

公司研究/季报点评

2019年04月22日

电子元器件/元件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.82
合理价格区间(元): 21.01~22.51

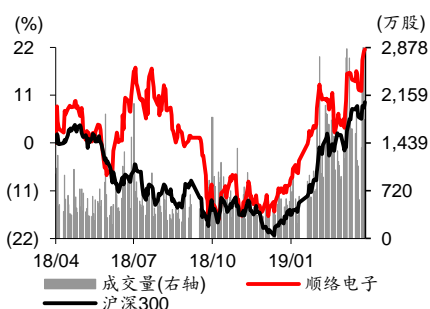
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1《顺络电子(002138,增持): 高端电感加速替代, 新品放量在即》2019.02
- 2《顺络电子(002138,增持): 技术外溢助力片感龙头迈入发力期》2018.11
- 3《顺络电子(002138,增持): 喜迎 5G 良机, 加速推进国产替代》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q1 营收超预期, 围绕 5G 全线发力

顺络电子(002138)

一季度营收创历史新高, 片式电感龙头迈入发力期, 维持增持评级

公司发布一季报, 营收 5.45 亿元, 同比增长 10.70%, 在手机市场销量依然低迷的背景下, 受益于汽车电子、小型化电感、基站 LTCC 电桥滤波器等产品拉动以及核心客户份额提升, 创一季度历史新高, 超出市场预期。一季度公司实现归母净利润 0.84 亿元, 同比下滑 17.71%, 扣非净利润 0.78 亿元, 同比增长 6.36%, 符合市场预期。我们认为公司经历了 2013-2015 年由产品向解决方案的转型期, 2016-2018 年多品类、多市场新产品的推广期, 正迈进各项业务加速成长的发力期, 维持对公司 19-21 年 0.75、0.93、1.15 元的 EPS 预期, 目标价 21.01-22.51 元, 维持增持评级。

新品放量带动毛利率增长, 公司显著受益于 5G 终端射频前端集成化趋势

在如前所述的新品带动下, 公司 Q1 毛利率为 34.78%, 同比提升 1.47pct、环比提升 3.78pct。由于 5G 终端频段数量增加、射频前端价值量提升, 我们认为公司专精的小型化射频电感、LTCC 集成化方案都将成为射频前端的技术趋势。公司新一代小型化电感自 18 年已小规模量产出货, 华为 OV 均系重要客户, 此外公司重点投入开发的超微型射频电感已获得多家国际重量级客户的认证, 绕线类的小型超薄射频电感性能可达到国际标杆水平。

长期注重研发投入的材料型公司, 围绕 5G 基站实现产业链延伸

顺络自成立之初便设有磁性材料和滤波材料研究院, 围绕工艺壁垒更高的“化学变化”而非“物理变化”以实现产品品类扩张, 一季度公司研发开支达到 3685.42 万元, 营收占比为 6.77%。伴随着 5G 基站对公司高性能电感、高功率电感、滤波器、耦合器等产品单板用量需求大幅增加, 公司一方面积极导入现有产品, 另一方面积极开发 5G 基站专用物料。根据调研反馈, 公司研发推出的宏基站端陶瓷介质滤波器性能优良, 技术领先。

泊车雷达单车用量提升, 顺络与之匹配的电子变压器已切入国际一线客户

自动泊车是 5G 时代 V2X 的目标功能之一, 一套传统汽车的倒车雷达需安装 4 个超声波雷达, 而自动泊车系统则需要再增加 8 个超声波雷达, 超声波雷达可分为安装在前后保险杠上的 UPA、安装在汽车侧面的 APA 两种。电子变压器是公司汽车电子产品线中的优势品种, 已在倒车雷达模组中实现了重点客户突破。根据调研反馈, 2016 年顺络的电子变压器产品已经完成博世、法雷奥、特斯拉等国际大厂认证, 并已获得稳定订单。

看好 5G 时代公司的品类扩张潜力, 维持增持评级

我们维持对公司 2019-2021 年 6.09、7.52、9.3 亿元的净利润预期, 参考被动元件行业公司 2019 年平均 25.18 倍 PE 估值, 考虑公司在汽车电子产品市场认证进度的领先水平以及片感技术的全球一线地位, 我们维持对公司 2019 年 28-30 倍 PE 估值, 目标价 21.01-22.51 元, 维持增持评级。

风险提示: 电感产品国产替代进度低于预期, 国内 5G 商用进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	806.32
流通 A 股 (百万股)	699.06
52 周内股价区间 (元)	13.42-19.82
总市值 (百万元)	15,981
总资产 (百万元)	5,411
每股净资产 (元)	5.22

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,988	2,362	3,098	3,884	4,836
+/-%	14.47	18.84	31.17	25.35	24.52
归属母公司净利润 (百万元)	341.27	478.58	609.26	752.40	930.08
+/-%	(4.97)	40.23	27.30	23.49	23.61
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.59	0.75	0.93	1.15
PE (倍)	47.16	33.63	26.42	21.39	17.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

投资建议

我们维持对公司 2019-2021 年 6.09、7.52、9.3 亿元的净利润预期，参考被动元件行业公司 2019 年平均 25.18 倍 PE 估值，考虑公司在汽车电子产品市场认证进度的领先水平以及片感技术的全球一线地位，我们维持对公司 2019 年 28-30 倍 PE 估值，目标价 21.01-22.51 元，维持增持评级。

图表1：可比公司盈利预测与估值（EPS 数据为 Wind 一致预期）

可比公司	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
		2019E	2020E	2019E	2020E
振华科技	15.75	0.61	0.73	25.95	21.59
南洋科技	14.28	0.44	0.53	32.26	26.76
三环集团	20.85	0.92	1.10	22.76	18.97
火炬电子	19.25	1.02	1.30	18.85	14.80
泰晶科技	17.38	0.57	0.74	30.32	23.58
艾华集团	20.75	1.04	1.32	20.03	15.77
平均				25.18	20.39

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-4-19 日收盘价

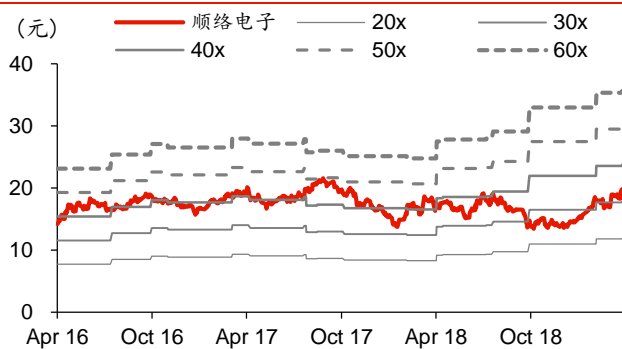
风险提示

电感产品国产替代进度低于预期。公司电感类产品在本土品牌手机厂商中实现国产替代是业绩增长的重要逻辑，但是在客户供应链中的份额提升进度仍存在不确定性。

国内 5G 商用进度低于预期。5G 是世界通信产业强国重要的角力场，尽管我国目前在技术储备上仍处于领先地位，具备弯道超车的潜力，但是在贸易战的大环境中，商用进程仍存在低于预期的风险。

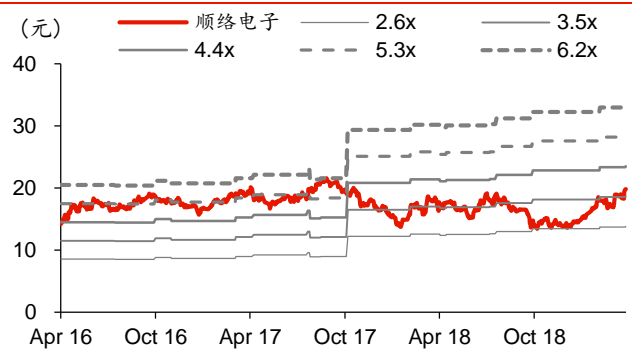
PE/PB - Bands

图表2：顺络电子历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：顺络电子历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,748	1,971	3,045	3,757	4,518
现金	409.81	471.45	894.89	1,047	1,372
应收账款	736.22	788.36	1,174	1,459	1,755
其他应收账款	4.27	18.94	14.31	14.51	26.09
预付账款	20.61	11.75	21.74	30.95	32.17
存货	382.22	456.66	530.91	689.69	874.39
其他流动资产	195.22	223.37	408.27	515.21	459.39
非流动资产	3,020	3,267	3,357	3,434	3,484
长期投资	29.22	26.10	46.16	41.29	37.85
固定投资	2,244	2,463	2,651	2,763	2,821
无形资产	107.12	106.51	109.75	114.41	114.52
其他非流动资产	639.59	671.23	549.68	514.59	510.54
资产总计	4,768	5,237	6,401	7,190	8,003
流动负债	650.55	737.77	1,143	1,338	1,477
短期借款	4.10	60.19	320.00	400.00	400.00
应付账款	302.55	346.35	298.22	363.15	542.24
其他流动负债	343.90	331.23	524.77	575.30	535.23
非流动负债	67.07	141.93	161.36	168.45	198.29
长期借款	0.00	0.00	80.00	80.90	94.68
其他非流动负债	67.07	141.93	81.36	87.55	103.61
负债合计	717.62	879.70	1,304	1,507	1,676
少数股东权益	47.22	59.39	64.33	70.44	77.99
股本	816.62	812.04	812.04	812.04	812.04
资本公积	2,066	2,026	2,081	2,081	2,081
留存公积	1,214	1,530	2,139	2,719	3,356
归属母公司股东权益	4,003	4,298	5,033	5,613	6,249
负债和股东权益	4,768	5,237	6,401	7,190	8,003

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	471.67	597.11	305.93	553.46	913.67
净利润	344.04	482.97	614.20	758.51	937.63
折旧摊销	228.35	258.48	248.33	285.32	320.56
财务费用	31.73	(16.06)	(8.84)	(4.96)	(11.24)
投资损失	(74.28)	(28.35)	(35.55)	(45.42)	(36.44)
营运资金变动	(80.15)	(164.29)	(526.03)	(467.83)	(335.32)
其他经营现金	21.98	64.37	13.83	27.85	38.50
投资活动现金	(587.55)	(376.12)	(367.15)	(311.91)	(318.28)
资本支出	358.81	428.76	350.00	350.00	350.00
长期投资	3.60	(50.00)	40.06	(4.87)	(3.44)
其他投资现金	(225.14)	2.65	22.90	33.23	28.29
筹资活动现金	245.70	(176.43)	484.66	(89.64)	(270.37)
短期借款	(597.20)	56.09	259.81	80.00	0.00
长期借款	(82.56)	0.00	80.00	0.90	13.78
普通股增加	61.14	(4.58)	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	1,059	(39.96)	55.66	0.00	0.00
其他筹资现金	(194.40)	(187.99)	89.19	(170.54)	(284.15)
现金净增加额	122.52	48.97	423.44	151.92	325.03

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,988	2,362	3,098	3,884	4,836
营业成本	1,322	1,544	2,013	2,548	3,158
营业税金及附加	28.42	32.73	31.01	42.39	56.07
营业费用	68.35	67.83	99.38	127.74	151.03
管理费用	132.76	138.49	317.76	370.18	486.36
财务费用	31.73	(16.06)	(8.84)	(4.96)	(11.24)
资产减值损失	5.57	26.10	7.88	7.09	10.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	74.28	28.35	35.55	45.42	36.44
营业利润	384.55	497.95	674.26	838.76	1,022
营业外收入	0.57	59.45	12.95	9.68	27.36
营业外支出	0.68	2.55	0.88	0.86	1.43
利润总额	384.44	554.85	686.32	847.57	1,048
所得税	40.40	71.88	72.12	89.07	110.10
净利润	344.04	482.97	614.20	758.51	937.63
少数股东损益	2.77	4.39	4.94	6.11	7.55
归属母公司净利润	341.27	478.58	609.26	752.40	930.08
EBITDA	644.63	740.37	913.74	1,119	1,331
EPS (元, 基本)	0.42	0.59	0.75	0.93	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.47	18.84	31.17	25.35	24.52
营业利润	4.44	29.49	35.41	24.40	21.82
归属母公司净利润	(4.97)	40.23	27.30	23.49	23.61
获利能力 (%)					
毛利率	33.48	34.64	35.05	34.39	34.70
净利率	17.17	20.26	19.66	19.37	19.23
ROE	8.52	11.13	12.11	13.41	14.88
ROIC	10.34	10.56	12.96	14.60	16.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.05	16.80	20.38	20.96	20.94
净负债比率 (%)	0.57	6.84	31.49	32.42	29.89
流动比率	2.69	2.67	2.66	2.81	3.06
速动比率	2.07	1.99	2.16	2.25	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.47	0.53	0.57	0.64
应收账款周转率	2.68	2.93	3.00	2.81	2.86
应付账款周转率	5.47	4.76	6.24	7.71	6.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.59	0.75	0.93	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.74	0.38	0.68	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.29	6.20	6.91	7.70
估值比率					
PE (倍)	47.16	33.63	26.42	21.39	17.30
PB (倍)	4.02	3.74	3.20	2.87	2.58
EV_EBITDA (倍)	24.08	20.97	16.99	13.87	11.66

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com