

2019年03月25日

顺络电子 (002138.SZ)

## 5G 产品优势凸显，基站、终端双向受益

近期安信电子团队针对 5G 上下游进行了产业链调研，顺络电子在 5G 赛道的优势凸显。基站端华为、诺基亚、爱立信等设备商预期引入陶瓷介质滤波器。手机端小米、OPPO 等厂商已经开始 5G 全网通（支持移动、联通、电信全频段）手机验证送测，华为 3 月 15 日获得德国莱茵 TUV 授予的首张 5G CE 证书，标志着 Mate X 成为全球首款获得欧盟公告机构认可的 5G 手机，国内版本预计 2019 年年中上市。

■5G 基站滤波器等关键器件获得大客户认证编码，基站用高 Q 绕线电感拉货明显。公司年报披露已经完成了用于 5G 通讯设备的介质滤波器、耦合器、巴伦、LTCC 滤波器等产品的原型样品研发，部分产品获得了关键性大客户的认证编码，公司后续将持续加大研发投入和自动化生产技术投入。自 2018 年中以来，以华为为代表的国内设备商加速供应链进口替代，关键零组件至少要有一家国内厂商，同时加大对国内供应商的采购力度。5G 基站需要高效率低能耗，随着 5G 基站全球发货，对于高 Q 绕线电感已形成明显需求，产业链反馈 2019 年 Q1 华为绕线电感订单增长明显。公司作为高端电感全球前三厂商，同时是华为多年的合作伙伴，将充分受益 5G 基站建设带来的行业红利。

■5G 技术成熟度高，部署加快，终端应用与网络建设同步，预计 5G 用户 3 年达到 5 亿。3G 时代基站布网到手机成熟花费 3 年，达到 5 亿用户用了 9 年，4G 基站布网到手机成熟花费 2 年，达到 5 亿用户用了 6 年，5G 基站布网到手机成熟只用了 1 年，华为预计 5G 用户达到 5 亿只需要 3 年。4G 终端曾经历了移动版本、联通版本、电信版本多模式手机，而从目前产业进展看，由于 5G 标准全球统一且国内厂商全程引领 5G 标准建设，预期 5G 手机将跨越分版本模式直接步入全网通。即将于年中量产发售的华为 Mate X 支持移动、联通、电信全网通，兼容 NSA/SA，智能手机市场高度竞争、不进则退，预期其他手机品牌也将标配全网通。安信电子团队测算 5G 全网通支持 SA 的手机将新增 6 个射频前端模组，对应新增 60 颗高 Q 电感。顺络电子重点投入开发的超微型射频电感，已获多家国际重量级客户的认证。据公司官网信息，顺络超小型 01005 超高 Q 值特性叠层片式射频电感 HQ0402Q 系列现已实现量产，填补国内 01005 高 Q 电感市场空白。客户方面，公司 01005 电感产品已经在多家国际射频模组厂商实现送测和供货。我们认为，伴随 5G 手机快速商用量产，公司高端电感能力将得到逐步验证，市场空间弹性可观。手机外观方面，经过近几年的行业探索和工艺提升，陶瓷背板已经逐步实现轻量化、低成本化，配色选择性大为丰富，三星推出 S10+ 顶配黑白陶瓷版本，小米 MiX 3 四曲面彩色陶瓷机身；华为智能手表采用陶瓷表圈，在陶瓷结构件向智能穿戴市场渗透的过程中，公司结构陶瓷业务有望获得成长。

## 公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 **买入-A**

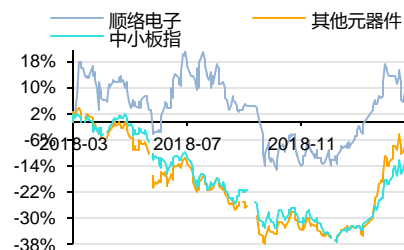
维持评级

6 个月目标价：**23.1 元**  
股价 (2019-03-22) **16.97 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	13,780.27
流通市值 (百万元)	11,863.12
总股本 (百万股)	812.04
流通股本 (百万股)	699.06
12 个月价格区间	13.42/19.14 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.4	-9.46	10.72
绝对收益	0.53	22.88	2.1

**孙远峰**

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

**张大印**

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518090002  
zhangdy@essence.com.cn

### 相关报告

顺络电子：高端电感迈向国际先进，静待 5G 开花结果/孙远峰	2019-02-27
顺络电子：单季度盈利创新高，看好 5G 行业升级/孙远峰	2018-10-20
顺络电子：毛利率逐季回升，5G 新需求有弹性/孙远峰	2018-08-12
顺络电子：业绩快报超预期，5G 产品值得期待/孙远峰	2018-07-20
顺络电子：高 Q 电感行业先锋，被忽视的 5G 明珠/孙远峰	2018-04-24

■5G手机耗电量增加，电池容量升级，大功率快速充电有望标配，平面变压器、一体成型电感需求有望快速释放。由于5G SA模式要求双发射四接收，需要两路PA同时工作，且5G工作频率高于4G，意味着在SA高速下载模式下，5G射频前端端耗电量将是4G的两倍以上。华为Mate X采用4500mAh大电池，配备55W大功率超级快充。大功率充电器采用平面变压器和多颗一体成型电感，能够减小充电器体积，降低外部电磁干扰，同时散热性能好。公司平面变压器已经供给华为等手机客户，一体成型电感主要采用模压工艺，2018年已实现正式批量化供货，2019年会继续扩产。我们判断伴随大功率快速充电产品普及，公司平面变压器和一体成型电感业务有望迎来高速增长。

■投资建议：预计公司2019-2021年实现归属于上市公司股东的净利润分别为6.26亿元、8.43亿元、10.81亿元，同比增速分别为30.9%、34.7%、28.2%。维持买入-A的投资评级，6个月目标价为23.1元，相当于2019年30倍PE。

■风险提示：5G商用速度低于预期，国际客户产品出货不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,987.6	2,362.0	3,280.9	4,439.0	5,966.1
净利润	341.3	478.6	626.2	843.3	1,081.2
每股收益(元)	0.42	0.59	0.77	1.04	1.33
每股净资产(元)	4.93	5.29	5.92	6.51	7.51

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	40.4	28.8	22.0	16.3	12.7
市净率(倍)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
净利润率	17.2%	20.3%	19.1%	19.0%	18.1%
净资产收益率	8.5%	11.1%	13.0%	15.9%	17.7%
股息收益率	2.4%	0.0%	1.4%	2.6%	1.9%
ROIC	12.4%	11.9%	15.8%	18.5%	20.9%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,987.6	2,362.0	3,280.9	4,439.0	5,966.1	成长性					
减:营业成本	1,322.2	1,543.8	2,116.2	2,845.4	3,860.0	营业收入增长率	14.5%	18.8%	38.9%	35.3%	34.4%
营业税费	28.4	32.7	38.8	59.1	77.5	营业利润增长率	4.4%	29.5%	40.0%	36.0%	28.1%
销售费用	68.3	67.8	94.2	127.4	171.3	净利润增长率	-5.0%	40.2%	30.9%	34.7%	28.2%
管理费用	244.3	138.5	360.9	488.3	656.3	EBITDA 增长率	9.1%	35.0%	18.4%	31.1%	24.8%
财务费用	31.7	-16.1	-2.4	2.2	5.5	EBIT 增长率	0.9%	48.0%	19.5%	36.8%	28.4%
资产减值损失	5.6	26.1	12.5	14.7	17.8	NOPLAT 增长率	4.2%	12.6%	44.1%	36.9%	28.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	7.9%	17.2%	13.9%	12.7%
投资和汇兑收益	74.3	28.4	36.2	46.3	36.9	净资产增长率	52.0%	7.6%	11.7%	10.0%	15.3%
营业利润	384.6	498.0	697.0	948.1	1,214.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	56.9	26.2	27.7	36.9	毛利率	33.5%	34.6%	35.5%	35.9%	35.3%
利润总额	384.4	554.8	723.2	975.8	1,251.6	营业利润率	19.3%	21.1%	21.2%	21.4%	20.4%
减:所得税	40.4	71.9	94.0	126.4	162.7	净利润率	17.2%	20.3%	19.1%	19.0%	18.1%
净利润	341.3	478.6	626.2	843.3	1,081.2	EBITDA/营业收入	31.1%	35.4%	30.2%	29.3%	27.2%
						EBIT/营业收入	19.8%	24.6%	21.2%	21.4%	20.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	390	359	282	223	174
货币资金	409.8	471.5	303.6	355.1	477.3	流动营业资本周转天数	110	115	112	118	119
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	289	283	256	242	238
应收账款	740.5	807.3	1,444.0	1,604.8	2,428.8	应收账款周转天数	129	118	124	124	122
应收票据	174.3	186.3	318.4	376.2	544.6	存货周转天数	59	64	57	59	60
预付账款	20.6	11.7	27.0	30.4	46.1	总资产周转天数	798	762	624	527	458
存货	382.2	456.7	577.6	866.6	1,114.5	投资资本周转天数	592	560	454	388	327
其他流动资产	20.9	37.1	27.1	28.3	30.8	投资回报率					
可供出售金融资产	23.6	3.6	15.7	14.3	11.2	ROE	8.5%	11.1%	13.0%	15.9%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	9.2%	10.3%	12.4%	13.1%
长期股权投资	29.2	26.1	26.1	26.1	26.1	ROIC	12.4%	11.9%	15.8%	18.5%	20.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,244.0	2,463.0	2,674.4	2,833.3	2,939.6	销售费用率	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
在建工程	202.4	208.7	208.7	208.7	208.7	管理费用率	12.3%	5.9%	11.0%	11.0%	11.0%
无形资产	107.1	106.5	99.5	92.6	85.6	财务费用率	1.6%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.1%
其他非流动资产	413.6	459.0	415.5	423.6	423.4	三费/营业收入	17.3%	8.1%	13.8%	13.9%	14.0%
资产总额	4,768.3	5,237.4	6,137.7	6,859.9	8,336.6	偿债能力					
短期债务	4.1	60.2	-	194.5	142.3	资产负债率	15.0%	16.8%	20.7%	21.9%	25.9%
应付账款	400.1	419.2	859.8	802.9	1,409.4	负债权益比	17.7%	20.2%	26.1%	28.0%	35.0%
应付票据	130.1	146.4	194.6	284.6	370.0	流动比率	2.69	2.67	2.29	2.33	2.26
其他流动负债	116.2	111.9	124.4	120.6	129.3	速动比率	2.10	2.05	1.80	1.71	1.72
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	12.39	-36.21	-283.60	435.30	223.12
其他非流动负债	67.1	141.9	90.6	99.9	110.8	分红指标					
负债总额	717.6	879.7	1,269.4	1,502.4	2,161.8	DPS(元)	0.40	-	0.25	0.44	0.33
少数股东权益	47.2	59.4	62.2	68.3	75.8	分红比率	95.7%	0.0%	31.9%	42.5%	24.8%
股本	816.6	812.0	812.0	812.0	812.0	股息收益率	2.4%	0.0%	1.4%	2.6%	1.9%
留存收益	3,280.2	3,555.5	3,994.1	4,477.2	5,287.0						
股东权益	4,050.7	4,357.7	4,868.3	5,357.5	6,174.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344.0	483.0	626.2	843.3	1,081.2	EPS(元)	0.42	0.59	0.77	1.04	1.33
加:折旧和摊销	228.4	258.5	295.5	348.1	400.7	BVPS(元)	4.93	5.29	5.92	6.51	7.51
资产减值准备	5.6	26.1	-	-	-	PE(X)	40.4	28.8	22.0	16.3	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
财务费用	31.5	1.9	-2.4	2.2	5.5	P/FCF	-15.4	53.8	-167.8	33.4	36.0
投资损失	-74.3	-28.4	-36.2	-46.3	-36.9	P/S	6.9	5.8	4.2	3.1	2.3
少数股东损益	2.8	4.4	3.0	6.2	7.6	EV/EBITDA	21.1	12.9	13.6	10.5	8.3
营运资金的变动	-102.7	-149.5	-406.9	-477.5	-547.8	CAGR(%)	35.2%	31.1%	20.7%	35.2%	31.1%
经营活动产生现金流量	471.7	597.1	479.2	676.0	910.2	PEG	1.1	0.9	1.1	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-587.5	-376.1	-477.4	-452.1	-459.6	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.5	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	245.7	-176.4	-169.6	-172.4	-328.4	REP	3.1	2.5	2.0	1.5	1.2

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

孙远峰、张大印声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

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