

2014年2月27日
朱吉翔
C0044@capital.com.tw
目标价(元) 20.0

顺络电子(002138.SZ) 买入 (Buy)

业绩快速增长，产能继续提升

公司基本信息

产业别	电子
A 股价 (14/02/27)	17.42
深证成份指数(14/02/27)	7188.74
股价 12 个月高/低	20.54/13.67
总发行股数 (百万)	328.08
A 股数 (百万)	314.33
A 市值 (亿元)	57.15
主要股东	金倡投资有限公司 (30.92%)
每股净值 (元)	4.20
股价/账面净值	4.14
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	0.3 -4.0 30.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-09-27	15.81	买入
2013-10-27	17.38	买入

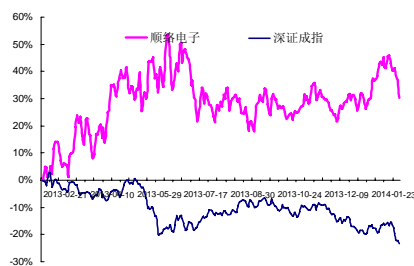
产品组合

片式电感系列	98.80%
其它	1.20%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.6%
----	-------

股价相对大盘走势



结论与建议：

受益于手机及LED需求增长，公司2013年业绩同比增长超过2成，且毛利率水平有所提高。长期来看，我们认为随着智能手机特别是多核、多模机智能手机以及LED需求的增长、单个设备电感数量增加，电感市场需求将持续增长，作为国内电感企业的绝对龙头，公司技术能力及产能规模都处于赶超国际竞争对手的阶段，持续的产能扩张以及切入天线市场将有利于公司市场占有率及营收规模的提升，业绩持续增长可期。预计公司2013-2015年可实现净利润为1.5亿、2.1亿和2.8亿，同比增长39%、33%，对应EPS为0.48元、0.67元、0.89元（未摊薄），目前股价对应PE为36倍、26倍和20倍。估值水平较业绩增长而言偏低，给予“买入”投资建议。

■ **2013年业绩快速增长**：2013年公司实现营收10.2亿元，YOY增长36.9%；实现净利润1.5亿元，YOY增长23.2%，EPS0.47元。其中，第四季度单季公司实现营收2.7亿元，YOY增长31.6%，实现净利润3448万元，YOY增长1.8%。公司业绩低于我们预期约6个百分点。我们认为公司业绩低于预期的主要原因在于，公司综合毛利率上升幅度不及预期，虽然白银价格处于低位，但受人力成本上升等因素影响，4Q13公司综合毛利率33.7%，较上季下降了0.2个百分点，较2012年同期增长了0.9个百分点，全年综合毛利率上升了1.7%至33.3%，略低于我们上升3个百分点的预估。另外，由于规模增长以及股权激励措施实施，公司2013年期间费用率提升4个百分点的影响，导致营收增速快于净利润的增长，若扣除股权激励对档期业绩的影响，公司2013年营业利润同比提升37%。

■ **产能持续扩张**：公司拟定增6.57亿元用于片式电感扩产以及电子变压器项目建设，计划增加片式电感172亿只、电子变压器4000万只。除进一步增强电感组件领域内优势外，公司切入其它被动元器件领域的意图也非常明显，有望利用现有的平台优势实现新的业绩增长点。

■ **盈利预测和投资建议**：预计公司2013-2015年可实现净利润为1.5亿、2.1亿和2.8亿，同比增长39%、33%，对应EPS为0.48元、0.67元、0.89元（未摊薄），目前股价对应PE为36倍、26倍和20倍，考虑到手机轻薄化以及LED需求增长带动电感需求的提升速度较快，我们认为公司作为行业龙头将有超越行业增长的表现，给予“买入”投资建议。

■ 风险提示：银价大幅上涨，产能利用率持续低迷。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 10 日		2011	2012F	2013F	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	80	122	151	210	279
同比增减	%	-16.41	52.78	23.19	38.96	33.12
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.25	0.39	0.48	0.67	0.89
同比增减	%	-16.41	52.78	23.19	38.96	33.12
市盈率(P/E)	X	68.35	44.74	36.32	26.13	19.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.20	0	0.20	0.25
股息率 (Yield)	%	0.86	1.15	0.00	1.15	1.44

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015E
营业收入	550	745	1020	1356	1763
经营成本	386	509	680	910	1183
营业税金及附加	0	3	6	3	4
销售费用	21	27	34	45	58
管理费用	53	60	124	138	180
财务费用	8	7	13	15	19
资产减值损失	6	5	9	9	9
投资收益	15	0	3	8	12
营业利润	91	134	158	244	322
营业外收入	6	7	10	6	6
营业外支出	1	0	8	4	0
利润总额	96	141	160	246	328
所得税	16	18	10	37	49
少数股东损益	0	0	-1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	80	122	151	210	279

附二：合并资产负债表 6

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015E
货币资金	33	122	144	158	174
应收账款	140	237	310	341	375
存货	176	173	154	178	204
流动资产合计	404	628	716	787	866
长期股权投资	0	0	33	33	33
固定资产	579	712	1084	1300	1560
在建工程	225	172	181	127	89
非流动资产合计	912	992	1445	1791	2221
资产总计	1315	1620	2160	2579	3087
流动负债合计	154	351	577	635	698
非流动负债合计	41	78	201	221	244
负债合计	195	429	778	856	942
少数股东权益	0	0	3	3	3
股东权益合计	1120	1191	1379	1719	2142
负债及股东权益合计	1315	1620	2160	2579	3087

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015E
经营活动产生的现金流量净额	35	211	283	148	120
投资活动产生的现金流量净额	-348	-221	-505	-508	-308
筹资活动产生的现金流量净额	298	80	268	398	258
现金及现金等价物净增加额	-16	68	42	38	70

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。