

业绩环比出现反转，毛利率创下新低

顺络电子3季报点评

评级: **增持-A**

上次评级: 增持-A

目标价格: **18.40元**

期限: 6个月 上次预测: 23.20元

现价(2011年10月14日): 16.45元

报告日期: **2011-10-17**

报告关键点:

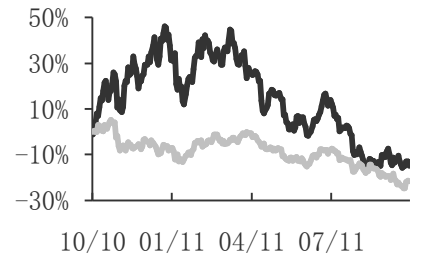
- 3季度业绩低于预期，但公司收入和净利润环比都出现增长，略显翻转迹象。
- 3季度毛利率创下新低，4季度银价回调有望帮助提升公司综合毛利率。
- 国内中低端智能机的需求有望提升产能利用率。
- 风险主要来自银价的不确定性，以及低端产品需求导致产品销售单价下滑。

报告摘要:

- 3季度业绩依旧低于预期，但已现翻转迹象:** 公司3季度实现营业收入1.51亿元，同比增长26.41%，环比增长9.52%；同期归属上市公司股东的净利润为2,493.61万元，同比增长1.25%，环比增长26.39%。3季度公司EPS为0.12元，较2季度的0.09元有所回升，前三季度公司实现EPS0.33元。尽管公司3季度业绩依旧低于我们的预期，但其收入和净利润环比都出现了明显的增长，我们认为这主要是由于国内手机生产商逐渐掌握智能手机的设计生产技术，提高中低端智能手机生产能力的同时，带动了对电感产品的需求所致。
- 3季度毛利率再创下新低，4季度有望得到纾缓:** 公司3季度的综合毛利率为27.2%，为公司近年来毛利率的最低水平；前三季度综合毛利率受此影响，进一步下滑为31.5%。我们认为，这主要还是由于公司的主要原材料银，其售价在3季度依旧维持在每盎司40美元左右的高位，导致公司原材料成本居高不下；同时，大规模的设备投资导致公司的折旧上升也给公司带来了成本的压力。我们看到，9月底以来，银价下降较快，目前位于每盎司32美元左右，给公司四季度毛利率的回升带来利好；而国内中低端智能手机的出货增长也有望帮助公司提升产能利用率，进而提升4季度综合毛利率水平。
- 投资建议:** 我们下调公司2011年、2012年的营业收入，分别为5.92亿元和8.12亿元，分别同比增加31.79%和37.23%；下调公司2011年、2012年的EPS至为0.47元和0.71元，目前股价对应的2011年和2012年市盈率分别为35倍和23倍，给予公司增持-A的投资评级，6个月目标价格为18.4元，对应2011年40倍PE，2012年26倍PE。
- 风险提示:** 我们认为，目前公司风险主要来自于原材料价格的波动，以及低端智能机需求导致的销售单价下滑，给公司毛利率带来负面影响。

总市值(百万元)	3,492.97
流通市值(百万元)	2,783.71
总股本(百万股)	212.34
流通股本(百万股)	169.22
12个月最低/最高	15.88/28.65元
十大流通股东(%)	57.70%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.62)	(9.01)	5.30
绝对收益	(5.55)	(24.19)	(14.95)

侯利

021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

冯今天

021-68765175
fengt@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	326.0	449.1	591.9	812.3	1,079.8
Growth(%)	29.8%	37.8%	31.8%	37.2%	32.9%
净利润	61.5	95.8	98.8	151.2	210.3
Growth(%)	45.6%	56.0%	3.0%	53.1%	39.0%
毛利率(%)	41.7%	45.5%	34.3%	36.9%	37.1%
净利润率(%)	18.9%	21.3%	16.7%	18.6%	19.5%
每股收益(元)	0.29	0.45	0.47	0.71	0.99
每股净资产(元)	2.47	3.00	5.41	6.12	7.11
市盈率	56.8	36.4	35.4	23.1	16.6
市净率	6.7	5.5	3.0	2.7	2.3
净资产收益率(%)	11.7%	15.0%	8.6%	11.6%	13.9%
ROIC(%)	13.8%	20.8%	13.2%	15.5%	19.2%

前期研究成果

- 顺络电子: 需求不旺、成本上升带来业绩压力
2011-07-15
- 顺络电子: 银价上升影响公司业绩
2011-04-27
- 顺络电子: 新增业务发力, 推动2011业绩
2011-02-21

财务报表预测和估值数据汇总

		单位					百万元	模型更新时间		2011-10-14		
		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表												
营业收入	326.0	449.1	591.9	812.3	1,079.8	成长性						
减: 营业成本	190.1	244.8	388.9	512.7	679.2	营业收入增长率	29.8%	37.8%	31.8%	37.2%	32.9%	
营业税费	0.3	0.6	0.6	0.8	1.1	营业利润增长率	59.7%	50.0%	2.6%	55.9%	38.6%	
销售费用	13.7	22.1	21.3	32.5	43.2	净利润增长率	45.6%	56.0%	3.0%	53.1%	39.0%	
管理费用	39.6	56.5	53.3	73.1	97.2	EBITDA 增长率	46.0%	36.1%	12.9%	35.9%	27.7%	
财务费用	6.1	9.2	10.1	8.7	7.2	EBIT 增长率	48.8%	50.1%	3.1%	50.2%	36.0%	
资产减值损失	2.4	5.2	4.3	7.5	6.6	NOPLAT 增长率	35.9%	55.5%	2.1%	47.8%	36.5%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.4%	61.1%	25.8%	10.2%	9.3%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.3%	21.7%	80.1%	13.2%	16.2%	
营业利润	73.8	110.7	113.6	177.0	245.3	利润率						
加: 营业外净收支	-1.3	4.4	4.0	3.0	5.0	毛利率	41.7%	45.5%	34.3%	36.9%	37.1%	
利润总额	72.5	115.1	117.6	180.0	250.3	营业利润率	22.6%	24.7%	19.2%	21.8%	22.7%	
减: 所得税	11.0	19.3	18.8	28.8	40.1	净利润率	18.9%	21.3%	16.7%	18.6%	19.5%	
净利润	61.5	95.8	98.8	151.2	210.3	EBITDA/营业收入	36.8%	36.3%	31.1%	30.8%	29.6%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	24.5%	26.7%	20.9%	22.9%	23.4%	
货币资金	49.8	90.7	215.8	280.4	407.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	378	288	276	233	167	
应收帐款	78.3	112.3	145.1	201.1	266.0	流动营业资本周转天数	99	112	145	158	165	
应收票据	16.4	22.6	29.8	41.0	54.4	流动资产周转天数	228	230	287	304	313	
预付帐款	1.2	9.4	14.0	25.6	37.4	应收帐款周转天数	81	73	74	73	74	
存货	59.4	134.3	168.8	253.1	315.1	存货周转天数	64	82	96	97	99	
其他流动资产	0.0	0.0	-0.4	-0.6	-1.2	总资产周转天数	737	679	715	623	532	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	548	528	558	476	393	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	15.0%	8.6%	11.6%	13.9%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.3%	7.5%	10.2%	12.4%	
固定资产	347.2	372.1	533.9	517.9	482.1	ROIC	13.8%	20.8%	13.2%	15.5%	19.2%	
在建工程	24.7	181.4	109.4	66.3	40.4	费用率						
无形资产	41.5	57.9	54.2	50.6	47.4	销售费用率	4.2%	4.9%	3.6%	4.0%	4.0%	
其他非流动资产	47.0	47.4	52.8	53.3	53.5	管理费用率	12.1%	12.6%	9.0%	9.0%	9.0%	
资产总额	665.5	1,028.3	1,323.5	1,488.7	1,702.5	财务费用率	1.9%	2.0%	1.7%	1.1%	0.7%	
短期债务	30.0	233.9	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	18.2%	19.6%	14.3%	14.1%	13.7%	
应付帐款	34.5	61.7	84.3	120.2	153.2	偿债能力						
应付票据	4.5	7.6	10.6	14.9	19.2	资产负债率	21.2%	38.0%	13.2%	12.7%	11.3%	
其他流动负债	24.9	20.2	23.5	23.4	25.3	负债权益比	27.0%	61.2%	15.2%	14.5%	12.7%	
长期借款	-	31.5	31.5	31.5	31.5	流动比率	2.18	1.14	4.47	4.77	5.22	
其他非流动负债	47.4	35.7	15.3	-10.7	-45.9	速动比率	1.52	0.71	3.10	3.20	3.63	
负债总额	141.4	390.6	174.8	188.8	192.4	利息保障倍数	13.13	13.05	12.26	21.43	34.93	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	122.2	194.3	212.4	212.4	212.4	DPS(元)	0.13	0.14	-	-	-	
留存收益	401.9	443.5	936.3	1,087.5	1,297.8	分红比率	45.9%	31.9%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	524.1	637.7	1,148.7	1,299.9	1,510.2	股息收益率	0.8%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	61.5	95.8	98.8	151.2	210.3	EPS(元)	0.29	0.45	0.47	0.71	0.99	
加: 折旧和摊销	40.0	43.2	60.4	64.4	66.8	BVPS(元)	2.47	3.00	5.41	6.12	7.11	
资产减值准备	2.4	5.2	4.3	7.5	6.6	PE(X)	56.8	36.4	35.4	23.1	16.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	5.5	3.0	2.7	2.3	
财务费用	6.3	5.7	6.6	10.1	8.7	P/FCF	234.0	150.4	-10.4	74.4	33.1	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.7	7.8	5.9	4.3	3.2	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	20.5	34.1	18.3	13.3	10.1	
营运资金的变动	-25.5	-107.7	-70.6	-152.5	-150.5	CAGR(%)	35.0%	29.9%	41.8%	36.5%	34.0%	
经营活动产生现金流量	101.6	76.5	103.0	79.3	140.4	PEG	1.6	1.2	0.8	0.6	0.5	
投资活动产生现金流量	-60.5	-269.9	-152.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	1.4	2.1	1.3	1.6	1.9	
融资活动产生现金流量	-50.6	193.3	178.1	-8.7	-7.2	REP	3.5	3.3	2.5	1.9	1.4	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034