

强烈推荐-A (维持)

顺络电子 002138.SZ

目标估值: 22-24 元
当前股价: 20.3 元
2017 年 04 月 30 日

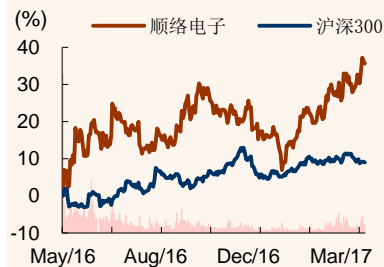
短期新品拓展影响业绩, 长期看好陶瓷/绕线业务拓展

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	75547
已上市流通股 (万股)	67303
总市值 (亿元)	153
流通市值 (亿元)	137
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	12.7
资产负债率	33.5%
主要股东	金倡投资有限公司
主要股东持股比例	11.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	9	37
相对表现	8	6	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《顺络电子 (002138) 一多业务布局助力成长, 员工持股再展信心》2017-03-28
- 2、《顺络电子 (002138) 一拟并表信柏, 强化精细陶瓷业务能力》2017-03-10
- 3、《顺络电子 (002138) 一业绩符合预期, 17 年新业务将多点开花》2017-02-23

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

马鹏清

0755-82958360
mapq@cmschina.com.cn
S1090515080001

事件:

公司发布 17 年 1 季报, 公司实现收入 3.60 亿元, 同比增长 7.07%; 实现归母净利润 6490.6 万元, 同比下滑 14.34%; 对应 EPS0.09 元。公司预计 1-6 月实现归母净利润 1.40 亿元-1.92 亿元, 同比下降 20%-上升 10%。

评论:

1、Q1 淡季影响收入, 费用影响净利润

上半年国内消费电子出货相对较低, 公司多项新品业务处于拓展初期, 收入增速相对较低。毛利率 39.8%, 同比小幅下降 0.7 个百分点, 不过环比改善明显, 提升 4.7 个百分点, 绝对值也处于历史同期较高水平。股权激励等费用推升费用率, 管理费用率 13.8%, 同比增加 3.7 个百分点, 期间三费费用率合计提升 4.8 个百分点, 是净利润增速较低的主要原因。

2、新品业务下半年有望逐步释放, 补充成长业绩

Q2 旺季逐步来临, 公司经营效率会有所改善, 尤其陶瓷指纹片业务去年上半年基数较低。单季度盈利大概率有所提升。按照上半年 1.4-1.9 亿元盈利指引区间均值来看, Q2 单季度净利润逐步转正。公司包括变压器、NFC/WPC、陶瓷外观件等新品业务下半年有望逐步放量, 补充业绩成长。

3、长期看好陶瓷与绕线工艺产品拓展。

公司长期积累流延与绕线工艺, 其中流延工艺在白瓷与黑磁产品中有广阔的应用, 包括叠层电感, 陶瓷片, 隔磁片, 5G 时代广泛应用的 SAW/双工/开关等 LTCC 产品; 绕线工艺则是绕线电感、NFC/WPC 线圈, 变压器等产品的基础工艺。公司依托两大工艺基础在新产品、新应用方面进行拓展, 市场空间逐步打开。5G、智能汽车新趋势下, 射频等相关产品的拓展更具发展前景。

估值与投资建议

尽管短期新品拓展费用率较高等问题影响, 我们认为公司长期布局方向确定, 市场竞争力十足。公司去年完成股权激励, 今年筹划 5 亿元左右员工持股计划, 对未来发展也颇具信心。调整 17-19 年 451/607/818 亿元利润预测, 对应 EPS0.60/0.80/1.08 元, 同比增长 25%/35%/35%, 我们维持强烈“推荐评级-A”, 给予目标价 22-24 元。

风险提示

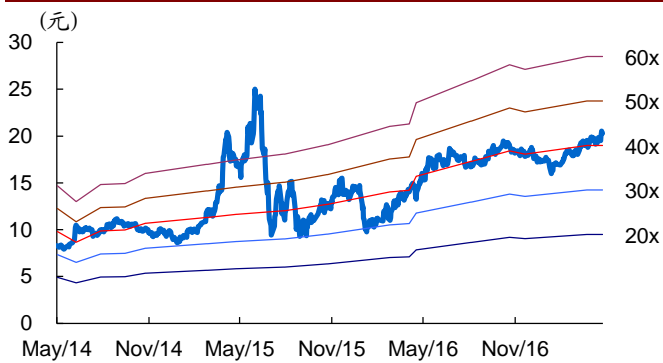
新品拓展低预期, 电子行业景气度下行

表 1: 公司财务数据情况

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1319	1736	2215	2881	3774
同比增长	13%	32%	28%	30%	31%
营业利润(百万元)	268	368	467	631	859
同比增长	23%	38%	27%	35%	36%
净利润(百万元)	263	359	451	607	818
同比增长	24%	36%	25%	35%	35%
每股收益(元)	0.36	0.48	0.60	0.80	1.08
P/E(倍)	57.1	42.7	34.0	25.3	18.7
P/B(倍)	6.2	5.8	4.9	4.2	3.5

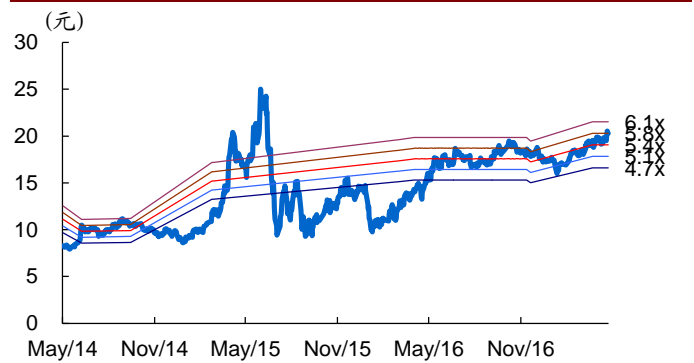
资料来源: 招商证券, Wind

图 1: 顺络电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 顺络电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《顺络电子 (002138) —新品放量, 被动元器件龙头开启新一轮成长周期》2016-04-22
- 2、《顺络电子 (002138) —增发确定成长布局, 股权激励彰显成长信心》2016-07-05
- 3、《顺络电子 (002138) —中报高增长, 新业务逐步进入放量阶段》2016-08-07
- 4、《顺络电子 (002138) —股权激励授予完成, 多项新业务将逐步放量》2016-09-20
- 5、《顺络电子 (002138) —新业务驱动收入增速逐季提升, 未来成长更为可期》2016-10-23
- 6、《顺络电子 (002138) —业绩符合预期, 17 年新业务将多点开花》2017-02-22
- 7、《顺络电子 (002138) —拟并表信柏, 强化精细陶瓷业务能力》2017-03-09
- 8、《顺络电子 (002138) —多业务布局助力成长, 员工持股再展信心》2017-03-27

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1036	1438	1508	1986	2627
现金	202	303	97	151	225
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	149	191	248	325
应收款项	493	675	837	1089	1426
其它应收款	6	13	17	22	29
存货	207	266	327	426	556
其他	24	31	39	51	67
非流动资产	2203	2603	2988	3038	3087
长期股权投资	55	61	61	61	61
固定资产	1727	2067	2464	2525	2583
无形资产	88	91	82	74	67
其他	333	385	381	378	376
资产总计	3240	4041	4497	5024	5714
流动负债	669	1231	1236	1204	1139
短期借款	207	601	554	417	213
应付账款	127	181	229	297	389
预收账款	5	4	5	6	8
其他	331	445	449	484	529
长期负债	162	145	145	145	145
长期借款	12	83	83	83	83
其他	150	63	63	63	63
负债合计	831	1376	1382	1349	1284
股本	741	755	755	755	755
资本公积金	843	874	874	874	874
留存收益	826	1037	1487	2049	2807
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(4)	(6)
归属于母公司所有者权益	2409	2666	3117	3679	4436
负债及权益合计	3240	4041	4497	5024	5714

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	355	283	394	440	533
净利润	263	359	451	607	818
折旧摊销	140	95	112	129	131
财务费用	18	13	39	33	22
投资收益	1	(3)	(7)	(8)	(8)
营运资金变动	(71)	(171)	(209)	(330)	(442)
其它	3	(11)	8	9	12
投资活动现金流	(328)	(505)	(500)	(180)	(180)
资本支出	(389)	(475)	(500)	(180)	(180)
其他投资	61	(30)	0	0	0
筹资活动现金流	28	268	(99)	(207)	(279)
借款变动	(4)	473	(67)	(137)	(204)
普通股增加	370	15	0	0	0
资本公积增加	(339)	31	0	0	0
股利分配	(74)	(148)	0	(45)	(61)
其他	75	(103)	(32)	(25)	(14)
现金净增加额	54	45	(205)	53	74

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1319	1736	2215	2881	3774
营业成本	838	1094	1384	1801	2352
营业税金及附加	5	13	16	21	28
营业费用	43	51	62	81	106
管理费用	144	189	246	311	415
财务费用	13	21	38.6	33	22
资产减值损失	8	6	8	12	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	6	7	8	8
营业利润	268	368	467	631	859
营业外收入	23	23	26	33	37
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	290	390	493	664	896
所得税	28	32	44	59	80
净利润	262	358	449	605	816
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	263	359	451	607	818
EPS (元)	0.36	0.48	0.60	0.80	1.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	13%	32%	28%	30%	31%
营业利润	23%	38%	27%	35%	36%
净利润	24%	36%	25%	35%	35%
获利能力					
毛利率	36.5%	37.0%	37.5%	37.5%	37.7%
净利率	20.0%	20.7%	20.3%	21.1%	21.7%
ROE	10.9%	13.5%	14.5%	16.5%	18.4%
ROIC	9.6%	10.6%	12.3%	14.5%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	34.0%	30.7%	26.9%	22.5%
净负债比率	7.3%	17.4%	14.2%	9.9%	5.2%
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.6	2.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.3	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	4.1	4.6	4.7	4.8	4.8
应收帐款周转率	3.0	3.0	2.9	3.0	3.0
应付帐款周转率	7.5	7.1	6.8	6.8	6.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.48	0.60	0.80	1.08
每股经营现金	0.48	0.37	0.52	0.58	0.71
每股净资产	3.25	3.53	4.13	4.87	5.87
每股股利	0.20	0.00	0.06	0.08	0.11
估值比率					
PE	57.1	42.7	34.0	25.3	18.7
PB	6.2	5.8	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	22.5	19.5	15.2	11.8	9.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，9年证券从业经验，08-11年在中信证券，1年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第二、五、二、二、四名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第二、五、一、二、二名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第一、二、五、三名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，两年半导体行业工作经验，近2年券商电子行业研究经验，2016年3月加入招商证券电子行业研究团队，任电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂围，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。