

顺络电子 (002138)

证券研究报告

2019年08月30日

19H1 业绩短期承压, 5G+汽车长期成长逻辑不变

事件: 公司发布 19 年中报, 实现营收 12.17 亿元, 同比增长 7.77%, 毛利率同比增加 0.56%, 归母净利润 1.95 亿, 同比下滑 13.8%, 扣非归母净利润 1.82 亿, 同比下滑 4.95%。

点评: 我们持续推荐公司, 公司为国内电感龙头, 高基数下 19Q2 营收仍保持增长创历史新高, 核心产品毛利率稳定, H1 业绩短期承压, 有望于 H2 旺季重回增长。展望未来, 公司手握主流客户及高端优质产品, 未来有望持续受益于 5G 全周期建设及汽车板块业务拓展。

Q2 营收创历史新高, 汽车电子表现亮眼。 19H1 公司实现营收 12.17 亿元, yoy+7.77%, 业务板块中汽车电子拓展超预期, 品质技术得到客户认可, 除已有客户 BOSCH、VALEO、Denso、Tesla 外, 新导入 CATL 和科博达大客户, 19H1 该板块营收 yoy+429.97%, 此外, 5G 基站微波器件已得到大客户认可开始实现销售。对应 Q2 营收为 6.73 亿元, yoy+5.5%, 创单季收入历史新高, 高基数下依旧保持增长。

核心产品毛利率稳定, 一次性受益/研发支出/汇兑使 H1 业绩短期承压。 19H1 公司毛利率为 35.26%, yoy+0.56%, qoq+0.62%, 对应 Q2 毛利率为 35.65%, qoq+0.87%, 核心产品盈利能力稳定。净利率方面, 由于 18 年一次性股权转让受益、19 年汇率变动、研发投入持续增加 (yoy+39.14%) 等因素影响, 净利率为 16.3%, yoy-4.01%, 净利润为 1.95 亿元, yoy-13.98%, 扣非净利润 1.82 亿元, yoy-4.95%, 剔除股权转让收益的影响以及汇率变化导致的收益减少, 2019 年上半年利润与去年基本持平。

通讯领域受益 5G 全周期, 汽车板块保证中长期增长。 5G 建设加速推进, 公司身为国内电感龙头, 提早卡位产品储备丰富, 有 LTCC 滤波器、耦合器、天线、巴伦等 5G 相关产品, 5G 下业绩有望受通讯基站+终端建设双轮驱动。通讯方面, LTCC 是 5G 基站天线材料最佳方案, 公司长期布局 LTCC 研发生产, 有望深度受益, 目前公司 5G 基站专项开发的微波器件已得到国际大厂认可, 未来持续开拓新产品加速推广贡献业绩; 终端: 5G 手机高端电感需求增大, 产品量价齐升叠加拓展客户份额提升, 公司业绩有望保持稳定增长。此外, 公司早期卡位汽车电子已逐步进入收获期, 目前已经导入 BOSCH、VALEO、Denso、Tesla、CATL 和科博达等大客户, 18H2 汽车新产品已经批量交货, 19H1 公司新产品倒车雷达变压器、电动汽车 BMS 变压器及第三代功率电感等均为业内标杆产品。由于汽车电子认证周期长门槛高, 公司汽车板块手握主流客户及优质产品, 为公司长期持续稳定增长奠定坚实基础。

投资建议: 由于全球智能手机需求不景气及宏观经济下行压力影响, 将公司 19-20 年盈利预测小幅调整为营收 29.57/37.97 亿, eps 为 0.65/0.84 元。

风险提示: 5G 推进、汽车电子下游需求不及预期、外部宏观环境恶化

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,987.56	2,362.04	2,957.28	3,797.44	4,843.26
增长率(%)	14.47	18.84	25.20	28.41	27.54
EBITDA(百万元)	619.07	835.94	695.77	865.62	1,066.44
净利润(百万元)	341.27	478.58	521.13	675.24	849.21
增长率(%)	(4.97)	40.23	8.89	29.57	25.76
EPS(元/股)	0.42	0.59	0.65	0.84	1.05
市盈率(P/E)	54.41	38.80	35.63	27.50	21.87
市净率(P/B)	4.64	4.32	3.99	3.75	3.43
市销率(P/S)	9.34	7.86	6.28	4.89	3.83
EV/EBITDA	21.12	12.87	25.71	20.56	16.53

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	23.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	806.32
流通 A 股股本(百万股)	699.06
A 股总市值(百万元)	18,569.51
流通 A 股市值(百万元)	16,099.45
每股净资产(元)	5.22
资产负债率(%)	24.26
一年内最高/最低(元)	24.77/12.99

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
俞文静	联系人
yuwenjing@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:业绩增长创新高, 5G 和汽车电子动能充足》 2018-10-21
- 《顺络电子-公司点评:顺络电子: 高管增持彰显信心, 长期受益 5G 发展》 2018-10-17
- 《顺络电子-半年报点评:Q3 持续高增长, 5G 新动能助力》 2018-08-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	409.81	471.45	661.87	739.68	919.30
应收票据及应收账款	910.53	974.68	1,480.19	1,475.09	2,294.08
预付账款	20.61	11.75	23.61	26.40	36.28
存货	382.22	456.66	488.03	771.52	787.33
其他	22.93	56.00	36.02	52.84	51.45
流动资产合计	1,746.11	1,970.53	2,689.73	3,065.52	4,088.43
长期股权投资	29.22	26.10	26.10	26.10	26.10
固定资产	2,244.04	2,462.99	2,452.88	2,426.96	2,378.55
在建工程	202.37	208.66	161.20	144.72	116.83
无形资产	107.12	106.51	99.54	92.57	85.60
其他	437.22	462.57	419.07	427.15	427.00
非流动资产合计	3,019.97	3,266.82	3,158.78	3,117.50	3,034.08
资产总计	4,768.32	5,237.36	5,849.97	6,184.26	7,123.41
短期借款	4.10	60.19	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	302.55	346.35	473.65	582.27	757.69
其他	343.90	331.23	565.68	490.04	767.57
流动负债合计	650.55	737.77	1,039.33	1,072.31	1,525.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	67.07	141.93	90.60	99.86	110.80
非流动负债合计	67.07	141.93	90.60	99.86	110.80
负债合计	717.62	879.70	1,129.92	1,172.18	1,636.05
少数股东权益	47.22	59.39	61.73	66.60	72.47
股本	816.62	812.04	806.32	806.32	806.32
资本公积	2,065.73	2,025.77	2,025.77	2,025.77	2,025.77
留存收益	3,280.19	3,555.50	3,852.00	4,139.17	4,608.57
其他	(2,159.05)	(2,095.04)	(2,025.77)	(2,025.77)	(2,025.77)
股东权益合计	4,050.71	4,357.66	4,720.05	5,012.08	5,487.36
负债和股东权益总	4,768.32	5,237.36	5,849.97	6,184.26	7,123.41

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344.04	482.97	521.13	675.24	849.21
折旧摊销	228.35	258.48	124.54	129.37	133.26
财务费用	31.51	1.91	(4.41)	(7.67)	(9.08)
投资损失	(74.28)	(28.35)	(36.19)	(36.19)	(36.19)
营运资金变动	(100.00)	(149.61)	(181.51)	(259.39)	(379.99)
其它	42.05	31.72	2.46	4.95	6.00
经营活动现金流	471.67	597.11	426.03	506.31	563.22
资本支出	599.14	401.13	111.33	70.73	39.07
长期投资	(31.54)	(3.12)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,155.15)	(774.12)	(136.60)	(114.31)	(52.54)
投资活动现金流	(587.55)	(376.12)	(25.27)	(43.58)	(13.47)
债权融资	4.10	60.19	6.66	2.22	2.96
股权融资	1,126.79	(4.43)	67.96	7.67	9.08
其他	(885.20)	(232.20)	(284.95)	(394.81)	(382.15)
筹资活动现金流	245.70	(176.43)	(210.33)	(384.92)	(370.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	129.82	44.56	190.42	77.81	179.63

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,987.56	2,362.04	2,957.28	3,797.44	4,843.26
营业成本	1,322.17	1,543.79	1,932.83	2,481.63	3,165.07
营业税金及附加	28.42	32.73	41.11	52.40	66.84
营业费用	68.35	67.83	87.63	112.02	142.88
管理费用	244.35	138.49	173.30	221.77	282.85
研发费用	108.12	133.42	167.38	214.56	273.64
财务费用	31.73	(16.06)	(4.41)	(7.67)	(9.08)
资产减值损失	5.57	26.10	20.00	15.00	15.00
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	36.19	36.19	36.19
其他	(279.98)	(90.57)	(72.38)	(72.38)	(72.38)
营业利润	384.55	497.95	575.64	743.92	942.25
营业外收入	0.57	59.45	27.59	39.00	42.01
营业外支出	0.68	2.55	1.39	1.54	1.83
利润总额	384.44	554.85	601.84	781.38	982.44
所得税	40.40	71.88	78.24	101.19	127.23
净利润	344.04	482.97	523.60	680.19	855.21
少数股东损益	2.77	4.39	2.46	4.95	6.00
归属于母公司净利润	341.27	478.58	521.13	675.24	849.21
每股收益(元)	0.42	0.59	0.65	0.84	1.05

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.47%	18.84%	25.20%	28.41%	27.54%
营业利润	4.44%	29.49%	15.60%	29.23%	26.66%
归属于母公司净利润	-4.97%	40.23%	8.89%	29.57%	25.76%
获利能力					
毛利率	33.48%	34.64%	34.64%	34.65%	34.65%
净利率	17.17%	20.26%	17.62%	17.78%	17.53%
ROE	8.52%	11.13%	11.19%	13.65%	15.68%
ROIC	12.43%	11.86%	13.03%	16.13%	19.45%
偿债能力					
资产负债率	15.05%	16.80%	19.32%	18.95%	22.97%
净负债率	-10.02%	-9.44%	-13.88%	-14.71%	-16.70%
流动比率	2.69	2.67	2.59	2.86	2.68
速动比率	2.10	2.05	2.12	2.14	2.16
营运能力					
应收账款周转率	2.29	2.51	2.41	2.57	2.57
存货周转率	6.13	5.63	6.26	6.03	6.21
总资产周转率	0.45	0.47	0.53	0.63	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.59	0.65	0.84	1.05
每股经营现金流	0.58	0.74	0.53	0.63	0.70
每股净资产	4.97	5.33	5.78	6.13	6.72
估值比率					
市盈率	54.41	38.80	35.88	27.87	22.07
市净率	4.64	4.32	4.01	3.78	3.45
EV/EBITDA	21.12	12.87	25.89	20.72	16.66
EV/EBIT	33.26	18.50	31.53	24.36	19.04

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