

天凉好个秋，静待形势明朗

顺络电子 002138

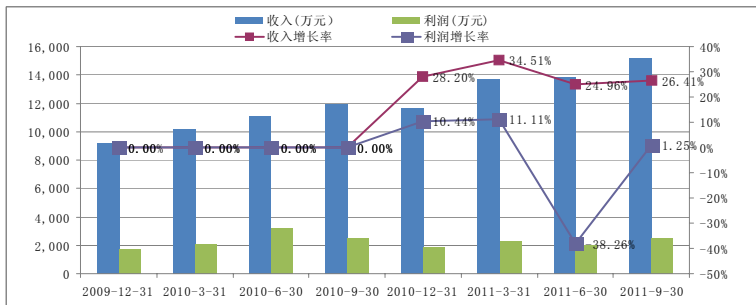
事件

顺络电子公布2011年三季报，今年前三季度共实现营业收入42,641.08万元，同比增长28.41%；归属母公司净利润6,763.15万元，同比负增长-12.46%；每股收益0.33元。

评述

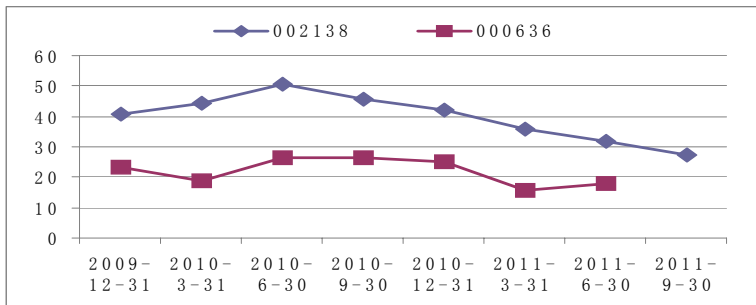
单季度收入利润恢复增长，然毛利率见底情势不明。单季度看，公司本季度收入同比增速为26.41%，单季度收入创出新高；净利润增速1.25%，扭转二季度同比下滑38.26%的形势。然本季度毛利率27.19%，环比上季度下降4.56个pt，毛利率从去年三季度开始下降，从最高值50.42%下降到27.19%，分析其原因为银等主要原材料价格上涨至高位，目前银价仍处高位，毛利率见底情势尚待观察。单季度期间费用率环比下降1.87个Pt，其中管理费用率环比下降1.96个Pt，显示业绩走稳部分源于费用控制。

图1. 季度收入利润情况



资料来源: Wind资讯

图2. 毛利率季度变化情况



资料来源: Wind资讯

维持 增持

分析师: 周峰

投资咨询执业证书编号:

S0630511010001

联系信息:

021-50586660-8619

zhouf@longone.com.cn

日期

分析: 2011年10月18日

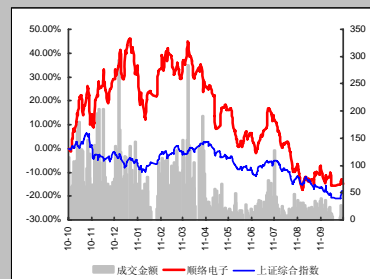
调研: 有

价格

当前市价: 16.65元

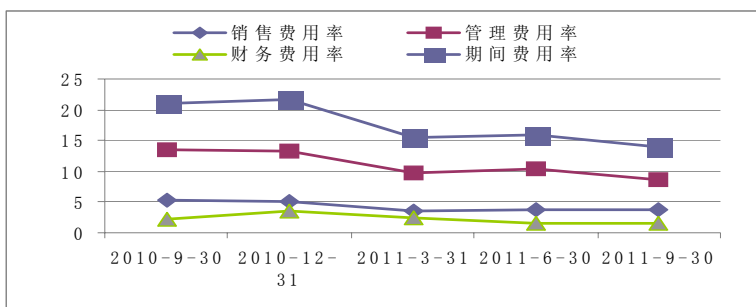
半年目标: - 元

股价表现



相关研究报告

图3. 费用变化情况



资料来源: Wind资讯

白银价格波动是近期影响毛利率变化的主要因素。从10年三季度开始,白银价格从20美元/盎司开始上涨,今年4月创下49.82美元/盎司的新高,目前维持在32美元附近盘整,较之初仍有60%涨幅,处于高位。由于白银等原材料占总成本约四成,经测算,白银价格每波动10%,影响公司毛利率约为2.2个Pt. 假设基期白银占成本比例为40%,基期公司毛利率为45%,分析毛利率敏感性如下:

图 1.08 年 10 月-11 年 10 月 COMEX 白银价格走势

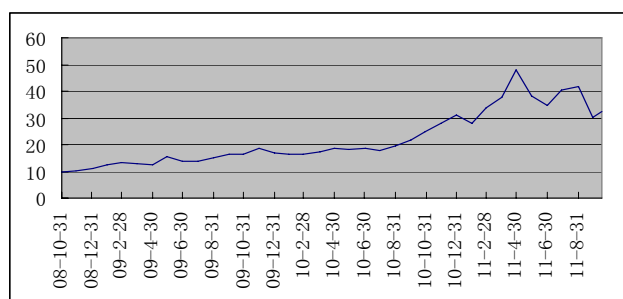
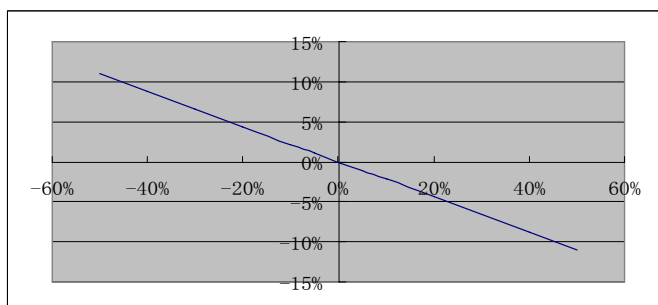


图 2. 毛利率与银价的毛利率敏感分析



资料来源: Wind资讯

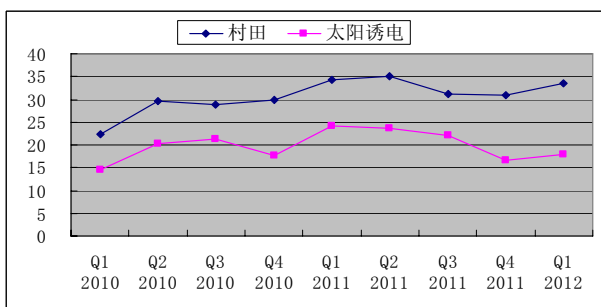
表1. 银价变动对毛利率影响

银价波动	50%	40%	30%	20%	10%	5%	0%	-5%	-10%	-20%	-30%	-40%	-50%
毛利率变化	-11.00%	-8.80%	-6.60%	-4.40%	-2.20%	-1.10%	0.00%	1.10%	2.20%	4.40%	6.60%	8.80%	11.00%

资料来源: Wind资讯

与国外同行相比,公司、日本村田和太阳诱电是全球前三电感厂商,村田和太阳诱电电感业务营收占比分别约为20%和15%。分析二公司的毛利率走势,从10年三季度开始,其毛利率也在下滑,由于业务多元化下滑程度较小。

图3.村田和太阳诱电毛利率走势



资料来源: Bloomberg

绕线产品份额继续提升。目前绕线产品收入占比达四成左右，未来占比还有上升，由于绕线产品主要原材料为铜，将一定程度上减弱银价上涨的影响。LTCC产品已经具有一定销量，市场继续在培育中。下游需求方面，智能手机中将用到更多小尺寸电感，未来智能手机等市场可望促发需求回升。

预测公司11-13年 EPS 为0.49 元, 0.77 元, 1.13 元. 当前股价对应11年33.4 倍PE, 维持公司增持评级。

表1. 盈利预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	50	91	104	136	176	营业收入	326	449	517	672	873
应收款项	95	135	153	200	259	营业成本	190	245	357	437	542
存货净额	59	134	140	192	222	营业税金及附加	0	1	0	1	1
其他流动资产	1	9	6	11	13	销售费用	14	22	19	27	35
流动资产合计	205	369	404	539	670	管理费用	37	54	49	67	87
固定资产	372	553	861	1260	1783	财务费用	6	9	4	5	4
无形资产及其他	42	58	56	54	52	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	47	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	2	5	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(7)	(13)	25	43	65
资产总计	666	1028	1368	1901	2552	营业利润	74	111	115	182	273
短期借款及交易性金融负债	30	234	506	926	1420	营业外净收支	(1)	4	5	7	9
应付款项	33	55	65	83	99	利润总额	72	115	120	189	282
其他流动负债	31	34	46	54	69	所得税费用	11	19	16	25	42
流动负债合计	94	323	617	1064	1589	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	31	31	31	31	归属于母公司	61	96	104	164	239
其他长期负债	47	36	22	10	(3)	现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
长期负债合计	47	67	54	41	28	净利润	61	96	104	164	239
负债合计	141	391	671	1105	1617	资产减值准备	(0)	3	(5)	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	40	43	33	46	62
股东权益	524	638	697	796	936	公允价值变动	(2)	(5)	(4)	(4)	(4)
负债和股东权益总计	666	1028	1368	1901	2552	财务费用	6	9	4	5	4
关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(20)	(107)	(18)	(90)	(72)
每股收益	0.50	0.49	0.49	0.77	1.13	其它	0	(3)	5	0	(0)
每股红利	0.25	0.18	0.21	0.31	0.47	经营活动现金流:	79	27	116	116	225
每股净资产	4.29	3.28	3.29	3.75	4.41	资本开支	(39)	(230)	(329)	(439)	(579)
ROS	19%	21%	20%	24%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	15%	15%	21%	26%	投资活动现金流:	(39)	(230)	(329)	(439)	(579)
毛利率	42%	46%	31%	35%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	29%	18%	21%	24%	负债净变化	0	31	0	0	0
EBITDA Margin	39%	39%	25%	28%	31%	支付股利、并	(31)	(35)	(45)	(65)	(99)
收入增长	30%	38%	15%	30%	30%	其它融资现金流	1	252	272	420	494
净利润增长	46%	56%	9%	57%	46%	融资活动现金流:	(60)	245	227	355	395
资产负债率	21%	38%	49%	58%	63%	现金净变动	(20)	41	14	31	41
息率	1.0%	2.0%	1.4%	2.0%	3.1%	货币资金的其	70	50	91	104	136
P/E	32.7	33.4	33.4	21.3	14.6	货币资金的其	50	91	104	136	176
P/B	6.1	5.0	4.6	4.0	3.4	企业自由现金流	0	(162)	(232)	(358)	(409)
EV/EBITDA	20.6	32.9	30.2	22.6	17.5	权益自由现金流	0	121	58	95	137

资料来源: 公司资料, 东海证券预测

表2. 可比公司估值比较

代码	简称	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2011PEG	股价(元)	总市值(亿元)
002138	顺络电子	36.89	31.40	21.92	16.47	1.80	16.65	35.35
000636	风华高科	24.25	21.62	15.38	11.11	1.78	8.00	53.68
600563	法拉电子	18.92	14.80	11.68	9.49	0.53	20.54	46.22
000733	振华科技	82.14	0.00	40.87	0.00	0.00	8.56	30.66
600237	铜峰电子	86.90	0.00	50.03	0.00	0.00	6.66	26.64
	平均值	49.82		27.98				

资料来源: 东海证券研究所

作者简介

周峰：电子行业分析师，同济大学应用物理学士、上海交通大学软件工程硕士，10年IT行业经验。

重点跟踪公司：天瑞仪器、水晶光电、高德红外、沪电股份、晶源电子等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897