

顺络电子 (002138.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

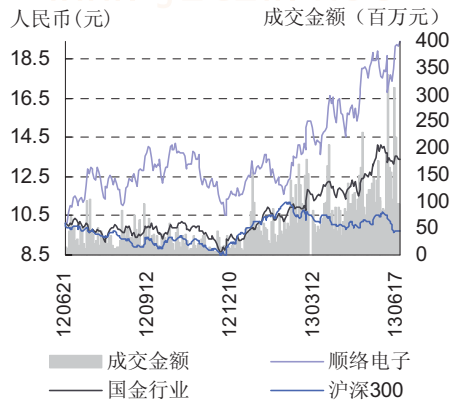
市价(人民币): 18.39元

## 增强天线实力, 布局 NFC 领域

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	314.33
总市值(百万元)	63.65
年内股价最高最低(元)	19.40/10.10
沪深 300 指数	2321.47
中小板指数	5368.84



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.377	0.389	0.613	0.839	1.032
每股净资产(元)	5.28	3.79	4.27	4.80	5.70
每股经营性现金流(元)	0.16	0.67	0.47	0.67	0.89
市盈率(倍)	36.58	32.59	22.34	16.32	13.28
行业优化市盈率(倍)	40.25	43.23	47.15	47.15	47.15
净利润增长率(%)	-16.41%	52.78%	57.49%	36.86%	22.90%
净资产收益率(%)	7.15%	10.28%	14.37%	17.49%	18.09%
总股本(百万股)	212.34	314.33	314.33	314.33	314.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司增资上海德门, 增强天线实力实现下游拓展:** 1) 上海德门技术经验丰富, 但此次增资对于顺络业绩影响微弱。上海德门 2012 年实现净利润约 6.53 百万元, 按照 20% 股权和顺络电子公司的股本折算, 对于公司业绩基本无影响。2) 但是德门电子作为在天线行业有 10 年经验的中韩合资公司, 在手机和电视天线都有丰富的研发生产实力, 曾经在拉杆天线领域是国内最大。3) 进入天线领域对于公司整体元器件业务来说是提高协同效应, 实行类似行业龙头村田向天线等下游延伸的策略, 成为公司业务新的增长点。我们预估公司今年可以实现 2000 万颗 NFC 天线/瓷片产能。而目前单只 NFC 天线价格在 10-12 元左右。
- **移动终端智能化+移动支付渗透推动大陆天线行业快速增长:** 1) 随着智能移动终端的多功能需求, 一机多线已经成为发展趋势。随着智能终端出货量的增长和单机多线数量的增加, 天线的需求在未来几年将保持 20%-30% 的复合增长率。2) 根据 IDC 数据, 12 年全球支持 NFC 功能手机 1.20 亿部, 智能机中渗透率在 17% 左右, 预计 13 年渗透率提升到 30% 左右, 同比增加 123%, 增长势头迅猛, 5 年年均复合增长率达到 58%。NFC 天线随之有爆发性增长。

## 估值

- 我们预计公司 2013-15 年实现收入 1102.95、1484.75 和 1866.52 百万元, 分别同比增长 48.06%、34.62% 和 25.71%; 净利润分别实现 192.77、263.83 和 324.25 百万元, 分别同比增长 57.49%、36.86% 和 22.90%, 按最新的股本计算 EPS 为 0.613、0.839 和 1.032 元。
- 公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上, 结合公司的行业龙头地位和进入中高端消费电子市场和天线领域, 我们给予公司 14 年 28-30 倍估值, 对应目标价为 23.49-25.17 元, 评级为“买入”。

## 风险

- 订单不达预期, 经济复苏低于预期

## 相关报告

1. 《切入一线芯片厂商, 受益智能手机爆发》, 2013.2.28
2. 《智能终端芯片客户助推公司新一轮成长》, 2012.12.25
3. 《智能手机发力助推业绩超预期》, 2012.10.17

邵洁 联系人  
(8621)61038220  
shaojie@gjzq.com.cn

马鹏清 联系人  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 内容目录

增资上海德门，增强天线实力实现下游拓展.....	3
增资股权对于技术研发增厚影响大于业绩 .....	3
移动终端智能化+移动支付渗透推动大陆天线行业快速增长 .....	3
智能终端多样化与国产品牌崛起推动大陆天线行业需求快速增长 .....	3
NFC 手机渗透率提高，对 NFC 天线需求成爆发式增长 .....	4
看好 NFC 天线前景，上调盈利预测，给予“买入”评级 .....	5
附录：三张报表预测摘要 .....	7

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 图表目录

图表 1：手机终端天线市场容量 .....	4
图表 2：笔记本用天线市场容量 .....	4
图表 3：NFC 手机渗透率迅速提升 .....	5
图表 4：由于渗透率提高和低基数效应，NFC 手机数量爆发式增长.....	5
图表 5：盈利预测 .....	6

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 增资上海德门，增强天线实力实现下游拓展

### 增资股权对于技术研发增厚影响大于业绩

- 公司公告与上海德门电子科技有限公司签订《合作协议书》，公司对上海德门定向增发 25% 的股权，原则确定本次增发总价款为人民币 3000 万元整。公司将在上海德门增资扩股后的总股权中占有 20% 股权。此次增资我们认为对于由于公司在 NFC 和 LTCC 等天线领域的技术研发，但对今年业绩影响不大。
- 上海德门技术经验丰富，但此次增资对于顺络业绩影响微弱。上海德门 2012 年实现净利润约 6.53 百万元，按照 20% 股权和顺络电子公司的股本折算，对于公司业绩基本无影响。但是德门电子作为在天线行业有 10 年经验的中韩合资公司，在手机和电视天线都有丰富的研发生产实力，曾经在拉杆天线领域是国内最大。
- 进入天线领域对于公司整体元器件业务来说是提高协同效应，成为公司业务的新的增长点。德门电子在新型手机天线和 NFC 天线研究方面已经取得商业化应用，而公司开始布局提供 NFC 天线和 LTCC 天线等整体解决方案，实行类似行业龙头村田向天线等下游延伸的策略。我们预估公司今年可以实现 2000 万颗 NFC 天线/瓷片产能。而目前单只 NFC 天线价格在 10-12 元左右。

## 移动终端智能化+移动支付渗透推动大陆天线行业快速增长

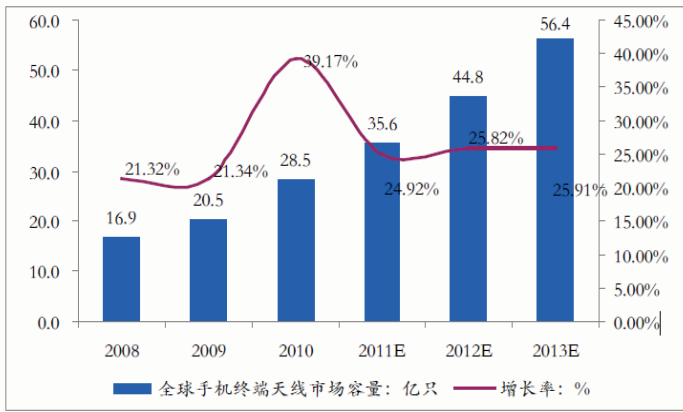
### 智能终端多样化与国产品牌崛起推动大陆天线行业需求快速增长

- 随着智能移动终端的多功能需求，相应的智能终端需要配备蓝牙、WiFi、GPS、NFC 等功能，一机多线已经成为发展趋势。随着智能终端出货量的增长和单机多线数量的增加，天线的需求在未来几年将保持 20%-30% 的复合增长率。
- 由于音乐、拍照、导航等各类功能整合到一部手机上，用户能够借助 3G、WiFi 实现高速互联及共享，为适应智能手机多功能的需求，相应的手机除了需要配置一支主天线外，还需要配置具备蓝牙、WiFi、GPS、手机电视、收音机等功能的支天线。
- 受全球手机出货量持续增长以及单支手机配备的天线数量不断增加的共同影响，2012 年全球手机终端天线的市场容量已达到 44.8 万支并将在 2013 年内保持 25.91% 的增长速度。
- 随着笔记本电脑无线传输功能需求的普及，WiFi 天线、蓝牙天线有望成为未来笔记本电脑的标准配置天线。2012 年全球笔记本电脑及上网本的终端天线为 10.4 亿支。受笔记本电脑价格的大众化以及 IPAD 等平板电脑新产品的不断推出，相应的终端天线的市场需求有望保持较快的增长速度。

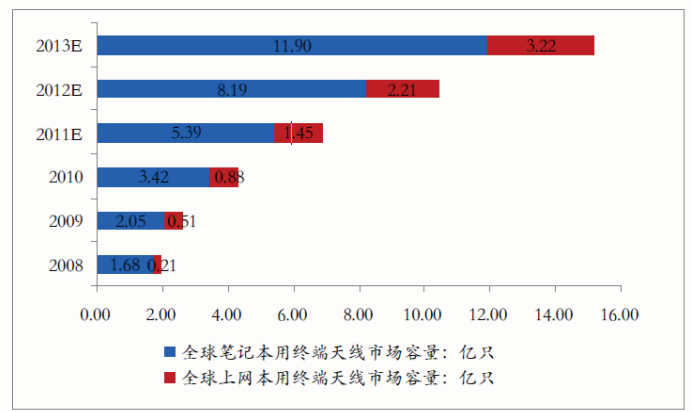
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表1: 手机终端天线市场容量



图表2: 笔记本用天线市场容量



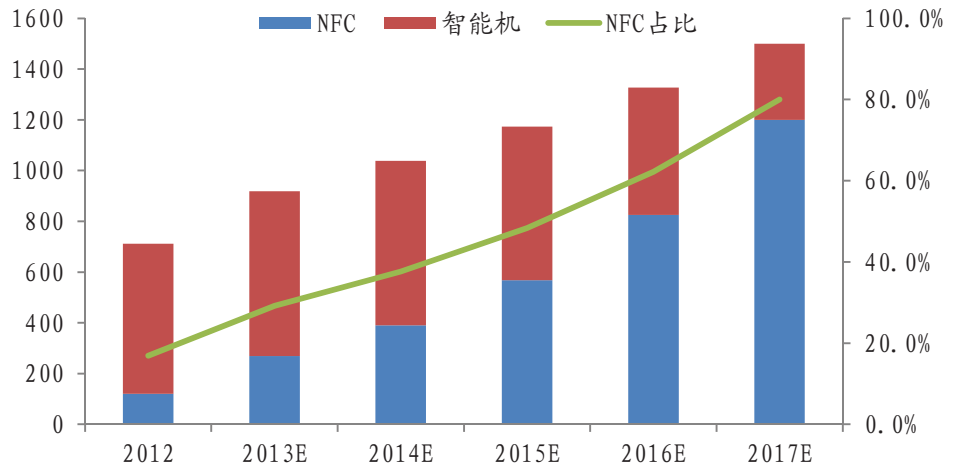
来源: IDC, Display Search 硕贝德招股说明书国金证券研究所

- 而 2013 年, 在苹果创新力下降的情况下, 国产品牌积极发力, 根据我们的调研分析, 2013 年国产智能机出货量有望继续保持 30% 以上增速增长, 这为本土天线企业提供坚实的市场需求。
- 综合调研与各大机构预测数据, 我们发现今年国产智能手机将会全力出击, 相较于 2012 年的出货量增长都至少翻倍。在最近的手机销量排行榜上, 华为联想中兴和 TCL 都登上全球智能手机前十位。
- 智能手机国产化趋势将会带动上游器件行业国产化。鉴于国产智能机出货量保持 30% 以上的增速增长, 上游天线行业也会受益智能手机的国产化高景气度和“一机多线”的行业趋势。

### NFC 手机渗透率提高, 对 NFC 天线需求成爆发式增长

- 根据 IDC 数据, 12 年全球支持 NFC 功能手机 1.20 亿部, 智能机中渗透率在 17% 左右, 预计 13 年渗透率提升到 30% 左右, 同比增加 123%, 增长势头迅猛, 预计 17 年, NFC 手机渗透率提升到 80%, 达到 12 亿部, 5 年年均复合增长率达到 58%。
- NFC 渗透率的提升, 所有的解决方案都有所提升, 其中单一芯片解决方案占比下降较为明显 (现阶段主要为单一芯片解决方案, 不光 Nexus 等中低端手机如此, 高端手机如三星 Galaxy 系列手机也是如此), 但 12-17 年解决方案年均复合增长达到 38%, 增速较快; 而模组/系统及芯片解决方案占比提升较快, 基数效应推动 12-17 年符合增长率达到 176%; 而从天线角度来说, 无论芯片解决方案如何, 天线的 5 年复合增长率都可以达到 58% 左右。

图表3: NFC 手机渗透率迅速提升



来源: 国金证券研究所, IDC

图表4: 由于渗透率提高和低基数效应, NFC 手机数量爆发式增长

		2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
手机 (百万)	(1)	362.2	384.2	412.0	441.9	473.9	508.2
YoY		2.5%	6.1%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
智能机渗透率	(2)	59%	78%	81%	84%	87%	90%
智能机 (百万)	(3)=(1)*(2)	212.8	301.2	334.5	371.4	412.4	457.9
YoY		135%	42%	11%	11%	11%	11%
NFC手机渗透率	(4)	8.7%	24.9%	42.6%	53.3%	67.2%	85.0%
NFC手机 (百万)	(5)=(3)*(4)	18.5	74.9	142.4	198.1	277.1	389.2
YoY			304%	90%	39%	40%	40%

来源: 国金证券研究所

### 看好 NFC 天线前景, 上调盈利预测, 给予“买入”评级

- 我们预计公司 2013-15 年实现收入 1102.95、1484.75 和 1866.52 百万元, 分别同比增长 48.06%、34.62% 和 25.71%; 净利润分别实现 192.77、263.83 和 324.25 百万元, 分别同比增长 57.49%、36.86% 和 22.90%, 按最新的股本计算 EPS 为 0.613、0.839 和 1.032 元。
- 公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上, 结合公司的行业龙头地位和进入中高端消费电子市场和天线领域, 我们给予公司 14 年 28-30 倍估值, 对应目标价为 23.49-25.17 元, 评级为“买入”。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表5: 盈利预测

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>片式元件系列</b>					
销售收入 (百万元)	542.81	735.80	1,009.52	1,286.13	1,600.72
增长率 (YOY)	21.17%	35.55%	37.20%	27.40%	24.46%
毛利率	30.17%	31.80%	33.33%	33.65%	33.65%
毛利 (百万元)	163.77	233.99	336.47	432.78	538.64
增长率 (YOY)	-19.89%	42.88%	43.80%	28.62%	24.46%
占总销售额比重	98.61%	98.79%	91.53%	86.62%	85.76%
占主营业务利润比重	99.36%	99.54%	92.86%	89.09%	89.44%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	7.62	9.04	13.43	18.62	25.80
增长率 (YOY)	555.84%	18.62%	48.50%	38.60%	38.60%
毛利率	13.90%	12.00%	14.00%	14.00%	14.00%
毛利 (百万元)	1.06	1.09	1.88	2.61	3.61
增长率 (YOY)	-4590.73%	2.40%	73.25%	38.60%	38.60%
占总销售额比重	1.39%	1.21%	1.22%	1.25%	1.38%
占主营业务利润比重	0.64%	0.46%	0.52%	0.54%	0.60%
<b>NFC天线等</b>					
销售收入 (百万元)			80.00	180.00	240.00
增长率 (YOY)				125.00%	33.33%
毛利率			30.00%	28.00%	25.00%
毛利 (百万元)			24.00	50.40	60.00
增长率 (YOY)				110.00%	19.05%
占总销售额比重			7.25%	12.12%	12.86%
占主营业务利润比重			6.62%	10.37%	9.96%
销售总收入 (百万元)	550.43	744.85	1102.95	1484.75	1866.52
销售总成本 (百万元)	385.61	509.78	740.60	998.96	1264.27
毛利 (百万元)	164.83	235.07	362.35	485.79	602.25
平均毛利率	29.94%	31.56%	32.85%	32.72%	32.27%

来源: 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	449	550	745	1,103	1,485	1,867	货币资金	91	33	122	100	126	317
增长率		22.6%	35.3%	48.1%	34.6%	25.7%	应收账款	135	189	294	334	429	527
主营业务成本	-245	-386	-509	-741	-999	-1,264	存货	134	176	173	294	394	499
% 销售收入	54.5%	70.1%	68.4%	67.1%	67.3%	67.7%	其他流动资产	9	5	38	17	22	27
毛利	204	165	236	362	486	602	流动资产	369	404	628	745	971	1,371
% 销售收入	45.5%	29.9%	31.6%	32.9%	32.7%	32.3%	% 总资产	35.9%	30.7%	38.8%	45.2%	53.0%	62.8%
营业税金及附加	-1	0	-3	0	-1	-1	长期投资	0	0	0	-1	0	0
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	固定资产	553	804	884	843	802	751
营业费用	-22	-21	-27	-39	-50	-63	% 总资产	53.8%	61.1%	54.6%	51.2%	43.8%	34.4%
% 销售收入	4.9%	3.8%	3.6%	3.6%	3.4%	3.4%	无形资产	100	102	100	58	58	58
管理费用	-57	-53	-60	-101	-126	-157	非流动资产	659	912	992	902	862	811
% 销售收入	12.6%	9.6%	8.1%	9.1%	8.5%	8.4%	% 总资产	64.1%	69.3%	61.2%	54.8%	47.0%	37.2%
息税前利润 (EBIT)	125	91	146	222	308	381	<b>资产总计</b>	<b>1,028</b>	<b>1,315</b>	<b>1,620</b>	<b>1,647</b>	<b>1,833</b>	<b>2,182</b>
% 销售收入	27.9%	16.5%	19.6%	20.1%	20.8%	20.4%	短期借款	234	81	183	38	0	0
财务费用	-9	-8	-7	-4	-5	-5	应付款项	71	77	132	160	211	267
% 销售收入	2.0%	1.5%	1.0%	0.4%	0.3%	0.3%	其他流动负债	18	-4	36	50	56	64
资产减值损失	-5	-6	-5	-1	0	0	流动负债	323	154	351	248	268	332
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	31	26	57	57	57	58
投资收益	0	15	0	0	8	8	其他长期负债	36	15	21	0	0	0
% 税前利润	0.0%	15.6%	0.0%	0.0%	2.5%	2.1%	<b>负债</b>	<b>391</b>	<b>195</b>	<b>429</b>	<b>305</b>	<b>324</b>	<b>389</b>
营业利润	111	91	134	217	311	383	<b>普通股股东权益</b>	<b>638</b>	<b>1,120</b>	<b>1,191</b>	<b>1,342</b>	<b>1,509</b>	<b>1,792</b>
营业利润率	24.7%	16.6%	18.0%	19.6%	20.9%	20.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	5	7	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,028</b>	<b>1,315</b>	<b>1,620</b>	<b>1,647</b>	<b>1,833</b>	<b>2,182</b>
税前利润	115	96	141	222	316	388	<b>比率分析</b>						
利润率	25.6%	17.5%	18.9%	20.1%	21.3%	20.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-19	-16	-18	-29	-52	-64	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.7%	16.9%	13.1%	13.0%	16.5%	16.5%	每股收益	0.493	0.377	0.389	0.613	0.839	1.032
净利润	96	80	122	193	264	324	每股净资产	3.282	5.276	3.788	4.269	4.800	5.702
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.394	0.164	0.671	0.472	0.674	0.890
归属于母公司的净利润	96	80	122	193	264	324	每股股利	0.250	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	21.3%	14.6%	16.4%	17.5%	17.8%	17.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.03%	7.15%	10.28%	14.37%	17.49%	18.09%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	9.32%	6.09%	7.56%	11.71%	14.39%	14.86%
净利润	96	80	0	193	264	324	投入资本收益率	11.53%	6.10%	8.82%	13.44%	16.44%	17.20%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	48	65	0	92	97	103	主营业务收入增长率	37.77%	22.55%	35.34%	48.06%	34.62%	25.71%
非经营收益	6	-7	0	2	-6	-3	EBIT增长率	52.00%	-27.52%	60.86%	52.15%	38.86%	23.67%
营运资金变动	-73	-109	0	-139	-143	-144	净利润增长率	55.96%	-16.41%	52.78%	57.49%	36.86%	22.90%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>77</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>149</b>	<b>212</b>	<b>280</b>	总资产增长率	54.51%	27.93%	23.12%	1.68%	11.31%	19.01%
资本开支	-270	-362	-221	-3	-52	-46	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	15	0	-1	0	0	应收账款周转天数	73.6	81.1	92.5	80.0	76.0	75.0
其他	0	-1	0	0	8	8	存货周转天数	144.4	147.1	125.3	145.0	144.0	144.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-270</b>	<b>-348</b>	<b>-221</b>	<b>-4</b>	<b>-44</b>	<b>-38</b>	应付账款周转天数	56.6	47.4	48.7	52.0	50.0	50.0
股权募资	35	414	0	0	-57	0	固定资产周转天数	302.4	384.1	349.0	225.4	158.5	117.8
债权募资	235	-158	134	-160	-38	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-78	41	-55	-7	-47	-51	净负债/股东权益	27.38%	6.61%	9.85%	-0.38%	-4.57%	-14.50%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>193</b>	<b>297</b>	<b>79</b>	<b>-167</b>	<b>-142</b>	<b>-50</b>	EBIT利息保障倍数	13.6	10.8	20.5	53.6	63.6	70.9
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>-22</b>	<b>-143</b>	<b>-22</b>	<b>26</b>	<b>192</b>	资产负债率	37.98%	14.84%	26.48%	18.51%	17.69%	17.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	4	9
增持	0	0	2	4	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.43	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-15	增持	14.29	N/A
2 2011-10-17	增持	11.04	18.10 ~ 18.10
3 2012-02-29	增持	10.43	16.59 ~ 16.59
4 2012-07-18	增持	12.92	13.66 ~ 13.66
5 2012-10-17	增持	13.68	N/A
6 2012-12-25	买入	12.44	16.77
7 2013-02-28	买入	13.68	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net