

公司研究/中报点评

2019年08月30日

电子元器件/元件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 23.03  
合理价格区间(元): 26.45~28.71

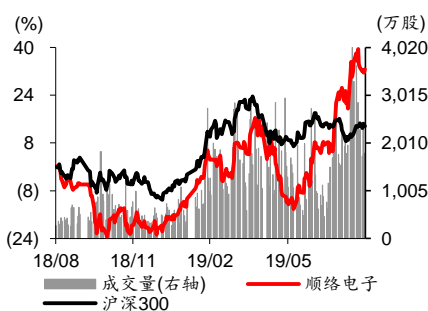
**胡剑** 执业证书编号: S0570518080001  
研究员 021-28972072  
hujian@htsc.com

**刘叶** 执业证书编号: S0570519060003  
研究员 021-38476072  
liuye@htsc.com

相关研究

- 1《顺络电子(002138,增持): Q1 营收超预期, 围绕 5G 全线发力》2019.04
- 2《顺络电子(002138,增持): 高端电感加速替代, 新品放量在即》2019.02
- 3《顺络电子(002138,增持): 技术外溢助力片感龙头迈入发力期》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 毛利率继续走高, 片感龙头掘金 5G

## 顺络电子(002138)

### 上半年业绩略低于预期, 季度毛利率继续走高, 维持增持评级

顺络电子 19H1 实现营收 12.17 亿元(YoY+7.77%), 归母净利润 1.95 亿元(YoY-13.80%), 扣非后归母净利润 1.82 亿元(YoY-4.95%), 在去年同期被动件行业缺货涨价、客户备货提前造成的高基数前提下依然实现营收正增长, 但是由于汇兑损失(19H1 共 664 万元)、研发费用(19H1 共 8425 万元)及人工费用(19H1 员工数同比新增 906 人, 人工支出增加 4362 万元)的拖累造成业绩略低于市场预期。公司 Q2 单季营收 6.73 亿元(YoY+5.50%)创历史新高, 毛利率环比提升 0.87pct 达 35.65%, 我们维持对公司 19-21 年 0.76/0.93/1.16 元 EPS 预期, 目标价上调至 26.45-28.71 元, 增持评级。

### 5G 手机纷至沓来, 公司片感产品在 5G 终端迎量价齐升

根据国家质量认证中心数据, 截至 7 月 20 日国内通过测试的 5G 机型共 8 款, 5G 手机的商业化进程不断超出市场预期, 我们认为, 由于 5G 终端支持频段数量的增加、射频前端集成度的提升, 对小型化片感的单机用量将提出更高要求。根据调研反馈, 支持 Sub 6GHz 频段的 5G 手机单机功率电感用量为 20-40 颗, 射频电感用量为 110-160 颗, 均较 4G 手机提升约 30%, 其中更高价格的 01005 型号的电感用量有望从 0-40 颗提升至 80-100 颗, 顺络作为全球前三大小型化片式电感生产商将直接受益。

### 围绕化学变化拓品类, 基站微波器件及华为智能眼镜无线充电成为新亮点

顺络自成立之初便设有磁性材料和滤波材料研究院, 围绕工艺壁垒更高的“化学变化”而非“物理变化”以实现产品品类扩张。根据中报, 上半年公司为 5G 基站专项开发的微波器件已陆续得到国际大厂认证并将逐步实现销售。与此同时, 根据调研反馈, 在华为 8 月 21 日上市的智能眼镜方案当中, 顺络助力实现了全球首例 NFC 无接触式充电, 引领了 5G 物联网时代可穿戴类智能终端的无线充电全新解决方案。

### 汽车电子再添国际大客户, 19H1 汽车电子营收同比增长 429.97%

根据中报, 公司已成为 BOSCH、VALEO、Denso、Tesla、CATL、科博达等知名汽车电子企业供应商, 其中 CATL 和科博达是 19Q2 新增大客户。与此同时, 顺络也在不断丰富汽车电子产品品类: 公司采用独特专利制造技术的倒车雷达变压器, 实现了上线亿只零缺陷的业界最高水平; 公司开发的电动汽车 BMS 变压器, 解决了数年困扰行业 EMC 问题, 大幅度降低了客户成本; 公司全球首创的第三代功率电感, 颠覆了传统的材料和工艺, 产品各种性能全面超越现有产品, 将功率电感的发展推向了全新的水平。

### 片式电感龙头在 5G 时代迈入发力期, 重申增持评级

我们维持对公司 19-21 年 6.09/7.52/9.38 亿元的归母净利润预期, 参考可比公司 19 年平均 26.56 倍 PE 估值, 考虑到公司在片感上的全球竞争力以及当前市场对于 5G 终端产业链的较高关注度, 给予公司 19 年 35-38 倍 PE, 目标价由 21.01-22.51 元上调至 26.45-28.71 元, 重申增持评级。

风险提示: 电感产品国产替代进度低于预期, 国内 5G 商用进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	806.32
流通 A 股 (百万股)	699.06
52 周内股价区间 (元)	13.42-24.21
总市值 (百万元)	18,570
总资产 (百万元)	5,644
每股净资产 (元)	5.22

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,988	2,362	3,098	3,884	4,836
+/-%	14.47	18.84	31.17	25.35	24.52
归属母公司净利润 (百万元)	341.27	478.58	609.26	752.40	937.63
+/-%	(4.97)	40.23	27.30	23.50	24.62
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.59	0.76	0.93	1.16
PE (倍)	54.41	38.80	30.48	24.68	19.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

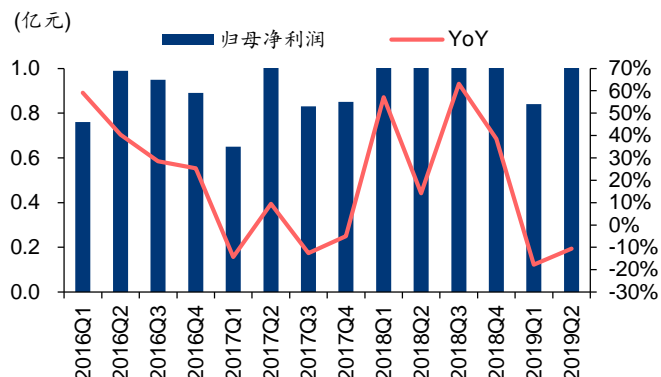
**投资建议**

**图表1: 顺络电子季度营收数据**



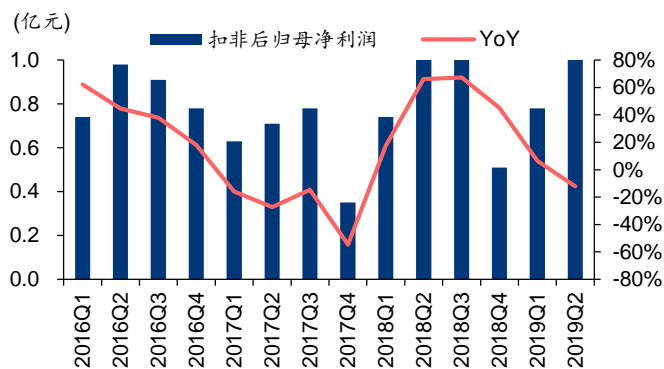
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 顺络电子季度归母净利润数据**



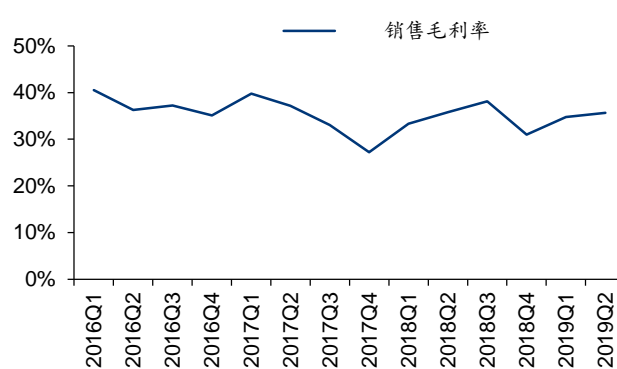
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表3: 顺络电子季度扣非后归母净利润数据**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表4: 顺络电子季度毛利率数据**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

基于上半年公司的业绩表现,我们维持对公司 19-21 年 6.09/7.52/9.38 亿元的归母净利润预期,参考可比公司 19 年平均 26.56 倍 PE 估值,考虑到公司在片感产品上的全球竞争力以及当前市场对于 5G 终端产业链的较高关注度,给予公司 19 年 35-38 倍 PE,目标价由 21.01-22.51 元上调至 26.45-28.71 元,重申增持评级。

**图表5: 可比公司盈利预测与估值 (EPS 数据为 Wind 一致预期中值)**

可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
振华科技	17.04	0.61	0.75	27.85	22.85
航天彩虹	11.3	0.37	0.48	30.16	23.56
三环集团	19.79	0.86	1.04	22.97	18.95
火炬电子	23.84	0.94	1.18	25.28	20.14
艾华集团	19.11	0.92	1.17	20.87	16.38
平均				26.56	21.38

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 价格为 2019-8-29 日收盘价

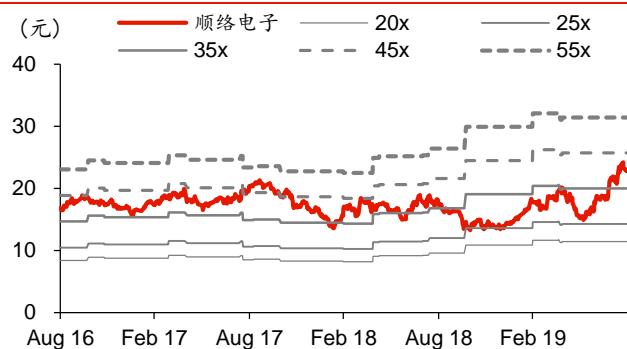
## 风险提示

**电感产品国产替代进度低于预期。**公司电感类产品在本土品牌手机厂商中实现国产替代是业绩增长的重要逻辑，但是在客户供应链中的份额提升进度仍存在不确定性。

**国内 5G 商用进度低于预期。**5G 是世界通信产业强国重要的角力场，尽管我国目前在技术储备上仍处于领先地位，具备弯道超车的潜力，但是在贸易战的大环境中，商用进程仍存在低于预期的风险。

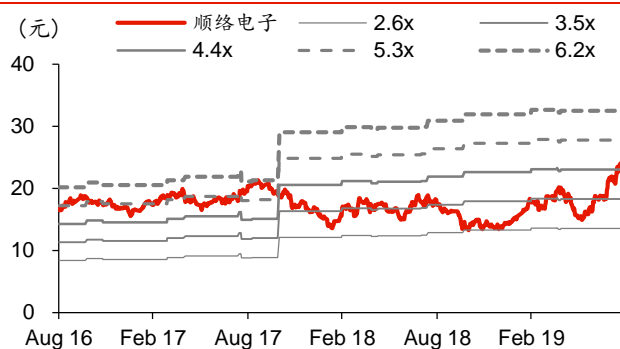
## PE/PB – Bands

图表6：顺络电子历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：顺络电子历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,748	1,971	2,876	3,590	4,361
现金	409.81	471.45	788.87	962.71	1,198
应收账款	736.22	788.36	1,174	1,459	1,755
其他应收账款	4.27	18.94	14.31	14.51	26.09
预付账款	20.61	11.75	21.74	30.95	32.17
存货	382.22	456.66	530.91	689.69	874.39
其他流动资产	195.22	223.37	346.16	432.41	476.15
非流动资产	3,020	3,267	3,357	3,434	3,484
长期投资	29.22	26.10	46.16	41.29	37.85
固定投资	2,244	2,463	2,651	2,763	2,821
无形资产	107.12	106.51	109.75	114.41	114.52
其他非流动资产	639.59	671.23	549.68	514.59	510.54
资产总计	4,768	5,237	6,233	7,023	7,845
流动负债	650.55	737.77	1,143	1,338	1,477
短期借款	4.10	60.19	320.00	400.00	400.00
应付账款	302.55	346.35	298.22	363.15	542.24
其他流动负债	343.90	331.23	524.77	575.30	535.23
非流动负债	67.07	141.93	161.36	168.45	198.29
长期借款	0.00	0.00	80.00	80.90	94.68
其他非流动负债	67.07	141.93	81.36	87.55	103.61
负债合计	717.62	879.70	1,304	1,507	1,676
少数股东权益	47.22	59.39	64.33	70.44	78.05
股本	816.62	812.04	806.32	806.32	806.32
资本公积	2,066	2,026	2,081	2,081	2,081
留存公积	1,214	1,530	1,977	2,558	3,204
归属母公司股东权益	4,003	4,298	4,865	5,446	6,092
负债和股东权益	4,768	5,237	6,233	7,023	7,845

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	471.67	597.11	368.04	574.16	818.45
净利润	344.04	482.97	614.20	758.51	945.24
折旧摊销	228.35	258.48	248.33	285.32	320.56
财务费用	31.73	(16.06)	(8.85)	(4.96)	(14.51)
投资损失	(74.28)	(28.35)	(35.55)	(45.42)	(36.44)
营运资金变动	(80.15)	(164.29)	(463.92)	(447.13)	(434.88)
其他经营现金	21.98	64.37	13.83	27.85	38.50
投资活动现金	(587.55)	(376.12)	(367.15)	(311.91)	(318.28)
资本支出	358.81	428.76	350.00	350.00	350.00
长期投资	3.60	(50.00)	40.06	(4.87)	(3.44)
其他投资现金	(225.14)	2.65	22.90	33.23	28.29
筹资活动现金	245.70	(176.43)	316.53	(88.42)	(265.03)
短期借款	(597.20)	56.09	259.81	80.00	0.00
长期借款	(82.56)	0.00	80.00	0.90	13.78
普通股增加	61.14	(4.58)	(5.72)	0.00	0.00
资本公积增加	1,059	(39.96)	55.66	0.00	0.00
其他筹资现金	(194.40)	(187.99)	(73.21)	(169.32)	(278.81)
现金净增加额	122.52	48.97	317.42	173.84	235.14

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,988	2,362	3,098	3,884	4,836
营业成本	1,322	1,544	2,013	2,548	3,158
营业税金及附加	28.42	32.73	31.01	42.39	56.07
营业费用	68.35	67.83	99.38	127.74	151.03
管理费用	132.76	138.49	317.76	370.18	481.13
财务费用	31.73	(16.06)	(8.85)	(4.96)	(14.51)
资产减值损失	5.57	26.10	7.88	7.09	10.50
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	35.55	45.42	36.44
营业利润	384.55	497.95	674.26	838.76	1,030
营业外收入	0.57	59.45	12.95	9.68	27.36
营业外支出	0.68	2.55	0.88	0.86	1.43
利润总额	384.44	554.85	686.32	847.58	1,056
所得税	40.40	71.88	72.12	89.07	110.99
净利润	344.04	482.97	614.20	758.51	945.24
少数股东损益	2.77	4.39	4.94	6.11	7.61
归属母公司净利润	341.27	478.58	609.26	752.40	937.63
EBITDA	644.63	740.37	913.74	1,119	1,336
EPS (元, 基本)	0.42	0.59	0.76	0.93	1.16

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.47	18.84	31.17	25.35	24.52
营业利润	4.44	29.49	35.41	24.40	22.84
归属母公司净利润	(4.97)	40.23	27.30	23.50	24.62
获利能力 (%)					
毛利率	33.48	34.64	35.05	34.39	34.70
净利率	17.17	20.26	19.66	19.37	19.39
ROE	8.52	11.13	12.52	13.82	15.39
ROIC	10.34	10.56	13.14	14.84	16.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.05	16.80	20.93	21.46	21.36
净负债比率 (%)	0.57	6.84	31.49	32.42	29.89
流动比率	2.69	2.67	2.52	2.68	2.95
速动比率	2.07	1.99	2.01	2.13	2.31
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.47	0.54	0.59	0.65
应收账款周转率	2.68	2.93	3.00	2.81	2.86
应付账款周转率	5.47	4.76	6.24	7.71	6.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.59	0.76	0.93	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	0.46	0.71	1.02
每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.33	6.03	6.75	7.55
估值比率					
PE (倍)	54.41	38.80	30.48	24.68	19.80
PB (倍)	4.64	4.32	3.82	3.41	3.05
EV_EBITDA (倍)	28.09	24.46	19.82	16.18	13.55

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com