002138.SZ

买入

市场价格：人民币 13.55

板块评级：强于大市

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(17.3)	(0.8)	(18.2)	(18.6)
相对深证成指	18.2	4.7	(4.8)	15.3

发行股数(百万)	812
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	9,472
3 个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
袁金钰	16

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券

以 2018 年 12 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦
021-20328313
qi.zhao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

顺络电子

电感龙头有望受益于 5G 时代

公司主要从事高端电子元器件的研发、生产和销售，致力于通过新产品和新技术研究，通过不断的改善和创新，不断向客户提供有竞争力的产品和解决方案，扩大产品的配套能力和应用领域。公司产品应用领域持续扩展，由通讯、消费类电子向汽车电子、新能源、物联网、工业电子及模块、无线充电、5G 通讯及精细陶瓷等领域持续拓展，同时积极参与重点客户的早期开发。

支撑评级的要点

- 在电感领域，是国内电感的龙头公司。公司是华为的重要供应商，并且已经于近年进入了小米、OPPO、vivo 等供应商，即目前已经覆盖国内智能机终端市场的头部终端客户。随着在几大终端客户的渗透率提升以及几大终端客户出货量增长，预计公司将受益。
- 同时公司正在逐步推进 01005 产品导入 PA 模块，随着 5G 应用落地，其单机用量预计将有大幅度增长，01005 产品未来伴随应用端配套产品技术水平的提升以及 5G 市场的发展，其市场空间会逐步打开。随着一体电感的使用增加，公司持续开发一体成型电感，目前已实现对外交付。
- 在汽车电子领域，经过公司在汽车电子领域过去几年的拓展，公司部分产品已经通过博世、法雷奥等大厂的认证。汽车电子认证周期厂，壁垒高，订单长期稳定，预计未来会对公司的带来一定增长。
- 公司的 LTCC 已经开始放量，另一方面随着 5G 的到来，受益于公司较早研发启动滤波器研发以及在微波材料的经验，加上大客户的良好合作，公司与主流设备厂商合作研发 5G 陶瓷截至滤波器，预计将在 5G 时代受益。

评级面临的主要风险

- 智能机终端客户、汽车等客户拓宽不及预期等风险。

估值

- 预计 2018~2020 年实现净利润分别为 4.67 亿、5.90 亿和 7.77 亿元，EPS 分别为 0.572 元、0.722 元和 0.951 元，当前股价对应估值为 23.7 倍、18.8 倍和 14.2 倍。看好公司客户以及产品线拓展，首次覆盖给予**买入**评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,736	1,988	2,524	3,256	4,168
变动(%)	32	14	27	29	28
净利润(人民币 百万)	359	341	467	590	777
全面摊薄每股收益(人民币)	0.440	0.418	0.572	0.722	0.951
变动(%)	23.7	(5.0)	36.8	26.3	31.7
全面摊薄市盈率(倍)	30.8	32.4	23.7	18.8	14.2
价格/每股现金流量(倍)	25.4	23.5	16.6	22.2	13.6
每股现金流量(人民币)	0.53	0.58	0.82	0.61	1.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	19.4	13.0	10.4	8.1
每股股息(人民币)	0.000	0.400	0.174	0.219	0.289
股息率(%)	n.a.	3.0	1.3	1.6	2.1

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,736	1,988	2,524	3,256	4,168
销售成本	(1,106)	(1,351)	(1,613)	(2,079)	(2,649)
经营费用	(66)	(90)	(129)	(214)	(332)
息税折旧前利润	564	547	781	964	1,188
折旧及摊销	(180)	(228)	(245)	(267)	(287)
经营利润 (息税前利润)	383	319	536	697	901
净利息收入/(费用)	(21)	(32)	(23)	(49)	(47)
其他收益/(损失)	28	97	10	10	12
税前利润	390	384	523	658	866
所得税	(32)	(40)	(52)	(63)	(83)
少数股东权益	(1)	3	4	5	6
净利润	359	341	467	590	777
核心净利润	361	341	467	590	777
每股收益 (人民币)	0.440	0.418	0.572	0.722	0.951
核心每股收益 (人民币)	0.442	0.418	0.572	0.722	0.951
每股股息 (人民币)	0.000	0.400	0.174	0.219	0.289
收入增长(%)	32	14	27	29	28
息税前利润增长(%)	36	(17)	68	30	29
息税折旧前利润增长(%)	33	(3)	43	23	23
每股收益增长(%)	24	(5)	37	26	32
核心每股收益增长(%)	23	(5)	37	26	32

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	390	384	523	658	866
折旧与摊销	180	228	245	267	287
净利息费用	21	32	23	49	47
运营资本变动	(89)	(7)	(105)	(167)	(222)
税金	(33)	(38)	(52)	(63)	(83)
其他经营现金流	(34)	(128)	33	(246)	(81)
经营活动产生的现金流	436	472	667	498	814
购买固定资产净值	4	16	156	169	180
投资减少/增加	1	(183)	11	11	13
其他投资现金流	(675)	(421)	(312)	(338)	(360)
投资活动产生的现金流	(670)	(588)	(145)	(158)	(167)
净增权益	0	(327)	(142)	(179)	(236)
净增债务	468	(700)	996	0	0
支付股息	0	327	142	179	236
其他融资现金流	(119)	945	(72)	(228)	(283)
融资活动产生的现金流	349	246	924	(228)	(283)
现金变动	114	130	1,447	112	364
期初现金	202	303	410	1,857	1,968
公司自由现金流	(235)	(116)	523	340	647
权益自由现金流	255	(784)	1,542	389	694

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	303	410	1,857	1,968	2,332
应收帐款	838	915	1,222	1,555	2,031
库存	266	382	366	587	652
其他流动资产	7	21	6	29	19
流动资产总计	1,438	1,748	3,471	4,160	5,056
固定资产	2,342	2,446	2,361	2,265	2,159
无形资产	91	107	106	107	109
其他长期资产	91	97	73	68	60
长期资产总计	2,525	2,651	2,541	2,440	2,329
总资产	4,041	4,768	6,383	6,977	7,773
应付帐款	269	303	364	505	603
短期债务	601	4	500	500	500
其他流动负债	361	344	453	509	656
流动负债总计	1,231	651	1,317	1,514	1,759
长期借款	83	0	500	500	500
其他长期负债	63	67	93	74	78
股本	817	817	817	817	817
储备	2,044	3,280	3,605	4,016	4,557
股东权益	2,860	4,097	4,422	4,833	5,374
少数股东权益	(2)	47	51	56	62
总负债及权益	4,041	4,768	6,383	6,977	7,773
每股帐面价值 (人民币)	3.50	5.02	5.42	5.92	6.58
每股有形资产 (人民币)	3.39	4.89	5.28	5.79	6.45
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	(0.50)	(1.05)	(1.19)	(1.63)

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	32.5	27.5	31.0	29.6	28.5
息税前利润率(%)	22.1	16.0	21.2	21.4	21.6
税前利润率(%)	22.5	19.3	20.7	20.2	20.8
净利率(%)	20.7	17.2	18.5	18.1	18.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	2.7	2.6	2.7	2.9
利息覆盖率(倍)	18.1	10.0	23.1	14.2	19.1
净权益负债率(%)	13.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	2.1	2.4	2.4	2.5
估值					
市盈率 (倍)	30.8	32.4	23.7	18.8	14.2
核心业务市盈率(倍)	30.7	32.4	23.7	18.8	14.2
市净率 (倍)	3.9	2.7	2.5	2.3	2.1
价格/现金流 (倍)	25.4	23.5	16.6	22.2	13.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	19.4	13.0	10.4	8.1
周转率					
存货周转天数	78.0	87.6	84.6	83.6	85.3
应收帐款周转天数	151.5	160.9	154.5	155.7	157.0
应付帐款周转天数	48.3	52.4	48.2	48.7	48.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	95.7	30.4	30.4	30.4
净资产收益率 (%)	13.5	9.8	11.0	12.7	15.2
资产收益率 (%)	9.7	6.5	8.7	9.4	11.0
已运用资本收益率(%)	2.9	2.2	2.4	2.6	3.2

资料来源：公司数据及中银国际证券预测