

2019年06月30日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：沈钱 S0350118110016
021-60338168 shenq@ghzq.com.cn

国产电感龙头，5G 提供成长新动能

——顺络电子（002138）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
顺络电子	13.9	-6.1	11.0
沪深 300	5.4	-1.2	9.0

市场数据

2019-06-28

当前价格（元）	17.58
52 周价格区间（元）	12.86 - 20.78
总市值（百万）	14175.08
流通市值（百万）	12289.55
总股本（万股）	80631.84
流通股（万股）	69906.43
日均成交额（百万）	159.82
近一月换手（%）	37.87

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **电感为基，5G 增厚电感业务收入弹性。**公司由叠层及绕线电感的生产起家，目前已经成为全球前五、国内第一的电感龙头企业，公司具备 0201 型电感批量供货以及 01005 型电感量产能力，在技术节点上与日本村田、TDK 等全球被动元器件龙头的差距正逐步缩小，已经成为 HOVM 等国内一线智能手机品牌厂商的电感核心供应商。

目前，国内大客户从公司采购的电感量占公司整体电感收入的 20%-30%左右，中美贸易摩擦以及华为被列入实体名单的事件，使得华为被迫对其全年手机出货量进行下修，公司业绩也有所影响，但是，此次事件让国内核心终端厂商认识到实现供应链国产自主可控的重要性，且预计会逐渐将美国甚至日韩等企业的订单部分转移给国内具备替代实力的企业，而在叠层及绕线电感领域，公司是其中的佼佼者，当前节点，中美关系有所缓和，国内的核心客户至少在出货准备方面将比五月初时的紧张状态有所恢复，对于公司而言，这无疑是有利的。

未来 5G 终端中，射频前端模块将有所新增，其电路的复杂度亦将有所提升，电感用量将随之而增加，而面对日益拥堵的手机内部空间，缩小零部件体积将成为主要的趋势之一，诸如 0402、01005 等超小型电感的用量将有所增加，整体来说，未来手机中单机电感价值量的提升空间仍较大，公司作为全球第一梯度的电感企业，将明显受益。

■ **汽车电子渐发力。**公司当前的汽车电子产品主要为变压器，主要客户为博世和法雷奥，两者占变压器收入的 70%左右，汽车行业由于对可靠性的诉求，具备天然的客户认证壁垒，下游车企一般不会随意更换供应商，即使如此，公司当前对于扩产仍秉承理性且谨慎的态度，目前，博世和法雷奥的订单量正处于逐步放大的阶段，公司亦正在开发特斯拉等重要车企，随着变压器产能有序开出，公司的业绩弹性有望进一步增厚。

■ **围绕 5G 多面布局，打开成长新空间。**如前文所述，公司的电感产品在 5G 终端中的单机价值量将有所提升，除此之外，公司还围绕 5G 建设积极布局 LTCC 天线、LTCC 滤波器和陶瓷介质滤波器等业务，若此类业务客户认证顺利，将为公司打开新的成长空间。

■ **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级。**公司在电感相关

的技术（磁性粉体制备和绕线等）方面具备较强的实力，这亦是公司未来发展最重要的倚仗之一，同时，公司正积极布局诸如 LTCC 天线/滤波器、陶瓷介质滤波器、变压器和陶瓷背板等新业务，力图打破公司发展的天花板，预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 5.58 亿、6.60 亿和 7.80 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25.41、21.49 和 18.17 倍。此次中美关系的缓和有助于国内大客户在智能终端零部件的备货方面有所回暖，公司有望受益于此，交出令人满意的业绩答卷。首次覆盖，给予公司增持评级。

- **风险提示：**（1）中美贸易摩擦出现反复；（2）5G 进度有所放缓；（3）公司新产品导入情况不顺利。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2362.04	2834.45	3401.34	4251.68
增长率(%)	18.84%	20.00%	20.00%	25.00%
归母净利润（百万元）	478.59	557.94	659.70	780.19
增长率(%)	48.23%	16.58%	18.24%	18.26%
摊薄每股收益（元）	0.594	0.692	0.818	0.968
ROE(%)	11.13%	11.96%	12.93%	13.90%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：顺络电子盈利预测表

证券代码:	002138.SZ				股价:	17.58	投资评级:	增持		日期:	2019-06-28		
财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值				2018A	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标								
ROE	11.13%	11.96%	12.93%	13.90%	EPS	0.59	0.69	0.82	0.97				
销售毛利率	34.64%	35.00%	35.00%	35.00%	P/E	29.62	25.41	21.49	18.17				
销售净利率	20.45%	19.85%	19.56%	18.51%	P/B	3.30	3.04	2.78	2.52				
成长能力					P/S	6.00	5.00	4.17	3.33				
收入增长率	18.84%	20.00%	20.00%	25.00%									
利润增长率	48.32%	16.51%	18.24%	18.26%	资产负债表(百万元)				2018A	2019E	2020E	2021E	
营运能力					货币资金	471.45	288.28	527.99	857.11				
总资产周转率	0.45	0.58	0.69	0.76	应收和预付款项	1005.37	1323.36	1471.11	2021.98				
应收账款周转率	2.42	2.20	2.38	2.16	存货	456.66	544.48	656.88	844.82				
存货周转率	3.38	3.38	3.37	3.27	其他流动资产	37.06	0.00	0.00	0.00				
偿债能力					长期股权投资	26.10	26.10	26.10	26.10				
资产负债率	16.80%	3.13%	-4.61%	-2.08%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00				
流动比	2.67	14.12	-11.66	-32.13	固定资产和在建工程	2671.65	2268.24	1853.48	1433.19				
速动比	2.00	10.55	-8.77	-24.84	无形资产和开发支出	436.81	421.79	406.77	391.74				
					其他非流动资产	132.26	10.48	0.00	0.00				
利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产总计	5237.4	4882.7	4942.3	5574.9				
营业收入	2362.04	2834.45	3401.34	4251.68	短期借款	60.19	-285	-737	-790				
营业成本	1543.79	1842.39	2210.87	2763.59	应付和预收款项	677.58	437.56	509.04	674.21				
营业税金及附加	32.73	37.13	47.28	59.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00				
销售费用	67.83	80.78	96.94	121.17	其他负债	141.93	0.00	0.00	0.00				
管理费用	271.91	313.21	371.77	468.11	负债合计	879.70	152.75	-227.86	-115.90				
财务费用	-16.06	-5.44	-51.62	-41.67	股本	812.04	812.04	812.04	812.04				
资产减值损失	26.10	14.32	25.67	31.21	资本公积	1956.18	1956.18	1956.18	1956.18				
投资收益	28.35	0.00	0.00	0.00	留存收益	1530.05	1897.59	2332.16	2846.11				
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	4298.27	4665.81	5100.38	5614.32				
其他经营损益	34.4	45.7	30.2	31.4	少数股东权益	59.39	64.17	69.83	76.51				
营业利润	498.47	597.72	730.64	881.18	股东权益合计	4357.66	4729.98	5170.20	5690.83				
其他非经营损益	56.39	64.31	52.13	44.56	负债和股东权益总计	5237.4	4882.7	4942.3	5574.9				
利润总额	554.85	662.03	782.77	925.74	现金流量表(百万元)				2018A	2019E	2020E	2021E	
所得税	71.88	99.30	117.42	138.86	经营性现金净流量	583.96	313.68	836.32	554.57				
净利润	482.97	562.72	665.36	786.88	投资性现金净流量	-376.12	24.04	44.31	37.88				
少数股东损益	4.39	4.78	5.66	6.69	筹资性现金净流量	-176.43	-520.89	-640.92	-263.32				
归属母公司股东净利	478.59	557.94	659.70	780.19	现金流量净额	35.82	-183.17	239.71	329.12				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。