

## 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

**买入**

(维持评级)

2015 年 08 月 10 日

## 电感业务稳增长，新品下半年逐步放量

 证券分析师：刘翔  
 证券分析师：刘洵

 021-60875160  
 021-60933151

 liuxiang3@guosen.com.cn  
 liuxun@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070002  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514090001

### 事项：

近日，我们调研了顺络电子，与高管就公司各项业务的生产经营状况进行了充分的交流。

### 评论：

#### ■ 主要看点

**主业电感稳增长。**受上游供应商的影响，公司今年上半年主业增速有所下滑，目前已恢复，7 月营收创出历史新高。从下游市场来看，手机依然是第一大应用领域，为应对智能机增速的下降，公司正加大对欧美重点客户的突破，目前已通过 WIFI 模组曲线进入 A 客户供应链，未来有望直接成为其一级供应商。除了大客户的突破，公司也在不断开拓新的应用领域，包括智能电视、无人机、汽车、军工电子在内的增量市场有望接力手机，带动公司电感业务实现持续稳定增长。此外，就电感本身而言，产品规格也在不断提升中，由 0402、0201 到最新的 01005（全球仅村田和顺络能做）。目前，0201 占比已达 40%，本次募投项目达产后，该比例将进一步提升至 70%，从而利好整个电感业务盈利水平的提升。综合以上三点，我们认为公司传统电感业务未来仍有望维持 20% 左右的增长。

**新品下半年逐步放量。**公司下半年会有四款新品逐步放量：电子变压器、无线充电线圈、NFC 天线以及指纹识别盖板。其中，**指纹识别盖板**采用氧化锆陶瓷材料，在介电常数、价格、薄度方面与蓝宝石相比均有一定优势。在下游，公司与国内知名模组厂合作，上半年已送样，预计年内将形成收入。公司的**电子变压器产品**主要应用在网通、LED 照明及快速充电领域，下游客户包括华为、海康及富士康等。公司采用全自动化产线，代替现有手工半自动模式，产出的变压器具备一致性高，可靠性好等优点。目前的 4 条产线基本满产，年底还会扩至 11 条产线，月产能预计将达 1100 万只。**NFC 天线**由参股公司上海德门生产。德门是高通、联发科平台 NFC 方案指定供应商，下游与华为、联想、酷派等国内一线品牌合作，去年已小批量供货。今年开始，随着国内 NFC 移动支付市场的日益成熟，该项业务也将逐渐放量。**无线充电线圈**，公司可提供铁氧体+铜绕线全配件，充电距离由几米到十米不等，上游电源管理 IC 与 WATT 合作，技术业已成熟，市场逐步启动，包括智能机、可穿戴产品以及移动电源领域的应用都会开始起量。

**军工业务步入快速发展期。**军工电子涉及国家安全，重要性不言而喻。我国军用高新电子领域，国产化率不到 30%，未来存在极大的替代空间。公司旗下子公司贵州迅达，随着贵阳新建 10 万平方米的厂房落成，并将于 9 月份整体搬迁扩产，今后有望再造一个顺络。

#### ■ 核心结论

我们认为，公司主业稳增长，新品有突破，今年净利润预计近 3 个亿，明年接近 4 个亿，目前市值 98 亿，估值 35 倍。公司属于估值有支撑，业绩有保障，同时外延方面，也会积极探索。我们继续维持公司“买入”评级。

## ■ 问答摘要

Q: 公司电感业务增速下滑明显，原因何在？

A: 上半年，上游供应商方面出了点问题，加之日元贬值冲击，对公司营收造成一定影响。目前已恢复，预计下半年情况会出现好转。

Q: 能否简单介绍下公司目前业务的结构占比情况？

A: 目前来看，电感业务仍占到总营收的 80%左右，新业务占比 20%。

Q: 公司电感业务主要客户都有谁？

A: 国内的一些一线手机品牌，中华酷米联我们都有做，还有像汽车电子领域的博世、电装也都是我们的客户。

Q: 0201 型电感在我们整体电感中的占比是多少？

A: 目前来看 0201 型电感占比已到 40%，未来将逐步提升至 70%。01005 电感也会小幅上量。

Q: 从下游应用领域来讲，手机目前占比是多少？

A: 我们的电感产品大约 60%是用在手机上，其他的包括、电视、汽车、无人机等领域也会用到。

Q: 公司如何应对智能手机增速下滑所造成的不利影响？

A: 从三个方面来讲吧。第一、会再努力突破一些大的客户；第二、会加大对电视、汽车、无人机、军工等领域的拓展力度；第三、会培育一些新的产品，并把它们做大做强，期望能再造一个顺络。

Q: 简单介绍一下公司电子变压器这块业务的情况

A: 电子变压器我们是从 10 年就开始培育的。我们主要采用全自动化的生产线，生产出来的变压器具备一致性高，可靠性好，产品标准化程度高等优点，下游现在的需求状况是比较不错的。我们计划年底将产线由目前的 4 条扩至 11 条，明年看情况还打算继续扩产。

Q: 其他的新产品里面，最看好的是哪一款产品？

A: 指纹识别模组下半年的情况可能会比较好，上半年已经给下游客户送样，预计年内将形成一定收入。其他的像 NFC 天线以及无线充电线圈，也会贡献一部分收入，前景都还是比较乐观的。

Q: 外延发展方面，公司有怎样的规划？

A: 顺络对于外延式发展一直不排斥，但在对标的公司的要求方面是较高的，希望是有前景的、与顺络的文化能够互通互容的。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	141	226	327	546	<b>营业收入</b>	<b>1163</b>	<b>1344</b>	<b>1713</b>	<b>2225</b>
应收款项	488	479	587	762	营业成本	739	852	1079	1410
存货净额	200	197	250	319	营业税金及附加	8	4	4	6
其他流动资产	76	87	111	145	销售费用	42	45	51	69
<b>流动资产合计</b>	<b>905</b>	<b>989</b>	<b>1276</b>	<b>1771</b>	管理费用	133	147	173	224
固定资产	1600	1756	1854	1896	财务费用	14	9	9	9
无形资产及其他	88	86	84	82	投资收益	4	6	11	15
投资性房地产	99	99	99	99	资产减值及公允价值变动	(12)	(12)	(6)	(6)
长期股权投资	57	67	79	91	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2750</b>	<b>2997</b>	<b>3392</b>	<b>3939</b>	营业利润	218	281	400	516
短期借款及交易性金融负债	189	200	200	200	营业外净收支	20	20	7	8
应付款项	146	157	200	268	<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>301</b>	<b>407</b>	<b>524</b>
其他流动负债	176	181	227	303	所得税费用	27	21	33	47
<b>流动负债合计</b>	<b>511</b>	<b>539</b>	<b>627</b>	<b>772</b>	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	64	64	64	64	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>213</b>	<b>281</b>	<b>376</b>	<b>480</b>
其他长期负债	59	72	85	98					
<b>长期负债合计</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>149</b>	<b>162</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>634</b>	<b>674</b>	<b>776</b>	<b>933</b>	<b>净利润</b>	<b>213</b>	<b>281</b>	<b>376</b>	<b>480</b>
少数股东权益	1	39	107	209	资产减值准备	3	(6)	1	0
股东权益	2114	2283	2509	2797	折旧摊销	120	140	172	193
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2750</b>	<b>2997</b>	<b>3392</b>	<b>3939</b>	公允价值变动损失	12	12	6	6
					财务费用	14	9	9	9
					营运资本变动	(136)	25	(84)	(119)
					其它	(4)	44	67	102
					<b>经营活动现金流</b>	<b>207</b>	<b>497</b>	<b>540</b>	<b>661</b>
					资本开支	(442)	(300)	(276)	(239)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(467)</b>	<b>(310)</b>	<b>(288)</b>	<b>(251)</b>
					权益性融资	640	0	0	0
					负债净变化	(79)	0	0	0
					支付股利、利息	(85)	(112)	(151)	(192)
					其它融资现金流	(56)	11	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>257</b>	<b>(102)</b>	<b>(151)</b>	<b>(192)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(3)</b>	<b>85</b>	<b>101</b>	<b>219</b>
					货币资金的期初余额	144	141	226	327
					货币资金的期末余额	141	226	327	546
					企业自由现金流	(220)	141	185	304
					权益自由现金流	(355)	144	177	296

  

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.57	0.38	0.51	0.65
每股红利	0.23	0.15	0.20	0.26
每股净资产	5.71	3.08	3.39	3.77
ROIC	10%	12%	15%	17%
ROE	10%	12%	15%	17%
毛利率	36%	37%	37%	37%
EBIT Margin	21%	22%	24%	23%
EBITDA Margin	31%	33%	34%	32%
收入增长	14%	16%	28%	30%
净利润增长率	41%	32%	34%	27%
资产负债率	23%	24%	26%	29%
息率	2%	2%	3%	4%
P/E	23.2	35.1	26.2	20.5
P/B	2.3	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	15.4	24.1	18.4	15.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告:

- 《顺络电子-002138-公司快评: 老产品结构升级, 新业务多点开花》 —— 2015-03-25
- 《顺络电子-002138-动态跟踪报告: 多点布局的长线牛股》 —— 2014-10-16
- 《顺络电子-002138-2014 年半年报点评: 符合预期, NFC 值得期待》 —— 2014-07-31
- 《顺络电子-002138-2014 年一季报点评: 一季度业绩超预期, 上半年展望乐观》 —— 2014-04-18
- 《顺络电子-002138-重大事件快评: 新产品多面开花, 费用压力减小》 —— 2014-03-17

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 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, 并向客户发布的行为。