

2017年05月01日

顺络电子 (002138.SZ)

短期波动不改长期逻辑，期待新产品 新市场继续推进增长

■事件：

公司公布17年第一季度报告，17Q1实现主营业务收入3.6亿元，同比增长7.07%；实现归属于上市公司股东的净利润6490.57万元，同比降低14.34%。同时，公司公布上半年业绩预告，预计实现归属上市公司股东净利润1.4亿元~1.93亿元，增长区间为-20%~10%。

■短期业绩波动不影响长期增长逻辑：2017Q1系通讯、消费市场相对疲软，国产手机出货量环比下降，同时股权激励成本以及工资提升等因素公司业绩有所下滑，同时，由于电感产品属于基础元器件，更新迭代速度较慢产品的周期较长，所以公司非公开发行项目的投资回报期较长。但公司主业稳中有升，近两年内公司新型高精密电感产品将持续为公司贡献主要的业绩来源。高端器件铸造行业壁垒，公司公告指出，目前公司在片式叠层电感的细分领域中全球前三，主要竞争对手为日本企业。随着公司产品结构的持续优化，议价能力也有望显著提升。公司实施“员工持股+股权激励”计划，亦凸显了公司的长期价值。

■发力汽车电子领域，有望贡献业绩弹性：相比于消费电子用电感，汽车电子用电感毛利率更高，客户粘性更大，目前公司可提供的汽车电子相关的产品包括叠层电感、绕线电感、变压器、LTCC产品，无线充电线圈、NFC天线等，同时部分产品已通过汽车电子的认证，公司与全球重要汽车技术供应商通力合作，预计未来为公司的营收提供较大的想象空间。公司公告指出，未来五年内，公司将立足通讯及消费市场，积极拓展汽车电子、新能源、物联网等新兴领域，聚焦主流大客户的同时导入优质客户，助推公司业绩稳定持续增长。

■收购信柏陶瓷，加强陶瓷结构件完善产业布局：信柏陶瓷多年深耕于陶瓷材料行业，拥有成熟的陶瓷产线及加工工艺，在产业链上与公司产品构成上下游关系，公司收购有利于整合供应链，同时实现精细化陶瓷产品的产业化项目。指纹盖板是公司16年增长快速的品种，同时其他创新陶瓷结构件也是产业链趋势之一，未来陶瓷类产品将主要应用于手机外壳、智能穿戴等高端消费品领域。公司技术和渠道卡位优势明显必将充分受益于这一产业大趋势。

■投资建议：鉴于公司行业内产品和技术的领先地位，我们给予公司买入-A投资评级，6个月目标价为22.8元。我们预计公司2017-2019年营收增速分别为28%、27%、29%；净利润增速分别为30.5%、27.5%、29.1%；每股收益分别为0.62元，0.79元，1.02元。

公司快报

证券研究报告

其他元器件

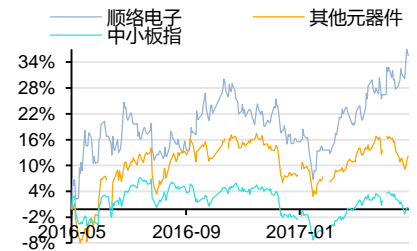
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**22.8元**
股价(2017-04-28) **20.30元**

交易数据

总市值(百万元)	15,336.14
流通市值(百万元)	13,662.49
总股本(百万股)	755.47
流通股本(百万股)	673.03
12个月价格区间	14.96/20.52元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.29	14.56	39.09
绝对收益	5.73	19.27	39.44

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

赵琦

报告联系人

zhaoqi@essence.com.cn
021-35082935

相关报告

顺络电子：各业务协同发展，打开成长空间	2017-03-27
顺络电子：创新提升竞争力，电感龙头再次腾飞	2017-02-22
顺络电子：电感龙头开启新成长	2016-07-17

■风险提示：终端市场增速不及预期、新产品出货不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,319.3	1,736.3	2,222.4	2,822.5	3,641.0
净利润	263.4	359.1	468.5	597.5	771.7
每股收益(元)	0.35	0.48	0.62	0.79	1.02
每股净资产(元)	3.19	3.53	4.07	4.53	5.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	58.2	42.7	32.7	25.7	19.9
市净率(倍)	6.4	5.8	5.0	4.5	3.9
净利润率	20.0%	20.7%	21.1%	21.2%	21.2%
净资产收益率	10.9%	13.5%	15.2%	17.5%	19.5%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	1.7%	1.5%
ROIC	11.7%	15.1%	15.7%	18.2%	25.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,319.3	1,736.3	2,222.4	2,822.5	3,641.0	成长性					
减:营业成本	837.7	1,093.7	1,411.2	1,806.4	2,315.7	营业收入增长率	13.5%	31.6%	28.0%	27.0%	29.0%
营业税费	4.9	12.7	12.4	14.1	20.0	营业利润增长率	22.6%	37.5%	32.4%	29.1%	31.4%
销售费用	43.0	51.4	68.9	94.6	127.4	净利润增长率	23.8%	36.4%	30.5%	27.5%	29.1%
管理费用	143.6	189.2	222.2	276.6	356.8	EBITDA 增长率	19.4%	34.9%	19.9%	17.6%	23.2%
财务费用	13.1	21.1	30.2	8.2	-3.7	EBIT 增长率	20.9%	38.6%	33.0%	23.2%	29.1%
资产减值损失	8.1	5.8	9.8	9.2	9.4	NOPLAT 增长率	23.3%	40.9%	31.8%	23.2%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.1%	26.5%	6.3%	-6.3%	12.4%
投资和汇兑收益	-0.9	5.9	20.0	16.0	11.6	净资产增长率	13.8%	10.7%	15.3%	11.1%	15.7%
营业利润	267.8	368.2	487.5	629.5	827.0	利润率					
加:营业外净收支	21.8	21.8	24.0	23.6	21.5	毛利率	36.5%	37.0%	36.5%	36.0%	36.4%
利润总额	289.6	390.0	511.6	653.0	848.4	营业利润率	20.3%	21.2%	21.9%	22.3%	22.7%
减:所得税	28.0	32.0	46.0	58.8	80.6	净利润率	20.0%	20.7%	21.1%	21.2%	21.2%
净利润	263.4	359.1	468.5	597.5	771.7	EBITDA/营业收入	31.9%	32.7%	30.6%	28.4%	27.1%
						EBIT/营业收入	21.3%	22.4%	23.3%	22.6%	22.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	406	393	322	233	165
						流动资产周转天数	113	95	116	113	113
						流动资本周转天数	265	256	250	245	253
						应收账款周转天数	121	123	125	123	124
						存货周转天数	56	49	54	55	53
						总资产周转天数	817	755	658	546	470
						投资资本周转天数	619	556	501	394	313
						投资回报率					
						ROE	10.9%	13.5%	15.2%	17.5%	19.5%
						ROA	8.1%	8.9%	11.4%	13.3%	15.3%
						ROIC	11.7%	15.1%	15.7%	18.2%	25.0%
						费用率					
						销售费用率	3.3%	3.0%	3.1%	3.4%	3.5%
						管理费用率	10.9%	10.9%	10.0%	9.8%	9.8%
						财务费用率	1.0%	1.2%	1.4%	0.3%	-0.1%
						三费/营业收入	15.1%	15.1%	14.5%	13.4%	13.2%
						偿债能力					
						资产负债率	25.7%	34.0%	24.8%	23.8%	21.5%
						负债权益比	34.5%	51.6%	33.0%	31.2%	27.4%
						流动比率	1.55	1.17	1.78	2.27	2.98
						速动比率	1.24	0.95	1.35	1.80	2.36
						利息保障倍数	21.39	18.43	17.14	77.78	-221.12
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	0.25	0.34	0.31
						分红比率	56.3%	0.0%	40.5%	42.4%	30.0%
						股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	1.7%	1.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	261.5	358.1	468.5	597.5	771.7	EPS(元)	0.35	0.48	0.62	0.79	1.02
加:折旧和摊销	140.5	180.4	162.6	162.6	162.6	BVPS(元)	3.19	3.53	4.07	4.53	5.24
资产减值准备	8.1	5.8	-	-	-	PE(X)	58.2	42.7	32.7	25.7	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.4	5.8	5.0	4.5	3.9
财务费用	17.9	29.1	30.2	8.2	-3.7	P/FCF	326.4	76.7	-235.7	33.0	38.3
投资损失	0.9	-5.9	-20.0	-16.0	-11.6	P/S	11.6	8.8	6.9	5.4	4.2
少数股东损益	-1.8	-1.1	-3.0	-3.3	-3.8	EV/EBITDA	25.2	23.6	22.7	18.6	14.9
营运资金的变动	77.3	-200.5	-353.3	42.1	-531.2	CAGR(%)	31.5%	29.0%	30.2%	31.5%	29.0%
经营活动产生现金流量	354.8	435.6	285.0	791.2	383.9	PEG	1.9	1.5	1.1	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-328.2	-670.2	21.4	15.7	11.3	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.5	1.8	2.4
融资活动产生现金流量	27.7	349.0	-431.5	-595.5	-228.1	REP	4.0	3.1	3.2	2.8	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

孙运峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034