

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

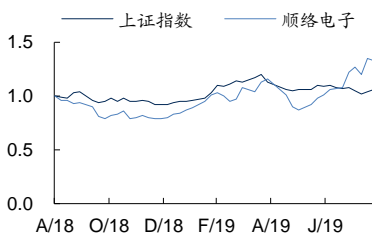
IT 硬件与设备

**顺络电子(002138)**
**买入**

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 09 月 02 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	806/699
总市值/流通(百万元)	18,570/16,099
上证综指/深圳成指	2,891/9,414
12 个月最高/最低(元)	24.77/12.86

**相关研究报告:**

《顺络电子-002138-重大事件快评: 业绩低于预期, 电感龙头长期增长趋势明确》——2019-08-12

《顺络电子-002138-国内电感龙头受益 5G 顺周期》——2019-05-10

《顺络电子-002138-2018 年报点评: 深度受益 5G 及汽车电子的电感龙头》——2019-02-28

《顺络电子-002138-2018 年三季报点评: 业绩持续高增长, 公司未来成长清晰稳健》——2018-10-22

《顺络电子-002138-2018 年半年报点评: 业绩符合预期, 新业务加速发展》——2018-08-15

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821  
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

**证券分析师: 高峰**

电话: 010-88005310  
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 短期业绩承压, 看好 5G 业务明年量价齐升

**● 二季度收入创历史新高, 费用端增加导致净利润小幅下滑**

19 年上半年公司实现营收 12.17 亿元, 同比+7.77%; 实现归母净利润 1.95 亿元, 同比-13.8%, 扣非归母净利润 1.82 亿元, 同比-4.95%, 符合市场预期。从 18 年下半年电子行业整体下滑的趋势正在扭转, 公司 19Q2 单季度营收 6.73 亿元, 同比+5.5%, 环比+23.5%, 创历史新高。

19Q2 单季度毛利率 35.65%, 同比减少 0.12 个百分点, 环比提高 0.88 个百分点。由于去年有一次性股权转让收益、今年汇兑损失增加、研发投入加大以及人工支出增加所导致上半年整体净利润小幅下滑。

**● 新产品新市场拓展顺利, 公司重回增长通道**

公司汽车电子业务取得突破进展, 营收对比去年同期增长了 429.97%, 持续新增大客户, 预计全年收入将达到 3 亿元。5G 基站端微波器件实现销售, 高精密度电感受益 5G 驱动用量大幅增加, 公司产能有序扩充, 产品和客户不断拓展, 公司充分受益 5G 电感量价齐升趋势, 通讯终端业务有望保持持续稳定增长。陶瓷, 军工电子、PCB 等其他业务持续稳健发展。

**● 赛道优质, 短期业绩承压不改长期增长趋势**

短期成本压力增大, 导致 19 年上半年业绩有所下滑。公司在汽车电子、滤波器、磁性材料、传感器、高端精密电感、精密陶瓷以及其他工业类专用产品等领域持续投入, 为公司可持续增长打好了基础。

公司各项新产品的进展和市场的拓展均取得实质性突破: 消费电子产品公司将受益 5G 电感需求的量价齐升; 汽车电子、军工电子已经进入收获期; 5G 基站端滤波器逐步放量。公司所处赛道优质, 竞争格局好, 壁垒高。公司目前正从 4G 行业末端的成熟期走向 5G 的长期期, 未来值得期待。

**风险提示。** 贸易战导致需求波动影响, 上游原材料涨价导致的成本上升, 费用端的快速增长。

**● 电感龙头长期增长趋势不变, 维持“买入”评级**

维持公司业绩预测, 预计 19~21 年归母净利润 5.08/6.51/8.18 亿元, 同比增速 6.2%/28.1%/25.7%。EPS 0.63/0.81/1.01, 对应 PE 为 37.5/28.5/22.7X。5G、汽车电子带动公司进入新一轮成长期, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,362	2,718	3,322	4,155
(+/-%)	18.8%	15.1%	22.2%	25.1%
净利润(百万元)	479	508	651	818
(+/-%)	40.2%	6.2%	28.1%	25.7%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.63	0.81	1.01
EBIT Margin	24.5%	19.4%	20.9%	21.4%
净资产收益率(ROE)	11.1%	10.7%	12.5%	14.3%
市盈率(PE)	39.1	36.53	28.53	22.7
EV/EBITDA	23.5	21.3	18.0	15.0
市净率(PB)	4.35	3.89	3.57	3.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 电感龙头短期业绩承压，5G、汽车电子驱动公司新一轮成长

### 公司二季度收入创历史新高，费用端增加导致净利润小幅下滑

公司 19 年上半年实现营收 12.17 亿元，同比+7.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.95 亿元，同比-13.8%，扣非归母净利润 1.82 亿元，同比-4.95%，业绩符合市场预期。公司 2019 年上半年经营性现金流净额为 2.51 亿元，同比-22.5%，整体毛利率为 35.26%，同比+0.56 个百分点。净利率 16.30%，同比-4.01 个百分点。加权 ROE 4.48%，同比-1.13 个百分点。

19Q2 单季度营收 6.73 亿元，同比+5.5%，环比+23.5%，19Q2 单季度毛利率 35.65%，同比减少 0.12 个百分点，环比提高 0.88 个百分点。由于去年有一次性股权转让收益、今年汇兑损失增加、研发投入加大以及人工支出增加所导致净利润小幅下滑。

**表 1：公司营收及归母净利润情况**

	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
营收 (亿元)	7.50	8.14	11.30	12.17
同比增速 (%)	29.56%	8.53%	38.79%	7.77%
归母净利润 (亿元)	1.72	1.95	2.66	2.34
同比增速 (%)	47.45%	13.42%	36.61%	-12.13%
扣非归母净利 (亿元)	1.75	1.74	2.26	1.95
同比增速 (%)	47.89%	-0.80%	30.20%	-13.80%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 2：公司的盈利能力情况**

	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
毛利率 (%)	38.17	38.33	34.70	35.26
净利率 (%)	23.26	21.59	20.31	16.30
销售期间费用率 (%)	15.04	18.98	12.92	15.07

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 3：分产品收入及毛利率情况**

	19H1 营收 (亿元)	营收同比增减	19H1 毛利率 (%)	毛利率变化 (%)
片式电子元件	12.11	7.85%	35.23	0.18
其他	0.067	-6.27%	41.83	67.43

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**表 4：公司的费用情况**

	2019 年 H1	2018 年 H1	同比增减	说明
销售费用 (百万元)	32.9	30.9	6.61%	市场开拓增加
管理费用 (百万元)	62.58	56.39	10.97%	办公支出及折旧增加
财务费用 (百万元)	3.96	-1.82	317.05%	利息支出增加所致
研发费用 (百万元)	84.25	60.55	39.41%	人员投入及研发材料使用增长

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

### 新产品新市场拓展顺利，公司有望重回增长通道

公司汽车电子业务取得突破进展，营收对比去年同期增长了 429.97%，持续新增大客户。5G 基站端微波器件实现销售，高精度电感受益 5G 驱动用量大幅增加，公司产能有序扩充，产品和客户不断拓展，公司充分受益 5G 电感量价齐升趋势，通讯终端业务有望保持持续稳定增长。其他业务如陶瓷，军工电子、PCB 等业务持续稳健发展。公司通过管理模式的创新和精细化管理，提高工作效率、降低制造成本，伴随着新业务新市场的拓展，公司有望重回增长通道。

### 公司赛道优质，短期业绩承压不改长期增长趋势

公司在汽车电子、滤波器、磁性材料、传感器、高端精密电感、精密陶瓷以及其他工业类专用产品等领域持续投入，为公司可持续增长打好了基础，但也增加了短期成本压力，导致 19 年上半年业绩有所下滑。但是公司各项新产品的进展和市场的拓展均取得实质性突破，各项新业务新产品市场空间大，增长潜力足，公司所处赛道优质，竞争格局好，壁垒高，保证公司盈利能力。

### 电感龙头长期增长趋势不变，维持“买入”评级

伴随着汽车电子产品的放量，电感业务受益于 5G 业务驱动，滤波器、陶瓷、磁性材料等业务迎来快速增长期，公司过去的高投入将逐步转化为公司的成长动能，公司长期成长明确。我们维持公司业绩预计 19~21 年归母净利润 5.08/6.51/8.18 亿元，同比增速 6.2%/28.1%/25.7%。EPS 0.63/0.81/1.01，当前股价对应 19/20/21 年 PE 为 37.5/28.5/22.7X。公司估值略高于行业可比公司均值，考虑公司是电感龙头，5G、汽车电子带动公司进入新一轮成长期，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002138.SZ	顺络电子	23.03	185.70	0.63	0.81	1.01	36.53	28.53	22.69
300408.SZ	三环集团	19.79	344.97	0.86	1.05	1.27	23.01	18.85	15.58
	平均值						34.35	25.88	20.49

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理（三环集团为 wind 一致预期）

## 风险提示

- 一，传统业务增速放缓，新业务进展不达预期。
- 二，公司产品在新领域新应用新客户的拓展进度不达预期。
- 三，上游原材料涨价导致的成本上升，费用端的快速增长。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	471	558	1550	1939	营业收入	2362	2718	3322	4155
应收款项	994	1080	1320	1650	营业成本	1544	1780	2140	2671
存货净额	457	471	573	733	营业税金及附加	33	37	46	58
其他流动资产	49	109	133	166	销售费用	68	68	83	104
<b>流动资产合计</b>	<b>1971</b>	<b>2218</b>	<b>3576</b>	<b>4488</b>	管理费用	138	307	359	434
固定资产	2672	3066	3203	3183	财务费用	(16)	(10)	(10)	(13)
无形资产及其他	107	96	85	75	投资收益	28	30	30	30
投资性房地产	463	463	463	463	资产减值及公允价值变动	(26)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	(100)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5237</b>	<b>5869</b>	<b>7354</b>	<b>8234</b>	营业利润	498	546	714	910
短期借款及交易性金融负债	60	60	60	60	营业外净收支	57	50	50	50
应付款项	346	373	455	581	<b>利润总额</b>	<b>555</b>	<b>596</b>	<b>764</b>	<b>960</b>
其他流动负债	331	359	435	551	所得税费用	72	83	107	134
<b>流动负债合计</b>	<b>738</b>	<b>793</b>	<b>950</b>	<b>1192</b>	少数股东损益	4	5	6	8
长期借款及应付债券	0	0	800	800	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>479</b>	<b>508</b>	<b>651</b>	<b>818</b>
其他长期负债	142	242	342	442					
<b>长期负债合计</b>	<b>142</b>	<b>242</b>	<b>1142</b>	<b>1242</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>880</b>	<b>1035</b>	<b>2092</b>	<b>2434</b>	净利润	479	508	651	818
少数股东权益	59	63	69	75	资产减值准备	21	2	1	1
股东权益	4298	4770	5193	5725	折旧摊销	254	394	452	511
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5237</b>	<b>5869</b>	<b>7354</b>	<b>8234</b>	公允价值变动损失	26	20	20	20
					财务费用	(16)	(10)	(10)	(13)
					营运资本变动	(62)	(3)	(108)	(180)
					其它	(18)	2	4	6
					<b>经营活动现金流</b>	<b>700</b>	<b>923</b>	<b>1020</b>	<b>1175</b>
					资本开支	(467)	(800)	(600)	(500)
					其它投资现金流	2	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(462)</b>	<b>(800)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(165)	(36)	(228)	(286)
					其它融资现金流	150	(0)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>(36)</b>	<b>572</b>	<b>(286)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>62</b>	<b>87</b>	<b>992</b>	<b>389</b>
					货币资金的期初余额	410	471	558	1550
					货币资金的期末余额	471	558	1550	1939
					企业自由现金流	230	43	341	593
					权益自由现金流	380	52	349	604

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.59	0.63	0.81	1.01
每股红利	0.20	0.04	0.28	0.36
每股净资产	5.29	5.92	6.44	7.10
ROIC	12%	10%	12%	15%
ROE	11%	11%	13%	14%
毛利率	35%	35%	36%	36%
EBIT Margin	25%	19%	21%	21%
EBITDA Margin	35%	34%	35%	34%
收入增长	19%	15%	22%	25%
净利润增长率	40%	6%	28%	26%
资产负债率	18%	19%	29%	30%
息率	0.9%	0.2%	1.2%	1.5%
P/E	39.1	36.5	28.5	22.7
P/B	4.4	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	23.5	21.3	18.0	15.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032