

电感业务深度受益于物联网时代的开启，新品业务正逐步开花落果

顺络电子 (002138.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

我们对公司进行了持续跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 物联网时代来临，电感无处不在

NB-IOT(窄带蜂窝物联网)标准核心协议的研究全部完成，标志着物联网时代的真正开启。Juniper Research 的数据显示，2015 年，物联网的连接设备预估为 134 亿部，到 2020 年将达到 385 亿部。

电感在物联网领域应用无处不在，物联网驱动电感用量大幅提升。物联网设备之间的远程连接主要依靠运营商网络 (3G、4G、5G 等)，远程连接主要依靠 Wifi、蓝牙等方式。电感作为基础元件，起到滤波、振荡、延迟、陷波的作用，每个基带模块、PA 模块、Wifi 模块、蓝牙模块等都离不开数个电感。以 Wifi 模块为例，一个 Wifi 模块大约需要 6 个电感。因此，随着物联网时代的开启，联网设备的不断增多，将大大提升电感的市场空间。

顺络电子作为国内电感龙头，叠层 0201 产品已成为主力出货产品，01005 产品已完成大客户突破，产品品质能够与村田、TDK 同台竞争，将深度受益于物联网时代的市场需求。

(二) 汽车电子、军工、指纹盖板、无线充电等新品开花落果

过去几年，公司在汽车电子、军工电子、特种工业电子、LED 照明、新能源等新领域做足了储备；未来几年，这些新品是公司成长的主战场。

陶瓷指纹盖板受益于指纹识别的爆发，已经与国内知名模组厂合作，供货国内知名手机厂商，已形成收入。电子变压器产品主要应用于网通、LED 照明及快速充电领域，下游客户包括华为、富士康、OPPO 等。无线充电线圈，顺络可提供铁氧体+铜绕线全配件，正受益于可穿戴设备以及智能手机的无线充电应用。汽车电子，顺络可以提供除电感之外的多种磁性器件、微波器件，已是博世、电装等经过认证的供应商。军工电子，顺络依托贵阳基地，为军工提供高频电感、功率电感、叠层电感等产品。受益于民参军的趋势，公司军工业务在未来几年内将呈现高速增长态势。

3. 投资建议

顺络是国内电感龙头，传统电感业务向高端渗透，并深度受益于物联网时代的市场需求；汽车电子、军工电子、指纹盖板、无线充电、NFC 天线等新品业务已初见成效，在未来几年开花落果。我们预计 2016/2017/2018 年 EPS 为 0.50/0.66/0.82 元，给予推荐评级。

分析师

王莉 电子行业首席分析师

☎: (8610) 83574039

✉: wangli_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515070001

特此鸣谢

杨明辉

☎: (860755) 23987334

✉: yangminghui_yj@chinastock.com.cn

Ⓜ

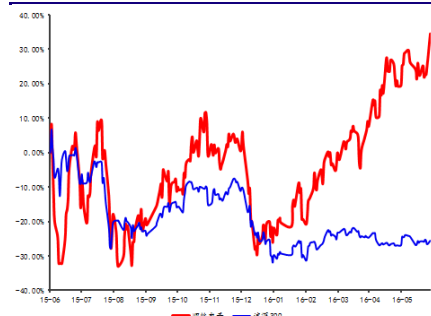
对报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2016.6.27

| | |
|---------------|-------|
| A 股收盘价(元) | 18.68 |
| 总股本 (亿股) | 67.41 |
| 实际流通 A 股 (亿股) | 6.75 |
| 总市值 (亿元) | 138 |

相对指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

表 1: 公司盈利预测

| 资产负债表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 利润表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 202 | 350 | 578 | 1077 | 营业收入 | 1319 | 1825 | 2370 | 2860 |
| 应收款项 | 603 | 778 | 1030 | 1257 | 营业成本 | 838 | 1159 | 1505 | 1816 |
| 存货净额 | 207 | 280 | 380 | 454 | 营业税金及附加 | 5 | 9 | 12 | 14 |
| 其他流动资产 | 24 | 56 | 90 | 83 | 销售费用 | 43 | 60 | 78 | 94 |
| 流动资产合计 | 1036 | 1464 | 2078 | 2870 | 管理费用 | 148 | 191 | 241 | 281 |
| 固定资产 | 1945 | 1989 | 2074 | 2125 | 财务费用 | 13 | 6 | 1 | (9) |
| 无形资产及其他 | 88 | 79 | 70 | 61 | 投资收益 | (1) | 2 | 2 | 1 |
| 投资性房地产 | 115 | 115 | 115 | 115 | 资产减值及公允价值变动 | (8) | (10) | (10) | (9) |
| 长期股权投资 | 55 | 74 | 88 | 98 | 其他收入 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3240 | 3721 | 4425 | 5270 | 营业利润 | 268 | 392 | 525 | 655 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 224 | 253 | 222 | 233 | 营业外净收支 | 22 | 15 | 19 | 18 |
| 应付款项 | 191 | 230 | 313 | 389 | 利润总额 | 290 | 407 | 543 | 674 |
| 其他流动负债 | 254 | 258 | 377 | 469 | 所得税费用 | 28 | 41 | 54 | 67 |
| 流动负债合计 | 669 | 742 | 912 | 1091 | 少数股东损益 | (2) | (3) | (3) | (4) |
| 长期借款及应付债券 | 12 | 12 | 12 | 12 | 归属于母公司净利润 | 263.4 | 369 | 493 | 610 |
| 其他长期负债 | 150 | 193 | 237 | 297 | | | | | |
| 长期负债合计 | 162 | 205 | 249 | 309 | 现金流量表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债合计 | 831 | 946 | 1161 | 1400 | 净利润 | 263 | 369 | 493 | 610 |
| 少数股东权益 | (1) | (3) | (6) | (11) | 资产减值准备 | (4) | 96 | 7 | 3 |
| 股东权益 | 2409 | 2778 | 3270 | 3881 | 折旧摊销 | 140 | 210 | 257 | 295 |
| 负债和股东权益总计 | 3240 | 3721 | 4425 | 5270 | 公允价值变动损失 | 8 | 10 | 10 | 9 |
| | | | | | 财务费用 | 13 | 6 | 1 | (9) |
| 关键财务与估值指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 营运资本变动 | 125 | (98) | (133) | (62) |
| 每股收益 | 0.36 | 0.50 | 0.66 | 0.82 | 其它 | 2 | (98) | (10) | (8) |
| 每股红利 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 535 | 487 | 623 | 848 |
| 每股净资产 | 3.25 | 3.75 | 4.41 | 5.24 | 资本开支 | (469) | (350) | (350) | (350) |
| ROIC | 11% | 13% | 15% | 16% | 其它投资现金流 | (0) | 0 | (0) | (0) |
| ROE | 11% | 13% | 15% | 16% | 投资活动现金流 | (467) | (368) | (364) | (360) |
| 毛利率 | 36.5% | 36.5% | 36.5% | 36.5% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 22% | 22% | 23% | 23% | 负债净变化 | (52) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 32% | 34% | 33% | 33% | 支付股利、利息 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 13% | 38% | 30% | 21% | 其它融资现金流 | 124 | 30 | (31) | 11 |
| 净利润增长率 | 24% | 40% | 34% | 24% | 融资活动现金流 | (7) | 30 | (31) | 11 |
| 资产负债率 | 26% | 25% | 26% | 26% | 现金净变动 | 61 | 148 | 228 | 499 |
| 息率 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 141 | 202 | 350 | 578 |
| P/E | 42 | 30 | 23 | 18 | 货币资金的期末余额 | 202 | 350 | 578 | 1077 |
| P/B | 4.6 | 4.0 | 3.4 | 2.9 | 企业自由现金流 | 54 | 126 | 254 | 472 |
| EV/EBITDA | 26.4 | 18.2 | 14.2 | 11.8 | 权益自由现金流 | 126 | 151 | 222 | 491 |

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王莉，电子行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn