前股本结构



来源：招股说明书

2. 新型电子产品带动片式电感需求

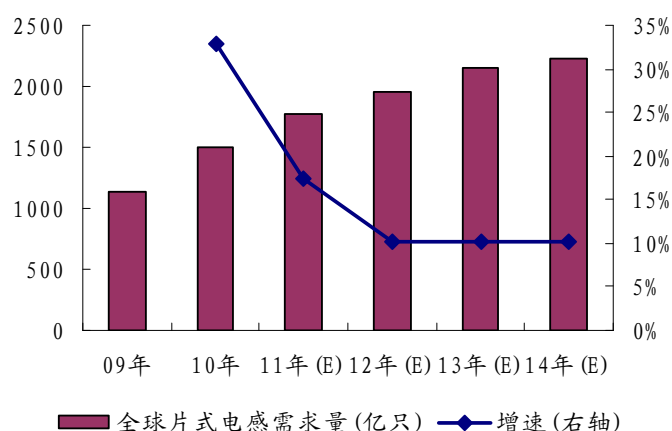
电感作为基础被动元件之一，广泛用于各类电子产品，其中计算机、通信和消费电子（多媒体设备）领域占比最高。

伴随电子产品“轻薄短小”发展趋势，片式电感（表面贴封）逐渐替代传统引脚式电感，据电子元件行业协会数据，10年我国片式电感占比为 65%，比 08 年提高 5 个百分点，但仍低于日美等国家 85% 左右的比例。新型电子产品

对片式电感的用量明显超过传统电子产品，比如智能手机平均使用30-40只片式电感，远高于功能手机10-20只的用量。

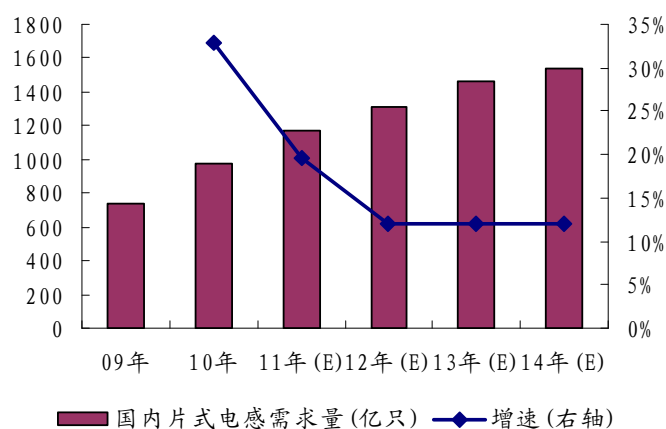
以智能手机、平板电脑为代表的新型电子产品销量迅速增长，带动片式电感需求。电子元件行业协会预测，至14年全球片式电感用量增加到2225亿只，年销售额增加到107亿元，11-14年需求量复合增速为10.27%；由于我国是电子产品整机生产大国，是被动元件的主要市场，协会预计14年国内片式电感用量达到1542亿只，销售额预测为74亿元，11-14年需求量复合增速为12.05%。

图 2：09-14 年全球片式电感需求量及增速预测



资料来源：中原证券研究所、电子元件行业协会

图 3：09-14 年国内片式电感需求量及增速预测



资料来源：中原证券研究所、电子元件行业协会

3. 高端产品是公司收入和盈利提升关键

3.1. 高端产品助力，收入增速维持较高水平

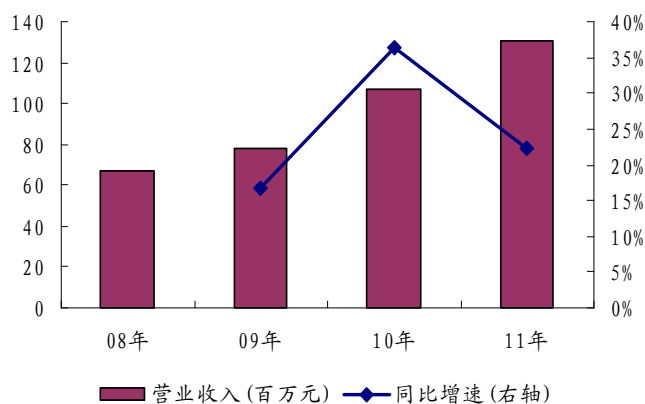
11 年，公司实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 22.34%，增速低于 10 年 36.25% 的水平，显示了 11 年行业景气度下降对公司的影响。

分产品来看，公司传统业务是普通电感和磁珠类产品，11 年贡献收入 8858 万元，同比增长 8.86%；功率型电感和射频元器件为公司高端产品，11 年分别销售 2975 万元和 1239 万元，同比分别增长 101.97% 和 15.26%。

随着 LED 背光电视的普及，功率型电感用量快速增长。公司功率型电感性能逼近国际先进水平，公司利用在电视和显示器领域的大客户如创维、TCL 和冠捷，能够快速实现新产品的销售。

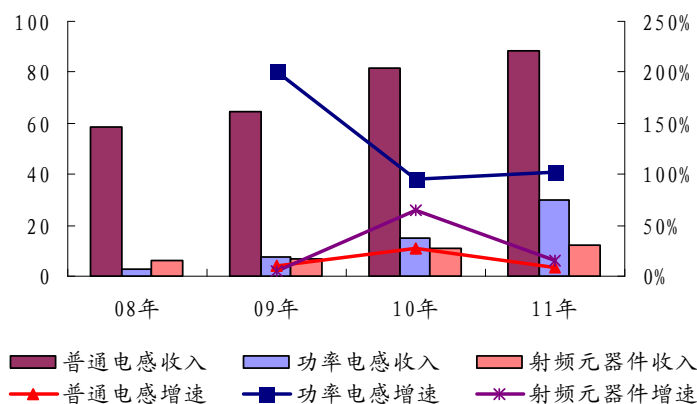
预计 12-13 年，公司新产品收入增速将维持高位；伴随全球电子产业复苏，公司普通电感产品收入增速也将有所回升。

图 4：08-11 年公司营业收入及同比增速



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 5：08-11 年公司三大类产品收入及增速对比(百万元)

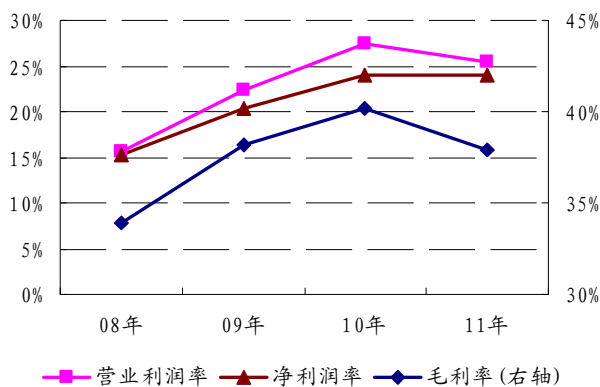


资料来源：中原证券研究所、招股说明书

3.2. 行业景气度下滑导致毛利率下降

11 年公司实现营业利润和净利润分别为 3339 万元和 3142 万元，同比分别增长 13.49% 和 22.54%。公司盈利能力有所下降，主要体现在毛利率方面，11 年公司综合毛利率为 37.92%，同比下降 2.29 个百分点。

图 6：08-11 年公司毛利率和净利润率变化趋势



来源：中原证券研究所、招股说明书

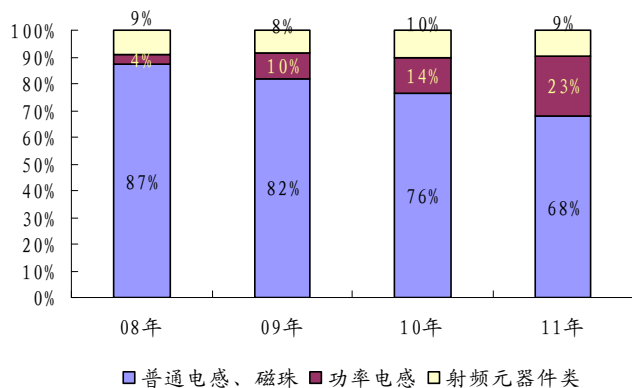
分产品来看，11 年普通电感、功率电感和射频元器件毛利率分别为 32.02%、48.66% 和 54.39%，同比分别下降 3.74、2.19 和 4.92 个百分点。各类细分产品毛利率均出现一定程度下滑，主要原因有两点：一是主要原材料（以银浆为主）价格大涨；二是因为 11 年行业景气度下滑导致竞争加剧。

长期来看，公司综合毛利率呈上升趋势，11 年综合毛利率为 37.92%，比 08 年提高 4 个百分点。高端产品占比提升是公司综合毛利率维持较高水平的关键，11 年功率电感和射频元器件收入占比合计为 32%，比 08 年提高 19 个百分点。

由于行业竞争日趋激烈，且人力成本持续上升，预计 12-14 年公司各类细分产品毛利率将有所下降。但另一方面，公司利用现有客户资源积极推动

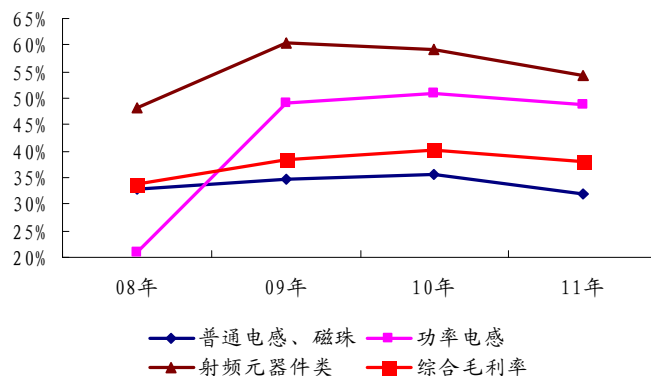
功率电感和射频元器件销售, 预计高端产品收入占比仍有提升空间, 因而综合毛利率降幅较小。

图 7: 08-11 年三大类产品收入占比



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

图 8: 08-11 年三大类产品毛利率及综合毛利率



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

4. 公司财务分析

4.1. 费用率呈下降趋势

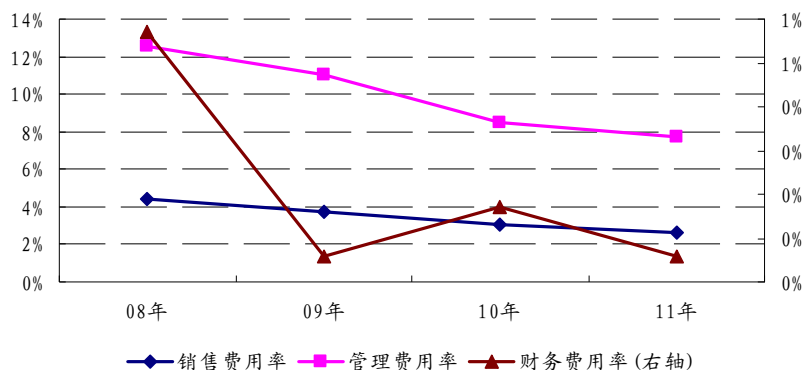
11 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.66%、7.76% 和 0.06%，比 10 年分别降低 0.4、0.75 和 0.11 个百分点。

公司管理费用以研发费用和管理人员工资为主，11 年管理费用为 1014 万元，其中研发费用和人员工资分别为 547 万元和 127 万元，分别占比 54% 和 13%。伴随公司收入快速增长，管理费用率呈逐年下降态势。

公司销售费用较低，11 年为 347 万元，公司客户主要为电子产品品牌商，大客户采用直销模式，小客户通过经销商完成销售，因而销售支出维持在较低水平。

公司现金充裕，财务费用较低，11 年底公司货币资产为 4554 万元，没有短期和长期借款，全年财务费用为 8.1 万元，主要为手续费和汇兑损失。

图 9: 08-11 年公司期间费用率



来源: 中原证券研究所、公司招股说明书

与同类型公司比较，11 年公司期间费用率略低于行业平均水平，可比公司费用率基本相近，显示被动元件企业的运营模式趋同。

表 1：11 年公司费用率与同类型公司比较

公司简称	销售费用率	管理费用率	财务费用率
顺络电子	3.38%	8.2%	-0.18%
风华高科	2.54%	10.87%	0.57%
江海股份	3.98%	7.95%	-0.38%
法拉电子	1.87%	10.6%	-1.04%
平均值	2.94%	9.41%	-0.26%
麦捷科技	2.66%	7.76%	0.06%

来源：中原证券研究所、公司招股说明书、Wind

4.2. 公司营运指标分析

11 年公司应收账款周转率为 5.1 次，处于行业平均水平。11 年公司存货周转率为 2.65 次，略低于行业平均值 3.91 次，主要是因为公司生产规模小于可比公司，为应对大客户需求，公司产成品备货较多，11 年底公司存货为 3207 万元，其中产成品和发出商品合计为 2344 万元，占比为 73%。

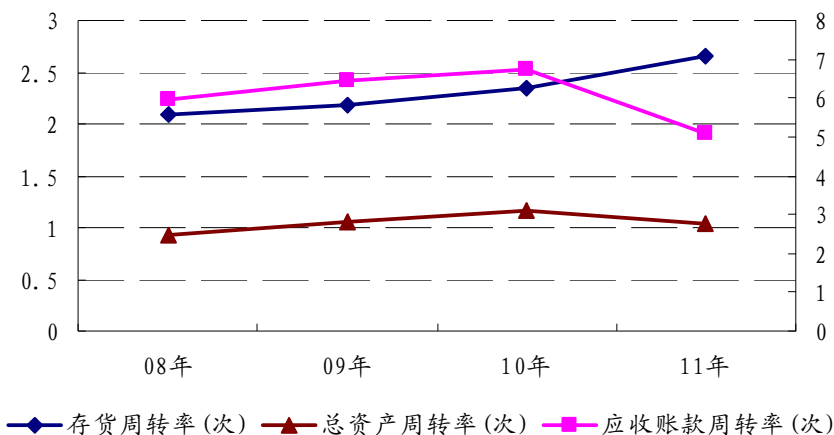
11 年公司总资产周转率为 1.03 次，显著高于行业平均水平，主要是公司产能利用率较高，在 11 年行业景气下滑周期仍保持 93% 的较高水平。

表 2：11 年公司营运指标与 A 股同类型公司比较

公司	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
顺络电子	4.5	2.48	0.47
风华高科	6.73	4.85	0.63
江海股份	4.73	4.75	0.69
法拉电子	4.89	3.55	0.87
平均值	5.21	3.91	0.67
麦捷科技	5.1	2.65	1.03

来源：中原证券研究所、公司招股说明书、Wind

图 10: 08-11 年公司营运指标 (次)



来源：中原证券研究所、公司招股说明书

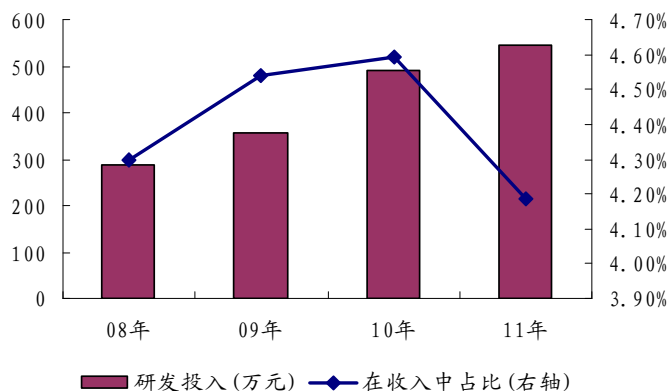
5. 先进工艺降低成本，高端产品提升竞争力

公司重视研发，积极改善生产工艺，并成功量产 LTCC 等高端产品。截至 11 年底，公司拥有 27 名研发人员，占全部员工的 12.33%，公司总经理张美蓉女士和副总经理张海恩先生是技术带头人。11 年公司研发投入共 547 万元，占营业收入的 4.2%。

截至 11 年底公司拥有 13 项专利，另有 5 项专利在申请之中。公司是国内首家掌握流延湿法制造 LTCC（低温共烧陶瓷）的企业，湿法工艺能够显著降低设备投入和原材料成本，提升公司产品竞争力。

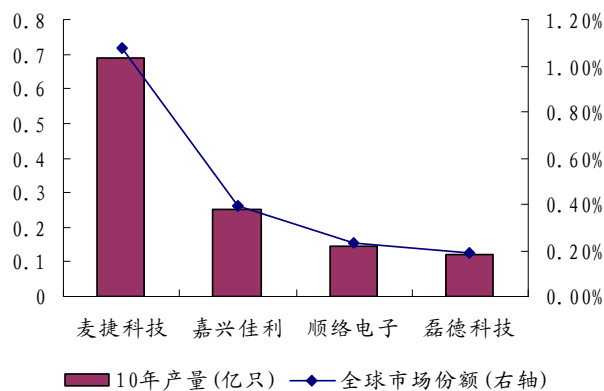
公司研发生产多系列的片式功率电感和 LTCC 射频元器件，其技术难度高于普通片式电感，是公司未来重要利润增长点。10 年公司 LTCC 产量为 6900 万只，排名位居国内第一。

图 11: 08-11 年研发投入及在收入中占比



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 12: 10 年国内 LTCC 主要企业产量对比



资料来源：中原证券研究所、电子元件行业协会

6. 募投项目分析

公司本次发行 1334 万股，发行价 15.3 元，募集资金约 2.04 亿元。募投项目拟投入 1.89 亿元，用于扩大片式电感和射频元器件产能并建设研发中心。

表 3：公司募投项目投资额和建设期

项目名称	总投资额(万元)	建设期(年)
片式电感系列产品扩产项目	7574	1.5
片式 LTCC 射频元器件产业化项目	2746	1.5
研发中心建设项目	1571	1.5
合计	11891	-

来源：招股说明书

公司“片式电感系列产品扩产项目”拟新建 15 条片式电感生产线，项目达产后，叠层片式电感和功率片式电感年产量将分别新增 44.64 亿只和 1.86 亿只，约为 11 年总产能的 1.5 倍。

公司“片式 LTCC 射频元器件产业化项目”计划建设 1 条生产线，达产后，公司射频元器件年产能将新增 1.86 亿只，约为 10 年产能的 2.7 倍。

公司拟投入 1571 万元建设研发中心，重点研发方向包括 4 方面：小尺寸大功率电感研发、LTCC 材料研发、LTCC 器件及模块的设计与工艺制作研发、SAW 器件的设计与工艺制作研发。公司研发方向侧重片式功率电感和 LTCC 射频元器件，以研发提升高端产品性能是长期竞争力保障。

7. 盈利预测

预计 12-14 年公司高端产品包括功率片式电感和射频元器件保持高增长态势，普通片式电感伴随行业回暖将实现小幅增长。由于我国高端电感元件产业正在逐步蚕食日本企业市场份额，竞争加剧将导致产品价格下滑，预计公司各类产品毛利率呈逐年小幅下滑态势，但由于高端产品占比提升，综合毛利率降幅较小。

预测公司 12-14 年营业收入分别为 1.51 亿元、1.79 亿元和 2.14 亿元，归属母公司净利润分别为 3742 万元、4409 万元和 5195 万元，EPS 分别为 0.70 元、0.83 元和 0.97 元。

表 4：公司主营业务预期

单位：百万元

产品	项目	10 年	11 年	12 年 (E)	13 年 (E)	14 年 (E)
普通电感、磁珠	营业收入	81.37	88.58	96.55	108.14	124.36
	营业成本	52.27	60.22	66.62	75.70	87.05
	毛利	29.10	28.36	29.93	32.44	37.31
功率电感	营业收入	14.73	29.75	38.68	50.28	62.85
	营业成本	7.24	15.27	20.50	27.15	33.94
	毛利	7.49	14.48	18.18	23.13	28.91

射频元器件	营业收入	10.75	12.39	16.11	20.94	27.23
	营业成本	4.37	5.65	7.73	10.47	14.16
	毛利	6.38	6.74	8.38	10.47	13.07
总营业收入 (亿元)		106.85	130.72	151.34	179.36	214.44
总营业成本 (亿元)		63.89	81.15	94.85	113.32	135.15
总毛利 (亿元)		42.96	49.58	56.49	66.04	79.29

来源：招股说明书、中原证券研究所

8. 估值比较

A 股上市公司中，主营被动元件的代表公司有顺络电子、风华高科、法拉电子等，预测 12 年这几家公司的平均市盈率为 22.11 倍。考虑到公司规模相对较小，建议公司 12 年的合理市盈率为 17-22 倍，对应估值区间为 11.9-15.4 元。

表 5: A 股相关上市公司市盈率

公司		EPS			股价 (元)		PE (倍)	
代码	简称	11 年摊薄	12 年 (E)	13 年 (E)	5 月 18 日	11 年	12 年 (E)	13 年 (E)
002138.SZ	顺络电子	0.25	0.37	0.53	10.3	40.79	27.68	19.62
000636.SZ	风华高科	0.25	0.29	0.35	8.16	32.64	28.14	23.31
600563.SH	法拉电子	1.25	1.32	1.45	15.77	12.62	11.95	10.88
002484.SZ	江海股份	0.65	0.82	1.09	16.95	26.08	20.67	15.55
PE 均值 (倍)						28.03	22.11	17.34

来源：中原证券研究所、Wind

9. 风险提示

需求回暖不及预期；竞争加剧，产品价格下滑过快。

表 6: 公司 3 大报表预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	112.64	373.36	349.90	402.73	营业收入	130.72	151.34	179.36	214.44
现金	45.54	290.04	253.34	290.42	营业成本	81.15	94.85	113.32	135.15
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.88	0.91	0.90	1.07
应收票据	0.85	0.00	0.00	0.00	销售费用	3.47	3.93	4.66	5.58
应收款项	33.79	40.69	48.22	57.65	管理费用	10.14	11.35	13.45	16.08
存货	30.18	40.34	46.05	52.36	财务费用	0.08	-1.25	-2.72	-2.72
其他	2.29	2.29	2.29	2.29	资产减值损失	1.60	0.63	0.81	0.97
非流动资产	31.19	27.63	101.57	107.67	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	25.42	22.03	72.11	102.35	营业利润	33.39	40.92	48.93	58.31
无形资产	2.92	2.77	2.63	2.50	营业外收入	2.79	2.60	2.34	2.11
其他	2.85	2.84	26.83	2.82	营业外支出	0.15	0.00	0.00	0.00
资产总计	143.8	401.0	451.5	510.4	利润总额	36.03	43.52	51.27	60.41
流动负债	30.78	46.22	52.49	59.49	所得税	4.61	6.09	7.18	8.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	31.42	37.42	44.09	51.95
应付帐款	27.09	42.68	48.73	55.41	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	1.19	1.16	1.34	1.61	归属母公司净利	31.42	37.42	44.09	51.95
其他	2.50	2.38	2.42	2.46	EPS (元)	0.79	0.70	0.83	0.97
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	30.78	46.22	52.49	59.49	每股收益	0.79	0.70	0.83	0.97
股本	40.00	53.34	53.34	53.34	每股经营现金	0.65	0.65	0.67	0.85
资本公积金	10.34	201.11	201.11	201.11	每股净资产	2.83	6.65	7.47	8.45
未分配利润	53.03	86.71	126.39	173.15	增长率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	22.34%	15.77%	18.52%	19.55%
所有者权益	113.05	354.58	398.67	450.63	营业利润增长率	13.49%	22.55%	19.59%	19.16%
负债及权益合计	143.8	400.8	451.2	510.1	净利润增长率	22.52%	19.11%	17.82%	17.82%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	37.92%	37.32%	36.82%	36.97%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	24.04%	24.73%	24.58%	24.23%
经营活动现金流	25.82	34.85	35.52	45.13	ROE	27.79%	10.55%	11.06%	11.53%
净利润	31.42	37.42	44.09	51.95	ROIC	25.82%	37.12%	23.22%	24.69%
资产减值准备	1.60	0.63	0.81	0.97	偿债能力				
折旧摊销	4.83	3.55	6.06	10.40	资产负债率	7.68%	10.25%	10.29%	10.27%
财务费用	0.08	-1.25	-2.72	-2.72	流动比率	3.66	8.08	6.67	6.77
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.68	7.20	5.79	5.89
营运资金变动	0.00	-5.50	-12.74	-15.47	营运能力				
投资活动现金流	-6.86	0.00	-80.00	-16.50	资产周转率	1.03	0.56	0.42	0.45
资本支出	0.00	0.00	-80.00	-16.50	存货周转率	2.51	2.54	2.48	2.60
其他投资	-6.86	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.10	4.27	4.27	4.29
筹资活动现金流	0.00	205.35	2.72	2.72	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	205.35	2.72	2.72	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.0	240.2	-41.8	31.3					

来源：中原证券研究所、公司招股说明书

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。