

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

顺络电子 (002138)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020 年 05 月 29 日

优化股权结构，公司蓄力新一轮成长

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821

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 010-88005310

gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070004

事项：

公司发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，资金总额不超过（含）人民币 148,000 万元。

国信电子观点：1) 本次定增引入战略投资者同时优化股东结构，充分利用产业资源支持公司发展，发行完后公司 22 名高管成为公司的实际控制人，大大优化了公司的现有架构，并促进公司未来的稳定发展。2) 伴随着 5G 基站、5G 手机、汽车电子带来的元器件需求的增长，公司此次定增进一步增加了核心产品产能，进一步巩固公司的市场地位，为公司新一轮的成长奠定基础。3) 风险提示：受疫情影响下游需求不达预期；定增进展不达预期。5) 投资建议：继续维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润 5.29/6.71/8.29 亿，对应 EPS 为 0.66/0.83/1.03 元，对应当前股价 PE 为 37/29/24X，维持“买入”评级。

评论：

■ 引入战略投资者，优化股权结构

公司本次非公开发行的发行对象为先进制造产业投资基金二期（有限合伙）、湖北小米长江产业基金合伙企业（有限合伙）、深圳安鹏资本创新有限公司、深圳市荔园新导创业投资合伙企业（有限合伙）、袁金钰、施红阳等公司 22 名核心高管，共 26 名特定对象。本次非公开发行募集资金总额不超过（含）人民币 148,000 万元，募集资金扣除发行费用后，拟用于以下项目：

图 1：公司拟募投项目

序号	项目名称	拟投入募集资金 (万元)
1	片式电感扩产项目	53,000
2	微波器件扩产项目	35,000
3	汽车电子产业化项目	30,000
4	精细陶瓷扩产项目	30,000
合计		148,000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

通过引入战略投资者，有利于增强公司股东背景，促进现有业务的发展，完善公司治理结构，提高整体管理水平，进而提升公司的综合竞争力。战略投资者可充分调动其在各领域的优质资源，发挥其在业务、资本、管理等方面的优势支持公司发展。公司核心高管包括袁金钰、施红阳等共计 22 名成员，与恒顺通签署了《一致行动协议》，此次

非公开发行完成及《一致行动协议》生效前，公司无控股股东、实际控制人。非公开发行完成后，以及《一致行动协议》生效后，袁金钰等 22 名核心员工将成为上市公司共同实际控制人，有助于明确上市公司的控制权结构，有利于进一步优化公司治理架构，继续保持公司的稳健发展。

■ 新兴需求持续增长，公司扩张产能丰富产品迎接新一轮增长

全球智能手机销量自 18 年后出现小幅下滑，但是整体市场规模有所上升，体现手机均价有明显的增长，智能终端已经整体向中高端进行迭代，手机的创新升级带动元器件需求大幅上升。5G 的普及将带动 5G 手机快速渗透，使得被动元件整体需求稳步提升。

表 1: 5G 手机渗透率提升带动被动元件需求增长

通信制式	19 年出货量 (百万部)	市场份额	YOY	23 年出货量 (百万部)	市场份额	YOY
3G	57.5	4.10%	-25.40%	34.6	2.20%	-3.40%
4G	1330.6	95.40%	0.20%	1105.9	71.70%	-4.40%
5G	6.7	0.50%	N/A	401.3	26%	23.90%
总计	1394.9	100%	-0.80%	1541.8	100%	1.70%

资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

在基站建设应用上，叠层片式射频电感及功率电感的用量随着信道数量的增加而提升，相较于 4G 基站，5G 基站信道数量由 32 信道转为 64 信道、单个基站由 1 个天线扇面增加至 3 个天线扇面，叠层片式射频电感用量提升至 6 倍。4G 基站的总电感用量为 1100-1300 颗，而 5G 基站的整体单站电感用量提升了 30% 以上，增加至 1600-1700 颗，进一步促进了电感产品的需求增长。

汽车行业对汽车电子的需求持续提升，主要体现在车载娱乐信息系统、ADAS 自动驾驶系统以及电动控制系统将成为汽车电子的核心增长驱动，并推动市场渗透率的持续提升，预计 2030 汽车电子的渗透率将达到 50%。据统计，每辆汽车使用的电子元件来看，中端车平均用量 6,300 个，高端车 8,200 个，纯电动汽车增加到 14,000 个，预计到 2030 年车用电器与汽车电子元件成本占比将达到 50% 以上，驱动汽车电子行业快速成长。从全球汽车电子市场空间来看，将从 2015 年的 190 亿美元，增加到 2025 年的 320 亿美元，汽车电子应用普及、新能源汽车渗透率提升是下一轮驱动电子元器件行业发展的重要动力。

在下游需求持续增长的背景下，公司通过此次非公开发行一方面提高片式电感的产能，解决目前公司产能不足问题；另外一方面，加强公司产品在通信、汽车电子等行业领域的推广应用，为公司下一步发展奠定稳固的产品、市场基础。

■ 看好公司的新一轮成长

公司在 20 年一季度经历了外部环境最为复杂的时期，但公司依然实现了一季度当季销售历史新高，公司的 5G 基站业务订单持续增长，汽车电子多款产品得到客户认可，并稳定放量中。精细陶瓷方面可穿戴式电子终端、随身医疗监护终端以及其他新兴消费电子需求强劲。智能手机方面，下游客户市占率持续提升，同时新产品持续导入，国产替代背景下公司迎来难得机遇。此次定增后，公司产能进一步扩充，同时引入战略投资者后可以发挥其在业务、资本、管理等方面的优势支持上市公司发展。公司有望迎来新一轮成长期。

■ 投资建议：引入战略投资者，优化股权结构，公司扩充产能蓄力新一轮成长，维持“买入”评级。

本次定增引入战略投资者同时优化股东结构，充分利用产业资源支持公司发展，发行完后公司 22 名高管成为公司的实际控制人，大大优化了公司的现有架构，并促进公司未来的稳定发展。伴随着 5G 基站、5G 手机、汽车电子带来的元器件需求的增长，公司此次定增进一步增加了核心产品产能，进一步巩固公司的市场地位，为公司新一轮的成长奠定基础。继续维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润 5.29/6.71/8.29 亿，对应 EPS 为 0.66/0.83/1.03 元，对应当前股价 PE 为 37/29/24X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	462	500	1183	1639
应收款项	1003	1383	1757	2196
存货净额	547	604	788	1009
其他流动资产	299	139	177	221
流动资产合计	2311	2626	3905	5065
固定资产	3081	3422	3501	3420
无形资产及其他	404	363	323	283
投资性房地产	465	465	465	465
长期股权投资	44	44	44	44
资产总计	6304	6920	8237	9276
短期借款及交易性金融负债	666	411	60	60
应付款项	495	598	781	1000
其他流动负债	315	484	629	802
流动负债合计	1476	1494	1469	1862
长期借款及应付债券	130	130	930	930
其他长期负债	188	288	388	488
长期负债合计	319	419	1319	1419
负债合计	1795	1912	2788	3281
少数股东权益	91	96	102	109
股东权益	4418	4911	5347	5886
负债和股东权益总计	6304	6920	8237	9276

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.50	0.66	0.83	1.03
每股红利	0.22	0.04	0.29	0.36
每股净资产	5.48	6.08	6.62	7.29
ROIC	13%	10%	12%	14%
ROE	9%	11%	13%	14%
毛利率	34%	36%	36%	36%
EBIT Margin	25%	17%	17%	17%
EBITDA Margin	35%	30%	29%	27%
收入增长	14%	29%	27%	25%
净利润增长率	-16%	32%	27%	24%
资产负债率	30%	29%	35%	37%
息率	0.9%	0.2%	1.2%	1.5%
P/E	48.7	37.0	29.2	23.6
P/B	4.4	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	22.4	20.3	17.5	15.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2693	3481	4422	5528
营业成本	1774	2228	2835	3555
营业税金及附加	22	47	61	77
销售费用	76	91	115	144
管理费用	150	535	673	836
财务费用	19	19	10	2
投资收益	(3)	30	30	30
资产减值及公允价值变动	20	(20)	(20)	(20)
其他收入	(210)	0	0	0
营业利润	461	572	738	924
营业外净收支	(4)	50	50	50
利润总额	457	622	788	974
所得税费用	51	87	110	136
少数股东损益	4	6	7	9
归属于母公司净利润	402	529	671	829

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	402	529	671	829
资产减值准备	(6)	1	1	0
折旧摊销	284	478	540	602
公允价值变动损失	(20)	20	20	20
财务费用	19	19	10	2
营运资本变动	(179)	97	(168)	(212)
其它	8	4	5	7
经营活动现金流	489	1129	1069	1246
资本开支	(698)	(800)	(600)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(716)	(800)	(600)	(500)
权益性融资	27	0	0	0
负债净变化	130	0	0	0
支付股利、利息	(176)	(36)	(235)	(290)
其它融资现金流	283	(255)	(351)	0
融资活动现金流	218	(291)	214	(290)
现金净变动	(9)	38	683	456
货币资金的期初余额	471	462	500	1183
货币资金的期末余额	462	500	1183	1639
企业自由现金流	3	274	407	678
权益自由现金流	416	3	47	676

相关研究报告

- 《顺络电子-002138-年报点评：研发投入持续扩大，新品放量推动收入创历史新高》——2020-03-17
- 《顺络电子-002138-2019年三季度报点评：三季度业绩低于预期，短期业绩承压不改长期成长性》——2019-10-25
- 《顺络电子-002138-2019年半年报点评：短期业绩承压，看好5G业务明年量价齐升》——2019-09-02
- 《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

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±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±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