

顺络电子 (002138)

证券研究报告

2018年07月20日

Q2 恢复高增速，看好公司 5G 发展

事件：公司公布 2018 年半年度业绩快报，18H1 营收 11.30 亿元，同比增长 38.79%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 30.73%，超出一季报预计区间；扣非后归母净利润 1.93 亿元，同比增长 43.96%。18Q2 单季度营收 6.38 亿元，同比增长 40.45%，环比增长 29.61%；扣非后归母净利润 1.19 亿元，同比增长 67.33%，环比增长 61.27%。

点评：我们深度推荐公司，长期看好公司国际电感龙头地位，复制村田 TDK 成长路径，公司业绩恢复高增速，Q2 扣非净利润增速超 60%，18 年业绩持续向好，坚定推荐。

延续高增长态势，销售收入及利润情况创历史新高。根据公司公告，18 年上半年公司市场领域的拓展（通讯、汽车电子、物联网及模块等）和新产品开发均取得了重大进展，电感业务持续平稳发展；非电感类产品（无线充电、变压器、精密陶瓷、传感器等），通过多年持续耕耘，市场的认知度和接受度不断的提高，业务有望持续高速发展。销售收入及利润情况创历史新高，利润增长率超一季报预期。展望 18 年全年，强调短期内电子元器件国产化替代趋势以及 5G 射频元件增量，看好汽车电子、无线充电业务持续推进。

强调行业景气周期下，公司作为电感龙头，去年投入后今年有望迎来高增长。中时电子报、中证资讯等新闻显示被动元器件涨价及缺料趋势明显，由产能紧张推动的行业复苏预计延续全年，率先扩产的企业具备先发优势。公司的非公开发行项目有望推动公司逐渐步入收获期。

5G 时代驱动射频元件和基站天线增长。根据和讯网、ittbank 等资讯，手机终端看射频器件未来增量弹性最大，一方面 5G 频段增加带来射频器件增长，伴随与之配套的电感元件需求提升；另一方面，轻薄化趋势要求电感尺寸减少，单机价值量倍增。5G 建设加速，LTCC 是 5G 基站天线材料最佳方案，总体 5G 基站陶瓷滤波器市场上看 300 亿元。根据公司年报，公司长期布局 LTCC 研发生产，有望深度受益。

汽车电子、无线充电业务有序推进。汽车电子在政策推动、技术革新、消费升级的趋势下成为继消费电子之后强劲增长的新领域。年报显示公司电子变压器产品突破壁垒取得了世界前三大汽车电子厂商体系认证和产品认证，今年有望做出较大业绩贡献。无线充电在下游需求带动下，接收端自小功率向大功率延伸，发射端有望超配，公司产品毛利率较高，提升整体盈利能力。

投资建议：看好公司凭借自身龙头地位享受 5G 时代红利，维持 18-19 年 EPS 0.67 和 0.91 元，维持“买入”评级。

风险提示：被动元器件行业发展不及预期，无线充电行业发展不达预期

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.48 元
目标价格	22.11 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	816.62
流通 A 股股本(百万股)	642.25
A 股总市值(百万元)	14,274.44
流通 A 股市值(百万元)	11,226.60
每股净资产(元)	4.83
资产负债率(%)	17.45
一年内最高/最低(元)	21.91/13.01

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张昕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090002
zhangxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《顺络电子-季报点评:增速复苏，关注射频元件增长》2018-04-25
- 《顺络电子-首次覆盖报告:电感主业量价齐升，陶瓷、汽车等业务多点开花》2018-03-01

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,736.26	1,987.56	2,696.44	3,508.12	4,536.10
增长率(%)	31.61	14.47	35.67	30.10	29.30
EBITDA(百万元)	567.35	619.07	724.69	946.44	1,158.89
净利润(百万元)	359.13	341.27	548.70	739.61	916.72
增长率(%)	36.36	(4.97)	60.78	34.79	23.95
EPS(元/股)	0.44	0.42	0.67	0.91	1.12
市盈率(P/E)	39.75	41.83	26.02	19.30	15.57
市净率(P/B)	5.35	3.57	3.27	3.01	2.82
市销率(P/S)	8.22	7.18	5.29	4.07	3.15
EV/EBITDA	23.63	21.12	19.01	14.36	11.91

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	302.87	409.81	473.73	660.01	441.20
应收账款	688.57	740.49	1,127.32	1,128.79	1,788.43
预付账款	7.41	20.61	7.40	28.95	21.38
存货	266.31	382.22	405.03	594.78	696.37
其他	172.76	195.22	261.26	322.13	432.74
流动资产合计	1,437.93	1,748.35	2,274.74	2,734.66	3,380.12
长期股权投资	60.76	29.22	29.22	29.22	29.22
固定资产	2,066.59	2,244.04	2,430.41	2,497.06	2,536.86
在建工程	275.11	202.37	157.42	142.45	115.47
无形资产	91.48	107.12	100.34	93.57	86.79
其他	109.46	437.22	411.01	412.44	415.96
非流动资产合计	2,603.39	3,019.97	3,128.41	3,174.74	3,184.30
资产总计	4,041.32	4,768.32	5,403.15	5,909.40	6,564.43
短期借款	601.30	4.10	0.00	0.00	0.00
应付账款	416.94	400.10	666.00	711.43	1,027.93
其他	212.32	246.35	229.56	329.41	341.09
流动负债合计	1,230.56	650.55	895.56	1,040.83	1,369.02
长期借款	82.56	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.80	67.07	93.19	74.35	78.20
非流动负债合计	145.36	67.07	93.19	74.35	78.20
负债合计	1,375.92	717.62	988.74	1,115.19	1,447.22
少数股东权益	(1.62)	47.22	46.87	47.93	50.57
股本	755.47	816.62	816.62	816.62	816.62
资本公积	1,007.01	2,065.73	2,065.73	2,065.73	2,065.73
留存收益	2,043.52	3,280.19	3,550.93	3,929.67	4,250.02
其他	(1,138.98)	(2,159.05)	(2,065.73)	(2,065.73)	(2,065.73)
股东权益合计	2,665.40	4,050.71	4,414.41	4,794.21	5,117.21
负债和股东权益总	4,041.32	4,768.32	5,403.15	5,909.40	6,564.43

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	358.05	344.04	548.70	739.61	916.72
折旧摊销	180.35	228.35	125.35	135.10	143.95
财务费用	29.07	31.51	(3.34)	(4.45)	(4.32)
投资损失	(5.95)	(74.28)	(74.27)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(200.46)	(102.68)	(174.08)	(146.61)	(532.75)
其它	74.49	44.72	(0.37)	1.08	2.71
经营活动现金流	435.56	471.67	421.99	718.72	520.31
资本支出	670.50	599.14	233.88	198.84	146.15
长期投资	5.27	(31.54)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,345.97)	(1,155.15)	(418.87)	(373.30)	(290.09)
投资活动现金流	(670.20)	(587.55)	(184.99)	(174.46)	(143.94)
债权融资	703.83	4.10	12.31	10.76	7.69
股权融资	25.78	1,126.79	96.65	4.45	4.32
其他	(380.62)	(885.20)	(282.05)	(373.19)	(607.19)
筹资活动现金流	348.99	245.70	(173.09)	(357.98)	(595.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.35	129.82	63.92	186.28	(218.81)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,736.26	1,987.56	2,696.44	3,508.12	4,536.10
营业成本	1,093.74	1,322.17	1,676.64	2,154.10	2,756.15
营业税金及附加	12.65	28.42	32.36	35.78	55.19
营业费用	51.45	68.35	102.46	107.00	155.57
管理费用	189.18	244.35	353.39	399.92	554.23
财务费用	21.13	31.73	(3.34)	(4.45)	(4.32)
资产减值损失	5.84	5.57	6.52	5.98	6.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.95	74.28	74.27	6.00	6.00
其他	(11.89)	(171.86)	(148.54)	(12.00)	(12.00)
营业利润	368.21	384.55	602.67	815.79	1,019.26
营业外收入	22.74	0.57	0.57	7.96	3.03
营业外支出	0.93	0.68	0.68	0.76	0.71
利润总额	390.02	384.44	602.56	822.98	1,021.59
所得税	31.97	40.40	54.23	82.30	102.16
净利润	358.05	344.04	548.33	740.68	919.43
少数股东损益	(1.08)	2.77	(0.37)	1.08	2.71
归属于母公司净利润	359.13	341.27	548.70	739.61	916.72
每股收益(元)	0.44	0.42	0.67	0.91	1.12

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	31.61%	14.47%	35.67%	30.10%	29.30%
营业利润	37.51%	4.44%	56.72%	35.36%	24.94%
归属于母公司净利润	36.36%	-4.97%	60.78%	34.79%	23.95%
获利能力					
毛利率	37.01%	33.48%	37.82%	38.60%	39.24%
净利率	20.68%	17.17%	20.35%	21.08%	20.21%
ROE	13.47%	8.52%	12.56%	15.58%	18.09%
ROIC	15.09%	12.43%	15.42%	18.86%	22.49%
偿债能力					
资产负债率	34.05%	15.05%	18.30%	18.87%	22.05%
净负债率	14.77%	9.11%	6.88%	10.49%	8.68%
流动比率	1.17	2.69	2.54	2.63	2.47
速动比率	0.95	2.10	2.09	2.06	1.96
营运能力					
应收账款周转率	2.92	2.78	2.89	3.11	3.11
存货周转率	7.34	6.13	6.85	7.02	7.03
总资产周转率	0.48	0.45	0.53	0.62	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.42	0.67	0.91	1.12
每股经营现金流	0.53	0.58	0.52	0.88	0.64
每股净资产	3.27	4.90	5.35	5.81	6.20
估值比率					
市盈率	39.75	41.83	26.02	19.30	15.57
市净率	5.35	3.57	3.27	3.01	2.82
EV/EBITDA	23.63	21.12	19.01	14.36	11.91
EV/EBIT	34.43	33.26	22.99	16.75	13.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com