

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

联系人: 贾建虎 021-50588666-8037

银价下跌, 盈利能力将止跌回升

——顺络电子(002138) 三季度报点评

研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2011年10月18日

报告关键要素:

11年3季度, 公司营业收入维持高速增长, 原材料价格上涨导致毛利率大幅下滑, 预计12年随着银价回调, 公司产品毛利率迎来向上拐点。预测11-12年公司EPS为0.51元和0.75元, 按17日收盘价16.65元计算, 对应PE为32.65倍和22.2倍, 给予“增持”评级。

事件:

- 顺络电子(002138)公布2011年三季度报。11年前3季度, 公司实现销售收入4.26亿元, 同比增长28.41%, 营业利润7526万元, 同比减少17.74%, 净利润6763万元, 同比减少12.46%, 每股收益0.33元。

点评:

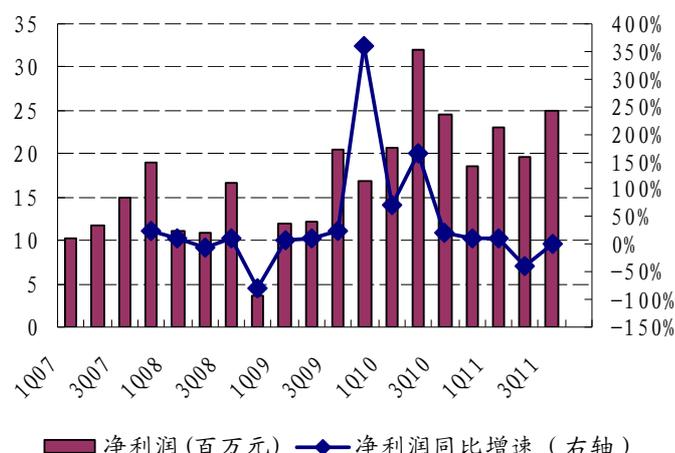
- 片式电感元件符合行业发展趋势。公司主要产品为片式电感元件, 下游客户为手机、电脑等电子产品制造商, 公司产品终端用户包括英特尔、戴尔、索尼、松下等国内外知名企业。电子产品因便携性需求将更多采用片式元器件, 公司产品符合行业发展趋势。
- 11年3季度, 公司营业收入保持较高增速。第三季度公司收入1.51亿元, 同比增长26.41%, 环比增长9.52%; 实现净利润2494万元, 同比增长1.25%, 环比增长26.39%。虽然电子元器件行业整体处于去库存周期, 但公司生产的片式电感元件受智能手机等新型电子产品的需求拉动, 订单较为稳定, 因而收入增速高于行业平均水平。

图 1: 07-11 年各季度营业收入及同比增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 07-11 年各季度净利润及同比增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

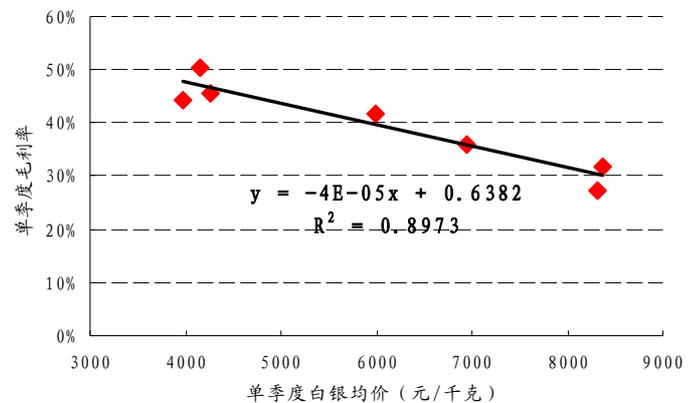
- 公司盈利能力和银价密切相关。11年3季度, 公司产品毛利率为27.19%, 同比大幅下滑18.33个百分点, 环比下降4.56个百分点。主要原因是原材料在营业成本中占比高达40%, 主要材料电极银浆价格随银价大幅上涨。公司采用加权平均法计算存货均价, 因而10年以来各季度毛利率和当季银价有线性对应关系。经测算, 银价格每上涨1000元/公斤, 公司毛利率下降约4个百分点。

图 3: 09-11 年各季度公司毛利率和平均银价 (元/千克)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、上海金交所

图 4: 10 年以后公司单季度毛利率和银价呈线性相关



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、上海金交所

- 随着银价下降, 预计12年公司毛利率将有所回升。10月份以来, 银价呈见顶回落态势, 10月14日金交所银价 (T+D) 回落至6838元/公斤, 若明年银价 (全年均值) 比当前值下调10%, 可以估算公司产品毛利率将回升至39.2%左右。

表 1: 预测 12 年公司盈利状况随银价变化关系

假设银价变动幅度	上浮 20%	上浮 10%	10 月 14 收盘价	下调 10%	下调 20%
12 年平均银价 (元/千克)	8205.6	7521.8	6838	6154.2	5470.4
公司产品毛利率	31.00%	33.73%	36.47%	39.20%	41.94%
12 年净利润 (百万元)	105.5	123.2	140.97	158.68	176.45
12 年 EPS (元)	0.4991	0.5828	0.6669	0.7506	0.8347

来源: 中原证券研究所、公司公告、上海金交所

图 5: 上海金交所银价 (T+D) 变化趋势 (单位: 元/千克)



来源: 中原证券研究所、Wind

- 公司募投项目预计在12年达产。3月份公司非公开增发1806万股, 增发价23.8元, 募集资金4.3亿元用于扩产, 并投产新产品LTCC (低温共烧陶瓷)。达产后, 公司电感元件产能将增加到167亿只, 增长约67%; LTCC产品是电感元件的向下延伸, 产品较为高端, 预期年产能能为1.62亿只。截至6月底, 两个项目投资进展约为75%, 预计在12年达产。

- **行业去库存周期或在明年1季度结束。**我们在电子元器件行业四季度策略报告中提出，新型电子产品带动元器件需求逐步回暖，预计明年上半年，去库存周期告一段落，行业整体迎来向上拐点。公司募投项目达产时间迎合行业拐点，届时产能释放将使公司收入保持高增长态势。
- **给予公司“增持”评级。**预测11-12年公司EPS为0.51元和0.75元。按14日收盘价16.65元计算，对应PE为32.65倍和22.2倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、人工成本上升。

### 盈利预测

	2009年	2010年	2011E	2012E
营业收入(亿元)	3.26	4.49	6.06	7.50
增长比率(%)	29.85%	37.77%	35.00%	23.70%
净利润(亿元)	0.61	0.96	1.06	1.59
增长比率(%)	45.56%	55.96%	10.78%	49.45%
每股收益(元)	0.50	0.50	0.51	0.75
市盈率(倍)	33.3	33.3	32.65	22.2

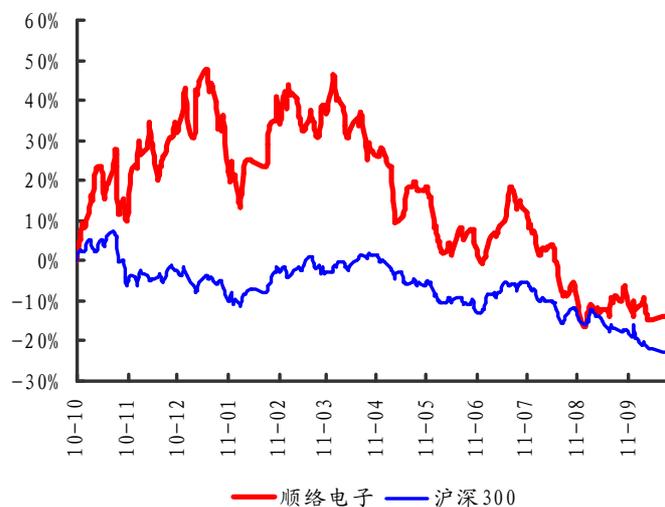
### 市场数据 (2011年10月14日)

收盘价(元)	16.45
一年内最高/最低(元)	28.65 / 15.88
沪深300指数	2653.78
市净率(倍)	5.477
流通市值(亿元)	27.84

### 基础数据 (2011年9月30日)

每股净资产(元)	5.3
每股经营现金流(元)	-0.03
毛利率(%)	31.49
净资产收益率(%)	6.01
资产负债率(%)	17.61
总股本/流通股(万股)	21234/16922
B股/H股(万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



## 相关研究

20110955\_策略-AAA-电子元器件 2011 年 4 季度投资策略：紧盯下游需求，寻找投资机会.....11 年 9 月 29 日

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

## 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

## 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。