

电子

2018年11月14日

顺络电子 (002138)

——客户及新品拓展顺利，财务质量支撑稳健成长

报告原因：有业绩公布需要点评

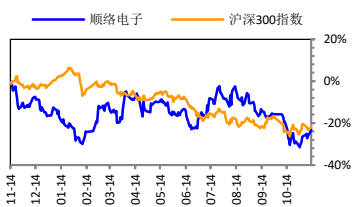
中性 (维持)

| 市场数据： 2018年11月13日 | |
|-------------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 15.03 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.42/12.99 |
| 市净率 | 2.9 |
| 息率(分红/股价) | 2.66 |
| 流通A股市值(百万元) | 10519 |
| 上证指数/深证成指 | 2654.88/7963.66 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2018年09月30日 | |
|-------------------|---------|
| 每股净资产(元) | 5.18 |
| 资产负债率% | 14.39 |
| 总股本/流通A股(百万) | 812/700 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

骆思远 A0230517100006
MarkLo@swsresearch.com

联系人

杨海燕
(8621)23297818x7467
yanghy@swsresearch.com

投资要点：

- **三季报：顺络电子前三季度营收 17.5 亿元，同比增长 25.9%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 40.81%，扣非净利润 3.2 亿元，同比增长 52%。**
- **Q3 营收平稳，产能利用率提升带动毛利率稳步提升。** Q3 单季度营收 6.2 亿元，同比增长 7.63%，归母净利润 1.35 亿元，同比增长 63.08%，扣非净利润 1.30 亿元，同比增长 67%。Q3 单季毛利率 38%，已连续三季度环比上升，比去年同期上升了 5pct。前三季度毛利率 36%，与去年同期基本持平，而 2018Q4 受益于消费电子客户订单放量以及汽车电子新订单量产，预计全年毛利率将提升至 37%。
- **受益于毛利率与财务费用率改善，净利率同比提升 7.4pct。** 受汇率影响，2018Q2/Q3 顺络电子财务费用率为 -1.48%、-1.52%，同比下降 3.8pct、3.1pct。受益于毛利率提升及财务费用率下降，Q3 营业利润率 26%，同比提升 9pct，净利率 22%，同比提升 7.4pct。
- **财务结构显著向好，经营模式抗风险能力较强。** 三季报资产负债率仅 14%，处于历史最低位置，短借款及长期借款接近 0，货币资金 3.2 亿，因而预期利息收入大于支出；速动比率 2.16，处于历史高位；经营活动现金流量净额 4.69 亿元，远高于同期净利润值。
- **持续拓展通讯及消费电子，高端精密电感持续提升。** 2018 年前三季度，通讯领域应用占营收比重 49%，公司持续提升在小米和华为的占比。同时，顺络去年通过 OPPO、VIVO 供应商认证，已进入批量出货阶段，预计未来 3 年份额将持续提升。顺络高端 01005 电感已小批量供应给华为，同时推进与国际 PA 模块厂合作。未来随着 5G 终端产品对小型化产品的需求提升，顺络有望打开高端电感市场销售额。
- **沿技术路径拓宽产品种类，电子变压器在汽车电子客户取得重大进展。** 1-9 月，公司叠层产品占比 28%，绕线电感占比 44%，陶瓷、敏感器件、PCB 等其他新产品占比 28%。公司已通过博世、法莱奥和大陆认证，提供倒车雷达变压器、新能源汽车 BMS 均衡变压器，四季度积极扩产，将于明后年贡献较大增量产出。
- **下调盈利预测，维持中性评级。** 将 2018/2019 营收预测从 24/32 亿元下调至 24/29 亿元，将 2018/2019 归母净利润从 4.9/6.1 亿下调至 4.6/4.8 亿元，新增 2020 年营收预测 35 亿元，净利润预测 5.8 亿元，对应 2018/2019PE 分别为 26X/25X，维持中性评级。

财务数据及盈利预测

| | 2017 | 18Q1-Q3 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,988 | 1,750 | 2,438 | 2,890 | 3,475 |
| 同比增长率(%) | 14.47 | 25.88 | 22.70 | 18.50 | 20.20 |
| 净利润(百万元) | 341 | 361 | 462 | 484 | 578 |
| 同比增长率(%) | -4.97 | 40.81 | 35.30 | 4.80 | 19.40 |
| 每股收益(元/股) | 0.42 | 0.45 | 0.57 | 0.60 | 0.71 |
| 毛利率(%) | 33.5 | 35.9 | 37.1 | 37.1 | 37.2 |
| ROE(%) | 8.5 | 8.6 | 10.4 | 9.9 | 10.5 |
| 市盈率 | 36 | | 26 | 25 | 21 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE。



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

合并损益表

| 百万元, 百万股 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,319 | 1,736 | 1,988 | 2,438 | 2,890 | 3,475 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | 13.48% | 31.61% | 14.47% | 22.70% | 18.50% | 20.20% |
| 减: 营业成本 | 838 | 1,094 | 1,322 | 1,533 | 1,817 | 2,184 |
| 毛利率 (%) | 36.50% | 37.01% | 33.48% | 37.10% | 37.10% | 37.20% |
| 减: 营业税金及附加 | 5 | 13 | 28 | 35 | 41 | 50 |
| 主营业务利润 | 477 | 630 | 637 | 870 | 1,032 | 1,241 |
| 主营业务利润率 (%) | 36.13% | 36.28% | 32.05% | 35.68% | 35.71% | 35.71% |
| 减: 销售费用 | 43 | 51 | 68 | 73 | 87 | 104 |
| 减: 管理费用 | 144 | 189 | 244 | 300 | 355 | 427 |
| 减: 财务费用 | 13 | 21 | 32 | -7 | 33 | 41 |
| 经营性利润 | 277 | 368 | 293 | 504 | 557 | 669 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 22.09% | 32.98% | -20.53% | 72.28% | 10.52% | 20.11% |
| 经营性利润率 (%) | 20.98% | 21.20% | 14.72% | 20.67% | 19.27% | 19.25% |
| 减: 资产减值损失 | 8 | 6 | 6 | 18 | 14 | 17 |
| 加: 投资收益及其他 | -1 | 6 | 74 | 30 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 268 | 368 | 385 | 517 | 548 | 658 |
| 加: 营业外净收入 | 22 | 22 | 0 | 25 | 25 | 27 |
| 利润总额 | 290 | 390 | 384 | 542 | 573 | 685 |
| 减: 所得税 | 28 | 32 | 40 | 77 | 85 | 102 |
| 净利润 | 262 | 358 | 344 | 466 | 488 | 583 |
| 少数股东损益 | -2 | -1 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 263 | 359 | 341 | 462 | 484 | 578 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | 23.76% | 36.36% | -4.97% | 35.30% | 4.80% | 19.40% |
| 全面摊薄总股本 | 741 | 755 | 817 | 812 | 812 | 812 |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.48 | 0.44 | 0.57 | 0.60 | 0.71 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 19.96% | 20.68% | 17.17% | 18.95% | 16.75% | 16.63% |
| ROE | 10.93% | 13.47% | 8.52% | 10.40% | 9.90% | 10.50% |

资料来源: 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao1@swyhsc.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan4@swyhsc.com |
| 深圳 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swyhsc.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang2@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。