

顺络电子 (002138.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

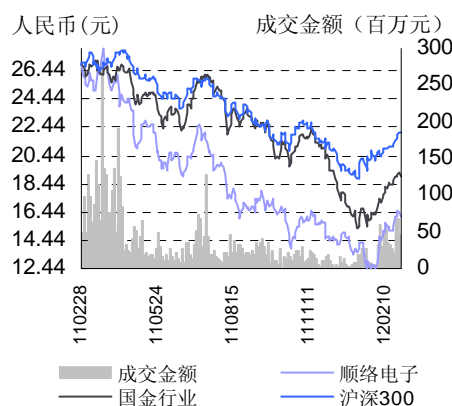
市价(人民币): 16.14元

目标(人民币): 16.59元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	169.22
总市值(百万元)	3,427.14
年内股价最高最低(元)	28.02/12.44
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《银价大幅回落有望使公司盈利水平回升》，2011.10.17
- 《短期盈利下滑不改公司长期向好》，2011.7.15

高诗

联系人
(8621)60893120
gaoshi@gjzq.com.cn

沈建锋

联系人
(8621)61357589
shenj@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

盈利能力处历史低位 静待经营反转

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.503	0.493	0.377	0.553	0.700
每股净资产(元)	4.29	3.28	5.28	5.65	6.22
每股经营性现金流(元)	0.83	0.39	0.16	1.02	0.78
市盈率(倍)	40.23	56.16	42.78	29.19	23.06
行业优化市盈率(倍)	54.50	65.45	44.94	44.94	44.94
净利润增长率(%)	45.56%	55.96%	-16.41%	46.56%	26.60%
净资产收益率(%)	11.73%	15.03%	7.15%	9.78%	11.25%
总股本(百万股)	122.20	194.33	212.34	212.34	212.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司全年实现营业收入 5.50 亿元, 同比增长 22.55%, 实现归属于上市公司股东的净利润 8,011 万元, 同比下滑 16.41%, 按最新股本计算 EPS 为 0.377 元, 低于市场和我们之前的预期。公司同时公布利润分配预案, 以资本公积金每 10 股转增 5 股, 并派送现金股利 1.5 元。

经营分析

- 成本上升加需求下滑致公司整体经营落入低谷:** 公司全年毛利率和净利率分别降至 29.95% 和 14.55%, 同比下滑 15.5 和 6.8 个百分点, ROE 为 7.15%, 均为历史低位。公司经营探底的原因, 一方面来自年内成本的高企, 占公司成本 40% 的银浆价格一度涨幅达 8 成, 同时人员规模扩大、单位人工成本上升; 另一方面, 受欧债危机的宏观经济影响, 半导体下游需求下降, 尤其是下半年下游去库存周期较长, 影响了公司接单情况, 四季度收入也出现了 18.11% 的环比下滑。
- 经营面向好趋势已现, 公司业绩或将反转:** 1、目前银价已从高位大幅回落, 从今年初开始有望推动毛利率回升, 同时随着新产能的开出, 规模效应将逐渐体现, 人员结构也将相对稳定, 使人力成本不会再出现大的变动。2、公司主要客户中兴华为 2012 年需求预计将有较高增长, 其中智能手机销量将翻番, 宽带及云计算等通信领域建设也有望带来大量订单, 目前一季度公司已陆续接获急单, 而其他高端芯片、LED、汽车电子等领域的新客户也在积极开拓中。3、产业转移的长期投资逻辑依然成立, 依托于技术和产能优势以及优质客户储备, 公司将继续提升市场占有率, 实现规模扩张。

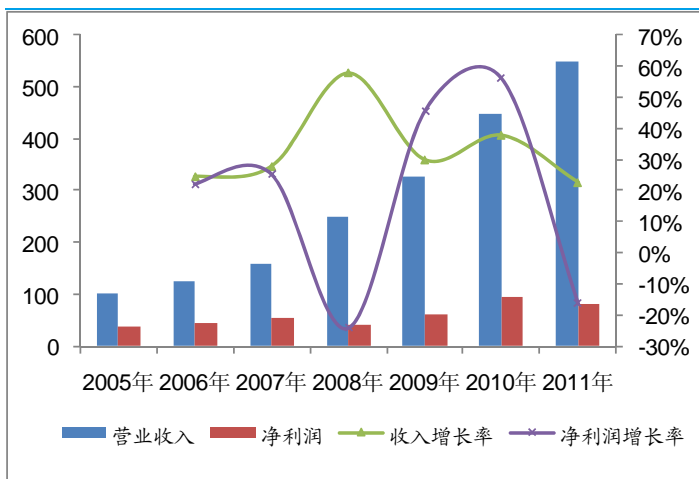
下调盈利预测, 维持买入评级

- 我们下调盈利预测, 预计 2012-2014 年公司将实现净利润 1.17、1.49 和 1.82 亿元, 同比增长 46.56%、26.60% 和 22.38%, 按最新的股本计算对应的 EPS 为 0.553、0.700、0.857 元。
- 维持“买入”评级: 公司目前股价对应 2012 年 29 倍 PE, 高于电子行业核心公司平均估值水平, 但考虑到公司大概率实现经营反转, 毛利率、ROE 水平将回升, 具有较高业绩弹性, 故维持“买入”评级, 目标价 16.59 元, 对应 12 年 30 倍 PE。

盈利能力处历史低位，静待经营反转

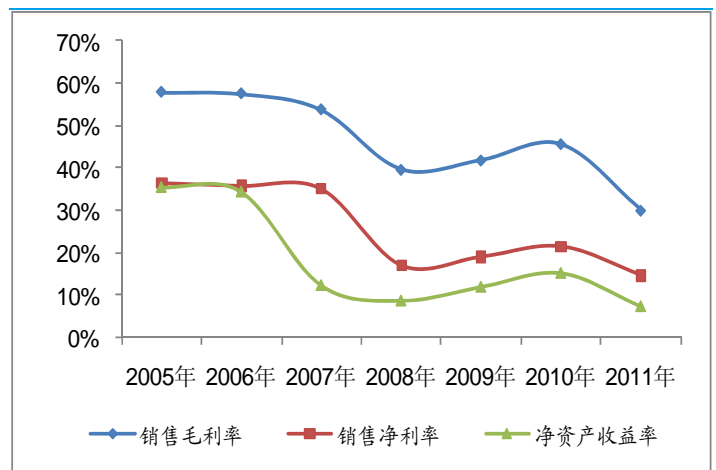
- 公司全年实现营业收入 5.50 亿元，同比增长 22.55%，实现归属于上市公司股东的净利润 8,011 万元，同比下滑 16.41%；毛利率、净利率和 ROE 分别为 29.95%、4.55%和 7.15%，均处于历史低位；期间费用随着股权激励成本的减少以及管理层绩效工资下降，费用率整体下降 4.6 个百分点；由于海外市场受到欧债等宏观经济影响，收入增长较慢，公司国内销售收入则实现 36.27%的增长，占比首次超过海外。
- 从单季度情况来看，四季度行业景气低迷订单下降，收入和净利润分别环比下滑 18.11%和 49.95%；毛利率和净利率水平也均为年内最低点，分别为 24.62%和 10.07%。

图表1：公司收入和净利润增长情况



来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：公司盈利能力变化情况



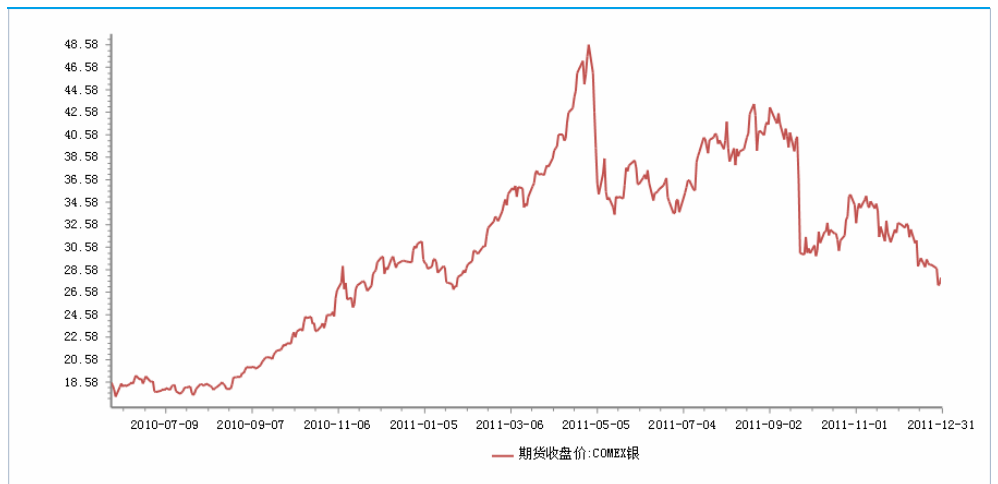
图表3：公司单季度经营情况

顺络电子	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
营业收入	48.95	60.78	89.58	51.76	60.63	78.94	95.12	91.32	101.60	110.67	119.81	117.07	136.66	138.29	151.46	124.02
季度同比	65.75%	69.11%	85.23%	14.50%	23.86%	29.88%	6.18%	76.42%	67.58%	40.20%	25.96%	28.20%	34.51%	24.96%	26.41%	5.94%
季度环比	8.27%	24.17%	47.40%	-42.22%	17.12%	30.20%	20.51%	-4.00%	11.25%	8.93%	8.26%	-2.29%	16.73%	1.20%	9.52%	-18.11%
毛利率	45.79%	38.21%	39.93%	34.29%	44.32%	35.74%	45.72%	40.84%	44.30%	50.42%	45.52%	41.87%	36.00%	31.75%	27.19%	24.62%
营业费用率	4.88%	4.85%	4.71%	4.87%	4.34%	3.87%	4.95%	3.67%	4.93%	4.51%	5.25%	4.99%	3.43%	3.79%	3.87%	4.23%
管理费用率	12.30%	10.87%	12.48%	12.70%	14.77%	9.80%	11.73%	12.85%	12.63%	10.86%	13.51%	13.22%	9.66%	10.49%	8.54%	9.85%
财务费用率	2.85%	0.97%	1.32%	8.34%	1.81%	2.13%	2.04%	1.49%	1.00%	1.36%	2.18%	3.46%	2.37%	1.59%	1.60%	0.43%
净利润	11.17	10.85	16.55	3.65	12.05	12.07	20.50	16.83	20.67	31.96	24.63	18.59	22.97	19.73	24.94	12.48
季度同比	10.15%	-7.09%	11.05%	-80.76%	7.86%	11.30%	23.91%	360.73%	71.58%	164.70%	20.11%	10.44%	11.11%	-38.26%	1.27%	-32.84%
季度环比	-41.17%	-2.87%	52.55%	-77.93%	229.79%	0.22%	69.83%	-17.92%	22.82%	54.61%	-22.94%	-24.53%	23.56%	-14.09%	26.41%	-49.95%
净利润率	22.82%	17.85%	18.47%	7.06%	19.87%	15.30%	21.56%	18.43%	20.35%	28.88%	20.56%	15.88%	16.81%	14.27%	16.47%	10.07%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 银浆占公司成本的 40%，是影响毛利率变动的重要因素。2011 年，银浆价格在年中一度涨幅达 8 成，对公司构成巨大的成本压力。但四季度起，银浆价格已逐渐从高位回落，考虑到公司原材料存货周转因素，预计今年初开始，银价下降对毛利率的提升作用将逐渐显现。

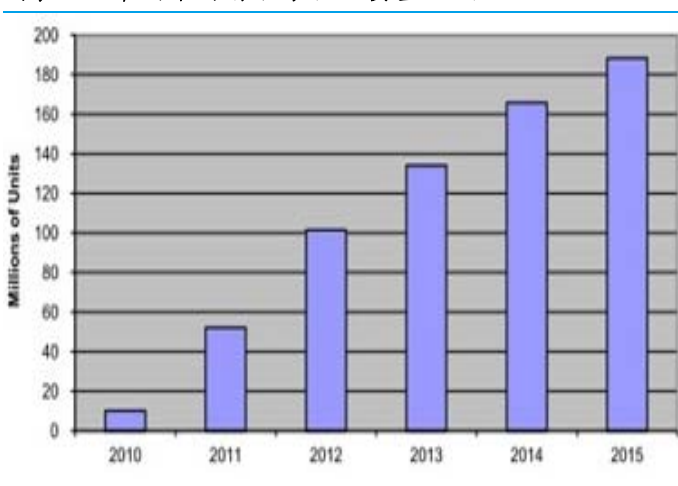
图表4: 2010年中以来银价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

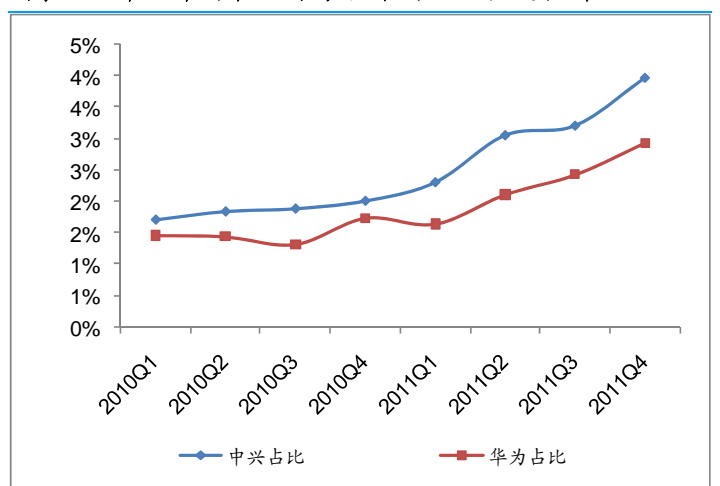
- 2012年中兴、华为主导的低价智能机市场和通信设备建设增长确定较强, 从两家公司近期与美国芯片厂商签订的60亿和40亿美元订单即可看出端倪。其中智能机出货量和收入都将实现翻倍成长, 将推动上游供应链订单繁荣。公司作为中兴、华为片式元件的重要供应商, 将获得明显的订单增长。

图表5: 中国市场智能手机出货量预测



来源: iSuppli, Gartner, 国金证券研究所

图表6: 中兴华为在全球手机市场份额快速提升



下调盈利预测, 维持买入评级

- 我们下调盈利预测, 预计2012-2014年公司 will 实现净利润1.17、1.49和1.82亿元, 同比增长46.56%、26.60%和22.38%, 按最新的股本计算对应的EPS为0.553、0.700、0.857元。
- 维持“买入”评级: 公司目前股价对应2012年29倍PE, 高于电子行业核心公司平均估值水平, 但考虑到公司大概率实现经营反转, 毛利率、ROE水平将回升, 具有较高业绩弹性, 故维持“买入”评级, 目标价16.59元, 对应12年30倍PE。

图表7: 行业重点公司估值比较

代码	公司	收盘价			EPS			PE			PB	ROE %	总市值 百万元
		2012/2/27	2011	2012	2013	2011	2012	2013					
600563.sh	法拉电子	18.74	1.34	1.67	1.97	14.03	11.23	9.52	3.25	17.04	4,216.50		
002484.sz	江海股份	18.27	0.65	0.93	1.23	27.98	19.71	14.89	2.34	6.75	2,923.20		
002241.sz	歌尔声学	26.58	0.70	1.08	1.56	38.09	24.58	17.04	9.58	25.31	19,977.06		
002273.sz	水晶光电	32.20	0.98	1.45	1.92	32.96	22.21	16.77	4.31	15.55	4,020.27		
002045.sz	广州国光	6.04	0.25	0.34	0.45	24.16	17.97	13.47	1.80	5.72	2,518.10		
002106.sz	莱宝高科	20.00	0.77	1.01	1.35	25.97	19.89	14.82	5.17	15.11	12,007.92		
002436.sz	兴森科技	18.18	0.62	0.91	1.22	29.52	20.06	14.88	2.78	7.01	4,061.41		
	平均					27.53	19.38	14.49	4.18	13.21			
002138.sz	顺络电子	16.14	0.38	0.55	0.70	42.81	29.19	23.06	3.06	7.15	3,427.14		

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表8: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	251	326	449	550	733	923
增长率		29.8%	37.8%	22.6%	33.2%	25.9%
主营业务成本	-152	-190	-245	-386	-501	-636
%销售收入	60.5%	58.3%	54.5%	70.1%	68.4%	68.9%
毛利	99	136	204	165	232	287
%销售收入	39.5%	41.7%	45.5%	29.9%	31.6%	31.1%
营业税金及附加	0	0	-1	0	0	-1
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-12	-14	-22	-21	-27	-34
%销售收入	4.8%	4.2%	4.9%	3.8%	3.7%	3.7%
管理费用	-30	-40	-57	-53	-69	-84
%销售收入	12.1%	12.1%	12.6%	9.6%	9.4%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	57	82	125	91	135	168
%销售收入	22.5%	25.2%	27.9%	16.5%	18.4%	18.2%
财务费用	-7	-6	-9	-8	-5	-5
%销售收入	3.0%	1.9%	2.0%	1.5%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-3	-2	-5	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	15	5	8
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	15.6%	3.6%	4.5%
营业利润	46	74	111	91	135	171
营业利润率	18.4%	22.6%	24.7%	16.6%	18.4%	18.5%
营业外收支	2	-1	4	5	6	7
税前利润	48	72	115	96	141	178
利润率	19.1%	22.2%	25.6%	17.5%	19.2%	19.3%
所得税	-6	-11	-19	-16	-23	-29
所得税率	11.9%	15.2%	16.7%	16.9%	16.5%	16.5%
净利润	42	61	96	80	117	149
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	42	61	96	80	117	149
净利率	16.8%	18.9%	21.3%	14.6%	16.0%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	42	61	96	80	117	149
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	42	48	6	59	65
非经营收益	4	7	6	0	-6	-7
营运资金变动	-13	-9	-73	0	46	-42
经营活动现金净流	65	101	77	86	217	165
资本开支	-104	-60	-270	-362	-39	-44
投资	-118	0	0	15	-1	0
其他	0	0	0	-1	5	8
投资活动现金净流	-221	-60	-270	-348	-35	-36
股权募资	0	0	35	414	-10	0
债权募资	13	-30	235	-158	-91	1
其他	-13	-21	-78	41	-7	-36
筹资活动现金净流	-1	-51	193	297	-107	-35
现金净流量	-157	-10	0	35	75	94

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	70	50	91	33	108	202
应收款项	83	95	135	189	241	290
存货	52	59	134	176	192	230
其他流动资产	3	1	9	5	24	29
流动资产	208	205	369	404	565	751
%总资产	31.1%	30.8%	35.9%	30.7%	45.0%	52.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	373	372	553	804	547	533
%总资产	55.6%	55.9%	53.8%	61.1%	43.6%	37.3%
无形资产	85	83	100	102	141	141
非流动资产	462	460	659	912	690	676
%总资产	68.9%	69.2%	64.1%	69.3%	55.0%	47.4%
资产总计	670	666	1,028	1,315	1,459	1,631
短期借款	60	30	234	81	0	0
应付款项	39	40	71	77	151	182
其他流动负债	11	24	18	-4	81	100
流动负债	110	94	323	154	232	283
长期贷款	0	0	31	26	26	27
其他长期负债	62	47	36	15	0	0
负债	173	141	391	195	258	310
普通股股东权益	498	524	638	1,120	1,201	1,322
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	670	666	1,028	1,315	1,459	1,631

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.449	0.503	0.493	0.377	0.553	0.700
每股净资产	5.294	4.289	3.282	5.276	5.655	6.225
每股经营现金净流	0.696	0.831	0.394	0.164	1.021	0.775
每股股利	0.300	0.250	0.000	0.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.48%	11.73%	15.03%	7.15%	9.78%	11.25%
总资产收益率	6.30%	9.23%	9.32%	6.09%	8.05%	9.11%
投入资本收益率	8.92%	12.58%	11.53%	6.10%	9.20%	10.41%
增长率						
主营业务收入增长率	57.86%	29.85%	37.77%	22.55%	33.21%	25.91%
EBIT增长率	-0.49%	45.64%	52.00%	-27.52%	49.09%	24.40%
净利润增长率	-24.21%	45.56%	55.96%	-16.41%	46.56%	26.60%
总资产增长率	19.36%	-0.69%	54.51%	27.93%	-4.59%	13.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.7	82.5	73.6	82.0	80.0	76.0
存货周转天数	102.5	106.8	144.4	148.0	140.0	132.0
应付账款周转天数	44.6	55.6	56.6	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	489.5	388.8	302.4	384.1	188.8	148.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.00%	-3.78%	27.38%	6.61%	-6.87%	-13.26%
EBIT利息保障倍数	7.5	13.5	13.6	10.8	25.1	33.6
资产负债率	25.74%	21.24%	37.98%	14.84%	17.69%	18.98%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	1	2	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.95

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-09-20	买入	20.46	25.89 ~ 25.89
2 2010-10-25	买入	21.45	N/A
3 2011-07-15	买入	21.70	N/A
4 2011-10-17	买入	16.65	18.10 ~ 18.10

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B