

2019年10月25日

# 顺络电子 (002138.SZ)

## 公司快报

电子元器件 | 其他元器件 III

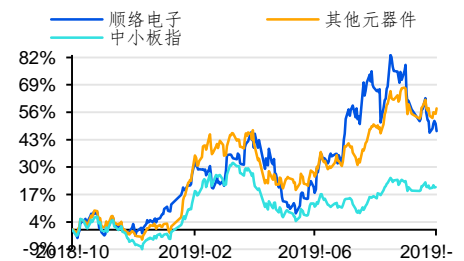
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-10-25) **20.28 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	16,352.14
流通市值(百万元)	14,177.02
总股本(百万股)	806.32
流通股本(百万股)	699.06
12个月价格区间	12.99/25.77 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.63	-5.66	28.94
绝对收益	-10.97	0.8	48.6

### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

### 分析师

曾捷  
 SAC 执业证书编号: S0910518110001  
 zengjie@huajinsec.cn

### 相关报告

顺络电子: 业绩略低于预期, 电感龙头多领域拓展充分受益 5G 2019-08-30

顺络电子: 市场需求不足影响上半年业绩, 未来期待新品 2017-08-15

顺络电子: 2016 年业绩快速成长, 转型效果显著 2017-03-29

顺络电子: 三季度业绩保持快速成长 2016-10-25

顺络电子: 2016 年中期业绩高增长, 产品线扩张值得期待 2016-08-08

## Q3 业绩低于预期, 5G 驱动业绩静待释放

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司 19Q1-Q3 实现营业总收入 19.31 亿元、同比增长 10.38%，归母净利润 2.97 亿元，同比-17.87%，扣非后归母净利润 2.75 亿元、同比-14.34%。其中 2019Q3 营业总收入 7.14 亿元，同比增长 15.14%、环比增长 6.09%；扣非归母净利润 9329.38 万元，同比-28.18%、环比-11.06%，业绩低于市场预期。
- ◆ **Q3 毛利率受被动元器件降价影响出现下滑，管理费用、研发费用增长增大费用端压力。**从毛利率看，公司 19Q1-Q3 毛利率 34.6%，同比下降 1.3%，Q3 毛利率为 33.5%，同比和环比分别下降 4.6%和 2.1%。主要原因系 18 年 Q2Q3 市场对电子元器件恐慌性备货使得市场价格平稳，其后一直处于消化库存状态，价格出现下滑。同时，公司新产品目前比重尚小，出现毛利率下降的现象。**从费用端来看**，公司 19 年 Q1-Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用、财务费用分别同比-0.05pct.、2.27 pct.、1.53pct.、1.45pct，管理和研发投入加大，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领域持续投入，增加了短期成本压力，也为公司可持续增长打好基础。
- ◆ **基站和终端业务将受 5G 驱动，支撑通讯业务长足发展。**基站方面，5G 基站专项开发的微波器件已陆续得到国际大厂承认并将逐步实现销售。**终端方面**，5G 手机和 IoT 终端对于高端精密电感和 LTCC 微波器件的需求将大幅度增加，公司深耕老客户和拓展新客户，在终端市场渗透率有望持续提升。
- ◆ **电感产品拓展应用领域，汽车电子已经实现大批量稳定交付长足增长可期。**公司电感类产品从传统手机、通信领域拓展至军工、汽车电子。汽车电子领域，通过十多年耕耘，公司已成为 BOSCH、VALEO、Denso、CATL 等众多全球知名和国内外知名电动汽车企业正式供应商。汽车电子领域新产品已经取得订单，正在研发的新产品将持续推向市场，市场空间巨大。
- ◆ **投资建议:** 考虑到公司被动元器件产品价格压力、新产品上量进展及贸易摩擦影响，我们下调公司 2019-2021 年 EPS 分别至 0.57/0.71/0.91 元，对应 PE 分别为 40.3/32.4/25.4x，考虑公司的电感龙头地位，新产品新客户的持续突破，充分受益 5G，维持公司买入-B 评级。

- ◆ **风险提示:** 消费电子需求复苏不及预期；5G 建设进度不及预期风险；新产品/新客户拓展不及预期；

### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,987.6	2,362.0	2,777.5	3,414.4	4,176.0
同比增长(%)	14.5%	18.8%	17.6%	22.9%	22.3%
营业利润(百万元)	384.6	498.0	500.7	633.3	802.0
同比增长(%)	4.4%	29.5%	0.5%	26.5%	26.6%

净利润(百万元)	341.3	478.6	460.4	573.6	730.6
同比增长(%)	-5.0%	40.2%	-3.8%	24.6%	27.4%
每股收益(元)	0.42	0.59	0.57	0.71	0.91
PE	54.4	38.8	40.3	32.4	25.4
PB	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

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
<b>营业收入</b>	1,987.6	2,362.0	2,777.5	3,414.4	4,176.0	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,322.2	1,543.8	1,797.7	2,188.7	2,664.8	营业收入增长率	14.5%	18.8%	17.6%	22.9%	22.3%
营业税费	28.4	32.7	39.1	47.7	58.6	营业利润增长率	4.4%	29.5%	0.5%	26.5%	26.6%
销售费用	68.3	67.8	87.6	102.9	128.8	净利润增长率	-5.0%	40.2%	-3.8%	24.6%	27.4%
管理费用	244.3	138.5	351.1	440.5	522.1	EBITDA 增长率	9.1%	35.0%	-16.4%	18.2%	20.5%
财务费用	31.7	-16.1	-6.2	-8.3	-13.0	EBIT 增长率	0.9%	48.0%	-15.0%	26.4%	26.3%
资产减值损失	5.6	26.1	12.5	14.7	17.8	NOPLAT 增长率	4.2%	12.6%	4.1%	25.5%	26.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	7.9%	6.4%	7.5%	-2.9%
投资和汇兑收益	74.3	28.4	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	52.0%	7.6%	8.2%	7.7%	8.9%
<b>营业利润</b>	384.6	498.0	500.7	633.3	802.0	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	-0.1	56.9	26.2	27.7	36.9	毛利率	33.5%	34.6%	35.3%	35.9%	36.2%
<b>利润总额</b>	384.4	554.8	526.9	661.0	839.0	营业利润率	19.3%	21.1%	18.0%	18.5%	19.2%
减:所得税	40.4	71.9	61.8	81.6	101.0	净利润率	17.2%	20.3%	16.6%	16.8%	17.5%
<b>净利润</b>	341.3	478.6	460.4	573.6	730.6	EBITDA/营业收入	31.1%	35.4%	25.2%	24.2%	23.8%
						EBIT/营业收入	19.8%	24.6%	17.8%	18.3%	18.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	15.0%	16.8%	17.0%	14.9%	19.4%
货币资金	409.8	471.5	530.6	581.3	1,150.8	负债权益比	17.7%	20.2%	20.4%	17.5%	24.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.69	2.67	2.78	3.60	3.18
应收帐款	740.5	788.4	1,110.1	1,222.9	1,580.7	速动比率	2.10	2.05	2.24	2.73	2.60
应收票据	174.3	186.3	251.9	286.8	365.0	利息保障倍数	12.39	-36.21	-79.68	-74.94	-60.74
预付帐款	20.6	11.7	26.1	19.9	36.2	<b>营运能力</b>					
存货	382.2	456.7	472.6	687.7	707.4	固定资产周转天数	390	359	326	266	208
其他流动资产	20.9	56.0	33.4	36.8	42.1	流动营业资本周转天数	110	115	119	132	129
可供出售金融资产	23.6	3.6	20.0	20.0	20.0	流动资产周转天数	289	283	285	277	290
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	129	117	123	123	121
长期股权投资	29.2	26.1	26.1	26.1	26.1	存货周转天数	59	64	60	61	60
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	798	762	707	614	553
固定资产	2,244.0	2,463.0	2,563.6	2,484.6	2,342.9	投资资本周转天数	592	560	510	444	371
在建工程	202.4	208.7	114.3	61.2	55.3	<b>费用率</b>					
无形资产	107.1	106.5	95.9	85.2	74.6	销售费用率	3.4%	2.9%	3.2%	3.0%	3.1%
其他非流动资产	413.6	459.0	433.5	453.6	461.5	管理费用率	12.3%	5.9%	12.6%	12.9%	12.5%
<b>资产总额</b>	4,768.3	5,237.4	5,678.2	5,966.1	6,862.5	财务费用率	1.6%	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
短期债务	4.1	60.2	-	-	-	三费/营业收入	17.3%	8.1%	15.6%	15.7%	15.3%
应付帐款	400.1	199.9	522.0	342.8	718.8	<b>投资回报率</b>					
应付票据	130.1	146.4	162.8	221.5	241.6	ROE	8.5%	11.1%	9.9%	11.5%	13.4%
其他流动负债	116.2	331.2	188.4	222.8	260.3	ROA	7.2%	9.2%	8.2%	9.7%	10.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	12.4%	11.9%	11.4%	13.5%	15.9%
其他非流动负债	67.1	141.9	90.6	99.9	110.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	717.6	879.7	963.8	886.9	1,331.4	DPS(元)	0.20	0.20	0.23	0.27	0.35
少数股东权益	47.2	59.4	64.0	69.8	77.2	分红比率	47.9%	33.9%	40.9%	37.4%	39.2%
股本	816.6	812.0	806.3	806.3	806.3	股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%
留存收益	3,280.2	3,555.5	3,844.0	4,203.0	4,647.5						
<b>股东权益</b>	4,050.7	4,357.7	4,714.4	5,079.1	5,531.1						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344.0	483.0	460.4	573.6	730.6	EPS(元)	0.42	0.59	0.57	0.71	0.91
加:折旧和摊销	228.4	258.5	204.4	200.8	206.2	BVPS(元)	4.97	5.33	5.77	6.21	6.76
资产减值准备	5.6	26.1	-	-	-	PE(X)	54.4	38.8	40.3	32.4	25.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4
财务费用	31.5	1.9	-6.2	-8.3	-13.0	P/FCF	-20.7	72.4	119.6	66.4	21.7
投资损失	-74.3	-28.4	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	9.3	7.9	6.7	5.4	4.4
少数股东损益	2.8	4.4	4.7	5.8	7.4	EV/EBITDA	29.6	21.8	25.7	21.7	17.4
营运资金的变动	-102.7	50.8	-223.9	-467.0	-41.0	CAGR(%)	19.0%	15.2%	9.1%	19.0%	15.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	471.7	597.1	434.3	299.8	885.2	PEG	2.9	2.6	4.4	1.7	1.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-587.5	-376.1	-212.9	-52.8	-42.7	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	245.7	-176.4	-162.3	-196.3	-273.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)