

**证券研究报告—动态报告公司快评**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**顺络电子 (002138)**

重大事件快评

**推荐**

(维持评级)

2014 年 03 月 17 日

# 新产品多面开花，费用压力减小

<b>证券分析师：刘翔</b>	021-60875160	liuxiang3@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070002
<b>证券分析师：陈平</b>	021-60933151	chenping2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070006
<b>证券分析师：卢文汉</b>	021-60933164	luwh@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070004

## 事项：

去年公司在产品多元化、终端应用的多元化、市场区域的多元化等方面获得了长足的进步。经过几年的潜心布局，公司今年在一些新产品方面有望放量，接续公司近两年的高增长态势。

## 评论：

### ■ 新产品多面开花，接续公司高成长态势

**NFC 天线及磁片，搭上移动支付东风。**上海德门是 MTK 在大陆指定的三家 NFC 天线供应商之一，公司与参股子公司上海德门协同合作，共同推广整套天线方案，上海德门的 NFC 天线的核心元件磁片由顺络电子供应。随着 4G 时代的到来，移动支付标准的确定以及移动支付可信公共服务平台的打通，2014 年有望成为移动支付爆发的元年，将来 NFC 将成为智能手机的标配。公司的 NFC 天线及磁片已在去年下半年开始量产，2014 年有望继续放量，我们预计今年 NFC 天线及磁片贡献的营收有望达到 5000 万~1 亿元人民币。

**开拓 LED 照明新领域，受益 LED 家用照明市场爆发。**公司已经获得了 GE、OSRAM、飞利浦等国际 LED 照明巨头的合格供应商资格。公司储备的应用于 LED 家用照明的电源内的产品主要是功率电感、电子变压器、压敏电阻，未来甚至有可能直接提供 LED 电源模块。公司应用新工艺、现代化手段加工的电子变压器，符合产品更新换代的需求。LED 家用照明是数千级别人民币的市场，将成为继智能手机领域，支撑公司未来几年高增长的强劲动力。

**铁粉芯功率电感、共模扼流圈等，横向拓展做更多种类的产品。**功率电感在电路中主要起滤波和振荡的作用，使用铁粉芯的功率电感，能够供应更好的温度稳定性并且相对于其他可选磁芯成本更低。共模扼流圈，又叫共模电感，是在一个闭合磁环上对称绕制方向相反、匝数相同的线圈，可以起抑制共模噪声的作用，公司的共模扼流圈主要应用于手机摄像头中。铁粉芯功率电感和共模扼流圈，都是公司在智能手机平台上拓展做的更多品种的产品，丰富了公司的产品线，有望成为公司新的增长点。

### ■ 全球最小型号电感即将量产

**技术处于全球一流行列，与日本厂商同台竞争。**电子产品向短、小、轻、薄方向发展，要求使用的电感也越来越小。公司的目前世界上最小的型号 0402 电感即将面市，已经做到了与最主要的竞争对手日本村田同步推出最小电感的水平。以前公司更多的是在电感方面做进口替代，然而现在已经上升到新的层次，可以进行原设计，与世界一流客户共同设计产品方案。

### ■ 公司在产品降价及费用方面的压力将减小，新产品相继放量，维持“推荐”评级

公司在 2013 年面临诸多不利因素，例如日元贬值导致日本厂商产品价格下降很快、合并衢州公司产生费用较多、股权激励费用影响利润、以及上调管理层工资等。2014 年开始来自于这些方面的压力会小很多，所以在多种新产品相继放量、产品价格下滑速度企稳、股权激励费用减少等多重利好因素下，公司有望在未来几年接续前几年的高增长态势。

我们预计公司 14/15/16 年 EPS0.68/0.94/1.37，同比增长 46%/41%/45%。公司凭借过硬的技术良好的产品储备，历史上几次都抓住了新的市场机遇，获得了持续的高增长。当前公司新产品多面开花，市场广大的 LED 照明领域又有重要布局，我们继续看好公司未来几年的发展，维持“推荐”评级，6 个月合理估值 23.8~27.2 元（14PE35~40x）。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	144	235	195	176
应收款项	409	457	626	885
存货净额	154	232	309	429
其他流动资产	8	11	15	22
<b>流动资产合计</b>	<b>716</b>	<b>935</b>	<b>1146</b>	<b>1511</b>
固定资产	1265	1442	1568	1638
无形资产及其他	87	85	83	81
投资性房地产	60	60	60	60
长期股权投资	33	43	55	67
<b>资产总计</b>	<b>2160</b>	<b>2565</b>	<b>2912</b>	<b>3357</b>
短期借款及交易性金融负债	348	501	484	403
应付款项	126	179	263	384
其他流动负债	104	135	189	272
<b>流动负债合计</b>	<b>577</b>	<b>815</b>	<b>936</b>	<b>1059</b>
长期借款及应付债券	143	143	143	143
其他长期负债	58	71	84	97
<b>长期负债合计</b>	<b>201</b>	<b>214</b>	<b>227</b>	<b>240</b>
<b>负债合计</b>	<b>778</b>	<b>1029</b>	<b>1163</b>	<b>1299</b>
少数股东权益	3	2	1	(1)
股东权益	1379	1533	1748	2059
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2160</b>	<b>2565</b>	<b>2912</b>	<b>3357</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.46	0.68	0.94	1.37
每股红利	0.25	0.21	0.29	0.42
每股净资产	4.20	4.67	5.33	6.28
ROIC	10%	13%	15%	20%
ROE	11%	15%	18%	22%
毛利率	33%	33%	32%	32%
EBIT Margin	17%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	27%	29%	27%	26%
收入增长	37%	34%	37%	41%
净利润增长率	23%	48%	39%	45%
资产负债率	36%	40%	40%	39%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	36.6	24.8	17.8	12.3
P/B	4.0	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	23.2	16.8	13.1	10.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1020</b>	<b>1368</b>	<b>1874</b>	<b>2647</b>
营业成本	680	918	1267	1804
营业税金及附加	6	4	5	7
销售费用	34	49	65	89
管理费用	124	126	170	228
财务费用	13	30	33	31
投资收益	3	4	4	4
资产减值及公允价值变动	(9)	(9)	(6)	(6)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	158	236	331	487
营业外净收支	2	2	4	3
<b>利润总额</b>	<b>160</b>	<b>239</b>	<b>334</b>	<b>490</b>
所得税费用	10	17	27	44
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>151</b>	<b>223</b>	<b>309</b>	<b>449</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>223</b>	<b>309</b>	<b>449</b>
资产减值准备	4	(4)	1	0
折旧摊销	95	120	145	165
公允价值变动损失	9	9	6	6
财务费用	13	30	33	31
营运资本变动	26	(34)	(100)	(167)
其它	(4)	3	(2)	(2)
<b>经营活动现金流</b>	<b>280</b>	<b>316</b>	<b>360</b>	<b>451</b>
资本开支	(467)	(300)	(276)	(239)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(500)</b>	<b>(310)</b>	<b>(288)</b>	<b>(251)</b>
权益性融资	95	0	0	0
负债净变化	86	0	0	0
支付股利、利息	(82)	(68)	(95)	(138)
其它融资现金流	138	154	(17)	(81)
<b>融资活动现金流</b>	<b>242</b>	<b>85</b>	<b>(112)</b>	<b>(219)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>21</b>	<b>91</b>	<b>(40)</b>	<b>(19)</b>
货币资金的期初余额	122	144	235	195
货币资金的期末余额	144	235	195	176
企业自由现金流	(171)	37	106	232
权益自由现金流	53	163	59	123

## 相关研究报告:

- 《顺络电子-002138-财报点评: 业绩符合预期, 管理费用增长过快侵蚀利润》 —— 2013-10-21
- 《顺络电子-002138-非公开发行预案点评: 定增 6.57 亿投资主业, 增强龙头领先优势》 —— 2013-09-30
- 《顺络电子-002138-2013 年半年报点评: 中报接近上限, 三季度承压激励费用》 —— 2013-07-31
- 《顺络电子-002138-股权激励授予, 公司上下更进取》 —— 2013-06-14
- 《顺络电子-002138-2013 年一季报点评: 一季报破上限, 毛利率稳步提升》 —— 2013-04-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行