

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

电子行业景气复苏, 公司即将跨过业绩低点

——顺络电子(002138)年报点评

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012年02月29日

报告关键要素:

11年公司受行业去库存周期影响, 收入增速和盈利能力持续下滑。预计12年2季度电子行业景气回暖, 公司募投项目同步达产, 主要原材料价格下降, 公司即将跨过业绩低点。预测12-13年EPS为0.56元和0.79元, 按28日收盘价16.14元计算, 对应市盈率为28.78倍和20.47倍, 维持“增持”评级。

事件:

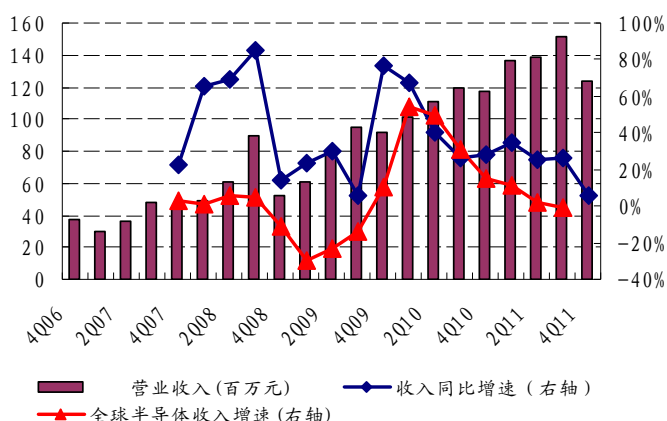
- 顺络电子(002138)公布了2011年年报。11年公司实现销售收入5.5亿元, 同比增长22.55%; 实现营业利润9129万元, 同比下降17.56%; 实现净利润8011万元, 同比下降16.41%, 每股收益0.39元。

点评:

- 11年电子行业处于去库存周期, 公司收入增速随之放缓。11年4季度, 公司收入1.24亿元, 同比增长5.94%, 增速自09年4季度以来持续下滑, 变化趋势与全球电子行业同步, 体现了去库存周期对公司的影响。另一方面, 公司产品立足进口取代, 产能增长较快, 因而收入增速明显高于全球行业平均水平, 11年全球半导体销售额增长仅1.25%, 而公司收入增长22.55%。预计12年2季度行业去库存周期结束, 公司收入增速迎来向上拐点。

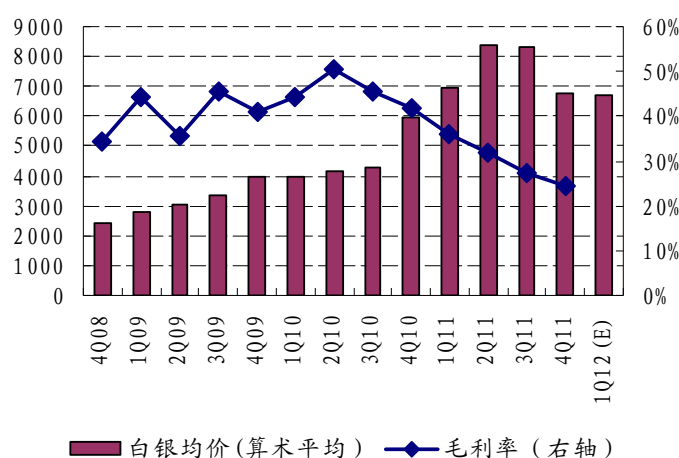
本轮电子行业复苏主要受智能手机、平板电脑等智能终端拉动, 预计增长持续性强于09-10年复苏周期。新型电子产品具备轻薄化共性, 要求电子元器件尺寸更小、功耗更低、性能更佳, 公司片式电感和LTCC(低温共烧陶瓷)产品符合行业发展趋势, 预计收入增速将超越行业平均水平。

图 1: 07年-11年公司单季度收入增速与电子行业对比



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、WSTS

图 2: 09年-11年公司单季度毛利率与白银价格走势



资料来源: 中原证券研究所、公司公告、上海金交所

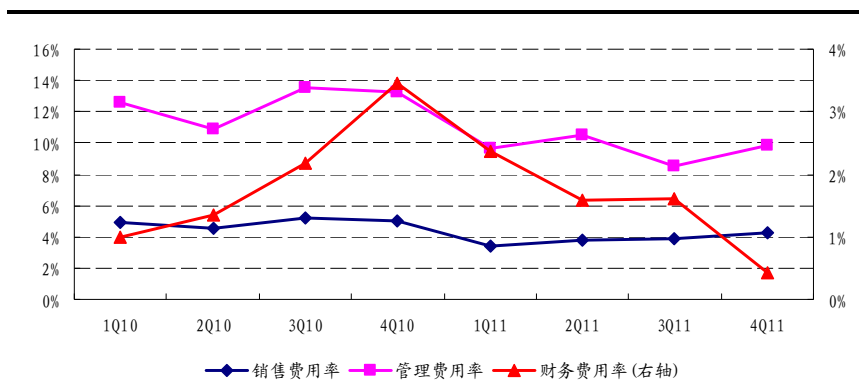
- 主要原材料白银价格高位回调, 预计公司产品毛利率将止跌回升。11年公司产品毛利率持续下降, 至4季度达到24.62%, 同比下降17.25个百分点。主要原因有三点: 一是行业处于去库存周期, 公司产能利用率较低, 年底库存达到1.76亿元, 比年初增长42%; 二是全年折旧费用为5562万元,

同比增长 36.26%；三是主要原材料大幅涨价，公司 40%生产成本来自银浆，其价格走势与银价高度相关，11 年白银均价约为 7600 元/公斤，同比增长约 65%，造成公司成本大增。

目前银价出现高位回调趋势，12 年前两月均价约 6726 元/公斤，预计全年将维持在 7000 元/公斤以下，从而使公司成本压力有所缓解。随着下游需求回暖，公司产能利用率也将得到改善，因而预计 12 年公司产品毛利率将企稳回升。

- **期间费用率呈下降态势。**11 年 4 季度，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.23%、9.85%和 0.43%，同比分别下降 0.76、3.37 和 3.04 个百分点。管理费用下降主要是因为股权激励摊销费用下降；财务费用率下降得益于汇兑损失减少和利息收入增加。预计 12 年公司期间费用率与 11 年基本持平。

图 3：10-11 年各季度公司期间费用率



来源：中原证券研究所、公司公告

- **募投项目 12 年达产，迎合行业景气转暖。**11 年 3 月公司非公开增发募集资金净额 4.12 亿元，用于扩产片式电感和投产 LTCC（低温共烧陶瓷）。截至 11 年底总投资进度为 98%，在建工程为 2.25 亿元。预计募投项目在一季度全部达产，与行业回暖步伐吻合，届时公司片式电感产能将增加 67 亿只，比原产能增长 67%，LTCC 产能新增 1.62 亿只，成为新的利润增长点。

表 1：公司 11 年 3 月非公开增发募投项目进展

项目	拟投资额 (万元)	11 年底投入资金 (万元)	投资进度	11 年效益 (万元)
片式电感扩产项目	30630	30115	98.32%	1517
LTCC 项目	8018	8116	101.23%	395
研发中心扩建	3052	2634	86.29%	-
合计	41700	40865	98%	1912

来源：中原证券研究所、公司公告

- **维持公司“增持”评级。**预测 12-13 年 EPS 分别为 0.56 元和 0.79 元，按 28 日收盘价 16.14 元计算，对应市盈率分别为 28.78 倍和 20.47 倍，考虑到行业复苏对公司业绩形成持续推动，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；需求回暖不及预期；限售股解禁造成股价波动。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	4.49	5.50	7.93	10.31
增长比率(%)	37.77%	22.55%	44.08%	30.00%
净利润(亿元)	0.96	0.80	1.18	1.67
增长比率(%)	55.96%	-16.41%	47.90%	40.64%
每股收益(元)	0.50	0.39	0.56	0.79
市盈率(倍)	32.28	41.38	28.79	20.47

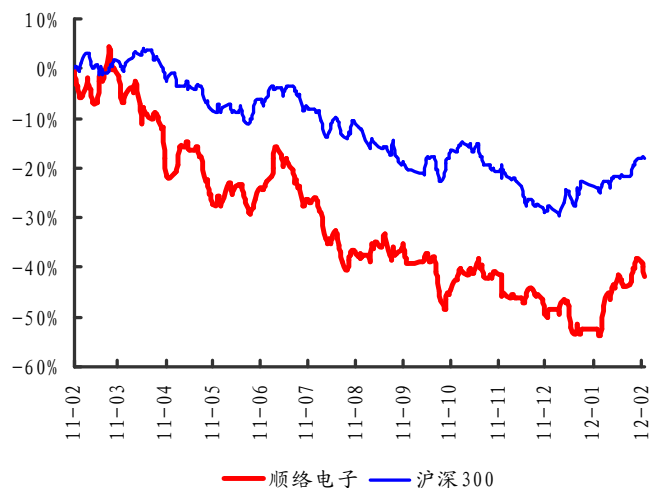
市场数据(2012年2月28日)

收盘价(元)	16.14
一年内最高/最低(元)	28.15 / 12.30
沪深300指数	2662.49
市净率(倍)	2.97
流通市值(亿元)	26.48

基础数据(2011年12月30日)

每股净资产(元)	5.28
每股经营现金流(元)	0.16
毛利率(%)	30.17
净资产收益率(%)	7.15
资产负债率(%)	14.84
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



行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大势：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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。