

2019年10月24日

元器件景气度低位，静待5G繁荣

顺络电子(002138)

事件：

公司发布2019年三季报，2019年前三季度公司实现营收19.31亿元，同比增长10.38%；实现归母净利润2.97亿元，同比下降17.87%。

分析与判断

▶ 单季度收入创新高，汽车电子及通讯业务持续开拓

2019Q3单季度公司营收7.14亿元，同比增长15.14%，环比增长6.09%，单季收入首次突破7亿元，创公司成立以来历史新高。汽车电子方面，公司经过多年积累，已成为BOSCH、VALEO、Denso、CATL、科博达等众多知名汽车企业正式供应商，汽车电子业务持续放量。5G基站方面，公司三季报披露，为5G基站专项开发的微波器件已陆续得到国际大厂承认并实现销售。手机产品业务，华为、OPPO、vivo、小米等手机厂商的份额持续提升，带动公司收入增长。

▶ 元器件景气度处于低位，大客户半年度进行价格调整，导致公司毛利率下滑

今年4G手机缩量，5G手机起步未放量，智能手机市场仍处于收缩期，IDC预计2019年全球智能手机销量13.7亿部，同比下滑2.2%。中国市场看，据中国信通院数据，2019年1-9月，智能手机出货量2.75亿部，同比下降4.2%。受美国禁售令及谷歌停用GMS影响，华为新机海外销售受到负面影响，重心转入国内市场，国内智能手机市场竞争加剧，供应链公司承受进一步的价格压力。公司手机用电感为主要收入来源，新产品目前比重尚小，传统产品受到市场负面因素影响，第3季度产品定价有下滑，导致整体毛利率下降至33.51%，同比下滑4.62个百分点，环比下滑2.14个百分点。此外，第3季度管理费用为4354万元，同比增加47.34%，主要是员工工资支出增加；财务费用同比增加500万元，主要是借款增加。

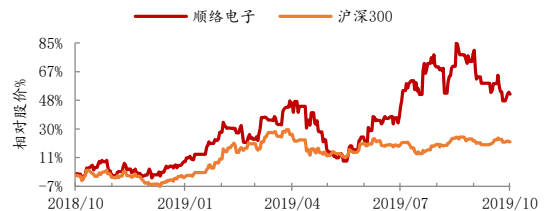
▶ 研发持续高投入，储备未来成长

第3季度公司研发费用5436万元，同比增长53.16%，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，但为公司可持续增长打好基础。依旧看好公司产业升级逻辑，智能手机电感行业升级的方向是小型化、精密化，0805、0603、0402、0201、01005，尺寸越来越小，精度越来越高，难度越来越大，全球有能力的厂家越来越少。公司已经形成叠层、绕线两大工艺平台，产品具备国际竞争力，高端01005已经开始量产，主要竞争对手日本村田，手机用电感正处于行业小型化升级叠加5G需求释放的红利初期，未来伴随5G手机逐步放量，公司成长可期。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	24.42
最新收盘价：	20.76

股票代码：	002138
52周最高价/最低价：	25.26/13.42
总市值(亿)	167.39
自由流通市值(亿)	145.13
自由流通股数(百万)	699.06



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005
联系电话：

分析师：张大印

邮箱：zhangdy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090005
联系电话：

相关研究

1. 高端电感具备全球竞争力，静待5G放量
2019.9.26

投资建议

鉴于 2019 年公司主要产品价格下滑程度较大，我们将公司 2019~2021 年的收入预测由 30/41/50 亿元调整为 27/36/50 亿元；归母净利润由 5.52/7.44/8.93 亿元调整为为 4.03/5.97/7.66 亿元；对应最新预测 EPS 分别为 0.50 元、0.74 元、0.95 元。参考申万被动元件指数过去 2 年平均 PE (TTM) 为 33 倍，鉴于公司在高端电感领域的龙头地位，维持“买入”评级，目标价由 29.44 元调整为 24.42 元，对应 2020 年 33 倍 PE。

风险提示

宏观经济下行，下游需求不振，传统业务增速不及预期；高端 01005 电感客户认证不及预期的风险；5G 手机出货量低于预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1987.56	2362.04	2651.20	3622.32	5002.20
YoY (%)	14.47%	18.84%	12.24%	36.63%	38.09%
归母净利润(百万元)	341.27	478.58	402.87	596.64	765.72
YoY (%)	-4.97%	40.23%	-15.82%	48.10%	28.34%
毛利率 (%)	33.48%	34.64%	34.37%	35.12%	35.03%
每股收益 (元)	0.42	0.59	0.50	0.74	0.95
ROE	8.52%	11.13%	8.57%	11.26%	12.63%
市盈率	49.05	34.98	41.55	28.06	21.86

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2362.04	2651.20	3622.32	5002.20	净利润	482.97	405.60	601.28	771.60
YoY (%)	18.84%	12.24%	36.63%	38.09%	折旧和摊销	258.48	240.00	90.00	140.00
营业成本	1543.79	1740.00	2350.00	3250.00	营运资金变动	-164.76	6.46	-318.16	-469.51
营业税金及附加	32.73	37.13	47.09	66.70	经营活动现金流	597.11	639.62	371.47	477.38
销售费用	67.83	81.14	88.38	132.40	资本开支	-422.87	-800.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	138.49	162.65	218.95	303.86	投资	50.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-16.06	-4.85	14.25	45.44	投资活动现金流	-376.12	-772.00	-971.00	-975.00
资产减值损失	26.10	10.60	4.09	5.86	股权募资	3.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	28.35	28.00	29.00	25.00	债务募资	56.09	66.21	622.78	552.06
营业利润	497.95	461.63	686.48	880.02	筹资活动现金流	-176.43	60.93	599.53	497.62
营业外收支	56.90	0.00	0.00	0.00	现金净流量	44.56	-71.45	0.00	0.00
利润总额	554.85	461.63	686.48	880.02					
所得税	71.88	56.04	85.20	108.42	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	482.97	405.60	601.28	771.60	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	478.58	402.87	596.64	765.72	营业收入增长率	18.84%	12.24%	36.63%	38.09%
YoY (%)	40.23%	-15.82%	48.10%	28.34%	净利润增长率	40.23%	-15.82%	48.10%	28.34%
每股收益	0.59	0.50	0.74	0.95	盈利能力 (%)				
					毛利率	34.64%	34.37%	35.12%	35.03%
					净利率	20.45%	15.30%	16.60%	15.43%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	9.14%	6.92%	8.16%	8.48%
货币资金	471.45	400.00	400.00	400.00	净资产收益率 ROE	11.13%	8.57%	11.26%	12.63%
预付款项	11.75	17.63	23.97	31.67	偿债能力 (%)				
存货	456.66	471.95	627.58	890.41	流动比率	2.67	2.17	1.43	1.25
其他流动资产	1030.68	1109.62	1523.76	2116.08	速动比率	2.04	1.64	1.07	0.91
流动资产合计	1970.53	1999.19	2575.32	3438.16	现金比率	0.64	0.43	0.22	0.15
长期股权投资	26.10	26.10	26.10	26.10	资产负债率	16.80%	18.25%	26.64%	32.09%
固定资产	2462.99	3022.99	3932.99	4792.99	经营效率 (%)				
无形资产	106.51	106.51	106.51	106.51	总资产周转率	0.47	0.48	0.55	0.61
非流动资产合计	3266.82	3826.82	4736.82	5596.82	每股指标 (元)				
资产合计	5237.36	5826.01	7312.14	9034.98	每股收益	0.59	0.50	0.74	0.95
短期借款	60.19	126.41	749.19	1301.24	每股净资产	5.33	5.83	6.57	7.52
应付账款及票据	346.35	367.07	497.09	686.11	每股经营现金流	0.74	0.79	0.46	0.59
其他流动负债	331.23	427.68	559.73	769.89	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	737.77	921.16	1806.00	2757.25	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	34.98	41.55	28.06	21.86
其他长期负债	141.93	141.93	141.93	141.93	PB	2.60	3.56	3.16	2.76
非流动负债合计	141.93	141.93	141.93	141.93					
负债合计	879.70	1063.09	1947.93	2899.18					
股本	812.04	812.04	812.04	812.04					
少数股东权益	59.39	62.11	66.76	72.64					
股东权益合计	4357.66	4762.92	5364.21	6135.81					
负债和股东权益合计	5237.36	5826.01	7312.14	9034.98					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

张大印：华西证券研究所电子行业分析师，北京邮电大学工学学士、工学硕士，近3年电子实业工作经验，累计申请国家专利18项；曾就职于民生证券、安信证券，2019年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。