



二期营收创新高，NFC技术前景广阔

2013年08月02日

强烈推荐/维持

顺络电子

财报点评

——顺络电子（002138）2013年中报点评

王明德	分析师	执业证书编号：S1480511100001
	wangmd@dxzq.net.cn	010-66554006
张济	联系人	
	zhangji@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

根据2013年半年报显示，公司2013年上半年实现销售收入45,904.65万元，同比增长46.11%；2013年上半年实现净利润6,868.42万元，同比增长45.80%。同时公司2013年二季度实现销售收入25,201.82万元，较上年同期增长51.97%；二季度实现净利润4,039.88万元，环比一季度增长42.83%，较上年同期增长39.66%。

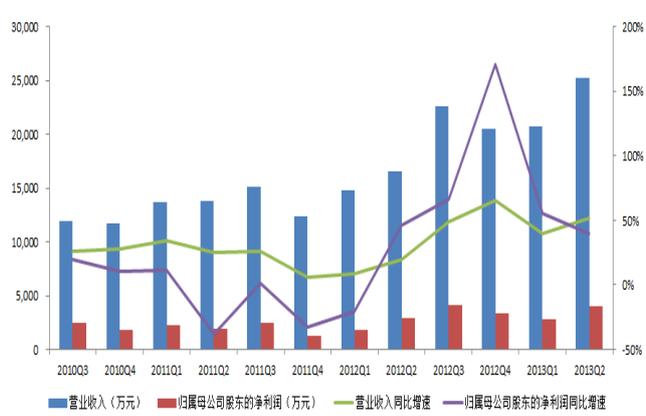
公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	124.02	148.35	165.84	225.67	205.07	207.03	252.02
增长率（%）	5.94%	8.56%	19.92%	49.00%	65.35%	39.55%	51.97%
毛利率（%）	24.62%	25.36%	32.52%	34.04%	32.82%	33.11%	30.05%
期间费用率（%）	14.51%	11.40%	12.03%	11.69%	15.14%	15.35%	14.55%
营业利润率（%）	12.93%	14.27%	19.37%	21.06%	16.14%	16.29%	13.56%
净利润（百万元）	12.48	18.18	28.93	41.42	33.87	28.29	40.40
增长率（%）	-32.84%	-20.83%	46.61%	66.10%	171.31%	55.56%	39.66%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.09	0.09	0.13	0.11	0.09	0.12
资产负债率（%）	14.84%	17.56%	21.50%	24.24%	26.48%	26.99%	34.94%
净资产收益率（%）	1.11%	1.60%	2.55%	3.55%	2.84%	2.31%	3.12%
总资产收益率（%）	0.95%	1.32%	2.00%	2.69%	2.09%	1.69%	2.03%

观点：

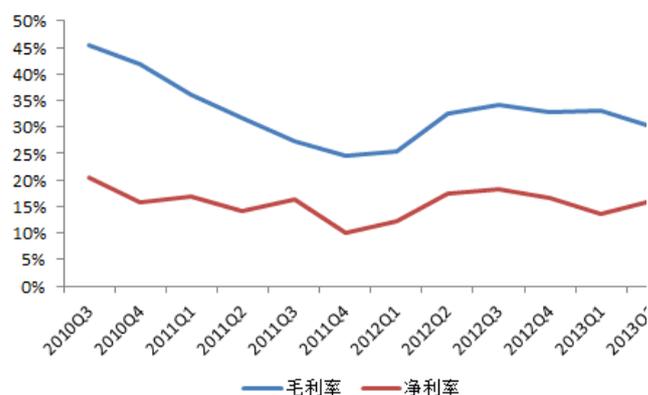
- **单季营收创历史新高，毛利率略有下降。**公司2013年二季度营业收入创历史新高，营收同比增速也相应有所提升；公司同期净利润创历史第二好成绩，但同比增速下降，主要原因在于2012年同期净利润是历史最高点。公司二季度毛利率30.05%，净利率16.03%，均低于去年同期水平，同时毛利率也出现环比下降的情况。我们认为毛利率下滑是由于绕线电感在产品组合中所占比重提升所致。公司目前以生产和销售绕线电感和叠层电感为主，而前者毛利低于后者，因此前者比重的提升拉低了公司总体毛利水平。

图 1: 季度营收和净利润



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

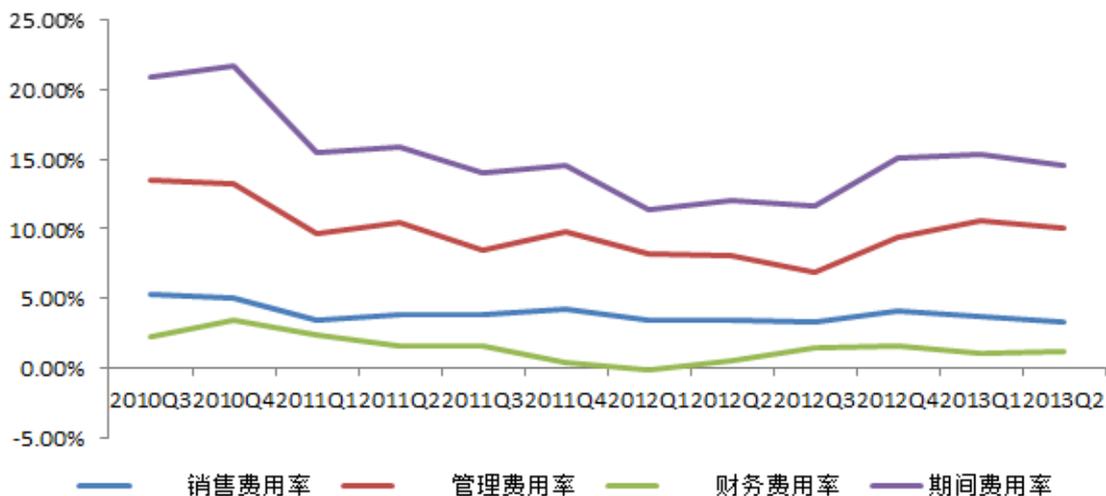
图 2: 季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **公司产能扩张, 报告期期间费用同比增长。**公司二季度期间费用率为 14.55%，比去年同期上升 2.52%，比一季度环比下降 0.8%。在报告期内，销售费用同比增长 48.35%，主要是销售增长造成销售人员相应增加所致；管理费用同比增长 84.70%，主要是研发支出增长和员工薪酬福利增加所致；财务费用同比增长 875.72%，主要是利息支出及汇兑损失增加所致。由于公司正在扩大生产规模，导致固定资产融资需求增加，因此公司本报告期长期借款出现显著上涨，同比增长 53.96%，利息支出也因此有所增加。

图 3: 季度期间费用率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **公司业绩增长受益于智能手机市场持续向好。**公司电感产品是智能手机电源电路的重要组成部分，因此产品需求与智能手机销售情况息息相关。根据 Strategy Analytics 发布的统计数据，2013 年上半年全球智能手机出货量为 4.39 亿台，同比增长 41.5%。同时根据 IDC 发布的统计数据，2013 年上半年中国市场智能手机出货量为 1.22 亿台，消费需求强劲。因此，在智能手机市场实现高速增长的带动下，公司上半年业绩表现出色，符合市场预期。

- **NFC技术有望成为公司未来新的业绩增长点。**公司今年上半年参与投资上海德门电子科技有限公司, 预计持有上海德门20%股权。上海德门是一家专业从事天线开发、制造和销售的高新技术企业, 长期致力于新型手机天线的研究、NFC天线研究, 并已经取得商业化应用。鉴于NFC技术在移动支付领域的广阔前景, 我们认为NFC手机渗透率在未来两到三年将出现指数增长, 因此公司NFC天线业务将受益于NFC移动终端市场的爆发, 成为推动公司成长的又一驱动力。

结论:

公司作为电感行业龙头企业, 将持续受益于中低端智能手机市场的快速增长。同时伴随移动支付逐步推广, 公司NFC天线业务也将为公司业绩增长贡献力量。我们预计公司2013年、2014年和2015年分别实现净利润1.68亿元、2.27亿元和3.21亿元, 同比增长37.2%、34.9%和41.7%, EPS分别为0.51元、0.69元和0.98元, 对应P/E分别为33.6倍、24.9倍和17.6倍, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	404	628	880	1321	1932	营业收入	550	745	1105	1614	2313
货币资金	33	122	66	97	139	营业成本	386	509	763	1114	1596
应收账款	140	237	363	531	761	营业税金及附加	0	3	4	6	8
其他应收款	15	4	7	10	14	营业费用	21	27	39	56	81
预付款项	5	38	92	170	281	管理费用	53	60	106	155	222
存货	176	173	261	381	547	财务费用	8	7	18	33	51
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5.99	4.79	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	912	992	1169	1274	1327	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	579.18	712.37	1068.7	1179.1	1237.4	营业利润	91	134	171	245	350
无形资产	60	58	52	46	41	营业外收入	6.21	7.00	6.61	6.81	6.71
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.06	0.12	0.59	0.35	0.47
资产总计	1315	1620	2049	2595	3258	利润总额	96	141	177	252	357
流动负债合计	154	351	448	729	1075	所得税	16	18	9	25	36
短期借款	81	160	219	411	630	净利润	80	122	168	227	321
应付账款	52	83	125	183	262	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	80	122	168	227	321
一年内到期的非流	0	23	8	10	14	EBITDA	216	269	290	398	528
非流动负债合计	41	78	199	305	397	BPS (元)	0.39	0.39	0.51	0.69	0.98
长期借款	26	57	169	258	330	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	195	429	646	1033	1472	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-26.1%	35.3%	48.40%	46.01%	43.33%
实收资本(或股本)	212	314	328	328	328	营业利润增长	-31.5%	385.7%	27.48%	43.67%	42.87%
资本公积	636	525	606	606	606	归属于母公司净利润	37.2%	244.7%	37.19%	34.94%	41.69%
未分配利润	227	294	395	531	724	获利能力					
归属母公司股东权	1120	1191	1403	1562	1786	毛利率(%)	30%	32%	31%	31%	31%
负债和所有者权	1315	1620	2049	2595	3258	净利率(%)	15%	16%	15%	14%	14%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6%	8%	8%	9%	10%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	7%	10%	12%	15%	18%
经营活动现金流	35	211	36	61	58	偿债能力					
净利润	80	122	168	227	321	资产负债率(%)	15%	26%	32%	40%	45%
折旧摊销	116.49	128.35	101.04	119.36	126.69	流动比率	2.62	1.79	1.97	1.81	1.80
财务费用	8	7	18	33	51	速动比率	1.47	1.30	1.38	1.29	1.29
应付帐款的变化	0	0	42	58	79	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.51	0.60	0.70	0.79
投资活动现金流	-348	-221	-285	-229	-184	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.00	10.97	10.59	10.47	10.39
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	15	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.39	0.51	0.69	0.98
筹资活动现金流	298	80	193	199	168	每股净现金流(最新)	-0.07	0.22	-0.17	0.09	0.13
短期借款	81	160	219	411	630	每股净资产(最新摊)	5.28	3.79	4.28	4.76	5.44
长期借款	26	57	169	258	330	估值比率					
普通股增加	18	102	14	0	0	P/E	44.03	44.03	33.55	24.86	17.55
资本公积增加	394	-110	81	0	0	P/B	3.25	4.53	4.02	3.61	3.15
现金净增加额	-15	70	-56	31	42	EV/EBITDA	17.21	20.47	20.55	15.63	12.25

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

张济

美国哥伦比亚大学和普度大学双硕士，2013 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。