

证券研究报告

内生业务增长持续，外延布局即将放量

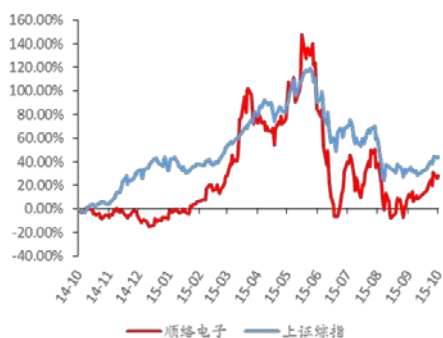
电子行业

2015年10月27日

——顺络电子（002138.SZ）三季度报点评

评级：推荐

公司股价最近52周走势：



相关研究报告：

顺络电子（002138）深度报告：巩固已有优势，布局新兴产业 15-10-20

报告作者：

牧原
执业证书编号：S0590515040002

联系人：

牧原，张立新
电话：0510-82833217
Email: muy@glsc.com.cn
zhanglx@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

10月26日晚顺络电子发布三季报，公司第三季度实现营收和归母净利润分别为3.6亿和0.74亿元，同比增长8.84%和21.57%；公司前三季度实现营收和归母净利润分别为9.4亿和1.92亿，同比增长6.92%和15.96%。

点评：

- **增速放缓，但市场竞争力依然强劲。**公司在第三季度营业收入同比增长8.84%，与过去两年的同期值14.3%（2014Q3）和28.9%（2013Q3）相比稍显逊色，主要是由于今年以来电子行业整体下行压力较大，智能手机及其他消费电子产品整体销量下滑，市场景气度降低，同行业竞争日益加剧；同时前期布局行业的发展速度低于预期，导致增速放缓。但是公司营收环比依然保持了超过14%的增长，作为片式电子元件细分市场的龙头，仍然保持着强劲的市场竞争力。
- **掌握核心技术突破壁垒封锁。**公司的片式电感产品占据国内超过30%的市场占有率，但是从全球来看，该领域高端市场依然是日本大厂的势力范围。随着顺络对高端片式电感核心技术的不断突破，目前已然能够生产出与国际龙头大厂相抗衡的产品，面对广阔的进口替代空间，公司的发展前景依然看好。
- **涉足军工领域打开新空间。**依托子公司贵阳顺络迅达，以绕线式片感为载体，累计投入超过10亿进军军工领域。该产品技术成熟，可靠性经过多年实践，已经得到了市场的充分认可，目前已经应用于无人机，航空航天和其他军品，未来进入民用航空和无人机市场成为大概率事件。该项目的顺利实施，为公司带来稳定的业绩保障，使公司兼具防守和进攻双优势。





- **储备高新技术迎接再次爆发。**公司在多个领域布局高新技术，并且取得了积极的进展。子公司衢州顺络开展的 HDI 板项目，已于今年 3 月投入量产，预计达产后将形成年产值 13 亿的 HDI 板生产能力；无线充电器的核心元器件—无线充电线圈已经开始量产出货，有望取得一定销售规模；同时指纹解锁盖板和可穿戴设备配件产品推进顺利，市场前景良好，预计接下来开始批量销售。多项产业前沿技术的储备和布局，为公司打开相关行业的高成长空间提供技术保障。
- **维持“推荐”评级。**我们预计 15、16、17 年 EPS 分别为 0.35 元、0.49 元、0.63 元，对应 PE 分别为 37 倍、27 倍、21 倍，公司在电子行业整体下行压力较大情况下，依然保持了内生增长；同时考虑到公司储备和布局的新兴领域，以及公司在细分行业的龙头地位，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**大环境经济放缓导致达不到经营目标的风险；人力资源成本上涨导致整体利润下降的风险；由于汇率原因导致单品价格相对上涨，损害竞争优势的风险。





财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 15/10/26

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,162.5	1,332.2	1,821.6	2,317.4
YOY(%)	14.0%	14.6%	36.7%	27.2%
营业成本	739.3	838.0	1,131.2	1,429.8
营业税金及附加	8.4	7.3	9.9	12.6
销售费用	41.6	47.7	65.2	82.9
占营业收入比(%)	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	132.5	140.6	192.2	244.5
占营业收入比(%)	11.4%	10.6%	10.6%	10.6%
EBIT	248.8	308.9	433.2	557.6
财务费用	13.9	8.1	13.2	13.6
占营业收入比(%)	1.2%	0.6%	0.7%	0.6%
资产减值损失	11.8	8.4	8.4	8.4
投资净收益	3.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	218.5	282.2	401.4	525.4
营业外净收入	19.7	18.8	18.8	18.8
利润总额	238.2	301.0	420.2	544.2
所得税	27.3	45.1	63.0	81.6
所得税率(%)	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	210.9	255.8	357.2	462.6
占营业收入比(%)	18.1%	19.2%	19.6%	20.0%
少数股东损益	-1.9	-2.3	-3.2	-4.2
归属母公司净利润	212.8	258.2	360.4	466.8
YOY(%)	41.1%	21.3%	39.6%	29.5%
EPS (元)	0.29	0.35	0.49	0.63

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	14.0%	14.6%	36.7%	27.2%
营业利润	38.3%	29.1%	42.3%	30.9%
净利润	41.1%	21.3%	39.6%	29.5%
获利能力				
毛利率(%)	36.4%	37.1%	37.9%	38.3%
净利率(%)	18.1%	19.2%	19.6%	20.0%
ROE(%)	10.1%	11.3%	14.3%	16.5%
ROA(%)	9.4%	11.3%	13.0%	16.4%
偿债能力				
流动比率	178.5%	203.8%	173.8%	253.6%
速动比率	119.7%	122.4%	116.4%	161.9%
资产负债率%	19.9%	16.7%	24.4%	17.2%
营运能力				
总资产周转率	44.0%	48.6%	54.7%	68.0%
应收账款周转天数	151.6	117.5	163.9	121.0
存货周转天数	98.9	107.7	115.2	103.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.35	0.49	0.63
每股净资产	1.61	1.86	2.85	3.08
估值比率				
P/E	44.9	37.0	26.5	20.5
P/B	4.5	4.2	3.8	3.4

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	52.2	13.3	18.2	23.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	495.4	461.2	846.1	816.6
存货	200.3	247.2	356.9	406.7
其他流动资产	68.5	68.5	68.5	68.5
流动资产总额	816.4	790.3	1,289.8	1,315.1
固定资产净值	1,083.6	1,248.6	1,384.4	1,485.2
减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	1,083.6	1,248.6	1,384.4	1,485.2
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	181.2	351.3	351.3	351.3
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	1,264.8	1,599.9	1,735.8	1,836.5
无形资产	129.8	118.9	107.9	96.9
长期股权投资	57.0	57.0	57.0	57.0
其他长期资产	373.6	173.9	138.4	103.3
资产总额	2,641.7	2,740.0	3,328.9	3,408.8
循环贷款	133.0	53.3	309.4	73.7
应付款项	268.1	278.2	376.6	388.6
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	11.6	56.3	56.3	56.3
流动负债	412.7	387.8	742.3	518.6
长期借款	64.2	64.2	64.2	64.2
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	113.3	68.5	68.5	68.5
负债总额	525.9	456.4	810.9	587.2
少数股东权益	1.3	(1.0)	(4.3)	(8.5)
股东权益	2,115.7	2,283.6	2,518.0	2,821.6
负债和股东权益	2,641.7	2,740.0	3,328.9	3,408.8

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	210.9	255.8	357.2	462.6
加: 少数股东损益	(1.9)	(2.3)	(3.2)	(4.2)
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	120.2	218.4	253.6	288.3
营运资金的变动	(93.6)	(2.3)	(390.9)	(2.4)
经营活动现金流	237.5	471.9	219.8	748.5
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(586.6)	(335.3)	(335.3)	(335.3)
投资活动现金流	(586.6)	(335.3)	(335.3)	(335.3)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	31.4	62.9	74.1	87.9
循环贷款前的现金流量	(38.5)	(95.8)	(135.7)	(172.4)
循环贷款的增加/(减少)	360.7	(79.7)	256.2	(235.8)
融资活动现金流	322.2	(175.5)	120.4	(408.2)
现金净变动额	(24.7)	(38.9)	4.9	5.0



无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

