

顺络电子 (002138)

增持/维持评级

股价: RMB14.32

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:s1000511060001

82125092

lushan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李欣

(0755)8212 5064

lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

业绩拐点在即

- 我们目前推荐顺络电子的逻辑主要有以下三点: (1) 银价大幅下降带来的盈利改善年底就将显现, 且有望持续; (2) 明年下游需求旺盛+产能成熟; (3) 从市值角度看, 公司被低估。
- 第一、公司毛利率对银价极为敏感, 根据我们的测算 (详见《生产要素价格变动对顺络电子毛利率影响的探讨》), 以 2011 年 3 季度为基础, 银价每变动 10%, 毛利率反向变动 1.7 个百分点, 9 月底银价下降约 20% 并维持, 考虑有 2-3 个月的存货周期, 因此今年 12 月开始, 预计毛利率上涨 3.4 个百分点左右, 而且规模效应以及股权激励费用减少等因素将压低期间费用率, 亦即净利率上涨幅度更大, 考虑到目前 16% 左右的净利率, 该上涨对应的业绩增长比例是非常可观的, 对业绩的影响在明年将集中体现。
- 第二、明年下游需求乐观, 且有产能配合。公司产品主要是叠层片感和绕线片感, 前者主要用于高速处理信号的场合, 其主要下游智能手机、数据卡、WIFI 等将保持高速增长, 且公司的技术优势使其和台厂错位竞争; 绕线片感相对叠层片感, 在功率处理场合优势极大, LED 的供电需将工频市电经 AC/DC 和 DC/DC 环节转化为低压直流电, 整流、滤波等环节均需绕线片感, 我们预测 2012 年 LED 照明的补贴极有可能开始实施, 这对于顺络是双面利好: 一方面增大需求量; 另一方面, 补贴必然对应寿命、转化效率等指标的严格测试, 促使客户向顺络等行业龙头靠拢。同时, 增发项目对应的产能经过今年的调试期, 明年其经济性将有保证。
- 第三、公司市值 (29.3 亿元) 目前被显著低估, 从几个角度看: (1) 既有产品的市场空间看, 2011 年预计电感全球市场空间为 468 亿元, 而片式电感是小型化驱动下的必然选择; (2) 新产品的拓展空间看, 顺络向钽电容和敏感器件的横向拓展, 以及向 LTCC 的纵向拓展, 对估值都应有正面影响; (3) 和手机产业链的其它 A 股公司相比, 市值较低。
- 我们预测, 公司 11-13 年 EPS 为 0.47、0.74、1.03 元, 对应 29.5、18.7、13.4 倍 PE, 维持增持评级。
- 风险提示。银价出现大幅波动, 新产品开发进度低于预期。

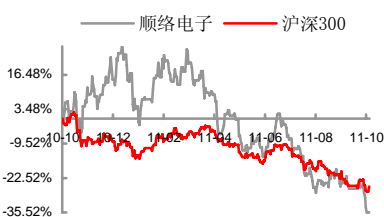
相关研究

《生产要素价格变动对顺络电子毛利率影响的探讨》	110718
《快速增长势头有望持续》	110221
《横向与纵向扩张并举》	100804
《持续稳健成长的好公司》	100211
《预计 09 年业绩同比增长大于 40%》	091025
《绕线电感成为公司新的盈利点》	090821
《被忽视的好公司》	090724

基础数据

总股本 (百万股)	212
流通 A 股 (百万股)	212
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,041

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	449.1	572.0	771.0	1047.0
(+/-%)	37.8	27.4	34.8	35.8
归属母公司净利润(百万元)	95.8	100.6	159.7	222.3
(+/-%)	56.0	5.0%	58.7%	39.2%
EPS(元)	0.45	0.47	0.74	1.03
P/E(倍)	30.6	29.5	18.7	13.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

毛利率对银价的敏感性分析

我们在报告《生产要素价格变动对顺络电子毛利率影响的探讨》中，详细分析了顺络“毛利率对银价、人工成本变动的敏感性”问题，根据 2011 年 3 季度数据，我们对此表进行如下修正，银价每变动 10%，毛利率反向变动 1.7 个百分点。根据该表计算，2011 年 Q3 毛利率同比 2010 年 Q3 下滑 19.7 个百分点，实际下滑 18.3 个百分点。

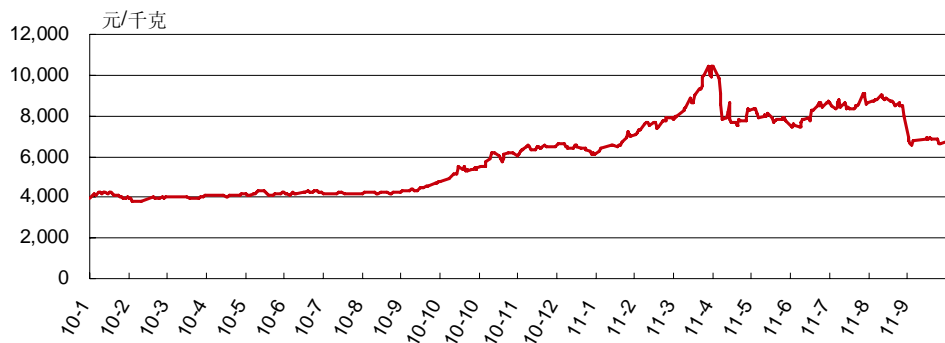
表格 1：银价、人工成本变动对公司毛利率的影响

		人工成本变动						
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
银价变动	-50%	8.3%	7.2%	6.1%	5.0%	3.9%	2.8%	1.7%
	-40%	6.6%	5.5%	4.4%	3.3%	2.2%	1.1%	0.1%
	-30%	5.0%	3.9%	2.8%	1.7%	0.6%	-0.5%	-1.6%
	-20%	3.3%	2.2%	1.1%	0.0%	-1.1%	-2.2%	-3.3%
	-10%	1.7%	0.6%	-0.5%	-1.6%	-2.7%	-3.8%	-4.9%
	0%	0.0%	-1.1%	-2.2%	-3.3%	-4.4%	-5.5%	-6.6%
	10%	-1.7%	-2.7%	-3.8%	-4.9%	-6.0%	-7.1%	-8.2%
	20%	-3.3%	-4.4%	-5.5%	-6.6%	-7.7%	-8.8%	-9.9%
	30%	-5.0%	-6.0%	-7.1%	-8.2%	-9.3%	-10.4%	-11.5%
	40%	-6.6%	-7.7%	-8.8%	-9.9%	-11.0%	-12.1%	-13.2%
	50%	-8.3%	-9.3%	-10.4%	-11.5%	-12.6%	-13.7%	-14.8%
60%	-9.9%	-11.0%	-12.1%	-13.2%	-14.3%	-15.4%	-16.5%	

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

银价自今年 9 月底以来下降约 20% 并维持，如下图。

图 1： 白银价格走势（长江有色市场， 2010 年 1 月 4 日至 2011 年 10 月 24 日）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

公司产品的横向和纵向扩张

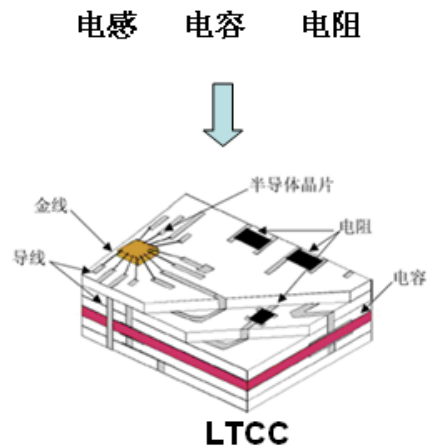
顺络电子的横向扩张主要包括向钽电容和敏感器件等其他被动元器件拓展，纵向扩张主要是向 LTCC 等集成化器件拓展。

图 2: 公司向行业内相近产品的横向扩张



资料来源: 顺络电子, 网络资料, 华泰联合证券研究所

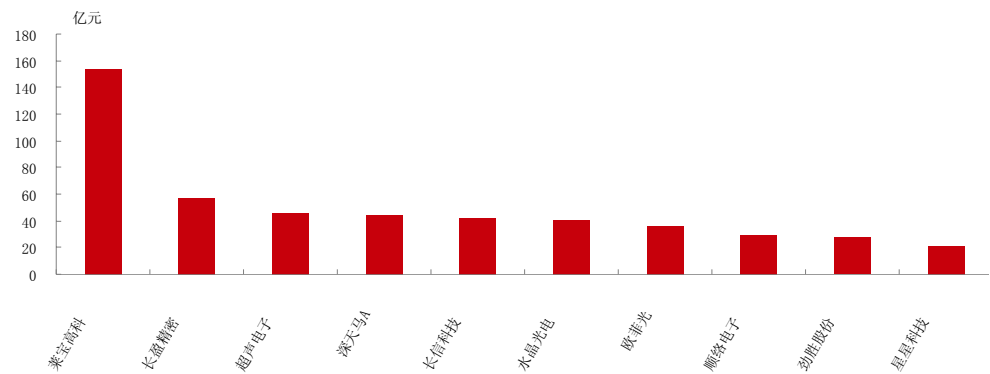
图 3: 公司向下游产品的纵向扩张



资料来源: 顺络电子, 网络资料, 华泰联合证券研究所

公司和手机产业链的其它 A 股公司相比市值较低

图 4: 手机产业链主要 A 股公司市值比较



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

风险提示

银价出现大幅波动，新产品开发进度低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	369	615	801	1131	营业收入	449	572	771	1047
现金	91	277	341	500	营业成本	245	364	477	646
应收账款	104	136	183	249	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	8	7	9	13	营业费用	22	24	29	38
预付账款	9	9	12	18	管理费用	57	61	81	109
存货	134	159	216	299	财务费用	9	1	-9	-13
其他流动资产	23	28	38	52	资产减值损失	5	4	4	4
非流动资产	659	800	807	754	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	372	572	613	578	营业利润	111	117	187	262
无形资产	58	64	71	79	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	229	0	124	97	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1028	1415	1608	1885	利润总额	115	119	190	264
流动负债	323	99	124	158	所得税	19	18	30	42
短期借款	234	2	2	2	净利润	96	101	160	222
应付账款	48	58	78	107	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	42	39	45	50	归属母公司净利	96	101	0	222
非流动负债	67	44	42	42	EBITDA	163	162	237	313
长期借款	31	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.47	0.75	1.05
其他非流动负	36	44	42	42					
负债合计	391	143	166	200	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	194	322	325	331	成长能力				
资本公积	242	648	655	669	营业收入	37.8%	27.3%	34.8%	35.9%
留存收益	202	302	462	684	营业利润	50.0%	5.6%	60.4%	39.6%
归属母公司股	638	1272	1442	1685	归属母公司净利	56.0%	5.0%	58.7%	39.2%
负债和股东权	1028	1415	1608	1885	获利能力				
					毛利率(%)	45.5%	36.3%	38.1%	38.3%
					净利率(%)	21.3%	17.6%	20.7%	21.2%
					ROE(%)	15.0%	7.9%	11.1%	13.2%
					ROIC(%)	12.3%	10.0%	13.6%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.0%	10.1%	10.3%	10.6%
					净负债比率(%)	67.94	1.39%	1.20%	1.00%
					流动比率	1.14	6.20	6.45	7.14
					速动比率	0.71	4.52	4.62	5.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.47	0.51	0.60
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	6.44	6.88	7.03	7.01
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.45	0.47	0.75	1.05
					每股经营现金流	0.24	0.32	0.34	0.42
					每股净资产(最	1.98	3.95	4.48	5.24
					估值比率				
					P/E	30.60	29.10	18.30	13.20
					P/B	6.96	3.49	3.08	2.64
					EV/EBITDA	19	19	13	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司