

2017年03月28日

顺络电子 (002138.SZ)

动态分析

2016 年业绩快速成长，转型效果显著

投资要点

◆ **公司动态**：公司披露 2016 年年度报告，销售收入同比上升 41.3% 达到 54.8 亿元，毛利率水平为 18.0%，同比下降 2.5 个百分点，归属母公司股东净利润为 3.9 亿元，同比上升 22.7%，每股净利润 0.37 元，同比上升 5.9%。2016 年第四季度公司实现营业收入为 14.9 亿元，同比增长 43.0%，归属上市公司股东净利润为 9,948 万元，同比上升 72.1%。2016 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.50 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

◆ 点评：

➢ **2016 年营收增长显著，盈利提升稳健**：公司 2016 年销售收入实现同比上升 31.6% 达到 17.4 亿元，归属上市公司股东净利润为 3.6 亿元，同比上升 36.4%。公司总销售、总利润、人均销售均持续创历史新高，在经过了两年的战略转型调整的过程后，2016 年公司业绩恢复到快速稳步地增长的趋势中，而凭借在产品市场的技术优势和管理能力，在营收规模扩张的同时，公司的盈利能力获得了有效的维持，单季度的利润率水平也基本保持了平稳。

➢ **毛利率稳步提升，经营效率有效控制**：公司 2016 年全年毛利率为 37.0%，同比上升 0.5 个百分点，公司在新产品持续投放市场的背景下，在行业市场竞争中积累技术能力及产品品质使得公司能够有效维持毛利率的水平，季度分布也基本保持平稳。公司经营费用率保持稳定，通过在已有客户中拓展产品线的策略，使得公司在经营费用率可以有效控制，尽管研发投入依然持续增加，但是管理费用率保持平稳，而销售费用率则下降 0.3 个百分点。

➢ **未来发展战略及经营计划**：产品线布局持续拓展：公司未来将持续不断拓展应用领域，积极布局新应用新市场领域，主要的研发方向为新产品、新材料、新技术，产品的发展方向包含了 5 个领域：磁性器件、微波器件、传感器件、模块和组件、精细陶瓷。而从行业应用领域拓展的方向则有 6 个市场：通讯、消费类、汽车电子、物联网、新能源、特种工业电子。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.62、0.81 和 1.05 元。净资产收益率分别为 14.3%、15.7% 和 17.7%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 24.30 元，相当于 2017 年至 2019 年 39.2、30.0 和 23.1 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期；市场竞争加剧影响公司盈利能力。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

6 个月目标价 24.30 元

股价(2017-03-28) 19.54 元

交易数据

总市值 (百万元) 14,761.98

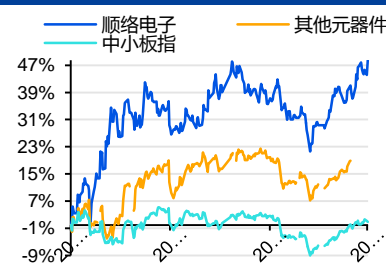
流通市值 (百万元) 13,150.99

总股本 (百万股) 755.47

流通股本 (百万股) 673.03

12 个月价格区间 13.14/19.75 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.52	7.55	41.66
绝对收益	7.72	12.17	41.64

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20655612

相关报告

 顺络电子：季报业绩保持快速成长
2016-10-25

 顺络电子：2016 年中期业绩高增长，产品线
扩张值得期待 2016-08-08

 顺络电子：一季度业绩大幅上升，转型逐步
完成 2016-04-22

顺络电子：此处填写副标题 2016-04-08

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,319.3	1,736.3	2,252.0	2,810.8	3,510.3
同比增长(%)	13.5%	31.6%	29.7%	24.8%	24.9%
营业利润(百万元)	267.8	368.2	497.7	653.7	856.5
同比增长(%)	22.6%	37.5%	35.2%	31.3%	31.0%
净利润(百万元)	263.4	359.1	468.4	609.6	792.6
同比增长(%)	23.8%	36.4%	30.4%	30.2%	30.0%
每股收益(元)	0.35	0.48	0.62	0.81	1.05
PE	56.0	41.1	31.5	24.2	18.6
PB	6.1	5.5	4.5	3.8	3.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2016 年营收净利同步快速增长	4
(二) 2016 年四季度高基数影响增速放缓	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 片式电子元件营收毛利率持续增长	7
(二) 国内市场成为增长的主要来源	7
(三) 未来发展战略及经营计划：产品线布局持续拓展	8
三、盈利预测及投资建议	9
四、风险提示	9

图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动	4
图 5：过往 3 年运营效率	5
图 6：过往 3 年主要回报率	5
图 7：过往 3 年负债率	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率	6
图 13：过往 3 年产品细分收入	7
图 14：过往 3 年产品细分毛利率	7
图 15：过往 3 年市场细分收入	7
图 16：过往 3 年市场细分毛利率	7

一、财务数据分析

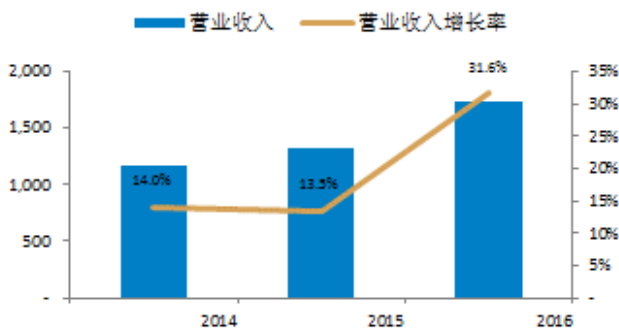
公司 2016 年全年销售收入 17.4 亿元人民币，同比上升 31.6%。归属上市公司股东净利润为 3.6 亿元，同比上升 36.4%。公司总销售、总利润、人均销售均持续创历史新高，在经过了两年的战略转型调整的过程后，2016 年公司业绩恢复到快速稳步地增长的趋势中，而凭借在产品市场的技术优势和管理能力，在营收规模扩张的同时，公司的盈利能力获得了有效的维持，单季度的利润率水平也基本保持了平稳。

(一) 2016 年营收净利同步快速增长

公司 2016 年全年销售收入 17.4 亿元人民币，同比上升 31.6%。公司业绩稳步上升主要是因为叠层电感、功率电感、绕线电感、NFC 产品线销售增长态势良好，尤其是新产品指纹识别用功能陶瓷片取得众多客户的认可，销售额呈爆发性增长。

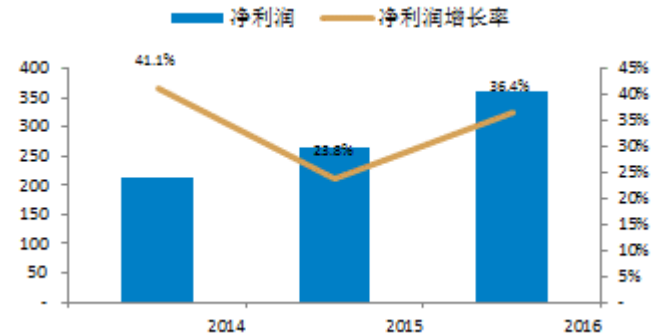
2016 年归属上市公司股东净利润为 3.6 亿元，同比上升 36.4%，净利润增速与收入增速基本保持一致，凭借管理、技术及客户优势，公司在国内电感等陶瓷材料应用市场具备良好的竞争能力，在规模扩张的同时也能够有效维持盈利能力的同步提升。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

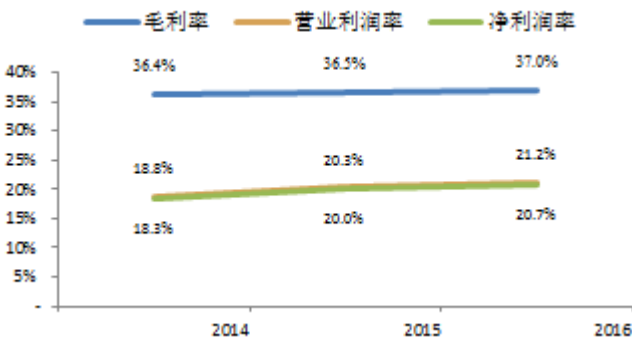
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

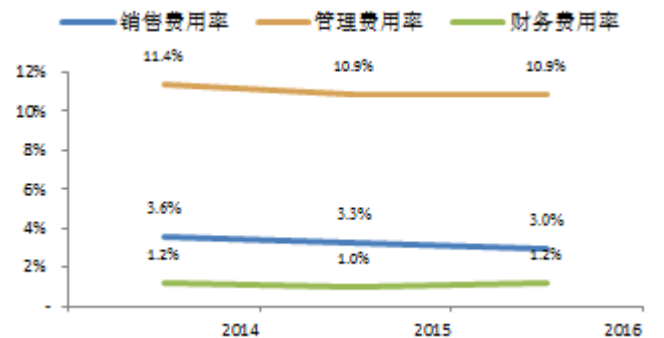
公司 2016 年全年毛利率为 37.0%，同比小幅上升 0.5 个百分点。公司管理费用率持平为 10.9% 销售费用率同比小幅下降 0.3 个百分点为 3.3% 财务费用率上升 0.2 个百分点为 1.2%。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

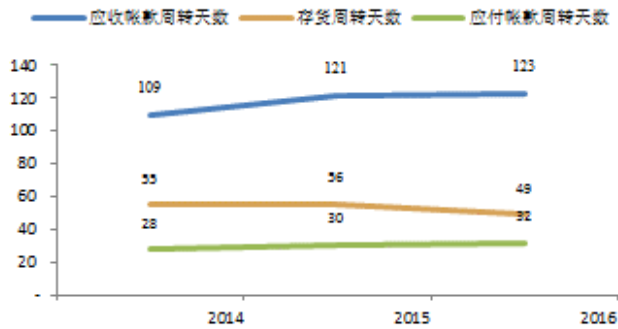
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

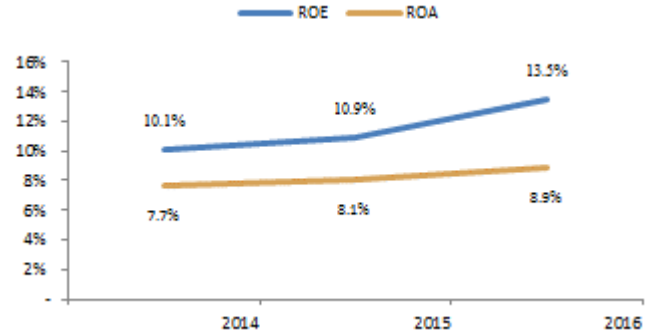
2016 年公司应收账款周转天数为 125 天，连续 3 年处于持续提升的过程中，存货周转天数下降，应付账款天数略有增加。2016 年全年的伴随着经营效率提升带来的净利润显著增长推动了资产回报率水平的提升，ROE 与 ROA 分别达到了 13.5%和 8.9%，同比分别提升了 2.6 和 0.8 个百分点。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

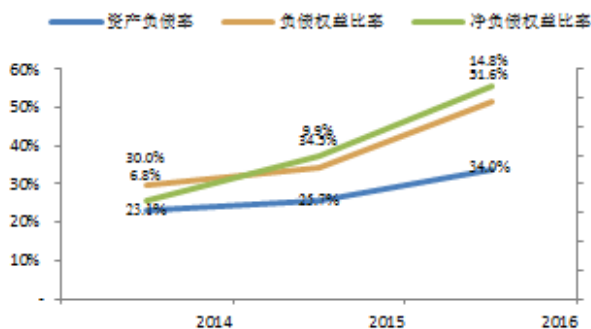
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

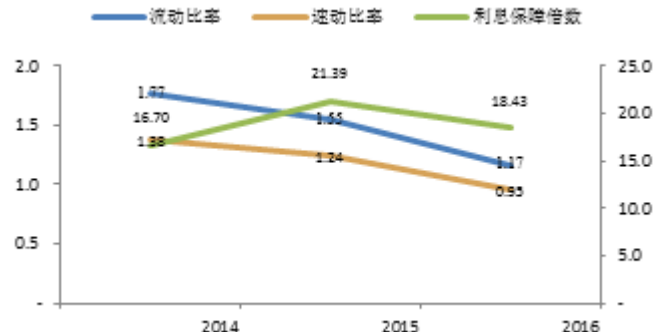
2016 年公司的资产负债率、负债权益比及净负债权益比分别同比上升 8.3、17.1 和 4.9 个百分点达到 34.0%、51.6%和 14.8%。业务拓张的过程中，公司生产规模扩张对于资本需求的增加使得公司的负债率水平有所上升。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



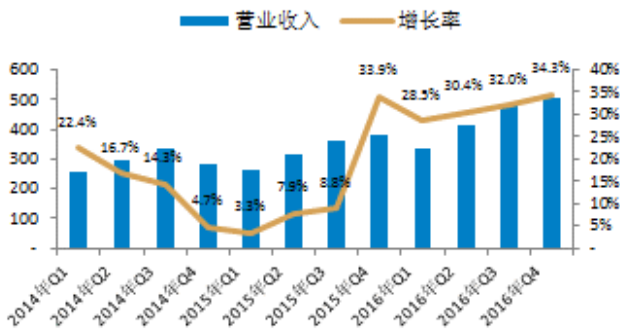
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2016 年流动比率、速动比率分别为 1.17 和 0.95，连续三年同比下降，但是流动资产规模仍然高于流动负债，公司 2016 年利息保障倍数为 18.43，同比有所下降，但是整体的偿债能力依然稳健。

（二）2016 年四季度高基数影响增速放缓

2016 年第四季度公司实现营业收入为 5.1 亿元人民币，同比增长 34.3%，归属上市公司股东净利润为 8,910 万元，同比上升 25.3%。公司第四季度营业收入增速高于全年平均水平，而经净利润增速则较低。公司季度营收的增长速度从 2015 年第四季度开始逐季基本保持了平稳上升的趋势，而高基数效应使得净利润增速逐季下降。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

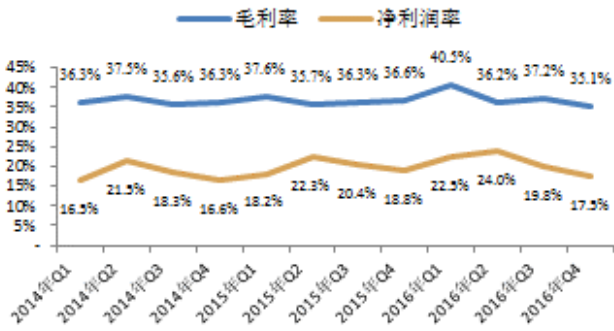
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

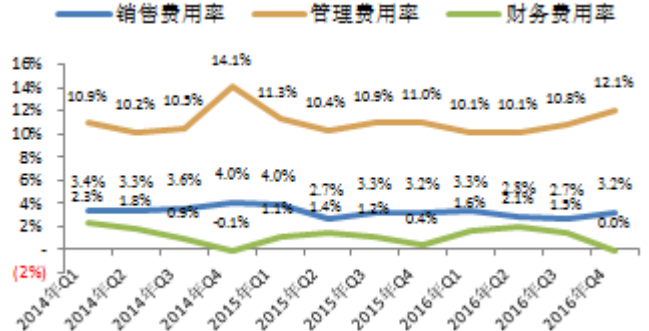
2016 年第四季度，公司毛利率水平为 35.1%，从近三年数据看来，公司季度毛利率走势相对平稳，变动不大。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.2%、12.1%和 0.0%，全年费用率走势也相对平稳。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

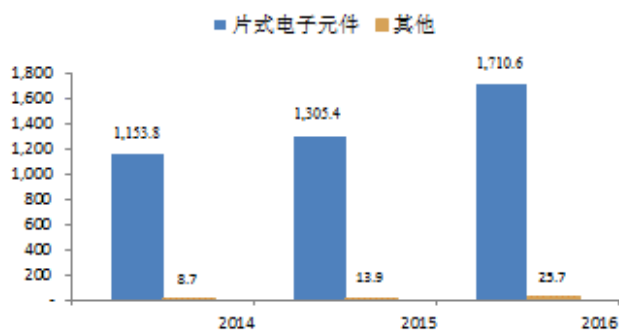
二、经营状况分析

产品分布方面，片式电子元件仍是公司最主要的收入来源，占据公司 98% 以上的销售份额，公司研发新型高端电感产品及指纹片产品放量，2016 年毛利率与去年也基本持平。从市场分布来看，国内市场成长迅速，目前公司 76.3% 的产品销售来自于国内市场。

（一）片式电子元件营收毛利率持续增长

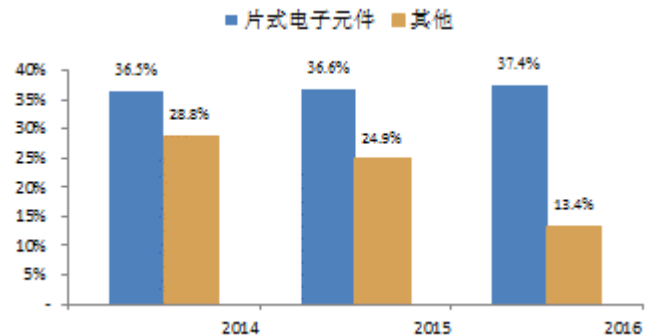
2016 年公司主要收入仍然来自于片式电子元件（包括电感器和片式压敏电阻器），销售收入同比上升 31.0%，其收入占比 98.5%。公司研发的新型高端电感产品，包括 0201 叠层电感、WPN 合金粉功率电感、铁氧体绕线电感均呈爆发性增长，已成为公司的主力产品。

图 13：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 3 年产品细分毛利率



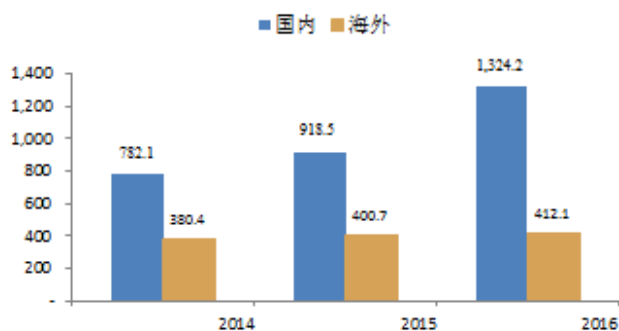
资料来源：Wind，华金证券研究所

公司加大了对陶瓷产品投入，其中指纹片产品在市场上取得了快速成长。新产品的放量推动片式电子元件的毛利率同比上升 0.8 个百分点至 37.4%。

（二）国内市场成为增长的主要来源

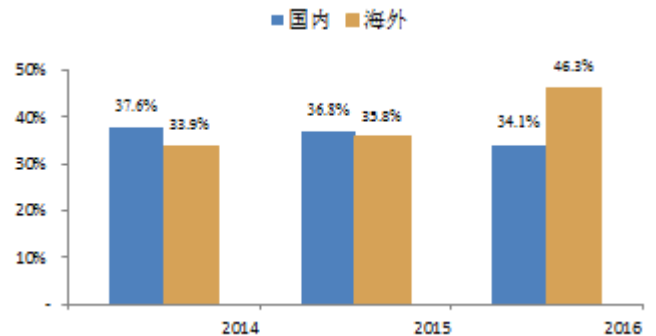
2016 年公司国内市场销售收入同比显著上升 69.6%，占总收入 76.3%，国内市场出货量大幅增长，新产品的市场投放主要在国内市场，海外市场收入占比 23.7%，实现小幅稳定上升。

图 15：过往 3 年市场细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：过往 3 年市场细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

从盈利能力的角度看，2016 年公司国内市场的毛利率水平同比下降 2.7 个百分点。海外市场毛利率水平同比上升 10.5 个百分点，带动整体毛利率的持平。

（三）未来发展战略及经营计划：产品线布局持续拓展

未来五年，公司将不断拓展应用领域，积极布局新应用新市场领域，聚焦主流大客户和行业标杆客户，努力推动公司业绩持续快速稳健成长，将顺络打造成具全球领先地位的行业龙头企业。

- **研发方向**：新产品、新材料、新技术
- **产品发展方向**：磁性器件、微波器件、传感器件、模块和组件、精细陶瓷。
- **行业应用领域拓展方向**：通讯、消费类、汽车电子、物联网、新能源、特种工业电子。

三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.62、0.81 和 1.05 元。净资产收益率分别为 14.3%、15.7%和 17.7%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 24.30 元，相当于 2017 年至 2019 年 39.2、30.0 和 23.1 倍的动态市盈率。

四、风险提示

新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期；市场竞争加剧影响公司盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,319.3	1,736.3	2,252.0	2,810.8	3,510.3	年增长率					
减:营业成本	837.7	1,093.7	1,402.7	1,763.7	2,200.2	营业收入增长率	13.5%	31.6%	29.7%	24.8%	24.9%
营业税费	4.9	12.7	13.7	16.0	22.3	营业利润增长率	22.6%	37.5%	35.2%	31.3%	31.0%
销售费用	43.0	51.4	73.6	88.9	109.9	净利润增长率	23.8%	36.4%	30.4%	30.2%	30.0%
管理费用	143.6	189.2	224.3	266.9	317.1	EBITDA 增长率	19.4%	34.9%	28.0%	21.0%	23.2%
财务费用	13.1	21.1	34.9	13.0	-4.4	EBIT 增长率	20.9%	38.6%	36.8%	25.2%	27.8%
资产减值损失	8.1	5.8	7.9	11.0	12.5	NOPLAT 增长率	23.3%	40.9%	34.1%	25.2%	27.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.1%	26.5%	9.7%	0.2%	11.0%
投资和汇兑收益	-0.9	5.9	2.9	2.6	3.8	净资产增长率	13.8%	10.7%	22.5%	18.6%	15.3%
营业利润	267.8	368.2	497.7	653.7	856.5	盈利能力					
加:营业外净收支	21.8	21.8	21.1	21.6	21.5	毛利率	36.5%	37.0%	37.7%	37.3%	37.3%
利润总额	289.6	390.0	518.8	675.3	878.0	营业利润率	20.3%	21.2%	22.1%	23.3%	24.4%
减:所得税	28.0	32.0	51.9	67.5	87.8	净利润率	20.0%	20.7%	20.8%	21.7%	22.6%
净利润	263.4	359.1	468.4	609.6	792.6	EBITDA/营业收入	31.9%	32.7%	32.2%	31.3%	30.8%
						EBIT/营业收入	21.3%	22.4%	23.7%	23.7%	24.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	25.7%	34.0%	27.2%	21.7%	19.0%
货币资金	201.7	302.9	450.4	562.2	770.1	负债权益比	34.5%	51.6%	37.4%	27.8%	23.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.55	1.17	1.68	2.41	3.07
应收帐款	499.6	688.6	786.8	1,100.4	1,252.5	速动比率	1.24	0.95	1.34	1.98	2.47
应收票据	103.9	149.5	199.1	225.8	302.9	利息保障倍数	21.39	18.43	15.25	51.12	-192.53
预付帐款	6.5	7.4	15.9	10.9	21.7	营运能力					
存货	206.6	266.3	387.3	426.4	570.9	固定资产周转天数	406	393	342	283	225
其他流动资产	17.9	23.3	36.6	25.9	28.6	流动营业资本周转天数	113	95	109	109	108
可供出售金融资产	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	流动资产周转天数	265	256	265	271	272
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	121	123	118	121	121
长期股权投资	55.5	60.8	60.8	60.8	60.8	存货周转天数	56	49	52	52	51
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	817	755	682	604	536
固定资产	1,727.2	2,066.6	2,215.4	2,208.4	2,183.1	投资资本周转天数	619	556	502	421	356
在建工程	217.8	275.1	137.6	137.6	137.6	费用率					
无形资产	87.8	91.5	86.7	82.0	77.3	销售费用率	3.3%	3.0%	3.3%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	95.1	89.5	90.2	87.0	84.6	管理费用率	10.9%	10.9%	10.0%	9.5%	9.0%
资产总额	3,239.6	4,041.3	4,486.7	4,947.3	5,510.0	财务费用率	1.0%	1.2%	1.6%	0.5%	-0.1%
短期债务	206.6	601.3	493.1	25.9	-	三费/营业收入	15.1%	15.1%	14.8%	13.1%	12.0%
应付帐款	309.9	416.9	400.3	700.4	672.0	投资回报率					
应付票据	64.7	87.8	107.8	137.2	169.2	ROE	10.9%	13.5%	14.3%	15.7%	17.7%
其他流动负债	88.2	124.5	112.4	110.7	119.9	ROA	8.1%	8.9%	10.4%	12.3%	14.3%
长期借款	12.0	82.6	18.3	-	-	ROIC	11.7%	15.1%	16.0%	18.3%	23.3%
其他非流动负债	149.7	62.8	90.4	101.0	84.7	分红指标					
负债总额	831.0	1,375.9	1,222.4	1,075.2	1,045.9	DPS(元)	0.20	-	-	-	0.26
少数股东权益	-0.5	-1.6	-3.0	-4.9	-7.2	分红比率	56.3%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%
股本	740.9	755.5	755.5	755.5	755.5	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
留存收益	1,704.5	2,043.5	2,511.9	3,121.5	3,716.0						
股东权益	2,408.6	2,665.4	3,264.3	3,872.1	4,464.2						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.35	0.48	0.62	0.81	1.05
现金流量表						BVPS(元)	3.19	3.53	4.32	5.13	5.92
净利润	261.5	358.1	468.4	609.6	792.6	PE(X)	56.0	41.1	31.5	24.2	18.6
加:折旧和摊销	140.5	180.4	193.5	211.7	230.0	PB(X)	6.1	5.5	4.5	3.8	3.3
资产减值准备	8.1	5.8	-	-	-	P/FCF	314.1	73.9	903.9	133.4	36.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	11.2	8.5	6.6	5.3	4.2
财务费用	17.9	29.1	34.9	13.0	-4.4	EV/EBITDA	25.2	23.6	20.4	16.1	12.9
投资损失	0.9	-5.9	-2.9	-2.6	-3.8	CAGR(%)	32.5%	30.2%	30.3%	32.5%	30.2%
少数股东损益	-1.8	-1.1	-1.4	-1.8	-2.4	PEG	1.7	1.4	1.0	0.7	0.6
营运资金的变动	77.3	-200.5	-285.0	-13.5	-389.9	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.5	1.8	2.3
经营活动产生现金流量	354.8	435.6	407.5	816.4	622.1						
投资活动产生现金流量	-328.2	-670.2	-195.7	-197.6	-196.5						
融资活动产生现金流量	27.7	349.0	-64.2	-507.0	-217.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn