

2017年08月15日

顺络电子 (002138.SZ)

动态分析

市场需求不足影响上半年业绩，未来期待新品

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 8.13 亿元，同比上升 8.5%，毛利率 38.3%，同比上升 0.1 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比下降 0.8%，每股收益 0.23 元，同比下降 4.2%。第二季度单季度实现销售收入 4.54 亿元，同比上升 9.7%，归属上市公司股东净利润 1.08 亿元，同比上升 9.5%。

◆ 点评：

➢ **营收增速受到市场环境低迷放缓**：2017 年上半年度公司销售收入小幅增长，由于受到智能手机和电视机市场逐渐饱和，电子市场终端需求增速放缓，使得公司营收增速受到了影响。在市场环境较为低迷的情况下，公司也在积极通过新产品和新市场的开拓，寻求业绩增长的机会，为公司未来营收增长创造新的可能。从市场看，公司在国内市场方面的收入增速高于海外市场，海外渠道的开拓仍然需要时间。

➢ **毛利率稳健费用率提升，盈利能力小幅下降**：公司 2017 年上半年综合毛利率同比基本持平，在市场较为低迷的情况下保持了盈利能力的稳定，从市场分布看，海外市场在收入持平的情况下毛利率有小幅提升，而国内市场则增收不增利。由于在研发投入、人工薪酬方面的支出增加，在收入无法提升的情况下，费用率水平高于去年同期水平，这也使得公司的净利率有所下降，但是第二季度的单季度的状况有所改善。

➢ **业绩预期平稳，新产品带来长期增量看点**：公司对于 2017 年前三季度的净利润增长预期为-10%~10%，基本与上半年保持平稳。尽管下半年通常是电子行业的旺季，并且公司的电感类产品在国内市场也拥有着领先的地位，但是公司预计下半年原有产品销售单价将持续下滑。通过开发新产品、渗透新市场、努力拓展重量级的客户的方式，公司将会积极应对产业需求不足的状况，随着在汽车电子、新能源、5G 通讯、穿戴式设备等新兴领域的布局，公司拥有了都有长期发展潜力，海外市场渠道布局日益完善，也有望成为业绩贡献的增长点。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.54、0.70 和 0.91 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.2%和 16.2%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 21.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 38.9、30.0 和 23.1 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期；海外市场渠道拓展存在不确定性。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **增持-A(下调)**

6 个月目标价 21.00 元

股价(2017-08-14) 18.79 元

交易数据

总市值 (百万元) 14,195.37

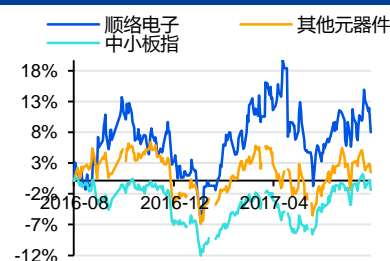
流通市值 (百万元) 12,545.36

总股本 (百万股) 755.47

流通股本 (百万股) 667.66

12 个月价格区间 15.31/20.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.24	-6.55	11.51
绝对收益	2.04	1.09	12.43

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20655612

相关报告

顺络电子：2016 年业绩快速成长，转型效果显著 2017-03-29

顺络电子：三季报业绩保持快速成长 2016-10-25

顺络电子：2016 年中期业绩高增长，产品线扩张值得期待 2016-08-08

顺络电子：一季度业绩大幅上升，转型逐步完成 2016-04-22

顺络电子：此处填写副标题 2016-04-08

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,319.3	1,736.3	1,995.4	2,490.0	3,109.4
同比增长(%)	13.5%	31.6%	14.9%	24.8%	24.9%
营业利润(百万元)	267.8	368.2	428.9	564.5	741.3
同比增长(%)	22.6%	37.5%	16.5%	31.6%	31.3%
净利润(百万元)	263.4	359.1	406.2	529.1	688.6
同比增长(%)	23.8%	36.4%	13.1%	30.2%	30.1%
每股收益(元)	0.35	0.48	0.54	0.70	0.91
PE	53.1	38.9	34.4	26.4	20.3
PB	5.8	5.2	4.4	3.7	3.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营收增速放缓，营业费用支出影响盈利	4
二、经营状况点评：国内增长，海外增利	5
（一）海外业务毛利更高，国内市场仍需发力	5
（二）片式电子元件是主要收入来源	5
（三）业绩指导：三季度业绩保持稳定，关注未来新品市场	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

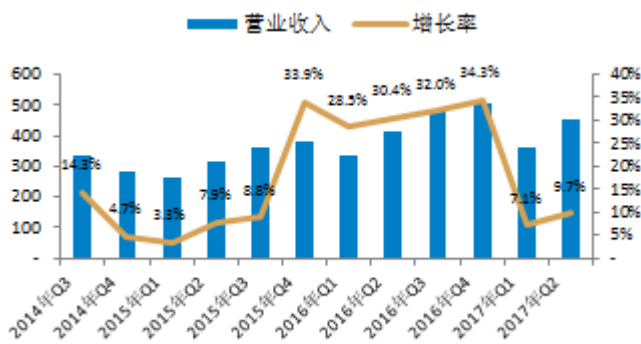
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：营收增速放缓，营业费用支出影响盈利

公司 2017 年上半年销售收入实现 8.13 亿元，同比上升 8.5%，其中第二季度的销售收入为 4.54 亿元，同比上升 9.7%。2017 年上半年度受到智能手机和电视机市场逐渐饱和，整个电子市场增长放缓，消费电子市场增长乏力，公司营收增长有所放缓。在市场环境较为低迷的情况下，公司也在积极通过新产品开发、新市场的开拓，积极寻找新的突破点和市场热点，为公司未来营收增长创造新的机会。

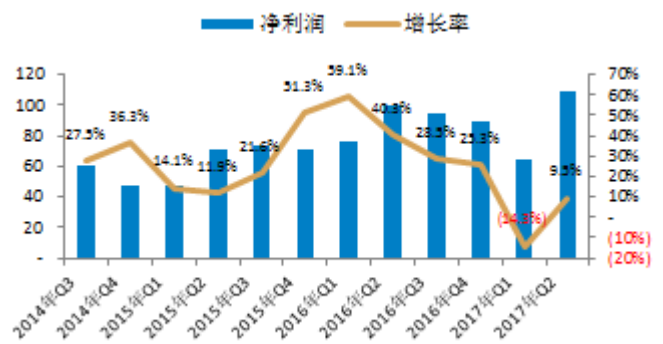
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 1.73 亿元，同比下降 0.8%，扣除当期投资收益及去年同期所得税短期因素影响，基本持平。其中第二季度的归属母公司股东净利润为 1.08 亿元，同比上升 9.5%。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

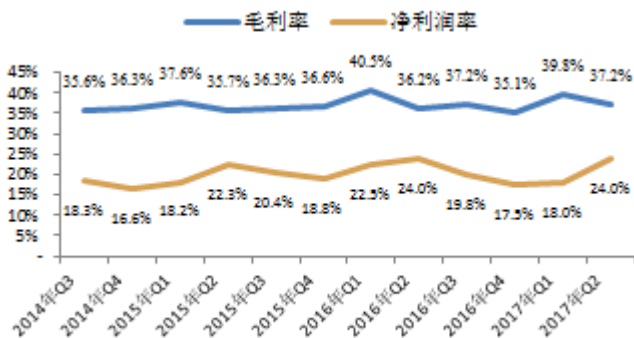
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

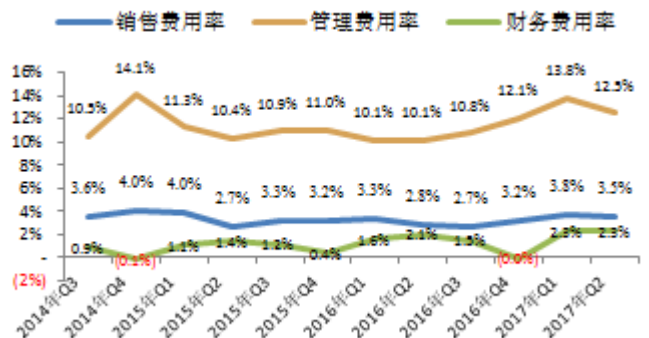
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 38.3%，与去年同期基本持平，其中第二季度的毛利率为 37.2%，同比上升 1.0 个百分点，经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 3.6%、13.1%、2.3%，其中第二季度的分别为 3.5%、12.5%、2.3%，公司上半年三费较去年同期增长明显。由于收入规模增速放缓，但是公司在产品研发和市场渠道拓张方面的投入仍然持续，因此研发费用、人工薪酬等支出增加，推动了管理费用率和销售费用率的上升。当期利息支出和汇兑损失增加，使得公司的财务费用支出同比增长了 34.0%。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



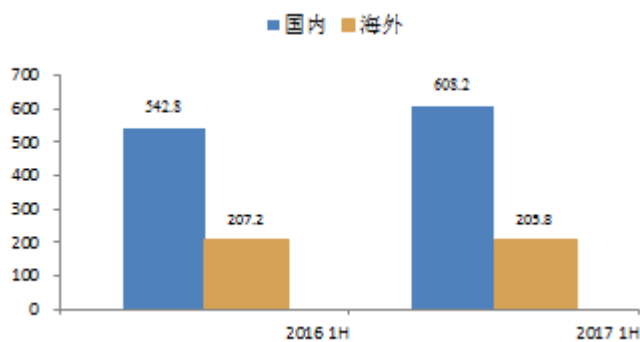
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：国内增长，海外增利

（一）海外业务毛利更高，国内市场仍需发力

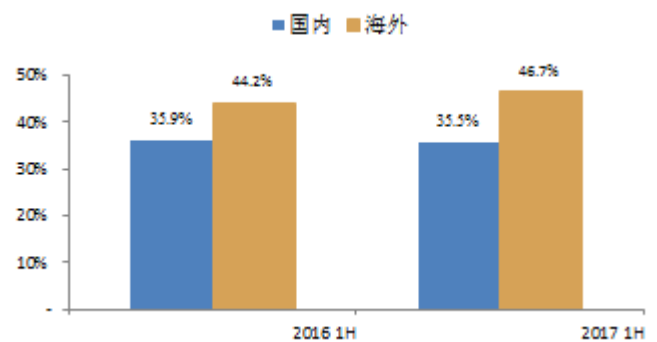
2017年上半年，公司海外市场销售收入2.05亿人民币，同比下降0.7%，毛利率为46.7%，同比上升2.5个百分点。国内市场销售收入6.08亿元，同比上升12.0%，毛利率为35.5%，同比下降0.4个百分点。公司主要市场仍然以国内市场为主，并且尽管面临竞争压力带来了毛利率的下降的，但是营收方面获得了小幅度的增长。海外市场受到产业整体需求不足的影响较为明显，公司的营收出现小幅下滑，不过凭借在成本方面的有效控制，海外市场的产品收入。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

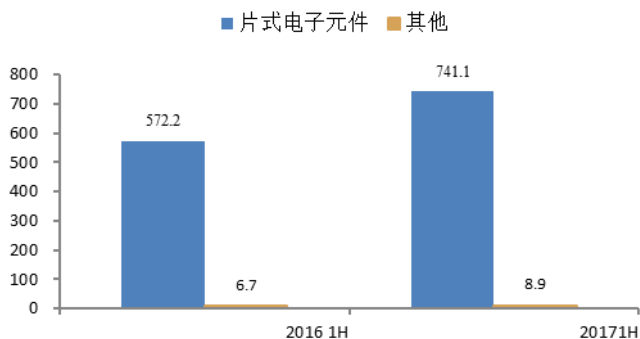


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）片式电子元件是主要收入来源

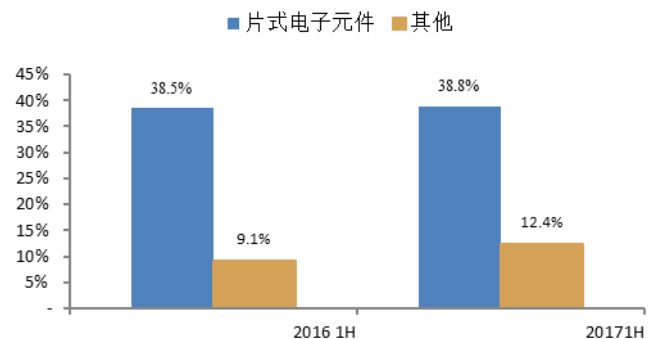
产品细分看，2017上半年片式电子元件收入7.98亿元，同比上升7.8%，占总收入98.2%，是公司收入的主要来源，其他产品收1504.9万元，同比上升68.74%。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：三季度业绩保持稳定，关注未来新品市场

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-10%~10%，与中期业绩-0.8%的净利润增速基本相当，公司认为下半年传统消费类电子市场有望回暖，但是预计原有产品销售单价将持续下滑，公司通过开发新产品、渗透新市场、努力拓展重量级的客户积极应对，能够保持业绩的稳健。未来，公司在汽车电子、新能源、5G 通讯、穿戴式设备等新兴领域都有长期发展潜力，并且随着海外市场渠道布局日益完善，业绩贡献有望继续提升。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.54、0.70 和 0.91 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.2%和 16.2%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 21.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 38.9、30.0 和 23.1 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；
- 新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期；
- 海外市场渠道拓展存在不确定性。

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	1,995.4	2,490.0	3,109.4	年增长率					
减:营业成本	837.7	1,093.7	1,233.8	1,551.0	1,934.3	营业收入增长率	13.5%	31.6%	14.9%	24.8%	24.9%
营业税费	4.9	12.7	12.1	14.2	19.8	营业利润增长率	22.6%	37.5%	16.5%	31.6%	31.3%
销售费用	43.0	51.4	65.2	78.8	97.4	净利润增长率	23.8%	36.4%	13.1%	30.2%	30.1%
管理费用	143.6	189.2	221.9	263.7	313.0	EBITDA 增长率	19.4%	34.9%	15.0%	20.5%	23.2%
财务费用	13.1	21.1	30.2	9.9	-2.8	EBIT 增长率	20.9%	38.6%	17.9%	25.1%	28.6%
资产减值损失	8.1	5.8	6.2	10.5	10.3	NOPLAT 增长率	23.3%	40.9%	15.6%	25.1%	28.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.1%	26.5%	4.2%	4.4%	5.6%
投资和汇兑收益	-0.9	5.9	2.9	2.6	3.8	净资产增长率	13.8%	10.7%	20.1%	16.5%	13.8%
营业利润	267.8	368.2	428.9	564.5	741.3	盈利能力					
加:营业外净收支	21.8	21.8	21.1	21.6	21.5	毛利率	36.5%	37.0%	38.2%	37.7%	37.8%
利润总额	289.6	390.0	450.0	586.1	762.8	营业利润率	20.3%	21.2%	21.5%	22.7%	23.8%
减:所得税	28.0	32.0	45.0	58.6	76.3	净利润率	20.0%	20.7%	20.4%	21.2%	22.1%
净利润	263.4	359.1	406.2	529.1	688.6	EBITDA/营业收入	31.9%	32.7%	32.7%	31.6%	31.1%
						EBIT/营业收入	21.3%	22.4%	23.0%	23.1%	23.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	25.7%	34.0%	22.8%	22.4%	17.2%
货币资金	201.7	302.9	399.1	498.0	763.6	负债权益比	34.5%	51.6%	29.5%	28.9%	20.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.55	1.17	1.80	2.26	3.22
应收帐款	499.6	688.6	618.7	1,053.1	1,031.0	速动比率	1.24	0.95	1.44	1.85	2.63
应收票据	103.9	149.5	159.4	217.0	251.3	利息保障倍数	21.39	18.43	15.20	57.81	-265.43
预付帐款	6.5	7.4	13.1	10.5	18.2	营运能力					
存货	206.6	266.3	308.6	406.9	469.8	固定资产周转天数	406	393	386	320	254
其他流动资产	17.9	23.3	36.6	25.9	28.6	流动营业资本周转天数	113	95	108	108	107
可供出售金融资产	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	流动资产周转天数	265	256	268	271	276
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	121	123	118	121	121
长期股权投资	55.5	60.8	60.8	60.8	60.8	存货周转天数	56	49	52	52	51
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	817	755	739	647	575
固定资产	1,727.2	2,066.6	2,215.4	2,208.4	2,183.1	投资资本周转天数	619	556	552	461	388
在建工程	217.8	275.1	137.6	137.6	137.6	费用率					
无形资产	87.8	91.5	86.7	82.0	77.3	销售费用率	3.3%	3.0%	3.3%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	95.1	89.5	90.2	87.0	84.6	管理费用率	10.9%	10.9%	11.1%	10.6%	10.1%
资产总额	3,239.6	4,041.3	4,146.1	4,807.2	5,125.9	财务费用率	1.0%	1.2%	1.5%	0.4%	-0.1%
短期债务	206.6	601.3	356.1	69.0	-	三费/营业收入	15.1%	15.1%	15.9%	14.2%	13.1%
应付帐款	309.9	416.9	301.9	666.0	540.5	投资回报率					
应付票据	64.7	87.8	84.2	131.2	138.2	ROE	10.9%	13.5%	12.7%	14.2%	16.2%
其他流动负债	88.2	124.5	111.1	110.2	118.3	ROA	8.1%	8.9%	9.8%	11.0%	13.4%
长期借款	12.0	82.6	-	-	-	ROIC	11.7%	15.1%	13.8%	16.6%	20.4%
其他非流动负债	149.7	62.8	90.4	101.0	84.7	分红指标					
负债总额	831.0	1,375.9	943.7	1,077.4	881.7	DPS(元)	0.20	-	-	-	0.23
少数股东权益	-0.5	-1.6	-2.8	-4.4	-6.5	分红比率	56.3%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%
股本	740.9	755.5	755.5	755.5	755.5	股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
留存收益	1,704.5	2,043.5	2,449.7	2,978.8	3,495.2						
股东权益	2,408.6	2,665.4	3,202.4	3,729.8	4,244.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.35	0.48	0.54	0.70	0.91
净利润	261.5	358.1	406.2	529.1	688.6	BVPS(元)	3.19	3.53	4.24	4.94	5.63
加:折旧和摊销	140.5	180.4	193.5	211.7	230.0	PE(X)	53.1	38.9	34.4	26.4	20.3
资产减值准备	8.1	5.8	-	-	-	PB(X)	5.8	5.2	4.4	3.7	3.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	297.6	70.0	-397.6	143.3	31.9
财务费用	17.9	29.1	30.2	9.9	-2.8	P/S	10.6	8.1	7.0	5.6	4.5
投资损失	0.9	-5.9	-2.9	-2.6	-3.8	EV/EBITDA	25.2	23.6	21.3	17.2	13.6
少数股东损益	-1.8	-1.1	-1.2	-1.6	-2.1	CAGR(%)	26.3%	24.2%	24.3%	26.3%	24.2%
营运资金的变动	77.3	-200.5	-118.9	-144.6	-211.4	PEG	2.0	1.6	1.4	1.0	0.8
经营活动产生现金流量	354.8	435.6	506.9	602.0	698.5	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.3	1.6	2.0
投资活动产生现金流量	-328.2	-670.2	-195.7	-197.6	-196.5						
融资活动产生现金流量	27.7	349.0	-214.9	-305.4	-236.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn