

2017年12月13日

顺络电子 (002138.SZ)

拟投资 46 亿元扩充产能，持久稳定发展可期

■事件：

公司发布拟签署新型电子元件及精密陶瓷项目投资意向协议的公告，拟于东莞市塘厦镇凤凰科技产业园分两期投资 46 亿元（一期 23 亿、二期 22 亿），用于研发、生产、销售电子变压器、新型片式电感器、精密陶瓷产品等。总用地面积折合约 180 亩。意向协议约定项目自地块摘牌之日起 9 个月内动工建设，建设之日起 24 个月内竣工，竣工后 6 个月内投产，投产后 12 个月内达产；第一期动工建设之日起 24 个月内第二期项目开始动工建设，24 个月内竣工，竣工后 6 个月内投产，投产后 12 个月内达产。

■长期投资适配公司稳健发展，产能提升带动业绩成长。项目拟约定每年生产总产值不低于每亩人民币 2500 万元。我们以总用地面积 180 亩计算，项目完全达产后，年产值不低于 45 亿元，是 2016 年公司营收的 2.6 倍。

■电感业务世界前三，国产替代正当时。据公司公告披露，现已成为全球第三的精密电感企业，仅次于日本的 TDK 和村田，在全球电子产业链向大陆转移的行业趋势中，公司作为国内电感领头羊，将持续受益。无线充电产品中，公司可供应线圈和磁片，以及部分充电发射端的陶瓷盖板。无线充电线圈全自动生产，产品已进入 IDT、NXP 设计方案。作为无线充电产业链上游企业，公司制备的线圈和磁性材料具备普适性，将获得无线充电普及带来的广泛机遇。汽车电子方面，以博世为例，公司稳扎稳打，从开始的影音娱乐，到 2016 年进入倒车辅助系统的变压器产品供应。公司持续推进汽车电子客户和产品开拓，伴随着汽车行业电子化率提升，预计汽车电子业务将成为公司未来亮点。

■投资建议：我们预计公司 2017-2019 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 3.93 亿、5.35 亿、7.14 亿；同比增速分别为 9.5%、36.0%、33.6%；对应 EPS 分别为 0.48 元、0.65 元、0.87 元。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 23.40 元，对应 2018 年 36 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济下滑，项目进展不及预期，新型电子元器件及陶瓷业务发展不及预期。

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：**23.40 元**

股价 (2017-12-13) **18.34 元**

交易数据

总市值(百万元)	14,976.73
流通市值(百万元)	12,244.92
总股本(百万股)	816.62
流通股本(百万股)	667.66
12 个月价格区间	16.00/21.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.04	-16.18	-13.02
绝对收益	-7.47	-14.02	5.14

孙远峰

分析师

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

张大印

报告联系人

zhangdy@essence.com.cn

相关报告

顺络电子：募投项目发展 新兴技术，未来将形成多 个新增长点/孙远峰	2017-08-13
顺络电子：短期波动不改 长期逻辑，期待新产品新 市场继续推进增长/孙远峰	2017-05-01
顺络电子：各业务协同发展， 打开成长空间/孙远峰	2017-03-27
顺络电子：创新提升竞争 力，电感龙头再次腾飞/孙 远峰	2017-02-22

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,319.3	1,736.3	1,935.9	2,642.5	3,620.3
净利润	263.4	359.1	393.2	534.7	714.4
每股收益(元)	0.32	0.44	0.48	0.65	0.87
每股净资产(元)	2.95	3.27	3.79	4.17	4.78
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.9	41.7	38.1	28.0	21.0
市净率(倍)	6.2	5.6	4.8	4.4	3.8
净利润率	20.0%	20.7%	20.3%	20.2%	19.7%
净资产收益率	10.9%	13.5%	12.7%	15.7%	18.3%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	1.5%	1.4%
ROIC	11.7%	15.1%	13.0%	18.4%	13.8%

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	1,935.9	2,642.5	3,620.3	成长性					
减:营业成本	837.7	1,093.7	1,235.9	1,651.6	2,233.7	营业收入增长率	13.5%	31.6%	11.5%	36.5%	37.0%
营业税费	4.9	12.7	16.3	15.9	19.9	营业利润增长率	22.6%	37.5%	9.1%	38.4%	34.3%
销售费用	43.0	51.4	63.1	78.2	105.0	净利润增长率	23.8%	36.4%	9.5%	36.0%	33.6%
管理费用	143.6	189.2	222.6	277.5	362.0	EBITDA 增长率	19.4%	34.9%	9.2%	54.5%	40.3%
财务费用	13.1	21.1	21.6	89.6	178.9	EBIT 增长率	20.9%	38.6%	8.7%	52.5%	43.4%
资产减值损失	8.1	5.8	9.8	9.2	9.4	NOPLAT 增长率	23.3%	40.9%	8.7%	52.5%	43.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.1%	26.5%	7.3%	91.5%	15.2%
投资和汇兑收益	-0.9	5.9	35.0	35.0	35.0	净资产增长率	13.8%	10.7%	15.9%	9.9%	14.6%
营业利润	267.8	368.2	401.6	555.7	746.4	利润率					
加:营业外净收支	21.8	21.8	24.0	23.6	28.0	毛利率	36.5%	37.0%	36.2%	37.5%	38.3%
利润总额	289.6	390.0	425.6	579.2	774.4	营业利润率	20.3%	21.2%	20.7%	21.0%	20.6%
减:所得税	28.0	32.0	34.9	47.5	63.5	净利润率	20.0%	20.7%	20.3%	20.2%	19.7%
净利润	263.4	359.1	393.2	534.7	714.4	EBITDA/营业收入	31.9%	32.7%	32.0%	36.2%	37.1%
						EBIT/营业收入	21.3%	22.4%	21.9%	24.4%	25.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	406	393	401	371	356
货币资金	201.7	302.9	154.9	211.4	289.6	流动资产周转天数	113	95	114	114	114
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	265	256	255	233	230
应收账款	499.6	688.6	655.8	1,153.0	1,336.8	应收账款周转天数	121	123	125	123	124
应收票据	103.9	149.5	119.4	247.6	263.7	存货周转天数	56	49	54	54	51
预付账款	6.5	7.4	13.1	12.0	21.2	总资产周转天数	817	755	745	780	791
存货	206.6	266.3	317.3	471.8	557.5	投资资本周转天数	619	556	577	638	659
其他流动资产	17.9	23.3	39.1	29.0	30.5	投资回报率					
可供出售金融资产	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	ROE	10.9%	13.5%	12.7%	15.7%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	8.9%	9.8%	7.1%	8.4%
长期股权投资	55.5	60.8	60.8	60.8	60.8	ROIC	11.7%	15.1%	13.0%	18.4%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,727.2	2,066.6	2,244.9	3,203.6	3,949.8	销售费用率	3.3%	3.0%	3.3%	3.0%	2.9%
在建工程	217.8	275.1	165.1	1,899.0	1,739.4	管理费用率	10.9%	10.9%	11.5%	10.5%	10.0%
无形资产	87.8	91.5	86.7	82.0	77.3	财务费用率	1.0%	1.2%	1.1%	3.4%	4.9%
其他非流动资产	95.1	89.5	90.2	87.0	84.6	三费/营业收入	15.1%	15.1%	15.9%	16.8%	17.8%
资产总额	3,239.6	4,041.3	3,967.3	7,477.2	8,431.2	偿债能力					
短期债务	206.6	601.3	317.1	638.2	1,031.7	资产负债率	25.7%	34.0%	22.1%	54.6%	53.8%
应付账款	309.9	416.9	290.3	734.7	648.2	负债权益比	34.5%	51.6%	28.4%	120.2%	116.6%
应付票据	64.7	87.8	78.8	148.1	158.4	流动比率	1.55	1.17	1.65	1.32	1.29
其他流动负债	88.2	124.5	100.8	93.7	105.9	速动比率	1.24	0.95	1.25	1.02	1.00
长期借款	12.0	82.6	-	2,372.2	2,495.1	利息保障倍数	21.39	18.43	19.58	7.20	5.17
其他非流动负债	149.7	62.8	90.4	95.0	100.0	分红指标					
负债总额	831.0	1,375.9	877.3	4,081.9	4,539.3	DPS(元)	0.18	-	0.19	0.28	0.26
少数股东权益	-0.5	-1.6	-4.1	-7.0	-10.5	分红比率	56.3%	0.0%	40.5%	42.4%	30.0%
股本	740.9	755.5	816.6	816.6	816.6	股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	1.5%	1.4%
留存收益	1,704.5	2,043.5	2,277.5	2,585.7	3,085.7						
股东权益	2,408.6	2,665.4	3,090.1	3,395.3	3,891.8						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	261.5	358.1	393.2	534.7	714.4	EPS(元)	0.32	0.44	0.48	0.65	0.87
加:折旧和摊销	140.5	180.4	196.4	312.1	418.1	BVPS(元)	2.95	3.27	3.79	4.17	4.78
资产减值准备	8.1	5.8	-	-	-	PE(X)	56.9	41.7	38.1	28.0	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	5.6	4.8	4.4	3.8
财务费用	17.9	29.1	21.6	89.6	178.9	P/FCF	318.7	74.9	-83.2	52.9	51.0
投资损失	0.9	-5.9	-35.0	-35.0	-35.0	P/S	11.4	8.6	7.7	5.7	4.1
少数股东损益	-1.8	-1.1	-2.5	-2.9	-3.5	EV/EBITDA	25.2	23.6	24.4	18.5	13.5
营运资金的变动	77.3	-200.5	-154.8	-248.9	-352.2	CAGR(%)	26.7%	25.7%	22.8%	26.7%	25.7%
经营活动产生现金流量	354.8	435.6	419.0	649.5	920.6	PEG	2.1	1.6	1.7	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-328.2	-670.2	-223.6	-2,965.3	-965.3	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.2	1.8	1.3
融资活动产生现金流量	27.7	349.0	-343.3	2,372.2	122.9	REP	4.0	3.1	3.8	1.6	1.9

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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